



Dicembre

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Gli USA continuano a crescere in modo solido. In Europa la crescita economica naviga ancora appena sopra la “linea di galleggiamento” flirtando continuamente con il rischio di scivolare in recessione e con il motore tedesco dimezzato dalla crisi dell’Auto e ora anche da quella politica. La Cina non riesce ancora a rilanciare i Consumi spendendo gran parte dei suoi sforzi Monetari e Fiscali cercando di rivitalizzare il settore immobiliare. Il Giappone sembra essersi affrancato dal lungo periodo di deflazione ma deve ora affrontare una fase politica incerta con un Governo che ha perso le elezioni e ora è fragile.

Le elezioni USA hanno riportato Trump alla Casa Bianca e affidato l’intero Congresso al Partito Repubblicano. La nuova politica statunitense sembra destinata a proiettarsi – almeno inizialmente – nella riduzione delle tasse, nella deregolamentazione del business e nell’indebolimento del centralismo amministrativo federale, nella lotta all’immigrazione, nel rafforzamento delle politiche daziarie, nel rilancio del confronto con la Cina e in una gestione politica diplomatica erratica, proprio come abbiamo già visto nel precedente mandato di Trump.

Con le più recenti evoluzioni internazionali, che vedono moltiplicarsi i focolai di tensione e la preoccupazione per una escalation bellica tra schieramenti dotati di armamenti nucleari e alla luce del nuovo corso USA, lo Scenario diventa più incerto e più difficile da decifrare.

Tuttavia, siamo convinti che vi siano ancora le risorse per evitare la recessione negli USA ed evitare ulteriori indebolimenti ciclici nel resto del Mondo.

Le forze favorevoli rimangono: le Politiche Fiscali, che per ora non stanno diventando restrittive; quelle Monetarie, che hanno ancora spazi di allentamento sui tassi per cui vedremo nuovi ribassi in Dicembre sia da parte della BCE che della FED che della BOE; gli Investimenti in infrastrutture, nella difesa, nella digitalizzazione, per la re-industrializzazione di Paesi che avevano delocalizzato in aree ora non più politicamente amiche e, almeno per gli USA, nell’attesa dei tagli delle tasse e nella deregulation che da sempre genera rilancio economico attraverso i cd “Animal Spirits”.

Più incerto il destino degli Investimenti per la lotta al cambiamento climatico, anche se la corsa al nuovo nucleare si rafforzerà come valida alternativa.

Le forze negative (augurandoci di non dover prendere in considerazione un rischio bellico esteso) sono site nel ritorno alle politiche isolazioniste o non cooperative a livello internazionale (ossia il ritorno di una guerra di dazi e ai blocchi dell'immigrazione). Queste frenando la globalizzazione avranno due effetti: ridurranno il livello del commercio internazionale che è un motore di crescita e freneranno la discesa dell'Inflazione. Poi più avanti nel corso del 2025 potremo avere anche una maggiore difficoltà per l'Amministrazione USA nel riuscire a mantenere tutte le promesse elettorali fatte, dovendosi confrontare con una traiettoria di Conti Pubblici che non è a lungo sostenibile neppure per gli Stati Uniti.

Per questa ragione se riteniamo che nelle prossime settimane i Mercati possano inerzialmente continuare ad avere andamenti positivi seppur volatili, crediamo che con il 2025 sarà bene aumentare il livello di cautela: anche perché veniamo da un biennio molto positivo per tutte le Asset Class di rischio.

Mercati Finanziari

Alla luce dello Scenario internazionale, economico e politico, e visto che la recessione non è imminente siamo portati a suggerire una allocazione che - per un profilo di rischio medio - non trascuri le allocazioni Azionarie. Tuttavia, si deve anche iniziare a muoversi in direzione di un maggiore bilanciamento dei portafogli verso strumenti meno rischiosi: ossia muoversi verso portafogli con un 50% di Azioni e un 50% di Obbligazioni.

