



Marzo

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

I dati, almeno per ora, confermano uno Scenario ciclico che evita la recessione potendo contare su di una crescita nominale positiva favorita dalla resistenza dell'Inflazione difficile da abbattere al punto di rendere complicato il compito delle Banche Centrali allungando i tempi di un allentamento monetario. Al tempo stesso inizia a rendersi evidente la maggior forza dell'Economia USA rispetto a quelle degli altri Paesi Sviluppati le difficoltà strutturali che rendono difficile alla Cina rilanciare la propria economia.

A Gennaio negli USA la combinazione di un molto sorprendente e molto forte dato occupazionale e di una non meno forte e sorprendente Inflazione – vista soprattutto nelle componenti dei Prezzi Core dei Servizi - hanno costretto il Mercato a modificare radicalmente le proprie aspettative sul futuro andamento dei tassi di policy USA, riducendo così gli entusiasmi di molti analisti che davano ormai per certa la prima mossa espansiva della FED già a Marzo, sulla scorta di una rapida discesa dell'Inflazione e di un soft landing ciclico. Le cose forse non stanno proprio così e il quadro rischia di essere più complesso.

Inoltre, quello che gli altri dati macro ci dicono è che probabilmente si sta ulteriormente ampliando la forbice ciclica tra USA ed il resto dei Paesi Sviluppati la cui crescita economica è ben sotto il potenziale e in ogni caso molto meno dinamica rispetto a quella negli USA: paesi che flirtano con la crescita reale nulla (Area Euro) o appena negativa (GB e Giappone). Nell'Euro Zona, anche se di recessione vera e propria non possiamo ancora parlare, dobbiamo però registrare che economie storicamente solide e molto aperte internazionalmente e di peso, come quella tedesca e francese, stanno pericolosamente frenando poiché stanno maggiormente soffrendo il calo del Commercio e della Domanda internazionale.

E infine, quello che poi questi dati ci dicono è che l'Inflazione potrebbe aver già compiuto la parte più facile del percorso di rientro dai massimi della fine del 2022 e che da qui in avanti la sua dinamica potrebbe essere molto più altalenante, con le ovvie implicazioni in termini di

ritardo nell'avvio delle Politiche Monetarie e Mercati Finanziari più volatili e incerti, poiché nonostante il rialzo dei Tassi di Interesse la Liquidità e la creazione di credito rimangono molto abbondanti, le Politiche Fiscali rimangono ampiamente espansive e la pressione sui costi –

vuoi delle Materie Prime vuoi da lavoro – non sembra ancora pronta a recedere.

Ne consegue che la struttura economica dei Paesi Sviluppati forse è cambiata e che per spingere l'Inflazione stabilmente sotto il 2% debba essere necessario spingere il ciclo economico verso una contrazione più significativa in Europa (dove non basterebbe la semplice recessione tecnica) o un rallentamento più marcato negli USA.

In effetti “guardando dall'alto le cose” potremmo essere passati da un regime di carenza di Domanda rispetto all'Offerta (nel periodo 2009 – 2019) carenza facilitata dal boom del commercio globale e dalla globalizzazione che ci ha costretto in un periodo di deflazione, ad un regime di carenza di Offerta rispetto alla Domanda iniziato con il Covid. Un regime di dominanza della Domanda favorito dalla minore Offerta generatasi con la frenata sulla globalizzazione e il rilancio dell'Onshoring, con le strozzature nel commercio internazionale (causa la crisi in e con la Cina), e con quelle nei flussi commerciali (embarghi e traffici marittimi più costosi), oltre che dai problemi di equilibrio energetico che la rivoluzione digitale ed energetica comportano. Fattori che hanno invertito la spinta deflazionistica vista in passato e che, uniti ad un aumento della Domanda legato ad una forte spinta fiscale espansiva e ad una liquidità molto abbondante che non la deprime a sufficienza e che sostiene i prezzi, stanno spostando verso l'alto il livello del tasso normale di Inflazione e di quello dell'interesse di equilibrio di cui si deve occupare una Banca Centrale. Se poi ci aggiungiamo che, da ora in avanti, buona parte dell'Inflazione dipenderà dalla rincorsa reddituale di chi ha visto comprimere in termini reali le proprie remunerazioni, lo scenario per l'Inflazione si prospetta complicato anche in un clima di Inflazione calante.

In sostanza il 2024 potrebbe prospettarsi come un anno di transizione in cui le economie galleggeranno – con quella USA molto più dinamica delle altre - l'Inflazione farà fatica a calare, le Banche Centrali saranno costrette a rimandare il ribasso dei Tassi di Policy.

