

2025

Gennaio



Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Per questa prima edizione del 2025 apriremo con una disamina di ciò che il consenso degli analisti riporta per l'anno appena iniziato per poi indicare in cosa differisce il nostro scenario.

Crescita Economica: tutti concordano nel vedere una crescita globale intorno al +3%, ossia appena sotto quella del 2024 e grosso modo appena sotto il trend degli ultimi 15 anni. All'interno di questa misura complessiva l'economia USA risulterà ancora la più dinamica tra quelle dei Paesi Sviluppati, confermando il suo "eccezionalismo" con una crescita attesa al +2.8%. Più limitate, invece, le possibilità di crescita dell'Unione Europea dove non si pronostica una recessione, a differenza di quanto erroneamente temuto dagli analisti nel 2023 per il 2024, ma che comunque non dovrebbe riuscire a superare un seppur modesto +1%. Come limitate pure sono le aspettative di crescita per l'economia cinese che faticherà a raggiungere il target politico di crescita del +5%, in ragione di una crisi socioeconomica profonda che è ancora bisognosa di ingenti interventi di supporto monetario e fiscale.

Sul fronte delle **Politiche Economiche** e in particolare di quelle **Fiscali**, il 2025 degli analisti le vede ancora su traiettorie espansive - anche la Germania, a causa di oggettive difficoltà politiche ed economiche che incidono su tutta l'Area Euro, viene data per ormai vicina ad abbandonare le regole del pareggio di bilancio - nonostante permangano allarmati messaggi provenienti da numerose istituzioni sovranazionali che sottolineano la necessità di attuare misure correttive e meno espansive per ridurre gli elevati livelli di indebitamento pubblico che non sono più sostenibili nel lungo periodo. La preoccupazione delle istituzioni è più che legittima, poiché oggi una minore espansione fiscale è più digeribile alla luce di Politiche Monetarie che stanno diventando meno restrittive.

Quanto all'**Inflazione**, tutte le analisi la vedono non essere più un ostacolo per **Politiche Monetarie** che continueranno ad abbassare i tassi, chi più (BCE) chi meno (FED), con la notevole eccezione del Giappone dove, invece, ci si aspetta che lentamente si realizzi il processo di normalizzazione che dovrebbe riportare i tassi di policy verso l'1%. Tuttavia, quasi nessuno si aspetta più di vedere l'Inflazione ritornare stabilmente sui bassi livelli prevalenti

nel periodo pre-Covid, preferendo indicare una **Inflazione che è destinata ad assestarsi tra il 2 ed il 3%**. Di conseguenza sono pochi coloro che vedono per quest'anno ancora ampi spazi per ribassi nei tassi di policy: infatti già oggi le previsioni sembrano voler escludere che si possa andare al di sotto del 3% per il Dollaro e del 2% per l'Euro.

Dietro le ragioni di una Inflazione difficile da comprimere – soprattutto negli USA - ci sono: a) Politiche Fiscali globalmente ancora espansive; b) attese di deregulation che sosterranno gli Investimenti evitando la recessione; c) preoccupazioni per politiche mercantilistiche e anti-immigrazione che ci si aspetta Trump implementi sin dai primi mesi del Suo mandato; d) la spinta strutturale verso un calo del Commercio Internazionale favorita da tensioni geopolitiche crescenti; e) la difficoltà di compressione dei prezzi delle materie prime (anche alimentari).

Quindi il 2025 degli Analisti si prospetta come un anno di crescita economica ancora accettabile, assistita dalle Politiche Economiche espansive, dalla continuazione di una spesa per Investimenti legata alla ricerca di aumento della produttività con la digitalizzazione (AI e Cloud) e da operazioni di reindustrializzazione in settori strategici dopo un ventennio di delocalizzazione verso Paesi che non offrono più adeguate garanzie politiche. Aspetti, questi, che per i più saranno in grado di essere superiori alle forze negative prodotte dalle chiusure mercantilistiche dei dazi e alle politiche anti-immigrazione che il nuovo corso USA promette.

Questo consenso di pensiero positivo per la crescita economica, né troppo forte né troppo debole e che per alcuni si prospetta pure ideale con Politiche Economiche entrambe espansive ed una Inflazione sotto controllo, come un Goldilocks Scenario troppo spesso abusato dagli analisti, si traduce in Mercati Finanziari che offriranno ancora soddisfazioni per il terzo anno consecutivo.

Infatti, nonostante i Mercati Azionari USA esprimano, ormai da mesi, valutazioni storicamente molto elevate e che hanno resistito anche alla forza di gravità di tassi di interesse insolitamente elevati, il consenso parla di un altro anno favorevole per gli Assets rischiosi (Azioni e Obbligazioni creditizie). Forse non favorevole come il 2024, ma di certo non negativo e dove le valutazioni elevate dei Mercati USA portano a suggerire solo una maggiore diversificazione altrove: ad esempio verso l'Europa, che è molto più a buon mercato, sorvolando sul fatto che il Mercato USA abbia da sempre dettato anche la direzione degli altri Mercati.

A maggior ragione le Obbligazioni - dopo un biennio certamente non facile - sembrano ritrovare anch'esse un consenso positivo, rafforzato anche dalla recente risalita dei rendimenti, come strumenti di bilanciamento e stabilizzazione dei portafogli e che sono destinate ad intercettare tutta quella liquidità libera ancora in circolazione.

Quanto ai rischi dello Scenario questi sono tutti concentrati nella possibilità che la nuova amministrazione Trump possa scatenare una nuova guerra commerciale con Cina ed Europa tale da minacciare la crescita economica globale e fomentare una ripresa dell'Inflazione.