La persistenza **i)** di Politiche Fiscali ancora espansive; **ii)** di Politiche Monetarie volutamente poco efficaci sul fronte restrittivo degli aggregati monetari e creditizi in quanto molto attente a non creare o indurre una recessione e che non disilludono le speranze dei Mercati per futuri ribassi dei tassi di policy, anche se ci aspettiamo saranno sempre meno accentuati; e **iii)** la necessità di mantenere elevati gli Investimenti per rilanciare la produttività, ci aspettiamo che riducano le probabilità di recessione a livelli bassi e rendano ancora possibile mantenere una moderata esposizione ai Mercati Azionari.

Se un po' di volatilità debba essere messa in conto, anche in questo fine d'anno, e si debba ormai convivere con le elevate valutazioni dei Mercati Azionari USA, crediamo che i Mercati Azionari possano ancora continuare a crescere sulla spinta di accettabili prospettive di espansione degli utili aziendali (intese in media) garantite dagli ingenti investimenti strutturali e dagli "Animal Spirits" di cui abbiamo detto: tutte attività destinate a far salire la produttività e che riceveranno ancora il sostegno dei contributi fiscali.

Le Obbligazioni inserite in questa allocazione devono svolgere il ruolo di stabilizzatori e attenuatori delle performance dei portafogli a fronte della volatilità nei Mercati Azionari.

Il rischio di mantenere una siffatta allocazione bilanciata azionaria si manifesterà solo nel caso di una sorprendente recessione, o di una escalation militare globale, o di una cattiva dinamica dell'Inflazione, che spinga le Banche Centrali a cambiare corso verso il ritorno alle restrizioni.

Questo rischio è aumentato rispetto ai mesi precedenti ma non al punto – secondo noi – di richiedere interventi immediati.

Per le allocazioni azionarie si continua così a preferire geograficamente quella USA – che crediamo continuerà a rimanere il mercato dominante grazie al maggior dinamismo e produttività delle proprie Aziende – puntando su strategie Quality e Growth. Per l'Europa, che crediamo meriti livelli inferiori di allocazione, si preferiscono invece strategie più orientate al Dividendo e al Value: purtroppo l'Europa continuerà a soffrire dei tradizionali problemi di una crescita relativamente meno dinamica e di una bassa produttività, oltre al fatto che non riuscirà in tempi brevi a superare i suoi problemi strutturali di unità politica di intenti.

Il Mercato Azionario Cinese, invece, rimarrà pilotato da un Governo che sta provando a vincere una crisi socioeconomica di proporzioni molto rilevanti con soluzioni dirigistiche che non riteniamo efficaci e che stanno rafforzando la convinzione degli investitori istituzionali ad abbandonarlo. I Mercati Emergenti ex Cina sono anche loro in una fase non brillante, dove faticano ad attirare gli investitori, i quali continueranno a guardare agli Stati Uniti come la miglior destinazione possibile.

Per i Mercati Obbligazionari Governativi si suggerisce un posizionamento caratterizzato, rispetto al passato, da un allungamento tattico delle scadenze verso Duration medie che non dovrebbero superare i 5 anni; posizionamento con la preferenza per i tassi di interesse sul dollaro, dove i rendimenti reali su questa parte di curva rimangono molto più interessanti rispetto a quelli sull'euro. Anche perché la nostra aspettativa è che le curve governative dei rendimenti Euro scontino già ribassi importanti dei tassi di policy, inoltre che le curve di entrambe le divise non tengano in sufficiente considerazione la necessità delle curve di normalizzarsi ancora nei prossimi mesi con le lunghe scadenze; scadenza che dovranno incorporare tassi più alti in ragione della difficoltà di finanziare debiti e deficit sempre più rilevanti, data la mancanza di acquisti delle Banche Centrali che hanno da mesi terminato le operazioni di QE. Di qui l'importanza di non allungare troppo le scadenze alla ricerca di rendimenti che comunque non sarebbero attraenti nel medio periodo.

