



# Maggio

## Market News

**Consultinvest Asset Management  
SGR**

### Outlook

Rispetto al mese scorso lo Scenario è di poco variato e possiamo dire che continui a presentare tratti più “moderatamente stagflattivi” che altro.

La velocità dell’economia USA rimane superiore a quella Europea – che comunque nel I Trimestre dovrebbe essere riuscita a ritornare alla crescita positiva – mentre qualche segnale di maggiore stabilità e ripresa pare delinearsi anche in quella Cinese, anche se non per merito della Domanda autonoma per Consumi ma per quello della Spesa per Investimenti sostenuti dalla Spesa Pubblica.

Nel complesso, USA a parte, i ritmi di crescita economica rimangono blandi e sotto il potenziale, confermando in generale diverse difficoltà nel far scendere i tassi di Inflazione, soprattutto quella Core - ossia quella depurata dalle componenti più volatili. Un aspetto, questo, sicuramente rilevante e che potrebbe influire sulla decisione delle Banche Centrali di iniziare ad abbassare i tassi di interesse.

Questo vale soprattutto negli USA dove, non avendo avuto finora il problema di bassa crescita vissuto in Europa, la Banca Centrale molto probabilmente rimanderà al prossimo Settembre il primo taglio dei tassi di policy. Nell’Area Euro, invece, la BCE dovendosi confrontare con economie decisamente più in affanno pare ormai quasi certo che deciderà per un primo taglio da 25bps a Giugno e in estate crediamo che anche la Gran Bretagna possa seguirla.

Ciò detto le nostre analisi macroeconomiche puntano da tempo ad evidenziare una Inflazione strutturalmente più elevata rispetto a quella molto bassa del decennio 2010-2020 e difficile da riportare stabilmente sotto il livello del 2%: complici importanti mutamenti economici strutturali tra dinamica di Domanda e Offerta ma anche complici Politiche Monetarie volutamente poco restrittive e Politiche Fiscali molto espansive e incentivanti investimenti molto energivori.

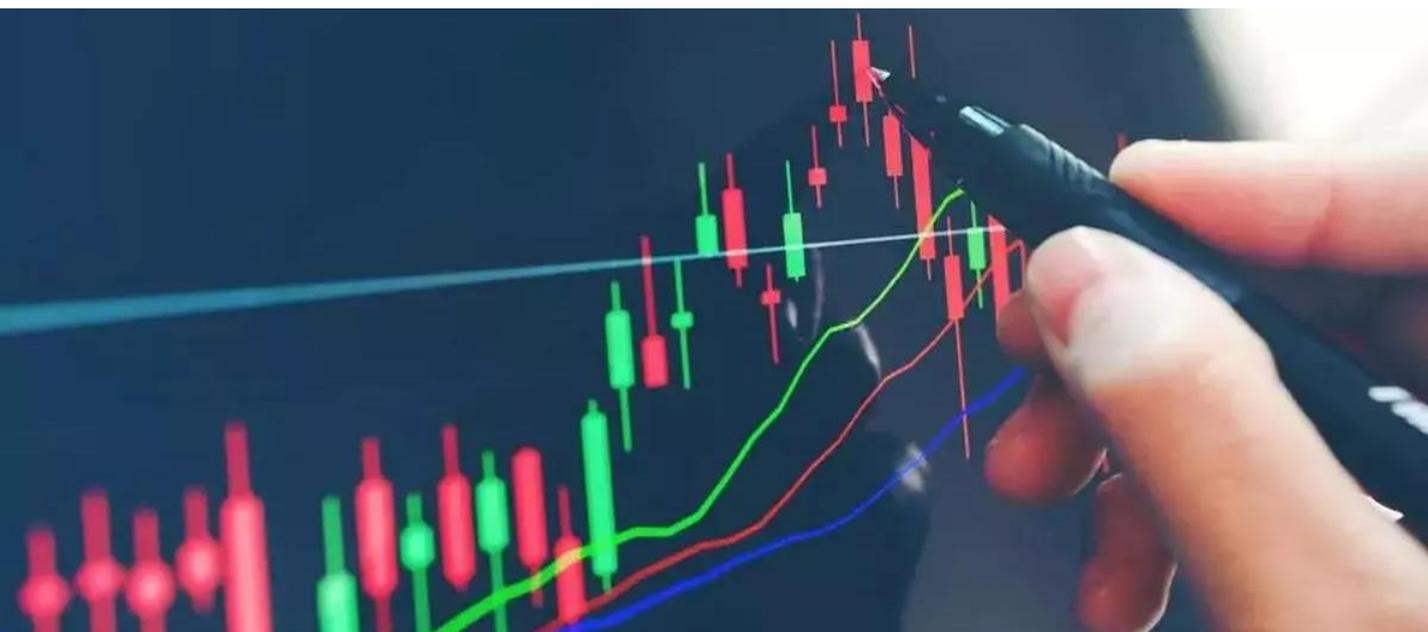
Ciò comporta che nel nostro Scenario un ciclo di ribassi dei tassi di policy che dovrebbe comunque risultare modesto; sebbene a tendere nei prossimi mesi l'economia USA potrebbe iniziare a rallentare, come in effetti qualche segnale di cedimento nella Domanda per consumi USA già pare evidente (infatti le prime indicazioni del PIL USA del I Trimestre parlano di una crescita del +1.64% che si confronta con il +3.4% registrato nel Trimestre precedente); un freno alla Domanda che inizia a determinarsi in ragione del fatto che i prezzi delle Materie Prime e dei tassi di interesse sono saliti invece che scendere.