Infine, il consenso degli analisti sembra essere unanime nel ritenere il Dollaro ancora la divisa vincente, nonostante gli elevati livelli raggiunti e con buona pace delle difficoltà che la sua forza porterà ai Mercati Emergenti.

La nostra visione

Il nostro Scenario si differenzia poco da quello di consenso, nel senso che ritiene tutto quanto sopra detto ragionevole ma al tempo stesso sottolinea anche maggiori rischi sul fronte dell'Inflazione nella prima parte del 2025 e poi della crescita economica e soprattutto su certi temi su cui i Mercati Azionari finora si sono cullati. Se ad inizio 2024 eravamo correttamente più ottimisti sulla non-recessione rispetto al consenso, oggi che il consenso pare trascurarla del tutto noi vogliamo essere più cauti.

Per il 2025 crediamo che un insieme di fattori – pur presenti nelle analisi di consenso – inizialmente renderanno relativamente più difficile rispetto a quanto atteso il contenimento dell'Inflazione (soprattutto della cd Inflazione Core – quella ex alimentare ed energia e quindi quella più legata ai prezzi dei servizi), con tutto ciò che questo comporta per le Politiche Monetarie, e questo limiterà a lungo andare anche la crescita reale. Infatti, la crescita economica sarà sì positiva, evitandoci la recessione, ma lo sarà soprattutto in termini nominali (ossia grazie all'Inflazione); ciò poiché il presente ciclo economico si avvicina al termine del suo quadriennio di espansione post covid mostrando segni di stanchezza e poiché la politica USA ci pare troppo orientata verso misure protezionistiche destinate ad aumentare i rischi per la crescita globale e per l'Inflazione. Quindi nella prima fase dell'anno crediamo che sulla spinta del 2024 i rischi di una minore crescita reale e di una più elevata Inflazione siano maggiori di quelli pronosticati e che questa "sorpresa" possa portare a risposte di policy inadeguate in grado di mettere a rischio i meccanismi della crescita e interrompendo il sogno Goldilocks delineato da Mercati Azionari USA oggi "prezzati per la perfezione".



Di per sé questo tipo di crescita nominale sbilanciata verso l'Inflazione non è necessariamente negativa per i Mercati nelle prime fasi di salita dell'Inflazione (come è stato nel 2023 e 2024), poiché domina la componente positiva dei prezzi crescenti sui fatturati e sulle valutazioni delle azioni e dove i risparmi delle Famiglie non sono ancora intaccati e non riducono la Domanda. Ma a lungo andare il perdurare di livelli di Inflazione resistente impattano negativamente la Domanda e i fondamentali aziendali: da un lato poiché minano il potere di acquisto delle Famiglie e dall'altro perché riducono le attese per Politiche Monetarie costantemente espansive. La considerazione di questo rischio ci porta ad allentare e ridurre le nostre aspettative per le opportunità che si potranno ricavare sui Mercati Azionari USA: dove, nonostante l'indubbio eccezionalismo USA, non vediamo il ripetersi dei successi visti nell'ultimo biennio a causa di valutazioni ormai elevate (sospinte anche dal forte trend degli investimenti passivi come gli ETF e dalla Liquidità); di una forte concentrazione delle posizioni su pochi titoli; di tassi reali sul Dollaro elevati (siamo oltre il 2% per le scadenze superiori ai 5 anni) che non aiuteranno le aziende ad espandere ancora i multipli usando la leva finanziaria. Anzi servirà da parte dell'Amministrazione Trump una gestione straordinariamente ottimale delle aspettative che ha ingenerato e che, superando la faciloneria dei proclami, si dovrà tradurre velocemente in una politica effettivamente pro-crescita per gli USA: un percorso, questo, ancora ricco di incognite.

Tale contesto con il passare delle settimane renderà più volatile l'andamento delle Asset di Rischio rispetto ai due ultimi anni, soprattutto per le Azioni. Per esempio, crediamo che poco dopo l'insediamento alla Casa Bianca – quando ai proclami dovranno seguire i fatti – cresceranno i rischi che la luna di miele con i Mercati Azionari del duo Trump/Musk possa iniziare a palesare criticità non facilmente superabili.

Ma la preoccupazione maggiore, o se volete quella più strutturale, l'abbiamo con riferimento all'entusiasmo per quell'ecosistema dell'Intelligenza Artificiale che ha contribuito in modo essenziale a sostenere i corsi azionari negli USA nel 2023 e soprattutto nel 2024.

Temiamo infatti che – anche prescindendo da quanto effettivamente questa tecnologia porterà per il futuro dell'Umanità – nei prossimi mesi emergeranno tutti i limiti della sua implementazione nella vita di tutti i giorni delle attuali generazioni e quindi nei guadagni di fatturato e di produttività che si potranno effettivamente avere nel breve e medio termine per le Aziende. Nella sostanza temiamo che nelle valutazioni attuali siano prezzati in modo “poco scientifico” e un po' troppo “fantascientifico” effetti economici propri di un futuro ancora molto lontano: troppo lontano anche per i modelli di valutazione azionari.

