

## Londra cerca ossigeno fiscale: servono £20 miliardi per avere margine di manovra

La Spending Review sarà il simbolo di quanto la situazione sia difficile per i dipartimenti governativi del Regno Unito. E per il Tesoro le cose si complicheranno ulteriormente in autunno. Riteniamo che il margine di manovra del governo si esaurirà completamente e che gli aumenti delle tasse si faranno sempre più inevitabili nel corso dell'anno.



### La Spending Review si preannuncia impegnativa

La Cancelliera dello Scacchiere del Regno Unito Rachel Reeves, titolare delle Finanze, presenterà la sua Spending Review l'11 giugno. Si tratta del processo di ripartizione dei fondi tra i ministeri. E sappiamo già cosa dirà: non ci sono abbastanza soldi per tutti.

I budget dei dipartimenti per le spese ordinarie aumenteranno solo dell'1% all'anno in termini reali nei prossimi tre anni fiscali. Lo sappiamo già dalla dichiarazione di primavera di marzo. In termini pro capite, stanno aumentando ancora più lentamente.

Gran parte di questi aumenti annuali saranno assorbiti dalla sanità, dalla difesa e dall'istruzione, il

che lascia le altre aree del governo di fronte a tagli di spesa potenzialmente considerevoli in termini reali. Riteniamo che il Tesoro possa avere poca scelta se non quella di integrare questi bilanci in un secondo momento, visti i vari impegni presi dal governo nel manifesto.

Questo non accadrà in questa Spending Review. Non è un bilancio e non è accompagnato da una previsione dell'Office for Budget Responsibility, un prerequisito per apportare modifiche importanti a tasse e spesa. Ma riteniamo che nel corso dell'anno l'aumento delle tasse sia inevitabile. E non solo a causa delle pressioni sulla spesa dei dipartimenti.

## Le ipotesi sul margine di manovra del governo

Ricordiamo che, alla dichiarazione di primavera, il governo aveva solo 9,9 miliardi di sterline di margine di manovra rispetto all'obiettivo di bilancio principale. Questa regola autoimposta richiede che il bilancio corrente (ovvero la spesa ordinaria rispetto alle entrate fiscali) sia in surplus entro la fine di questo decennio.

Considerando che il governo spende più di 1.500 miliardi di sterline all'anno, 9,9 miliardi di sterline possono sembrare un errore di arrotondamento. E significa che piccole variazioni nelle previsioni economiche dell'Office for Budget Responsibility (OBR) possono cancellare il limitato margine di manovra disponibile - e probabilmente lo faranno.

Molto dipenderà dalle previsioni di crescita dell'OBR, che probabilmente saranno riviste al ribasso. La sua proiezione di crescita dell'1,9% per il 2026 appare ottimistica, dato il contesto globale. Prevediamo una crescita annua di circa l'1% sia per quest'anno che per il prossimo. L'OBR potrebbe non essere così pessimista, ma abbassando la previsione all'1,5% per il prossimo anno dimezzerebbe il margine di manovra del governo.

## Tre scenari per il bilancio d'autunno e per il margine di manovra fiscale

Così le modifiche alle previsioni economiche dell'OBR potrebbero influenzare il margine di manovra fiscale (attualmente pari 9,9 miliardi di sterline)

	OBR March forecast	Most likely scenario	Good news scenario	Bad news scenario
<b>Bank Rate</b>				
Next 5-year average	3.9%	3.5% (+2bn)	3.0% (+4.5bn)	4.0% (-0.5bn)
<b>10-year yields</b>				
Next 5-year average	4.8%	4.7% (+1.2bn)	4.2% (+7.5bn)	5.2% (-5bn)
<b>2026 GDP growth</b>	1.9%	1.5% (-6bn)	1.9% (0bn)	1.0% (-13bn)
<b>Trend productivity growth</b>				
2027-30 average growth	1.2%	1.1% (-6bn)	1.3% (+5bn)	0.9% (-18bn)
<b>Net migration in 2029/30</b>				
Change vs OBR baseline*	340k	-100k (-5bn)	Same (0bn)	-200k (-10bn)
<b>Total 'headroom'</b>				
Current budget surplus/deficit	£9.9bn	-£3.9bn	£26.9bn	-£36.6bn

Source: Office for Budget Responsibility, ING analysis

Migration assumption based on OBR March 2024 analysis. We have tempered the impact slightly, assuming the government strikes a youth mobility deal with the EU