In termini di andamento dei Mercati Finanziari questo potrebbe voler dire andamenti altalenanti e volatili suggerendo una impostazione bilanciata con attese di ritorni moderatamente positivi principalmente guidati sull'Azionario dalle prospettive di incremento della produttività legate agli Investimenti in digitalizzazione (di cui l'Intelligenza Artificiale sarà la principale spinta) e a quelli in Infrastrutture finanziati grazie alla Politica Fiscale (onshoring, cambiamento climatico e riarmamento) e sull'Obbligazionario dal livello dei tassi di interesse attuali piuttosto che dal ribasso degli stessi.

Dovremmo anche riuscire a vedere il ritorno dell'efficacia delle gestioni molto attive con gli andamenti dei titoli ora maggiormente influenzati dalle rispettive prospettive fondamentali.

Sull'Azionario non vi sono dubbi che il mercato nordamericano sarà la guida anche per gli altri. Quello Giapponese se effettivamente, come sembra, il Paese è riuscito ad uscire da una pluridecennale deflazione potrebbe riguadagnare l'attenzione dei risparmiatori domestici ed entrare in un periodo di espansione. Quello Cinese invece avrà bisogno di un continuo sostegno da parte delle Autorità. In generale e fino a che non avremo segnali più chiari di ribasso dei tassi saranno ancora i titoli a maggior capitalizzazione ad avere la meglio. Probabilmente date le elevate valutazioni di alcuni di questi soprattutto negli USA (tra questi i famosi "Magnifici 7") potremo vedere gli investitori ricercare tra le altre grandi società quelle che possono in tempi brevi e senza particolari innovazioni riuscire a colmare le differenze con quelli. La tecnologia in ogni caso manterrà il suo appeal tra gli Investitori.

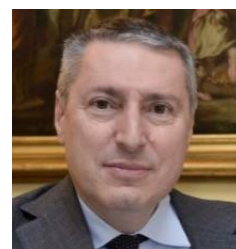
Sull'Obbligazionario, sia euro che dollaro, lo spazio di ribasso dei tassi nei prossimi mesi dovrebbe essere limitato dalla resistenza a calare dell'Inflazione, costringendo gli Investitori a focalizzarsi progressivamente sul livello dei tassi piuttosto che sulle loro potenzialità total return. Le curve dei rendimenti del dollaro, ma soprattutto dell'euro, scontano già molto di quello che potrebbe essere il futuro potenziale ribasso dei tassi di policy delle Banche Centrali. È allora consigliabile anche data l'incertezza sulle decisioni delle Banche Centrali investire su titoli di scadenza moderata, approfittando del maggiore livello dei tassi di questi.

Sul Credito la nostra preferenza rimane a favore degli IG USD, dei Subordinati Bancari in euro e degli Emergenti in valuta locale ed in particolare quelli emessi da Brasile e India.

Infine, sul dollaro dovrebbe potersi confermare una permanenza all'interno del range 1.05 - 1.10 che ha dominato gli ultimi mesi.



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



Prospettive per il Mercato Azionario Europeo

Nel complesso l'economia europea ha evitato la recessione, ma sta anche crescendo molto poco e in modo frammentato: questa volta con i Paesi della Periferia che, grazie ai soldi della UE con il Next Generation Plan, alla minore esposizione all'Export verso la Cina e in assenza di problemi sull'immobiliare commerciale che invece sono molto presenti nel Nord Europa, stanno comportandosi meglio rispetto a Paesi generalmente guida come la Germania. Per contro il problema Inflazione è rientrato su livelli accettabili, anche se sarà piuttosto difficile comprimerla al di sotto del 2%. Le Politiche Fiscali sono ancora molto espansive e rimarranno tali visto che ora anche la Germania le utilizzerà per far uscire la propria economia dalle secche. La Politica Monetaria, di fatto, non è restrittiva: le banche Centrali hanno solo alzato i tassi di interesse di policy ma non hanno drenato la Liquidità e quindi le condizioni creditizie e la liquidità sono normali e i tassi di mercato molto più bassi di quelli di policy. Le Famiglie e soprattutto le Imprese non stanno subendo alcuna vera restrizione creditizia, se non per quelle ormai decotte da tempo e quelle attive nell'immobiliare commerciale, settore che ha un complesso problema strutturale.

Nel nostro Scenario, non essendoci le premesse per una recessione e prevedendo una **crescita economica nominale** positiva anche se non brillante, per molte Imprese c'è spazio per riuscire ad espandere gli utili anche in Europa come abbiamo visto: +6.9% nel IV Trimestre rispetto allo stesso Trimestre del 2022. Di ciò il mercato azionario ne sta prendendo nota e da Novembre la sua crescita ha raggiunto la doppia cifra.