Come già accaduto di recente con le mancate promesse delle tecnologie sostitutive della produzione energetica fossile e della mobilità endotermica (sviluppi necessarie ma dove il confronto con i vincoli della realtà è stato perso) potremo ritrovarci ad avere un pericoloso risveglio anche per l'Intelligenza Artificiale e soprattutto per il suo Ecosistema. Temiamo infatti che queste aspettative possano uscire dalla sfera troppo “immaginifica” per confrontarsi con una realtà molto più complessa: a partire dalla difficoltà di scalzare a largo spettro le abitudini della gente e delle aziende nell'utilizzo dell'Intelligenza Artificiale. Per non dire di quella sicuramente più pericolosa per i Mercati e complessa che riguarda la quantità ed il costo dell'energia e dei materiali necessari per mantenere e sviluppare un ecosistema diffuso di elaborazione dei dati “ad usum” dell'Intelligenza Artificiale che diventi effettivamente pervasivo e onnipresente nella vita di tutti i giorni. Oppure pensiamo agli

ingenti costi attinenti all'acquisizione stessa della disponibilità dei dati necessari per "alimentare e allenare" i software in modo che la gente li trovi indispensabili e irrinunciabili rendendo credibili le promesse di utili futuri che il Mercato oggi sconta: morale potremo vedere una bella selezione di Aziende in questo Ecosistema al pari di quanto già visto nella Bolla Internet di inizio millennio.

Quindi nel complesso quest'anno riteniamo opportuno affrontare in modo prudente l'esposizione ai Mercati Azionari, esaltando tatticismo nel posizionamento e selettività, poiché ci aspettiamo un anno complicato dove ritornerà a fare premio la gestione attiva rispetto a quelle passiva, con mercati volatili e rendimenti contenuti. Un occhio di riguardo lo dovremo dare anche ai Mercati Europei e in particolare alla Francia, poiché non è escluso che le minori prospettive per i Mercati USA portino gli investitori internazionali nella loro ricerca di diversificazione a riconsiderare i Mercati rimasti più attardati e con valutazioni più contenute. Riteniamo anche opportuno prepararsi nel corso dell'anno a dare più spazio all'esposizione Obbligazionaria, con portafogli inizialmente bilanciati che potranno diventare successivamente maggiormente caratterizzati da una vocazione obbligazionaria per compensare le difficoltà attese sui Mercati Azionari.

Esposizione Obbligazionaria che inizialmente crediamo vada impostata senza cercare di allungare le scadenze alla ricerca del guadagno in conto capitale che l'andamento dell'Inflazione e dei Deficit Fiscali limiteranno; ma cercando i rendimenti meno volatili delle scadenze brevi (max 2 anni – la pendenza delle curve 2-10 anni è di circa solo 30bps) per poi allungarsi progressivamente verso le scadenze più lunghe una volta di fronte ai tremori dei Mercati Azionari. Esposizione Obbligazionaria preferita che oggi rimane sul Dollaro, dove il livello dei tassi reali è tornato interessante, a differenza di quelli in Euro che invece scontano già più di quello che la BCE pensiamo potrà concedere in termini di riduzione dei tassi. Dollaro il cui peso in portafoglio ad un certo punto bisognerà ridurre, poiché il suo attuale valore crediamo non sarà sostenibile a lungo.

Portafogli dove può trovare maggiore spazio anche l'esposizione alle Materie Prime – date ormai per morte a seguito delle difficoltà cinesi – e non solo in termini di Oro (che manterrà intonsa la sua rilevanza), ma anche in termini di quelle energetiche e quelle cd Soft e agricole la cui domanda è meno elastica.

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



Crypto Assets e Sistema Finanziario

L'11 Dicembre scorso il Bitcoin ha superato i 100.000 \$ per poi ritracciare a 97.740 \$, dove tratta oggi (4 Gennaio). Sebbene l'apprezzamento del Bitcoin negli ultimi 5 anni sia stato notevole – pari ad un +1048% - e sia stato in grado di superare anche la pubblicità negativa di numerose truffe e fallimenti, non ultimo quello monstre da decine di Miliardi di \$ di FTX nel 2022, il 2024 si è dimostrato un anno molto positivo per le Crypto: con il Bitcoin che ha registrato in \$ un +116% e dove un Dogecoin qualsiasi si è apprezzato del 366%.

Apprezzamenti che si sono sostanzialmente completati in due round. Il primo ad inizio anno con lo sdoganamento del Bitcoin come asset finanziario su cui poter costruire ETF e Futures, per cui diversi strumenti finanziari associati alle Crypto (soprattutto al Bitcoin) sono stati lanciati raccogliendo molto bene anche tra investitori istituzionali (per esempio l'ETF di Blackrock che ha raccolto in pochi mesi 54 Mld \$). Poi con l'ultimo balzo iniziato in Ottobre, quando la vittoria di Trump ha iniziato a delinearsi e con questa la possibilità che l'Amministrazione USA potesse sdoganare a 360° e definitivamente le Crypto valute: un evento che si sta realizzando con le dimissioni del Capo della SEC Gary Gensler, che ha cercato di fare ordine con calma e ponderatezza nello sviluppo dell'intermediazione e nello sdoganamento delle Crypto come Assets al pari di altri strumenti finanziari, e con l'arrivo del sostituto Paul Atkins, scelto da Trump, che invece è un fan delle Crypto.

È interessante notare che Trump in un recente passato aveva parlato del Bitcoin come di una "truffa"; ma che ora annovera le Crypto tra le sue attività familiari, oltre al fatto che il partito Repubblicano ha raccolto molti denari lobbistici da questa industria.

Premesso che non abbiamo esperienza tecnica di crittografia e di Crypto Assets – come non l'hanno la maggior parte dei loro investitori - e che non siamo investitori, tuttavia crediamo sia corretto porsi la domanda della finalità e l'uso di questi Crypto Assets e se il loro sviluppo possa creare problemi nei Mercati Finanziari.



Questo è una domanda che le Autorità, come ad esempio la BCE, si stanno ponendo ormai da qualche tempo.