Allungamenti di scadenze sulle Obbligazioni a dieci anni e oltre saranno opportune solo a fronte di evidenti segnali di recessione (che giustificerebbero forti ribassi nei tassi di policy) o a seguito di sorprese geopolitico-militari negative.



Valute

Il dollaro si è rafforzato molto, al punto di sembrare pronto a ritoccare la parità con l'euro sulla scorta di una crescita economica USA robusta e un differenziale di tassi che rimane decisamente a favore del dollaro. Tuttavia, il posizionamento del Mercato oggi è già molto pro-dollaro, la certezza inoltre che l'Amministrazione Trump non vorrà accollarsi il peso di un dollaro già troppo forte, che penalizza gli Utili delle Multinazionali e che in futuro attenuerebbe l'impatto commerciale dei dazi, sono elementi che ci portano a ritenere possibile una breve permanenza del dollaro sui valori attuali per poi iniziare nel 2025 a perdere terreno. Questa prospettiva, quindi, ci induce a ritenere opportuno iniziare a coprire parte delle esposizioni valutaria.



Maurizio Vitolo
Fondatore e A.D. Consultinvest
Analista e gestore
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Modena – Piazza Grande, 33
Milano – Via Camperio, 8



L'anello debole Europeo non è più dei PIGS ma di Italia e Francia?

La Periferia Europea ex Italia – i vecchi “PIGS” (Portogallo, Italia, Grecia, Spagna) ma senza la I dell'Italia – stanno diventando Paesi più virtuosi rispetto ad alcuni dell'Area Euro Core, come per esempio la Francia.

La Grecia ha migliorato molto i propri fondamentali economici e quelli di finanza pubblica dopo la dolorosa ristrutturazione del Debito. La Spagna, ormai da alcuni anni, cresce economicamente in modo solido e riesce a tenere sotto controllo la dinamica della propria finanza pubblica.

Non sorprende così che per la prima volta vediamo che il Debito Governativo Greco è considerato dal Mercato molto meno rischioso – ossia i rendimenti dei suoi titoli governativi trattano con dei valori più vicini a quelli dei Paesi Core rispetto ad una volta – di quello Francese fino alla scadenza dei 10 anni e meno rischioso anche di quello Spagnolo fino ai 7 anni; Debito greco che nelle scadenze brevi – causa la mancanza di emissioni – pareggia addirittura quello Tedesco.

Il Debito Spagnolo a sua volta sul decennale è oggi considerato persino meno rischioso di quello Francese.

Solo l'Italia – che pur ha rendimenti governativi che ormai trattano su valori storicamente molto compressi rispetto a quelli tedeschi (45bps a 2 anni e a 120 a 10 anni) – rimane il Paese dell'Area Euro che oggi paga gli interessi più alti tra i PIGS.

Tabella dei Rendimenti per scadenza dei Titoli di Stato

	Scadenza				
	2 Anni	3 Anni	5 Anni	7 Anni	10 Anni
Germania	1,95	1,84	1,93	1,91	2,09
Francia	2,18	2,27	2,52	2,63	2,9
Italia	2,35	2,36	2,66	2,9	3,28
Spagna	2,23	2,22	2,4	2,52	2,79
Portogallo	2,03	1,94	2,06	2,22	2,54
Olanda	2	1,98	2,07	2,17	2,33
Grecia	1,95	2,06	2,29	2,6	2,91

Anche la cd parte Core dell'Area Euro – e qui ci riferiamo soprattutto a Germania e Francia – sta vivendo una fase evolutiva nuova: i conti tedeschi a causa della difficile situazione economica non sono più così positivi come un tempo (anche se rimangono tra i migliori) e quelli francesi sono peggiorati in modo significativo.