Lo Scenario alternativo – che per noi, al momento, è meno probabile - vede la crescita USA procedere spedita e la FED essere costretta a non abbassare i tassi di policy per cercare di drenare con maggior efficacia liquidità dal sistema, liquidità che invece finora è stata super abbondante nonostante il rialzo dei tassi di policy. Questo sarebbe necessario per frenare e stabilizzare l'Inflazione. E' da dire che qualcuno – non noi - pensa anche che la FED potrebbe addirittura alzare i tassi di policy se il trend dei dati macro dovesse essere analogo a quello degli ultimi sei mesi: ossia crescita reale sopra il 3% e infrazione Core al 3 o 4%.

### **Mercati Finanziari**

Dato lo Scenario e alla luce delle valutazioni raggiunte da Obbligazioni e Azioni, l'allocazione che ci sentiremmo di raccomandare porta ad avere un filo di maggiore prudenza e una leggera preferenza tattica verso le Obbligazioni.

Sui Mercati Obbligazionari, infatti, dopo il forte rialzo dei tassi si può pensare di allungare un poco la Duration, soprattutto sul Dollaro USA, per spostarsi verso scadenze che comunque non vadano oltre il 5 anni e non oltre. Infatti, se esiste dello spazio per un ribasso dei tassi di policy esso verrà limitato dall'Inflazione strutturalmente più alta ed inoltre le curve dei rendimenti – soprattutto quella Euro – per gran parte ha già scontato i futuri ribassi.



Vista la generale bassa crescita economica e i bassi livelli dei rendimenti differenziali rispetto a quelli Governativi raggiunti dalle Obbligazioni Societarie non ci pare opportuno per il momento assumersi importanti rischi sul Credito, anche se pensiamo – come diremo anche per le Azioni – che nei prossimi trimestri sia plausibile aspettarsi un forte aumento della dispersione dei rendimenti e una forte selezione verso la qualità degli Emittenti. Ne consegue che strategie di allocazione guidate da una forte esperienza di selezione dei titoli di Qualità potrebbe risultare in ogni caso premiante anche e soprattutto rispetto a quelle strategie cd passive e basate su allocazioni generaliste.

Sui Mercati Azionari crediamo di essere entrati in una fase molto più laterale e anche di possibili momenti di moderata correzione dopo la forte corsa iniziata lo scorso Ottobre. Gli USA continueranno a dettare il ritmo e la direzione anche degli altri Mercati Azionari, mentre il Giappone rimarrà osservato speciale privilegiato ed interessante per la possibilità che la sua economia esca finalmente dalla Deflazione. La Borsa cinese – dopo anni di difficoltà - ci pare invece nel bel mezzo di una ripresa speculativa guidata dal Governo di Pechino che la distinguerà rispetto a tutti gli altri Mercati Emergenti. Tuttavia a medio termine le difficoltà strutturali di tipo socio-economico ed il disinteresse internazionale rimarranno delle costanti in grado di pesare negativamente.

Eventuali correzioni nei Mercati Azionari – che crediamo potrebbero risultare poco profonde – potrebbero essere guidate da una certa fatica che molte Aziende – anche tra quelle “magnifiche” - stanno sperimentando nell'espansione degli utili; utili compressi dall'aumento dei costi e da una non paritetica espansione dei fatturati che non è coerente con le elevate valutazioni raggiunte. Anche il tema della IA potrebbe iniziare a mostrare qualche crepa, poiché molte aziende lo hanno cavalcato opportunisticamente senza essere poi capaci di dimostrare la sua applicabilità in termini di quella maggiore redditività aziendale che i corsi hanno già iniziato a scontare. Sicuramente Aziende grandi e di Qualità sapranno prosperare meglio delle altre, come pure i settori Industriali (es. Difesa) che stanno beneficiando della spesa fiscale e della minore globalizzazione, insieme ad alcune aree della Tecnologia (Cloud e Cybersecurity) potrebbero avere la meglio rispetto ad altri settori più legati ai consumi.