Quindi quello che crediamo possa instaurarsi nei prossimi mesi, in assenza di recessione e in mancanza di un abbassamento importante sui tassi BCE poiché l'Inflazione non è certo vinta, sarà un andamento del mercato azionario nel complesso moderatamente positivo e caratterizzato da due trend di fatto imitativi di quanto accaduto negli USA (che rimarranno comunque il traino per i mercati Azionari):

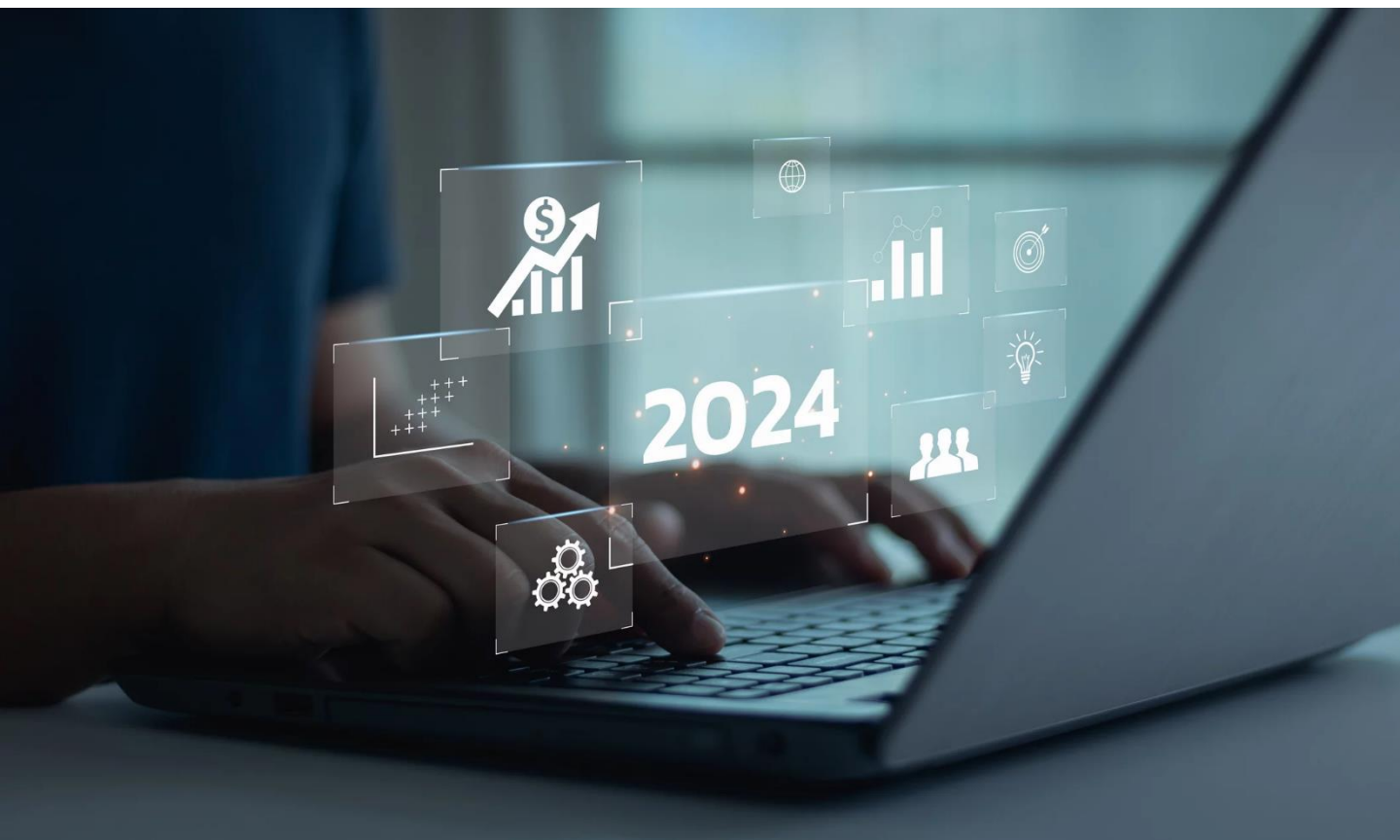
- i) Il primo sarà la concentrazione di interesse degli Investitori verso i "Campioni Europei" – l'equivalente dei Magnifici 7 USA presenti in industrie dove gli USA non possono competere con l'Europa - che ritroviamo tra le grandi imprese **qualitativamente** vincenti e con posizioni difficilmente scalzabili: ad esempio nel settore del Lusso ovvero dei Consumi discrezionali, in alcuni rami dell'Industria e anche nel settore Salute;
- ii) dall'altro nel settore della Tecnologia in quei pochissimi cavalli di razza in grado di offrire una alternativa europea con una produzione più vicina rispetto all'offerta dei campioni USA e orientata alla risoluzione di problemi tipicamente europei come l'autosufficienza energetica o la "ricerca politica di contenimento del cambiamento climatico".