Una delle conclusioni è che per le Autorità le Crypto-Assets sono un **“nuovo tipo di asset registrato in forma digitale che si avvale della crittografia e che non rappresenta un diritto finanziario o una passività finanziaria di nessuna entità identificabile”**. Siffatta definizione (che non esalta o insiste sul carattere di gestione decentralizzata o Decentralized Ledger Technology – DLT - dei Crypto Assets, poiché essa è applicabile anche alla gestione di attivi finanziari tradizionali) rilevando il fatto di non essere passività di alcuna entità identificabile decreta fondamentalmente che **il suo valore è “sostenuto dall’aspettativa che altri saranno disposti a pagarlo in futuro e non da un futuro flusso di cassa su cui i suoi detentori o utilizzatori possono farsi delle aspettative”** (cit. della BCE): ergo ci troviamo di fronte ad un asset puramente speculativo e – aggiungiamo noi - poco trasparente e poco decifrabile.

Da questo punto di vista l'investimento nei Crypto Assets non è molto diverso dagli Schemi Ponzi o dalla pura speculazione (tipo quella della famosa bolla olandese dei tulipani del XVII Secolo) se non per la parte di valore d'uso che rivestono nelle transazioni illecite o che non devono essere facilmente tracciabili. Spesso poi anche le caratteristiche di decentralizzazione che i sostenitori dei Crypto Assets elogiano, cadono di fronte alle più recenti pratiche di finanziarizzazione che vedono la creazione di diverse attività di investimento e trading seguire la centralizzazione degli Asset presso unici intermediari o piattaforme di tipo tradizionale, le quali tuttavia non subiscono lo stesso livello di salvaguardia legale e di controllo delle Autorità.

E sorvolando sui limiti tecnici della DLT (che non ha aspetti solo e sempre positivi), in assenza di adeguate forme di controllo delle Autorità preposte alla vigilanza del sistema finanziario, l'apertura ai “meccanismi finanziari tradizionali” anche per i Crypto Asset (ETF, Futures, Crypto Brokers, Crypto Exchanges, IPO's etc) e il loro ampio sdoganamento espone il sistema finanziario a nuovi rischi.

Rischi derivanti dal fatto che tali Assets non hanno, come detto, un valore sottostante misurabile e dal fatto che la loro natura è poco o per nulla regolata, poiché manca una struttura di governance formale che ne assuma la responsabilità delle loro caratteristiche e corretto funzionamento.



Rischi che per ora sono limitati dalla ridotta dimensione del sistema dei Crypto Assets rispetto al sistema finanziario complessivo, ma che non sono inesistenti in linea di principio e che attengono tanto alla stabilità finanziaria come alla Politica Monetaria.

E poiché uno dei temi rilevanti del mondo dei Crypto Assets è proprio la volontà di “smarcarsi” dai controlli delle Autorità che siamo sicuri che i due Mondi (Crypto e Regulators) in futuro si troveranno inevitabilmente in rotta di collisione, con imprevedibili e non banali effetti per la stabilità finanziaria.

Anzi dato che la legge non proibisce l'uso o l'investimento nei Crypto Assets siamo stupiti – sebbene non più di tanto, visti gli interessi in gioco – dalla miopia di Governi e Autorità di Controllo nelle aperture ai Crypto Assets come quelle che vediamo negli USA oggi (figlia solo dell'entusiasmo iniziale per questa forma di speculazione e della volontà di assecondare lo spirito libertario di un elettorato che sostiene il Partito Repubblicano) o dalle ancora limitate forme di controllo passivo verso lo sviluppo di tali strumenti, come accade in Europa dove la moda dei Crypto Assets è certamente meno diffusa.

E questa miopia è un problema, poiché il fenomeno dei Crypto Assets, una volta diventato grande, renderà il suo contenimento molto più difficile: ed è verosimile che ciò possa accadere in poco tempo, vista la velocità di diffusione del fenomeno.

E abbiamo pochi dubbi che lo scontro sarà inevitabile, poiché dubitiamo che i Governi vogliano perdere quell'enorme potere di Signoraggio di cui si sono impadroniti con l'abbandono del Gold Standard e la creazione della moneta e del sistema finanziario moderno, strumenti che ormai sono indispensabili per finanziare il bilancio e la sopravvivenza di tutti gli Stati.