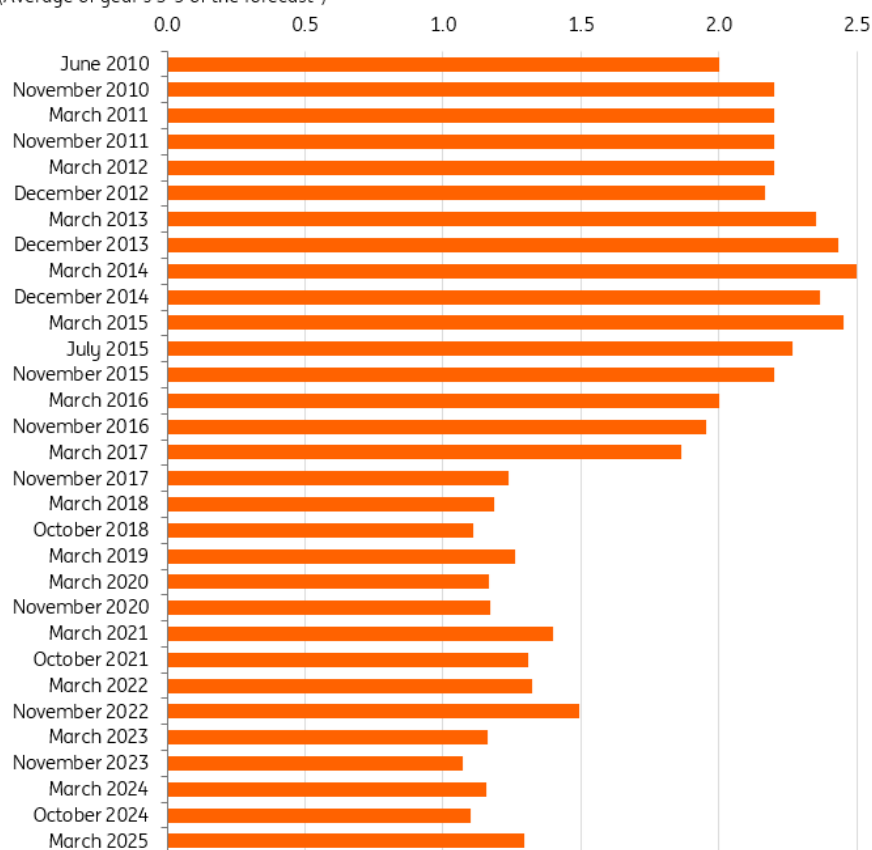
Poi c'è la crescita della produttività. Questa determina buona parte della velocità di crescita dell'economia nel medio termine, e le notizie recenti non sono positive. E la produttività per ora lavorata è diminuita di un punto percentuale dal 2022.

Questo dato fa apparire le previsioni dell'OBR molto irrealistiche. Secondo l'organo, la crescita della produttività annua tendenziale annua tornerà all'1,2% entro la fine del decennio. Non a caso, l'OBR ha gradualmente rivisto al ribasso queste previsioni negli ultimi 15 anni.

Il Tesoro lo sa e sta facendo tutto il possibile per impedire che queste previsioni vengano nuovamente riviste drasticamente al ribasso nel corso dell'anno. Questo spiega la raffica di annunci sull'economia finora pubblicati quest'anno, che hanno prodotto un certo successo. A marzo, l'OBR ha rivisto al rialzo le sue previsioni di produttività a medio termine sulla scia delle riforme pianificate dal governo.

## L'OBR ha rivisto al ribasso le previsioni sulla produttività

Office for Budget Responsibility: Trend productivity growth forecast  
(Average of year's 3-5 of the forecast\*)



Source: Office for Budget Responsibility, ING calculations

\*Where the forecast only goes out four years, we've taken the average of years 3 and 4.

Il Cancelliere spera di ottenere una vittoria simile attraverso legami più stretti con l'UE. Il recente accordo, che ridurrà i gravosi controlli sulle importazioni di prodotti alimentari, è un buon inizio. Ma non cambia le carte in tavola. E a meno che il Regno Unito non si avvicini molto di più al mercato unico e/o all'adesione all'unione doganale, cosa che al momento sembra improbabile, qualsiasi spinta alla crescita sarà modesta.