Se la nostra visione è corretta ci aspettiamo così una Primavera con una bella rotazione settoriale in Europa che continuerà ad avvantaggiare alcuni titoli dei settori Tecnologia, Consumi Discrezionali, Industriali e Salute e dove la dispersione tra titoli andrà solo ad aumentare.

Nel complesso non una brutta prospettiva per l'allocazione in Azioni, nonostante valutazioni sempre più esigenti e non regalate e una crescita economica non certo brillante.

Cosa può rovinare la festa? Beh, se l'Inflazione dovesse rialzare la testa o dimostrarsi particolarmente resistente a rientrare nell'alveo del 2%, allora la BCE dovrebbe veramente costringersi in una politica effettivamente restrittiva sulla Liquidità ponendo fine alla positività dei Mercati.

È questo un evento possibile? Oggi non possiamo prevederlo, ma possiamo dire che è un evento **non** a probabilità zero o a probabilità trascurabile. Attenzione quindi ai segnali anticipatori di quella che potrà essere la dinamica dei prezzi: in particolare la dinamica dei salari, dei prezzi nei servizi e, ovviamente, di quelli del petrolio.



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



I «nuovi» titoli di stato italiani

Da alcuni anni il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha ampliato la gamma di titoli di debito in emissione, in aggiunta ai tradizionali e ben noti BOT (titoli a sconto – “zero coupon” - con scadenza inferiore all'anno), CCT (titoli a tasso variabile) e BTP (titoli a tasso fisso, con cedola semestrale). Passiamo quindi in rassegna le caratteristiche delle nuove tipologie di emissioni.

Andando in ordine temporale, nel 2012 il MEF ha iniziato a emettere titoli legati all'inflazione, cioè i **BTPi** e il **BTP Italia**. Entrambe le tipologie pagano una cedola semestrale, pari al tasso reale (al netto dell'inflazione, quindi più bassa di un normale BTP), e poi remunerano l'investitore in funzione dell'inflazione realizzata nel periodo con due modalità diverse. I BTPi, utilizzati normalmente dagli investitori istituzionali, hanno scadenze di 5, 10, 15 e 30 anni e accumulano l'inflazione realizzata dalla emissione fino alla scadenza, momento in cui pagano al detentore tutta l'inflazione accumulata. Naturalmente se un investitore compra o vende il titolo dopo l'emissione, dovrà pagare o riceverà il rateo sia della cedola, che dell'inflazione accumulata fino a quel momento. I BTP Italia, rivolti ai risparmiatori individuali, hanno invece scadenze più brevi, tra i 4 e gli 8 anni, pagano l'inflazione realizzata ogni sei mesi insieme alla cedola, e pagano un ulteriore premio fedeltà alla scadenza agli investitori individuali che li detengono ininterrottamente dall'emissione.

Durante la pandemia il MEF ha lanciato una nuova tipologia di titoli rivolti agli investitori individuali, denominato **BTP Futura**. Tra il 2020 e il 2021 sono stati emessi quattro BTP Futura, con scadenza compresa tra 8 e 16 anni, a cui non sono finora seguite nuove emissioni. Ogni emissione ha un meccanismo con cui vengono definiti due o più periodi in cui la cedola ha un valore crescente. Come per i BTP Italia, è previsto un premio fedeltà alla scadenza per gli investitori individuali che li detengono ininterrottamente dall'emissione, non in misura fissa, ma legato alla crescita del PIL nel periodo di vita del titolo.

Nel 2021 è stata fatta la prima emissione del **BTP Green**, che al tempo è stato un caso di enorme successo, in quanto è stata la più grande emissione di un titolo green da parte di uno stato. Il BTP Green è un normale BTP a tasso fisso, emesso finora con scadenze comprese tra 8 e 25 anni, dedicato al finanziamento delle spese sostenute dallo stato a positivo impatto ambientale. Sono quindi emissioni destinate a finanziare esclusivamente attività legate alla sostenibilità e alla transizione energetica. Le caratteristiche dei BTP Green li rendono conformi ai principi per l'emissione dei green bond (“Green Bond Principles - GBP”) e sono costituite dai criteri di selezione delle spese presenti nel bilancio dello stato ritenute ammissibili per le emissioni di BTP Green, dall'uso del ricavato delle varie emissioni, dal monitoraggio di tali spese e dall'impatto ambientale delle stesse. Ogni anno, nel corso della vita del titolo, il MEF pubblica un report dettagliato dell'uso delle risorse e degli impatti ambientali, verificato da soggetti terzi. Questi titoli sono molto ricercati dagli investitori istituzionali per l'utilizzo in fondi e/o gestioni sostenibili e per questo normalmente evidenziano il cd. “greenium” (green premium), ovvero offrono un tasso di interesse inferiore, a parità di caratteristiche, rispetto ad un analogo titolo che non sia “green”.