Infine sulle valute non vediamo al momento particolari motivi per immaginare un Dollaro significativamente più debole e quindi un motivo per attivare delle coperture in cambi.

### **Maurizio Vitolo**

*Fondatore e A.D. Consultinvest*

*Analista e gestore*

*Consultinvest Asset Management SGR SpA*

*Modena – Piazza Grande, 33*

*Milano – Via Camperio, 8*



## UE approva il nuovo Patto di Stabilità

A fine Aprile la UE ha definitivamente e formalmente approvato le nuove regole del Patto di Stabilità e Crescita – sospeso per 3 anni a causa della Pandemia - relative alla gestione della fiscalità nazionale dopo che un accordo di massima era già stato raggiunto lo scorso Dicembre. Regole che entreranno in vigore dal 19/6/2024, opportunamente poco dopo le Elezioni Europee.

L'obiettivo è quello di migliorare le regole del Patto di Stabilità precedente in modo che siano effettivamente applicabili a tutti i Paesi, "assicurando Politiche Fiscali equilibrate e sostenibili, ponendo l'accento sulle riforme strutturali e gli investimenti necessari per rilanciare la crescita e l'occupazione nella UE" (v. <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/04/29/economic-governance-review-council-adopts-reform-of-fiscal-rules/>).

In termini molto sintetici (i dettagli tecnici arriveranno nelle prossime settimane) ma anche un po' più precisi, gli obiettivi sono quelli di "**ridurre Debiti e Deficit Pubblici in rapporto al PIL in modo graduale e realistico, senza frenare la crescita e gli investimenti nelle aree strategiche del digitale, del green e della difesa**" che sono oggi i principali obiettivi della UE.

La Commissione Europea darà indicazioni specifiche di quali saranno le traiettorie di correzione per quei Paesi che eccedono i vecchi limiti di Debito del 60% e di Deficit del 3% rispetto al PIL. Traiettorie che i Paesi dovranno rispettare affinché alla fine di un quadriennio il Debito Pubblico sia ad un livello e su di un sentiero rispettivamente sostenibile e nel medio termine prudente. Questo si tradurrà in indicazioni di Spesa Netta che i singoli Paesi dovranno fare proprie nelle leggi di bilancio e che dovranno ricevere la preventiva approvazione del Consiglio Europeo. Eventuali deviazioni saranno contabilizzate in specifici ed importantissimi **Conti di Deviazione** con i quali i Paesi dovranno confrontarsi negli anni seguenti e che serviranno alla UE per verificare che le misure risultino efficaci.

Comunque, per assicurarsi che questi obiettivi siano rispettati le nuove regole fissano anche dei **requisiti minimi che per Paesi, come l'Italia, che superano i limiti di debito del 90% del PIL saranno una riduzione media del 1% per anno nel rapporto Debito / PIL e un cuscino di protezione sul Deficit / Pil del 1.5% una volta rientrati sotto il 3%, entrambi da raggiugersi in un arco di tempo pluriennale (quello del piano di azione)**. Queste salvaguardie specifiche non erano presenti nella versione iniziale e sono state aggiunte di recente per esplicito volere dei Paesi più fiscalmente più parchi (leggi Germania).

Per lenire gli impatti di questa riforma, almeno quelli iniziali, il nuovo Patto prevede un "periodo di grazia" - negoziato in modo specifico dai singoli Paesi e che potrà avere una durata massima pari a sette anni. A tale periodo di grazia avranno accesso i Paesi che si impegneranno nell'attuazione di riforme strutturali o nella realizzazione di investimenti destinati ad alzare il livello della crescita economica potenziale, a rendere le finanze pubbliche più sostenibili e a dare seguito alle priorità della UE.

Entro Settembre tutti i Paesi saranno chiamati a produrre un piano su 4 anni (estendibile fino a 7) che dovrà indicare gli obiettivi di riduzione dei Deficit, gli Investimenti e le Riforme.

Quanto alle Procedure di Infrazione quella per Deficit Eccessivo non vede alcuna modifica: ricordiamo però che in caso di superamento vale il principio che il Paese dovrà dare vita ad una riduzione annua del Deficit Strutturale di almeno lo 0.5% del PIL, anche se per il 2025, 2026 e 2027 le regole consentiranno di scomputare l'aumento della spesa per interessi dovuto alla risalita dei tassi BCE.

Cosa cambia è la Procedura per Debito Eccessivo, che ora diventa più articolata.

Essa verrà attivata dal Consiglio d'Europa sentita la Commissione se a) il Debito supera il 60% del PIL; b) il Budget non è in surplus o in pareggio; c) **se i Conti di Deviazione eccedono in un anno di uno 0.3% di PIL o cumulato in più anni di uno 0.6%.**

Per i Paesi che non rispettano questi criteri il Consiglio d'Europa e la Commissione faranno una valutazione bilanciata complessiva delle ragioni di tali scostamenti, tenendo conto del livello delle deviazioni e dell'andamento ciclico che può aver influito su di esse insieme alla spesa per la Difesa oltre che dello stato di avanzamento delle riforme concordate.