Questo compito è complicato anche dal recente impegno del governo a ridurre la migrazione netta. In genere, l'OBR considera la migrazione un fattore positivo per le finanze pubbliche, grazie a maggiori entrate fiscali. Sulla base di precedenti analisi dell'OBR, l'impegno del governo a ridurre costantemente la migrazione netta di 100.000 unità all'anno ridurrebbe fino a 7 miliardi di sterline il suo margine di manovra fiscale, sebbene l'OBR potrebbe decidere che gli sforzi per concordare un accordo sulla mobilità giovanile con l'UE compenseranno in parte tale perdita.

Se c'è un lato positivo, potrebbe venire dai mercati finanziari. Riteniamo che stiano sottovalutando il ciclo dei tassi di interesse della Banca d'Inghilterra. E pensiamo che anche i rendimenti dei GILT potrebbero alla fine scendere leggermente, rispetto a quanto ipotizzato dall'OBR a marzo. Nel complesso, questo potrebbe aggiungere 3-4 miliardi di sterline al margine di manovra del governo, grazie a proiezioni di riduzione degli interessi sul debito.

## Le pressioni sulla spesa sono in aumento.

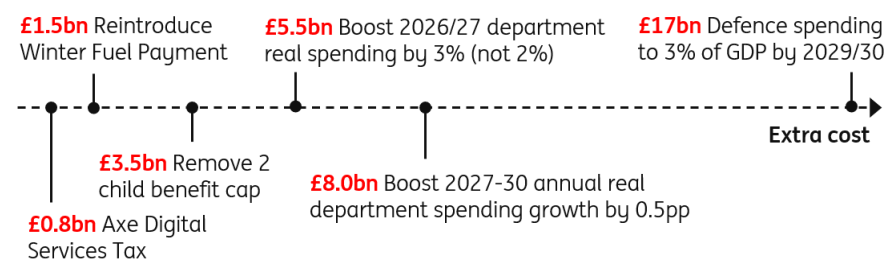
Ad ogni modo, è probabile che il Cancelliere si trovi i conti in rosso in autunno. La nostra analisi di scenario sopra riportata mostra che Reeves potrebbe trovarsi ad affrontare un deficit di 4 miliardi di sterline semplicemente a causa delle difficoltà economiche. E forse molto di più se le variazioni previste dall'OBR saranno più sostanziali.

In tutto ciò devono essere considerate le più ampie pressioni fiscali e di spesa che la Cancelliera sta affrontando. Dopo l'ottima performance del Partito Reformista di Nigel Farage alle recenti elezioni locali, i parlamentari del Partito Laburista al governo stanno diventando sempre più espliciti nel sostenere la necessità di potenziare i servizi pubblici e di invertire le recenti modifiche al sistema di welfare.

Il primo ministro ha già confermato un'inversione di tendenza rispetto alla decisione dello scorso anno di tagliare i sussidi per il riscaldamento invernale ai pensionati, con un costo probabile di 1,5 miliardi di sterline. L'eliminazione del limite massimo di due figli per le sovvenzioni costerebbe, secondo quanto riferito, altri 3,5 miliardi di sterline all'anno. Il Regno Unito è inoltre sottoposto a forti pressioni da parte dell'amministrazione Trump affinché elimini la tassa sui servizi digitali per le aziende tecnologiche, sebbene questa porti un gettito fiscale relativamente limitato.

## Come potrebbe aumentare la spesa con il Bilancio

Costo di potenziali cambiamenti a livello di tasse/spesa nel Bilancio di Autunno



Source: Office for Budget Responsibility, UK Government, IFS, ING analysis

Tutti questi cambiamenti sembrano probabili. E, come abbiamo detto prima, riteniamo che il Tesoro subirà forti pressioni per aumentare ulteriormente la spesa ministeriale nel prossimo anno fiscale. Se la spesa ministeriale ordinaria reale dovesse salire al 3%, anziché al 2% previsto a

bilancio per l'anno prossimo, potrebbe comportare un costo aggiuntivo di 5-6 miliardi di sterline all'anno.

La vera incognita, però, è la difesa. Il recente impegno del governo di raggiungere il 2,5% del PIL è già in bilancio. Ma i membri della NATO sono sotto pressione per portare la spesa al 3%, o addirittura al 3,5%. Raggiungere il primo obiettivo entro la fine del decennio costerebbe 17 miliardi di sterline in più all'anno.

Certo, gran parte di qualsiasi ulteriore incremento della difesa verrebbe realizzato attraverso la spesa in conto capitale, volutamente esclusa dalla regola fiscale principale. Esiste una regola secondaria, basata su una misura leggermente oscura del debito pubblico, che consente un po' più di margine di manovra in termini di investimenti. Ciononostante, aumentare la spesa per la difesa al 3% del PIL o oltre richiederebbe, in assenza di modifiche alle regole fiscali, tagli alla spesa in conto capitale altrove.