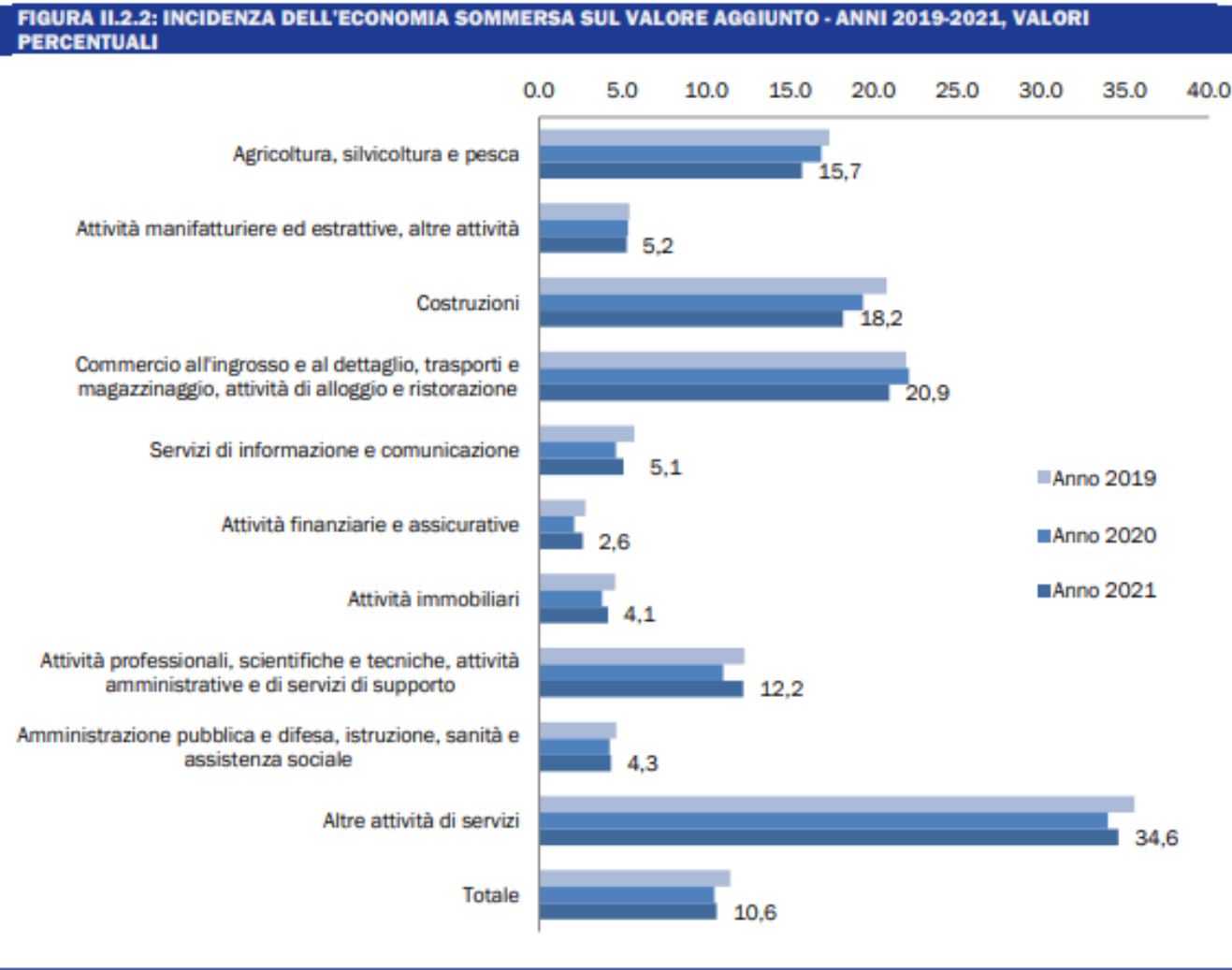
Forse sarebbe stato meglio pensarci prima e rimediare ora, agendo per tempo fintantoché le cose sono ancora gestibili.

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 seconda parte

Il mese scorso avevamo visto che l'economia sommersa vale circa il 10% del PIL e/o del valore aggiunto, quasi equamente divisa tra sotto dichiarazione e lavoro irregolare.



Nella figura allegata è indicata la distribuzione per settore economico da cui si osserva un leggero miglioramento del dato negli ultimi tre anni e soprattutto una forte incidenza su alcuni settori: altri servizi (tra cui è compreso il lavoro domestico), agricoltura, costruzioni e commercio/ristorazione/ospitalità/trasporti. Viceversa, nei settori più regolamentati e/o nelle grandi manifatture il valore è più basso della media.

TABELLA II.2.6: INCIDENZA DELLE COMPONENTI DELL'ECONOMIA SOMMERSA SUL VALORE AGGIUNTO TOTALE PER ATTIVITÀ ECONOMICA - ANNO 2021, VALORI PERCENTUALI

Macrosettore	Economia sommersa			Totale Economia sommersa
	da Sotto dichiarazione	da Lavoro irregolare	Altro	
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-	15,7	-	15,7
Produzione beni alimentari e di consumo	8,3	2,8	-	11,1
Produzione beni di investimento	2,3	1,2	-	3,4
Produzione beni intermedi, energia e rifiuti	0,5	0,9	-	1,5
Costruzioni	10,4	7,7	-	18,2
Commercio all'ingrosso e al dettaglio, trasporti e magazzinaggio, attività di alloggio e ristorazione	11,7	6,2	3,0	20,9
Servizi professionali	9,7	3,8	-	13,6
Altri servizi alle imprese*	2,7	1,6	0,9	5,2
Servizi generali delle A.A.P.P.	-	-	-	-
Istruzione, sanità e assistenza sociale	2,5	4,4	-	6,9
Altri servizi alle persone	11,8	22,0	0,8	34,6
TOTALE	5,6	4,2	0,9	10,6

*Inclusi i fitti imputati

Osservando la ripartizione per tipologia, si nota come per i servizi alle persone e l'agricoltura la netta maggioranza sia dovuta al lavoro irregolare. Nel primo caso è riferito soprattutto ai lavoratori domestici e nel secondo caso, visti i regimi forfettari e le varie agevolazioni che rendono la sotto dichiarazione poco utile, all'uso di manodopera irregolare.