Per i Paesi che non si attiveranno per rientrare nelle traiettorie decise è prevista una penale pari al 0.05% del PIL che si accumulerà semestralmente fino a che il Paese non intraprenderà le azioni richieste.

**Quindi una doppia Procedura di Infrazione (Deficit + Debito) temiamo sia quasi inevitabile per l'Italia**, la quale potrà ripararsi solo dietro la richiesta di attivazione del periodo di grazia settennale che però immaginiamo sarà concesso solo dietro la presentazione di un credibile piano di rientro fiscale, di riforme e di investimenti.



Quindi, come avemmo già avuto occasione di segnalare nei mesi scorsi quando il nuovo Patto andava ad assumere la forma definitiva attuale, se questa riforma prevede regole più credibili e attuabili rispetto alla precedente e forse un filo più flessibili e adattate alle condizioni specifiche dei singoli Paesi, essa rischia comunque di risultare fiscalmente molto restrittiva per l'Italia, lasciando pochissimi margini di manovra politica fiscale che rimarrà sotto uno stretto controllo europeo.

Questo almeno fino a che non si riuscirà a far aumentare significativamente la crescita economica grazie agli investimenti del PNRR o, più facilmente e in modo moralmente corretto, facendo lievitare le Entrate andando a colpire il sommerso e l'evasione fiscale, che hanno raggiunto un livello e una diffusione decisamente indecorosi.

Se l'Italia non riuscirà in questa titanica ed impopolare lotta all'evasione fiscale – e non mi riferisco ai vuoti tentativi messi in campo finora – temo che vi sia una sola inevitabile conseguenza: il commissariamento della UE e della BCE sulla politica ed economia italiana, in stile greco con patrimoniale e/o una ristrutturazione del nostro Debito. Misure, quelle imposte alla Grecia, che oggi dimostrano peraltro di aver portato frutti positivi vista la salute di cui oggi gode l'economia greca: quindi un intervento impopolare e osteggiato ma che – mutatis mutandis - ha dato prova di efficacia.

Non credo, infatti, che gli altri Paesi della UE siano disposti ad accollarsi i livelli raggiunti dal nostro Debito, mentre siano al tempo stesso sempre più spinti e convinti – anche dalle stesse osservazioni di Draghi – della assoluta necessità di dover andare verso una più stretta unione fiscale europea.

Ma questa unione agli attuali "prezzi di concambio" non è certamente desiderabile per i nostri cari Partners Europei.

Queste considerazioni riflettono soprattutto le mie opinioni personali.

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



## La pensione: un tema molto importante

Anche se periodicamente diventa un tema molto presente nel dibattito politico o sulle fonti di informazione, il risparmio previdenziale è un argomento su cui i lavoratori sono spesso poco informati e che viene affrontato a uno stadio avanzato della carriera lavorativa.

Cerchiamo quindi di fare chiarezza sull'argomento, pur con le necessarie semplificazioni e senza la pretesa di essere esaustivi, perché le variabili di ogni posizione previdenziale sono moltissime.

In Italia il sistema fino agli anni '90 era quasi esclusivamente basato sul cosiddetto primo pilastro, ovvero la previdenza pubblica obbligatoria, ed era di tipo retributivo, ovvero le prestazioni erano basate sulla retribuzione percepita. Con la riforma Dini, per i contributi pagati dal 1996 in poi, si è passati al sistema contributivo, ovvero a un sistema che eroga le prestazioni in base all'ammontare versato da ogni lavoratore nel corso della vita lavorativa.

La scelta è stata obbligata, in quanto il sistema precedente era basato sul fatto che i lavoratori che pagavano i contributi erano superiori ai pensionati. Col progressivo calo di questo rapporto e per l'esistenza di prestazioni pensionistiche molto favorevoli per alcune categorie (pensioni molto superiori ai contributi versati), la spesa aveva assunto una traiettoria insostenibile per le finanze pubbliche.

Ricordiamo che il sistema pubblico italiano, come in molti altri paesi, è un sistema a ripartizione, cioè i contributi versati da ogni lavoratore non vengono accantonati e capitalizzati per la sua pensione, ma servono per pagare le pensioni correnti degli aventi diritto.

Un altro fattore che ha contribuito in maniera determinante a modificare gli equilibri è la demografia. Da un lato l'aspettativa di vita media è in costante aumento, essendo passata da 74 anni per gli uomini nel 1992 a 81 nel 2023 e da 80.5 a 85 per le donne, secondo l'ISTAT. