



Novembre

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Ci siamo lasciati in ottobre con una economia USA sostanzialmente e sorprendentemente robusta. Una europea ancora in affanno nel tentativo di evitare la recessione con le difficoltà dell'Export e del settore Auto che stanno portando la Germania verso una delle fasi più difficili della sua storia recente; una cinese in difficoltà e alle prese con un piano di rilancio Monetario e Fiscale che a parte essere riuscito a stabilizzare il mercato azionario domestico non sembra convincere sulle sue possibilità di riuscire a rilanciare i Consumi interni.

Novembre ci ha, invece, portato molte novità e non tutte che aiuteranno a disegnare lo Scenario futuro. Il risultato delle Elezioni USA che, rimasto in bilico fino all'ultimo, ha sancito la netta vittoria del Partito Repubblicano in grado di riconquistare il pieno controllo del Congresso e la rivincita di Trump che tornerà alla Casa Bianca come 47° Presidente ed il cui programma elettorale è sicuramente in grado di scombinare le politiche di molti Paesi e gli equilibri diplomatici globali.

Una situazione politica in Europa con la crisi di Governo e le elezioni anticipate in Germania e una Francia che, se forse ha recuperato stabilità e prospettiva sotto il Premierato di Barnier, rimane fiscalmente un osservato speciale (insieme – ovviamente – all'Italia).

E per poi non farci mancare nulla, in Giappone elezioni anticipate hanno messo in crisi il Governo che le ha promosse mandandolo in minoranza e con future difficoltà di governo e in GB il partito di Governo Labour che deve muoversi tra la necessità di un riequilibrio non recessivo di Conti Pubblici lasciati in dissesto dai Conservatori e quella di non affossare la crescita economica: situazione, peraltro, ormai comune a molti Paesi, ivi inclusa la Cina.

Quindi l'aver superato lo scoglio di questi diversi momenti elettorali non ha necessariamente portato ad una maggiore facilità di previsione.

Tuttavia, alcuni punti sono abbastanza chiari.

Negli USA avremo molta più business deregulation, sempre meno attenzione ai temi ESG, un maggiore contenimento dell'immigrazione, più dazi e più autarchia industriale e minori tasse.

Un mix di scelte che dovrebbero indirizzare l'economia USA verso una maggiore chiusura internazionale e che, se saranno utili a rendere l'economia più solida dovrebbero anche limitare la discesa dell'Inflazione (causa limitazione all'immigrazione). Più incerto, invece, l'impatto finale sul Bilancio Federale dal combinato disposto di minori tasse e maggiori dazi.

Queste ipotesi dovrebbero portare la Politica Monetaria USA a mantenere, se non a rafforzare, l'approccio prudente mostrato finora in merito al taglio dei tassi di policy. Questi hanno ancora spazio di discesa ma non come quello che veniva indicato in estate: probabilmente un 4% a fine 2025 e un 3.5% a fine 2026 rimangono le ipotesi oggi più probabili (i Fed Funds sono al 4.75%).

In Europa invece la BCE, forte di una economia più stressata, dovrebbe poter avere più spazi, soprattutto temporali, per proseguire con ribassi di 25bps sul Depo Rate, oggi al 3.25%, fino ad un 2.5% a fine 2025 anticipando la FED nella prima parte dell'anno.

Le Politiche Fiscali, sia negli USA che nell'Area Euro, cercheranno soluzioni per assicurare conti in progressivo equilibrio nei prossimi anni ma senza diventare già dal prossimo anno restrittive in modo sensibile.

Sul lato geopolitico invece non dobbiamo aspettarci miglioramenti, anche se Trump proverà a fare tesoro degli errori del 2018, e il minore commercio internazionale che ne deriverà non aiuterà né la crescita economica né l'abbattimento dell'Inflazione.

Per quanto riguarda i Mercati l'allocazione consigliata (per un profilo di Rischio Medio/Medio-Alto) diventa improntata ad un maggiore bilanciamento tra l'Obbligazionario che - vista la discesa dei prezzi delle ultime settimane - merita spazi fino al 50% del portafoglio con anche una duration complessivamente più lunga (4/5 anni) ed un Azionario ribassato leggermente al 50%.

Obbligazionario USA da allocare con Duration più contenute rispetto a quella dell'euro ma non per questo meno presente in portafoglio.

Azionario USA ancora da privilegiare, puntando però su di un recupero di settori come Energy, Industriali e Finanziari aspettandoci, alla luce delle loro elevatissime valutazioni, qualche "difficoltà" per titoli come i cd "Magnifici 7" di riuscire a ripetere anche nel 2025 i successi visti finora. Quanto all'Europa gli spazi di un parziale recupero del terreno perso rispetto agli USA ci sono - soprattutto per le penalizzate Francia e GB - dato che la BCE avrà maggiori margini di manovra sui tassi e dato che il cambio Euro Dollaro rimarrà strutturalmente vantaggioso per l'Area Euro.