Dal luglio scorso le tensioni del Mercato si sono dirette proprio verso la Francia ponendola al centro di analisi speculative sempre più interessanti. Infatti, a causa dell'instabilità politica creatasi con le elezioni del giugno scorso, i rendimenti governativi francesi sono saliti in modo importante con il 10 anni che è salito da 45bps ad oltre gli 80bps sul decennale tedesco, raggiungendo il differenziale di rendimento di quello Greco. E vi è chi teme che il decennale francese possa arrivare a toccare anche quota 100bps.

In effetti il governo francese attualmente dimissionario è alle corde, sinché non ci sarà chiarezza governativa la politica di correzione dei conti pubblici, il cui equilibrio negli ultimi anni si è discostato troppo da quello tedesco, dovrebbe subire inevitabilmente dei ritardi.

In Francia - il cui Rating S&P è AA- è sotto review e a rischio di passare ad un livello di A se la situazione fiscale dovesse peggiorare nel mezzo della crisi politica - il rapporto Debito / Pil ha raggiunto il 112%, ossia lo stesso livello dell'Italia nel 2011 quando perse la AA, e il suo rapporto Deficit / Pil salirà a fine anno al 6.1%. Il Governo Barnier aveva indicato imprescindibile la necessità di una correzione dei conti pubblici che per il 2025 ha un obiettivo di Deficit / Pil al 5% che deve diventare 3% nel 2029; obiettivo che però a questo punto è fortemente a rischio a causa della situazione politica.

La Grecia ha un rating S&P BBB- con aspettative positive e un Deficit/Pil che nel 2024 dovrebbe risultare intorno al 1% grazie ad un avanzo primario vicino al 3%. Il suo livello di Debito / Pil rimane al 153%, ma il suo recente percorso di miglioramento dei conti favorisce una sua bonaria valutazione.

La Spagna ha un rating S&P A stabile con un rapporto Deficit/Pil di -3.34% nel 2024 e un rapporto Debito/Pil del 106%.

L'Italia che ha un rating S&P BBB- ha un livello di Debito / PIL del 135% e un Deficit / PIL del 6.1%.



Alla luce della riforma del Patto di Stabilità l'Italia, la Spagna e la Francia hanno dichiarato e prospettato ambiziosi piani quinquennali di riduzione del rapporto Debito / Pil, ovvero piani di consolidamento del Debito che dovrebbero realizzarsi con un miglioramento del saldo primario (dato da Tasse – Spese al netto degli Interessi): i piani prevedono che quello francese migliori mediamente di un 0.8% del Pil ogni anno e di un 0.5 quello dell'Italia e di un 0.4% quello della Spagna.

Numeri molto contenuti rispetto a quelli dei programmi di consolidamento a cui nel passato Paesi come l'Irlanda (5%) o la Grecia (4%) sono stati assoggettati dalla Commissione Europea.

Ma per Italia, grosso modo, è in linea con quelli visti a seguito della crisi sul Debito del 2010-2011; in effetti allora il QE della BCE risparmiò all'Italia quel necessario livello di consolidamento fiscale, che venne così solo rimandato e che continuerà a perseguire i Governi italiani in futuro. Mentre per la Francia questi piani sarebbero una assoluta novità dal lancio dell'euro.

Il successo di questi piani di consolidamento fiscale – necessari anche alla luce delle nuove regole del Patto di Stabilità – dipendono molto non solo dalla capacità di controllo statale delle Entrate (Tasse) e Uscite (Spesa Pubblica), ma anche e soprattutto da quanto crescerà l'economia anche in termini solo nominali.

E questa è certamente una variabile che potrebbe deludere alla luce degli ambiziosi livelli di crescita dei Pil iscritti a bilancio per il 2025 dovendo tenere presente che Francia, Italia, Spagna e magari anche Germania, percorrendo contemporaneamente politiche di consolidamento indeboliranno la crescita europea accrescendo gli impatti negativi per i tassi di crescita dei singoli paesi impegnati in questo consolidamento fiscale.