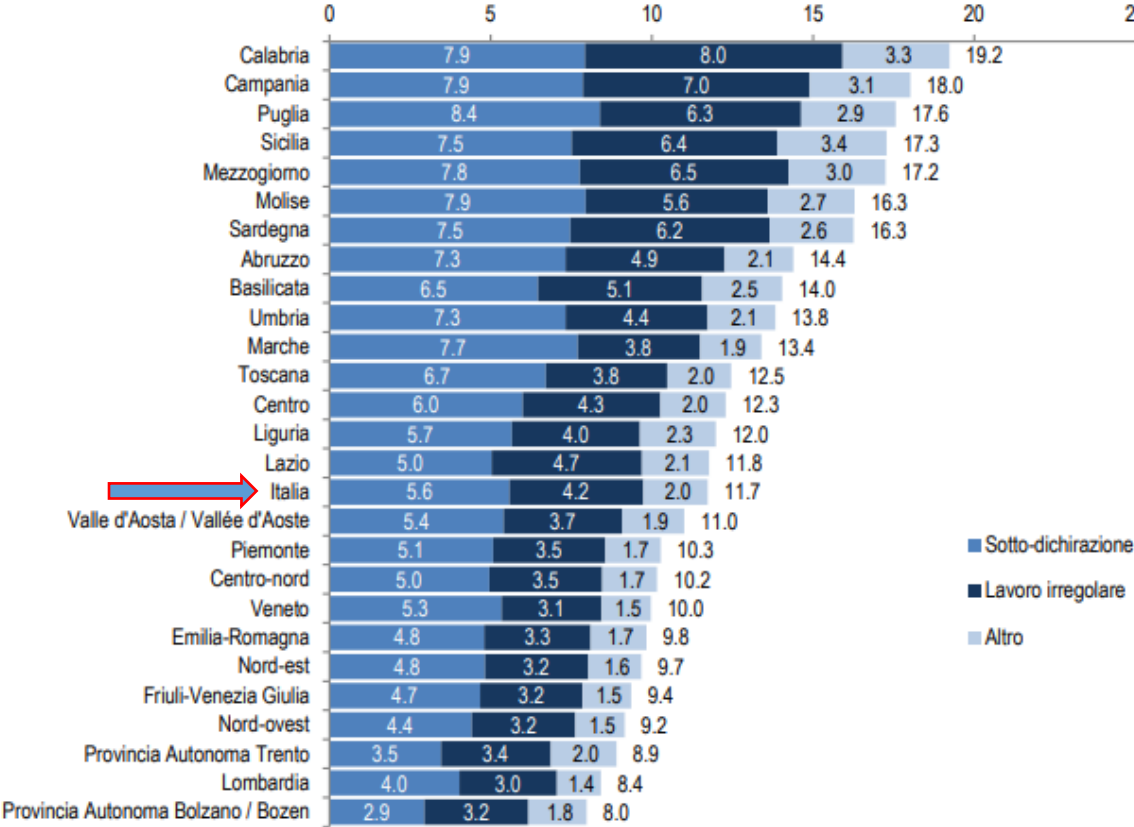
TABELLA IV.2.2.2: ATTIVITA' DI VIGILANZA ANNO 2023 - ISPEZIONI DEFINITE E RELATIVI RISULTATI

Ambito vigilanza	Ispezioni definite	Ispezioni definite irregolari	% Irregolarità	N. lavoratori a cui si riferiscono gli atti ispettivi e le cm	N. lavoratori irregolari totalmente in nero	Recupero contributi e premi evasi (euro)
Vigilanza Lavoro	62.339	43.539	70%	119.527 *	16.744	147.595.792
Vigilanza Previdenziale	9.202	7.715	84%	165.013	2.718	982.428.665
Vigilanza Assicurativa	8.739	8.191	94%	44.009	1.708	91.146.220
Totale	80.280	59.445	74%	328.549	21.170	1.221.170.667

* 119.527 lavoratori a cui si riferiscono le violazioni accertate, comprese le disposizioni + diffide accertative (n. 8.643) + conciliazioni monocratiche preventive positive (n. 6.038)

I dati sui controlli dei lavoratori sono sorprendenti, in quanto nel 2023 sono state trovate irregolarità nel 74% delle ispezioni svolte in campo lavorativo, previdenziale e assicurativo. Nel 2023 sono stati scoperti oltre 21.000 lavoratori totalmente in nero e 328.000 per i quali c'era qualche tipo di irregolarità contributiva. È facile immaginare che, se le ispezioni fossero state di più, si sarebbero identificate molte più irregolarità.

FIGURA II.2.3: INCIDENZA DELLE COMPONENTI DELL'ECONOMIA NON OSSERVATA SUL VALORE AGGIUNTO NELLE REGIONI ITALIANE - ANNO 2021, VALORI PERCENTUALI



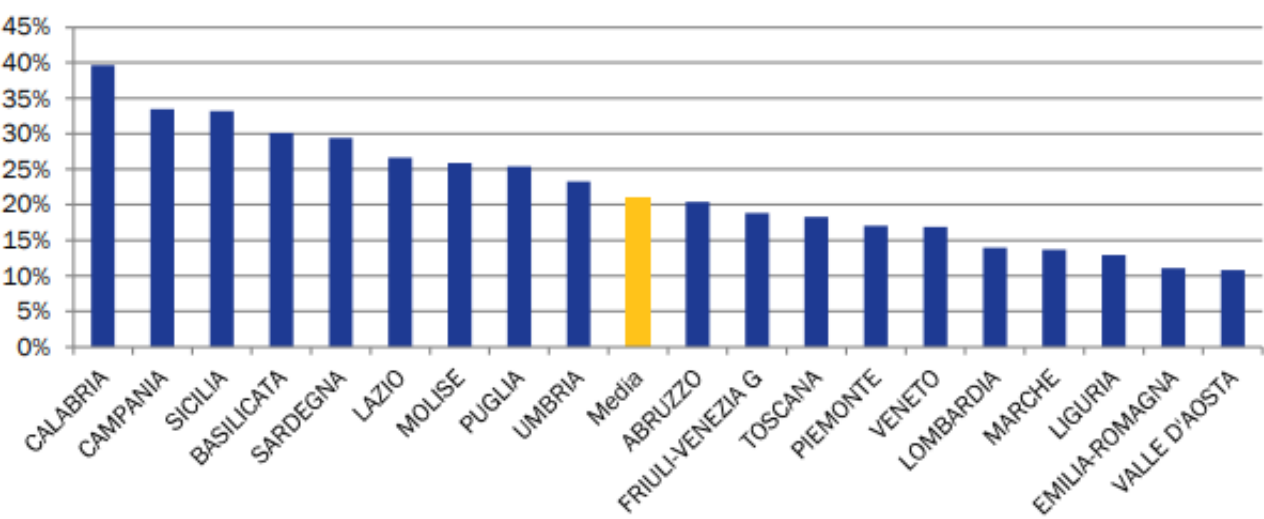
Nella figura sopra riportata, si vede come il peso dell'economia non osservata è distribuito in percentuale su base regionale. Come si può notare, c'è una grande variabilità, tra un minimo dell'8% e un massimo del 19.2%. Questo può dipendere dalla distribuzione e dalla tipologia delle imprese presenti nei vari territori, ma è una chiara indicazione di come lo stato non riesca ad avere la stessa efficacia nel paese (NB i tributi di competenza regionale sono minoritari).