Maurizio Vitolo

Fondatore e A.D. Consultinvest

Analista e gestore

Consultinvest Asset Management SGR SpA

Modena - Piazza Grande, 33

Milano - Via Camperio, 8



Tassazione e redistribuzione della fiscalità

Nelle ultime settimane l'analisi sulle dichiarazioni dei redditi del 2022 svolta dal centro studi e ricerche Itinerari Previdenziali ha riscosso un notevole interesse sulle varie fonti di informazione. Lo studio, curato dal prof. Brambilla e da Paolo Novati, è disponibile sul sito di Itinerari Previdenziali

<https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/biblioteca/pubblicazioni/dichiarazioni-dei-redditi-ai-fini-irpef-2022.html>

ed è la fonte dei dati a cui faremo riferimento.

Il rapporto inizia analizzando la spesa per il welfare, riclassificando il bilancio dello stato e separando la spesa per gli oneri relativi alle pensioni, all'assicurazione contro gli infortuni e al sostegno al reddito per la disoccupazione involontaria, da quelli per le funzioni di assistenza sociale e sanitaria. I primi sono finanziati da contributi di scopo, cioè dalla contribuzione sociale a carico dei lavoratori e dei datori di lavoro (INPS e INAIL), invece i secondi sono finanziati dalla fiscalità generale. Nel 2023 per le pensioni sono stati incassati 264.6 mld, mentre le spese sono state di 290.7 mld, a cui però va dedotta l'IRPEF pagata dai beneficiari (59 mld), per un saldo positivo tra incassi e spese di 32.9 mld. Lo studio evidenzia come negli ultimi dieci anni il saldo è sempre stato in attivo; quindi, la spesa pensionistica è sempre stata più che coperta dai contributi versati. Naturalmente permangono delle preoccupazioni sulla sostenibilità nel medio periodo se i trend di denatalità e invecchiamento della popolazione continueranno, ma negli ultimi dieci anni la spesa pensionistica si è sempre finanziata.

Discorso diverso per la assistenza sociale e sanitaria che si finanzia con la fiscalità generale. Nel 2023 gli incassi da imposte dirette (IRPEF, IRES, IRAP e addizionali locali) sono stati 301.3 mld, mentre le spese per sanità e assistenza sociale sono state pari a 304.1 mld, con un deficit di 2.8 mld, in forte calo dopo gli anni del covid, ma comunque in deficit. Da notare che la spesa assistenziale è passata da 114.3 mld nel 2019 a 144.8 mld nel 2020 e a 160 mld nel 2023, registrando quindi un notevole aumento, con un tasso di crescita superiore sia al PIL nominale, che alle pensioni, soprattutto per finanziare le varie forme di assistenza introdotte negli ultimi anni (TIR trattamento integrativo del reddito, assegno unico familiare, assegno di inclusione ecc.). In sintesi, il totale delle imposte dirette è sufficiente a coprire quasi interamente la spesa per sanità e assistenza sociale, ma restano solo le altre imposte per coprire il resto della spesa pubblica (che, come noto, da molti anni non bastano e infatti il bilancio dello stato chiude in deficit).



Il rapporto prosegue con l'analisi delle dichiarazioni dei redditi presentate nel 2023 e relative ai redditi del 2022. Il numero totale di dichiarazioni inviate è di poco superiore a 42 milioni (record storico), su una popolazione di poco superiore ai 59 milioni. La differenza è dovuta alle cosiddette "persone a carico", che non dichiarano reddito e sono evidentemente mantenute da qualcun altro (studenti, disabili ecc.). Il primo dato sorprendente è che solo 32.3 milioni di contribuenti hanno pagato le imposte sui redditi (pari al 55% circa dei cittadini). Quindi ben 10 milioni di contribuenti hanno presentato dichiarazioni che non comportavano pagamento di imposte oppure erano a credito. Sommati ai 17 milioni di "persone a carico", 27 milioni di italiani (circa il 45% della popolazione, quasi un italiano su due) non ha reddito, è a carico di qualche familiare, ha redditi diversi da quelli soggetti a IRPEF, oppure riesce a essere invisibile al fisco.