Anche senza modifiche alla spesa per la difesa, la combinazione di altre pressioni sulla spesa e del peggioramento delle previsioni economiche significa che la Cancelliera potrebbe aver bisogno di almeno 10-15 miliardi di sterline semplicemente per raggiungere il pareggio in base alle regole fiscali. O anche di più, se vuole lasciare un modesto margine di manovra.

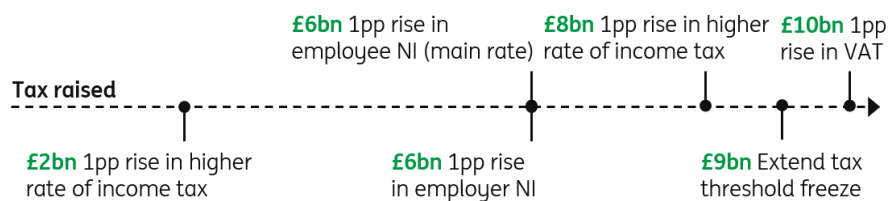
## Come trovare 20 miliardi di sterline

Per esempio, supponiamo che il governo debba raccogliere 20 miliardi di sterline questo autunno (10 miliardi per recuperare il deficit, 10 miliardi per ricostituire un margine di manovra fiscale): come potrebbe riuscirci?

L'opzione più semplice è modificare le regole di bilancio. Potrebbe renderle più flessibili, magari consentendo temporaneamente piccoli deficit negli anni futuri. Oppure posticipando la data entro cui la regola di bilancio deve essere rispettata. Ma avendo già apportato importanti modifiche alle regole lo scorso ottobre, l'idea di cambiare nuovamente i parametri 12 mesi dopo non sembra del tutto adeguata, soprattutto considerando che i mercati finanziari sono ancora sensibili alle finanze pubbliche del Regno Unito.

Ciò probabilmente implica aumenti delle tasse. E qui il governo è vincolato dall'impegno autoimposto di non aumentare l'imposta sul reddito, l'assicurazione nazionale per i dipendenti (previdenza sociale) o l'IVA. Con le grandi imposte virtualmente fuori dai giochi, rimane l'opzione di apportare numerose piccole modifiche a imposte minori che complessivamente generano una discreta somma di denaro. Un'idea ventilata nel bilancio di ottobre dello scorso anno.

## Le opzioni di aumento delle tasse per la Cancelliera



Source: HMRC, IFS, ING analysis

Figures are rounded

Ma c'è un'altra opzione tentatrice, per così dire. Ed è la proroga del blocco delle soglie fiscali. Queste soglie sono già congelate in termini di denaro fino al 2028.

A causa dell'inflazione sui salari, estendere il blocco fino alla fine del decennio aggiungerebbe 9 miliardi di sterline alle finanze pubbliche, secondo l'Institute for Fiscal Studies. Dato che questo esiste ancora sulla carta e non incide in alcun modo sulla politica fiscale attuale, è sorprendente che il Cancelliere non l'abbia già fatto.

Restano ancora circa 10 miliardi di sterline da reperire, che sarà difficile senza toccare i principali fattori di aumento delle entrate. Un ulteriore aumento dell'assicurazione nazionale (NI) a carico dei datori di lavoro sembra probabile, sebbene meno significativo rispetto all'aumento di aprile. All'epoca, il Tesoro aveva aumentato questa aliquota di un punto percentuale, ma aveva anche abbassato drasticamente la soglia oltre la quale i datori di lavoro iniziano a pagare la NI. Quest'ultima possibilità è difficile da replicare. Aumentare l'assicurazione nazionale da parte dei datori di lavoro di un ulteriore punto percentuale porterebbe a un aumento di circa 6 miliardi di sterline, insufficiente a coprire il deficit nel nostro scenario. Naturalmente, l'elenco dei fattori di aumento delle entrate non si limita all'assicurazione nazionale, ma è sempre più probabile che il governo debba rivedere anche le sue restrizioni sulle imposte personali.

Qualunque cosa accada, l'autunno sarà foriero di decisioni difficili.

## Autore

### James Smith

Developed Markets Economist, UK

[james.smith@ing.com](mailto:james.smith@ing.com)

## Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate).* Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa. ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito [www.ing.com](http://www.ing.com).