Per quanto riguarda le tasse sugli immobili (IMU-TASI), lo scorso mese avevamo osservato che il tax gap è il quarto in termini assoluti (5 mld circa), ma il secondo in termini percentuali (oltre 20%), dopo quello sull'IRPEF di autonomi e imprese.

TABELLA III.1.9.1: TAX GAP IMU 2022 (ESCLUSI TERRENI, AREE FABBRICABILI E FABBRICATI RURALI STRUMENTALI)

Totale IMU teorica	Totale IMU effettiva	Tax gap IMU	Propensione al gap	Totale base imponibile teorica	Totale base imponibile effettiva
23.963	18.961	5.003	20,9%	2.374.799	1.880.585
Dati in milioni di euro					

FIGURA III.1.9.1: TAX GAP IMU 2022 PER REGIONE



Anche se l'imposta, come noto, è comunale, la relazione riporta l'andamento regionale che evidenzia ancora una volta una ampia differenza tra le regioni. Nella relazione si evidenzia come nei piccoli comuni il gap medio sia inferiore (14.6% fino a 500 abitanti) e poi cresce progressivamente nelle grandi città (23.5% oltre 250.000 abitanti). Purtroppo, non vengono date spiegazioni sul perché una imposta così facilmente controllabile (incrocio dei dati catastali con i versamenti) abbia un tasso di evasione così elevato. Da cittadino risulta però sorprendente l'incapacità amministrativa di comuni e agenzia delle entrate di riscuotere

FIGURA III.1.10.2: INCIDENZA TAX GAP SUL PIL (VALORI PERCENTUALI - ANNI 2001-2021)

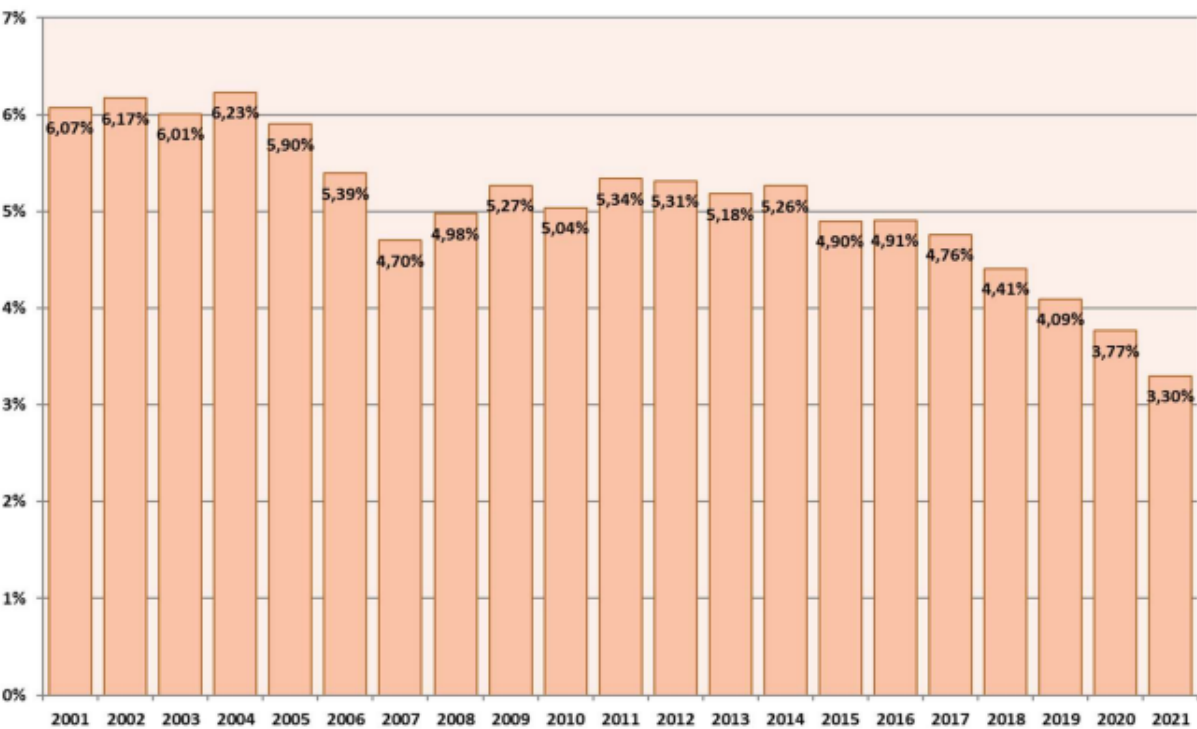
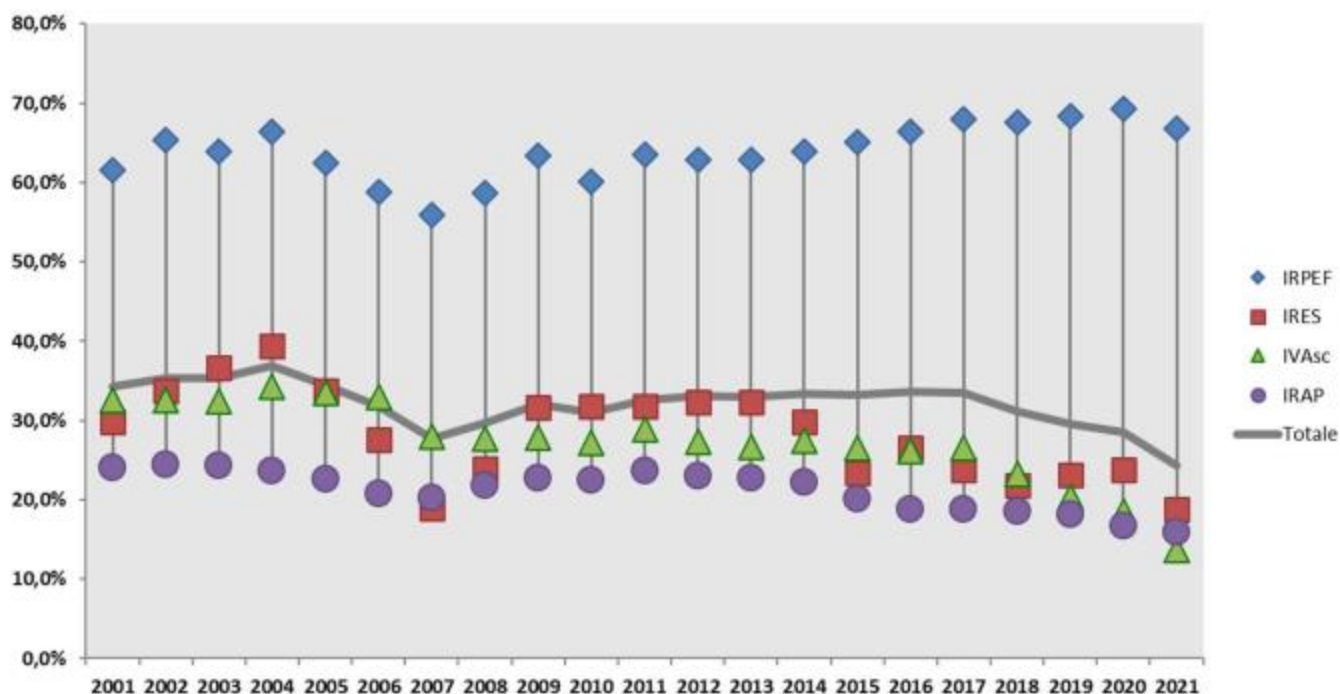