Dalla distribuzione per scaglioni di reddito si osserva che solo il 15% dei contribuenti ha dichiarato più di 35.000 euro lordi, con l'1.5% che ha dichiarato oltre 100.000 euro lordi. L'importo pagato in IRPEF dai contribuenti con redditi superiori a 35.000 euro è pari a circa 120 mld, che rapportati ai 189.5 totali, rappresenta oltre il 63% sul totale del gettito IRPEF. Non è un caso che le agevolazioni fiscali in questi anni siano quasi sempre state limitate ai redditi inferiori ai 35.000 euro, per i quali anche le varie ipotesi di flat tax prevedono benefici estremamente limitati.



I contribuenti che hanno dichiarato fino a 15.000 euro di reddito (circa il 40% dei contribuenti), hanno pagato in media 102 euro di tasse, cioè meno del 5% della spesa sanitaria pro capite (oltre 2.000 euro a persona). Tutto questo senza tenere conto delle altre spese dello stato per ogni cittadino: istruzione, ordine pubblico ecc. Questo dato di per sé non significa nulla, perché è ovviamente giusto che chi guadagna di più, contribuisca in misura maggiore al gettito e si faccia carico anche dei più deboli o bisognosi. Però il rapporto osserva che solo circa il 30% dei contribuenti contribuisce più tasse rispetto alle spese pro capite dello stato, mentre il 70% ne risulta un beneficiario netto (in tutto o in parte). Il rapporto osserva quindi che già oggi il sistema fiscale è molto redistributivo, dato che meno di un terzo dei contribuenti si fa carico di compensare i minori contributi rispetto ai benefici ricevuti degli altri due terzi.

Un altro dato interessante analizzato nel rapporto è la distribuzione dei contribuenti per tipologia di reddito prevalente, con il 53% che sono lavoratori dipendenti, il 32% pensionati, il 5% circa che sono proprietari di terreni, fabbricati o altri redditi e circa il 10% in vario modo lavoratori autonomi o imprenditori.

Il rapporto conclude poi con una serie di valutazioni che hanno chiare implicazioni politiche, perché sostiene che non appare realistico che solo il 15% dei contribuenti dichiarati più di 35.000 euro all'anno, considerando che gli italiani sono nelle prime posizioni in Europa per il tasso di possesso di prime e seconde case, il numero di auto e motoveicoli, il numero di smartphone attivi, gli abbonamenti alle TV a pagamento e perfino la spesa per il gioco d'azzardo. Quest'ultima ha un livello aggregato di 150 miliardi, il che significa che in media ogni italiano, compresi neonati e anziani, ha speso per scommesse e giochi vari un importo superiore a 2.500 euro, ovvero un livello superiore a quanto lo stato spende in sanità per ogni cittadino.

Senza spingersi a definire gli italiani "una società di poveri benestanti" come viene fatto nel rapporto, è evidente che c'è una certa discordanza tra i redditi dichiarati e alcuni indicatori di consumi voluttuari non compatibili con redditi mediamente così bassi. È altrettanto evidente che tutte le misure di sostegno al reddito e di assistenza degli ultimi anni non hanno ottenuto risultati efficaci, in quanto i vari indicatori ufficiali di povertà sono in aumento e, come abbiamo visto, hanno determinato che il 45% degli italiani non abbia redditi (ufficiali) nel 2022. Nel rapporto si possono poi trovare molti altri elementi utili a valutare in maniera critica le discussioni sulla manovra finanziaria che spesso sono condizionate da valutazioni politiche e poi non risultano efficaci.



Gabriele Montalbetti, CFA
Portfolio Manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Ufficio Studi
Milano – Via Camperio, 8



AVVERTENZE: MARKET NEWS, è una newsletter a cura di Consultinvest A.M. S.G.R. S.p.A., non esprime alcuna indicazione e/o raccomandazione di prodotti o servizi; pertanto, non costituisce in nessun caso un'offerta di vendita o di raccomandazione di prodotti o servizi finanziari d'investimento, ivi inclusa la Consulenza. L'offerta di prodotti e servizi d'investimento è soggetta alla normativa, pro-tempore vigente, che contempla la conoscenza preventiva dei prospetti informativi, altre documentazioni, nonché proposte adeguate al singolo investitore previste esplicitamente ed espressamente nella contrattualistica di settore. MARKET NEWS presenta soltanto dei punti di vista relativi al mercato finanziario. Le informazioni riportate su MARKET NEWS non rappresentano, né possono essere interpretate, come un'offerta o un invito all'acquisto o alla vendita di quote di Fondi Comuni di Investimento, Sicav, ETF o di altri prodotti finanziari eventualmente citati. La pubblicazione è destinata esclusivamente ad avere una finalità informativa. Prima di sottoscrivere un servizio finanziario è indispensabile leggere il prospetto informativo.