Ma, come è noto, nell'Area Euro è sempre la prospettiva relativa che conta, e crediamo che Francia e Spagna sapranno fare meglio dell'Italia poiché l'incapacità italiana di non riuscire a sconfiggere una evasione fiscale ormai troppo diffusa e pervasiva (un record tra i Paesi Europei) da risultare politicamente invincibile che minerà le possibilità di centrare l'obiettivo (come peraltro accade da troppi anni).

Questa incapacità che si è trasformata anche in una volontà di non aggredire seriamente questa grave ingiustizia sociale che mina l'uso delle risorse pubbliche impedirà – come lo impedisce ormai da decenni - di far crescere la base imponibile e quindi le Entrate. Indicativo di questa scarsa volontà politica ci sembra dato anche dalla recentissima mossa legislativa (DDL Foti) volta alla riforma della Corte dei Conti che indebolirebbe il regime sanzionatorio e limiterebbe il potere di controllo amministrativo della Corte riducendolo ad un potere di consultazione.

Se ci aggiungiamo che, post Covid, i miliardi del PNRR non sembra siano riusciti a far crescere la produttività e quindi il tasso di futura crescita potenziale dell'economia italiana (e di ciò la Commissione Europea dal 2027 ce ne chiederà conto, quando dovremo iniziare a ripagare i cospicui miliardi europei di prestiti spesi in Italia), ecco che l'insuccesso del consolidamento fiscale italiano appare molto probabile.

I numeri sono chiari: la produttività del lavoro è passata dal +0.4% di fine 2019 al -1.7% di fine 2023 (Eurostat Labour Productivity per hour Worked YoY) e la misura di produttività totale dei Fattori Produttivi di Lavoro e Capitale, calcolata dall' ISTAT, nel periodo 2014-2022 è pari al +0.6%, ossia lo stesso livello del periodo 2009-2014; per non dire che nel 2022 l'ISTAT calcola che essa è scesa al +0.4% dopo una brevissima comparsa al +2.9% nel 2021, solo per effetto del recupero dal periodo di blocco del Covid.

Questo ci porta a ritenere che, anche se la situazione francese dovesse diventare molto complicata, difficilmente vedremo i rendimenti governativi francesi stare stabilmente sopra a quelli italiani e, anzi, iniziamo a pensare che i rendimenti francesi potrebbero essere relativamente tra quelli più interessanti dell' Area Euro qualora si dovessero avvicinare ai 100bps per il 10 anni sopra la Germania.



Paolo Longeri
Head of research & portfolio manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Modena – Piazza Grande, 33
Milano – Via Camperio, 8



Il sommerso e l'evasione fiscale e contributiva

Da alcuni anni il governo ha istituito una commissione che ha il compito di redigere annualmente una relazione sull'economia non osservata e sull'evasione fiscale e contributiva. La commissione è composta da quindici membri (esperti e professori di materie economiche e di conti pubblici (https://www.mef.gov.it/ministero/commissioni/rel_ev/)) ed è sotto la supervisione del Ministero dell'economia e delle finanze.

La relazione del 2024 è stata approvata dalla commissione lo scorso 30 settembre e riporta i dati relativi all'anno 2021 (<https://www.mef.gov.it/export/sites/MEF/documenti-allegati/2024/Relazione-2024.pdf>). Iniziative analoghe sono presenti negli altri stati della UE in modo da avere, per quanto possibile, dati omogenei dai paesi membri per potere fare dei confronti e fissare degli obiettivi. Trattandosi di materie che per definizione sfuggono alle tradizionali rilevazioni, sono state sviluppate delle metodologie uniformi, che, pur rimanendo stime, permettono di avere un certo grado di comparabilità, sia temporale che tra i vari paesi. I metodi sono descritti nella appendice metodologica (https://www.mef.gov.it/export/sites/MEF/documenti-allegati/2024/2_Relazione-2024-Appendici.pdf) e hanno tutti lo scopo di misurare il cd "tax gap", ovvero la differenza tra la stima della base imponibile teorica, a cui applicare la tassazione, e le tasse effettivamente incassate.