La più recente categoria di titoli di stato è il **BTP Valore**, emesso per la prima volta nel 2023, e arrivato in questi giorni alla terza emissione. Si tratta di titoli rivolti agli investitori individuali, con scadenza finora compresa tra 4 e 6 anni, e con una cedola crescente nel tempo. Finora le cedole hanno avuto un valore di partenza nella prima metà di vita del titolo e una cedola più elevata nella seconda metà. Una caratteristica innovativa di questi titoli è che le cedole vengono pagate trimestralmente, anziché semestralmente come gli altri BTP. Inoltre, come per i BTP Italia, è previsto un premio fedeltà in misura fissa alla scadenza per gli investitori individuali che li detengono ininterrottamente dall'emissione.

L'aumento delle tipologie di titoli di stato degli ultimi anni è legato principalmente a due motivazioni. Da un lato, come noto, l'Italia ha importanti necessità di finanziamento del proprio debito, per cui, a seconda delle condizioni di mercato, il MEF ha cercato di offrire nuove tipologie di titoli, particolarmente appetibili nelle varie situazioni. Dall'altro è chiara la volontà di emettere tipologie di titoli rivolte soprattutto agli investitori individuali, in modo da alzare la percentuale di titoli detenuti da questa tipologia di investitori che nel tempo è andata calando rispetto a 10-20 anni fa. Il motivo di questo sforzo è dovuto al fatto che l'investitore individuale è considerato più stabile rispetto agli investitori istituzionali, che in caso di crisi potrebbero velocemente disinvestire dal debito italiano, facendo aumentare lo spread a livelli elevati, come avvenuto nel 2011.



BTP Valore

L'offerta di titoli di stato italiani è oggi molto più articolata rispetto a qualche anno fa, dove si poteva solo scegliere tra tasso fisso o variabile (BTP/CCT), e tra breve o medio lungo termine (BOT/BTP). A volte le nuove tipologie di titoli di stato rispondono a specifiche esigenze di investimento (protezione dall'inflazione nel caso dei BTP Italia), a volte hanno invece caratteristiche più soggettive o legate a fenomeni di finanza comportamentale (come le cedole crescenti dei BTP Valore). Ci sono quindi diverse tipologie di titoli che possono essere più o meno indicate a seconda delle esigenze di ogni investitore. In tutti i casi si tratta comunque di titoli di stato, che espongono l'investitore al rischio emittente e poi, in misura variabile a seconda della tipologia e della emissione, al rischio tasso di interesse. Dopo alcuni anni in cui i tassi di interesse sono stati a livelli molto bassi, è naturale che oggi ci sia un ritorno di interesse per le nuove emissioni di titoli di stato che sono tornate a offrire un buon rendimento cedolare.

Inoltre, le aspettative di riduzione dei tassi di interesse possono invogliare ad allungare le scadenze di investimento per consolidare i rendimenti offerti su un periodo più lungo. Non bisogna però dimenticare, come per qualunque obbligazione, il rischio emittente. Da molto tempo non è una fonte di preoccupazione, ma non si può sottovalutare e può avere variazioni significative e improvvise, come la storia degli ultimi anni ci ha insegnato.

Infine, nonostante la passione dell'investitore italiano per l'investimento immobiliare e per i titoli di stato, non possiamo dimenticare uno dei punti fondamentali di qualunque investimento, ovvero la necessità di costruire un portafoglio di investimento diversificato e adatto alle esigenze specifiche di ogni investitore. L'esperienza insegna che non è ancora stato trovato un investimento adatto a tutti gli investitori in tutte le condizioni di mercato.

Coupon	Duration	Yield	Change
0,50 %	3 Month	0,67 %	+ 0.05
0,75 %	6 Month	0,95 %	+ 0.07
1,25 %	1 Year	1,67 %	+ 0.12
1,50 %	2 Year	1,85 %	+ 0.11
1,95 %	5 Year	2,60 %	

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



AVVERTENZE: MARKET NEWS, è una newsletter a cura di Consulinvest 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.