FIGURA III.1.10.3: PROPENSIONE AL GAP IN ITALIA (VALORI PERCENTUALI - ANNI 2001-2021)



Infine, è interessante osservare come il tax gap in percentuale rispetto al PIL (primo grafico) si sia quasi dimezzato dal 2001. Il secondo grafico riporta invece la propensione al gap in percentuale sull'imposta di ogni anno e indica una percentuale costantemente molto elevata per l'IRPEF, un leggero miglioramento per IRES e IRAP, e un deciso miglioramento per l'IVA, a dimostrazione che si possono ottenere dei buoni risultati se si intraprendono politiche di controllo efficaci.

In conclusione, dal rapporto annuale, redatto da tecnici dello stato con la supervisione di una commissione di esperti indipendenti, emerge un quadro che evidenzia alcuni punti interessanti per le scelte politiche, pur considerando tutte le approssimazioni dei metodi di stima alla base delle analisi.

In primo luogo, anche oggi ci sono percentuali troppo elevate di violazioni contributive sui lavoratori. Una parte del problema può essere dovuta a norme troppo antiche o complicate o non adatte ad alcuni tipi di rapporto di lavoro, ma i risultati dei controlli (74% di irregolarità) indicano una bassissima propensione al rispetto delle regole. Come già fatto con le locazioni (cedolare secca), la politica potrebbe trovare delle norme che offrono vantaggi alle due parti (lavoratori e imprese) e che creano un incentivo al rispetto delle norme. In secondo luogo, visto l'elevatissimo tax gap sull'IRPEF (assoluto e percentuale), è chiaro che questo dovrebbe essere il punto principale su cui concentrare gli sforzi. È comprensibile che questo non sia elettoralmente favorevole, ma la relazione evidenzia una enorme differenza di trattamento tra imprese/autonomi (gap 66.8%) e dipendenti/pensionati (gap 2.3%) che non potrà reggere indefinitamente. Infine, emergono delle grandi differenze sul gap sia a livello territoriale, che a livello di settore economico.

Anche in questo caso, focalizzarsi su alcune categorie o imporre una maggiore capacità di riscossione di tributi "facili" da controllare (IMU, TARI), non porta i voti dei soggetti interessati, ma sembra non essere più rimandabile, vista la cronica mancanza di risorse pubbliche e la disparità di trattamento tra i cittadini.

Nel corso degli anni si sono visti dei miglioramenti, soprattutto per alcune imposte, per cui è possibile ottenere risultati concreti. Speriamo che la disponibilità di dati così dettagliati, redatti da esperti indipendenti, sia un elemento utile per la politica per contenere l'annoso problema della evasione e per allineare il nostro paese ai principali paesi della UE.



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.