La relazione, oltre a integrare le informazioni che accompagnano la finanziaria, è diventata molto importante con il PNRR, perché uno degli obiettivi da raggiungere per l'erogazione dei fondi è proprio la riduzione del tax gap italiano.

La relazione inizia con la definizione di economia non osservata (NOE) che è composta in primo luogo dal sommerso economico, ovvero da tutte quelle attività che sono volontariamente celate alle autorità fiscali, previdenziali e statistiche, cioè le sotto dichiarazioni (minore fatturato e/o maggiori costi) oppure l'utilizzo di lavoro non regolare. Segue *l'economia illegale*, che è definita dall'insieme delle attività produttive aventi per oggetto beni e servizi illegali, o che, pur riguardando beni e servizi legali, sono svolte senza adeguata autorizzazione o titolo. C'è poi il sommerso statistico che include tutte quelle attività che sfuggono all'osservazione diretta per inefficienze informative (errori campionari e non campionari, errori di copertura negli archivi, ecc.). Infine, c'è *l'economia informale* che include le attività produttive svolte in contesti poco o per nulla organizzati, basati su rapporti di lavoro definiti nell'ambito di relazioni personali o familiari e non regolati da contratti formali.

Sulla base dei conti nazionali pubblicati a marzo 2024, la relazione stima per il 2021 il sommerso economico a 173.8 miliardi, con un incremento del 10.5% rispetto all'anno precedente, pari al 9.5% del PIL. Per quanto riguarda la stima dell'evasione fiscale e contributiva (fatta stimando il tax gap), come si vede dalla tabella, è pari a 82.4 miliardi, in costante riduzione nell'ultimo quinquennio, ed è dovuta in gran parte all'IRPEF da lavoro autonomo e di impresa, all'IRES (redditi societari) e all'IVA. In termini percentuali la propensione al gap di gran lunga maggiore (66.8%) è nei redditi IRPEF da lavoro autonomo e di impresa, seguita a distanza dall'IMU con il 21.4%.

TABELLA I.1: GAP DELLE ENTRATE TRIBUTARIE E CONTRIBUTIVE IN MILIONI DI EURO							
Tipologia di imposta	2017	2018	2019	2020	2021	Differenza 2021-2017	Media 2017-2021
IRPEF lavoro dipendente (irregolare)	4.338	4.431	4.589	3.855	3.956	-382	4.234
IRPEF lavoro autonomo e impresa	33.323	32.939	32.447	28.070	29.574	-3.748	31.271
Addizionali locali IRPEF (lavoro dipendente)	799	797	803	696	683	-116	755
IRES	8.625	7.897	8.655	8.109	7.999	-626	8.257
IVA	35.579	31.523	27.536	22.015	17.817	-17.762	26.894
IRAP	5.107	5.202	4.946	4.358	4.736	-371	4.870
LOCAZIONI	1.048	1.052	945	526	222	-825	758
CANONE RAI	225	239	241	248	225	0	236
ACCISE sui prodotti energetici	2.077	1.498	1.914	1.722	1.753	-324	1.793
IMU-TASI	5.514	5.455	5.462	5.191	5.055	-459	5.335
Totale entrate tributarie	96.635	91.033	87.538	74.790	72.021	-24.615	84.403
Totale entrate tributarie (al netto delle accise e dell'IMU)	89.044	84.079	80.162	67.878	65.212	-23.832	77.275
Entrate contributive carico lavoratore dipendente	2.928	2.940	2.965	2.547	2.475	-452	2.771
Entrate contributive carico datore di lavoro	8.804	9.317	9.719	8.311	7.915	-889	8.813
Totale entrate contributive	11.731	12.257	12.684	10.858	10.390	-1.341	11.584
Totale entrate tributarie e contributive	108.367	103.290	100.222	85.648	82.410	-25.958	95.987

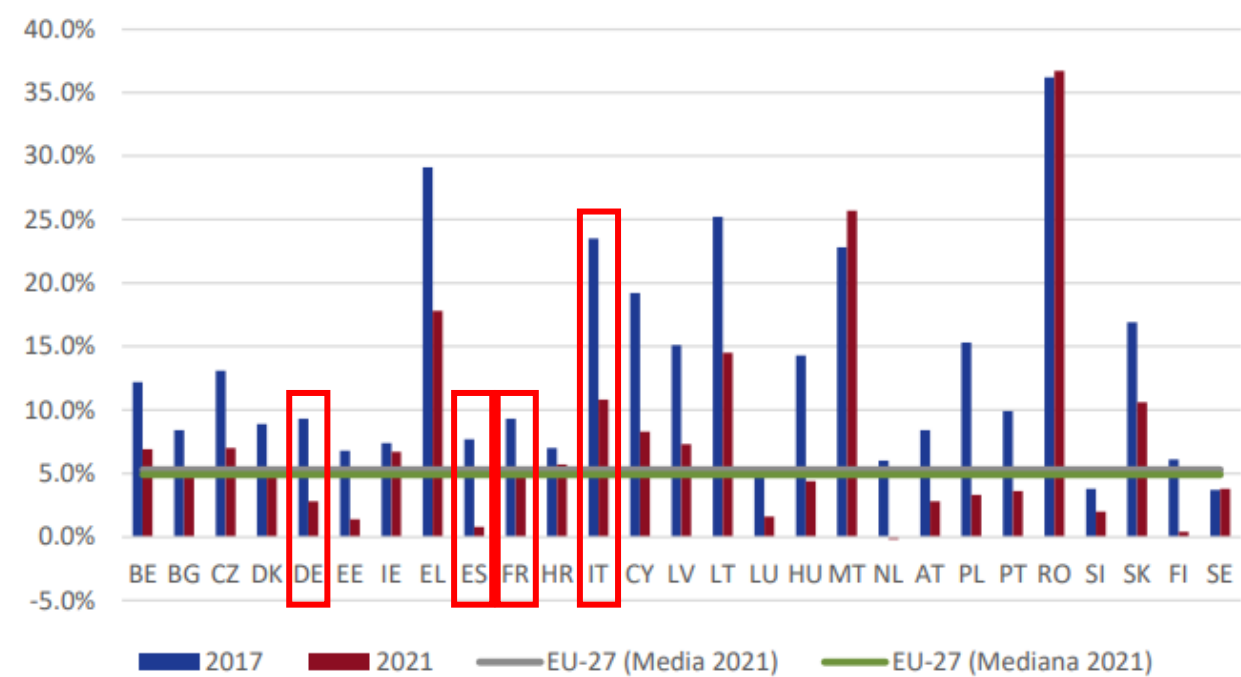
TABELLA I.2: PROPENSIONE AL GAP NELL'IMPOSTA							
Propensione al gap nell'imposta	2017	2018	2019	2020	2021	Differenza 2021-2017	Media 2017-2021
IRPEF lavoro dipendente (irregolare)	2,9%	2,8%	2,8%	2,4%	2,3%	-0,5%	2,7%
IRPEF lavoro autonomo e impresa	68,0%	67,5%	69,1%	69,3%	66,8%	-1,2%	68,2%
Addizionali locali IRPEF (lavoro dipendente)	7,3%	7,1%	7,0%	6,3%	5,8%	-1,5%	6,7%
IRES	23,6%	21,4%	22,9%	23,7%	18,8%	-4,8%	22,1%
IVA	26,6%	23,1%	20,2%	18,6%	13,6%	-13,0%	20,4%
IRAP	18,8%	18,5%	17,9%	16,7%	15,9%	-2,9%	17,6%
LOCAZIONI	12,1%	12,1%	11,0%	6,8%	2,9%	-9,2%	9,0%
CANONE RAI	10,3%	10,8%	10,9%	11,2%	10,2%	-0,1%	10,7%
ACCISE sui prodotti energetici	10,7%	7,8%	9,7%	10,8%	9,5%	-1,3%	9,7%
IMU-TASI	23,0%	22,7%	22,8%	22,1%	21,4%	-1,6%	22,4%
Totale	20,9%	19,3%	18,4%	17,0%	15,0%	-5,9%	18,1%
Totale al netto delle accise e dell'IMU	21,2%	19,6%	18,5%	17,0%	14,9%	-6,3%	18,2%

Per il lavoro dipendente la propensione è calcolata come il rapporto tra la stima dell'evasione fiscale per i lavoratori dipendenti irregolari e l'ammontare delle ritenute IRPEF sui lavoratori dipendenti pubblici e privati (al lordo della stima sull'evasione dei lavoratori irregolari). Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

Dalla tabella 2, si vede come il tax gap complessivo è in costante calo nel quinquennio e, se non ci saranno inversioni di tendenza, già nel 2021 sono stati centrati gli obiettivi fissati nel PNRR (17.6% nel 2023 e 15.7% nel 2024).

È interessante notare che, pur in un quadro di miglioramento, l'Italia resta ancora indietro nel confronto con gli altri paesi UE, come si può osservare nel confronto sull'IVA, dove il tax gap si attesta al doppio della media UE, molto più alto di Germania, Francia e Spagna.

FIGURA I.1: VAT GAP – EU-27 – ANNI 2017 E 2021, VALORI PERCENTUALI



Per quanto riguarda le componenti più rilevanti dell'economia sommersa, si osserva che la maggior parte è dovuta alle sotto dichiarazioni, seguite dall'uso di lavoro irregolare, che si stima ammontare a poco meno di tre milioni di lavoratori, ovvero il 12.7% della forza lavoro.

TABELLA II.2.1: ECONOMIA SOMMERSA. ANNI 2018-2021, MILIONI DI EURO				
Anni	2018	2019	2020	2021
Economia sommersa	188.931	183.893	157.346	173.781
da Sotto-dichiarazione	93.953	90.397	79.713	91.319
da Lavoro irregolare	78.034	77.033	62.407	68.084
Altro	16.944	16.463	15.226	14.379
Totale valore aggiunto	1.589.576	1.611.368	1.502.861	1.636.964
PIL	1.771.391	1.796.649	1.661.240	1.821.935

TABELLA II.2.2: INCIDENZA DELLE COMPONENTI DELL'ECONOMIA SOMMERSA SUL VALORE AGGIUNTO E SUL PIL - ANNI 2018-2021, VALORI PERCENTUALI				
Anni	2018	2019	2020	2021
Incidenza economia sommersa su valore aggiunto	11,9	11,4	10,5	10,6
da Sotto-dichiarazione	5,9	5,6	5,3	5,6
da Lavoro irregolare	4,9	4,8	4,2	4,2
Altro	1,1	1,0	1,0	0,9
Incidenza economia sommersa su PIL	10,7	10,2	9,5	9,5

Questi dati, pur essendo delle stime e pur dovendo essere valutati con cautela, confermano alcuni aspetti già noti, ovvero la necessità di incidere maggiormente sui redditi di impresa, ma anche alcune sorprese, come il fatto che l'IMU sia la seconda imposta maggiormente evasa (in percentuale). Un altro aspetto interessante è che, dove sono state trovate delle forme di tassazione "equilibrate" e dove sono state approvate delle normative che tendono a far emergere i redditi, come nel caso delle locazioni con la cedolare secca, si sono ottenuti notevoli risultati di tax compliance (tax gap di solo 2.9%). Infine, tutti i dati evidenziano un percorso di miglioramento, che speriamo possa continuare e portare l'Italia a dei livelli in linea con la media UE. Limitandoci all'IVA, se riuscissimo ad allinearci alla media UE, avremmo 9 miliardi di maggiori entrate, ovvero una percentuale piuttosto importante di una manovra finanziaria. Nel prossimo intervento, analizzeremo in dettaglio altre analisi contenute nella relazione.



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.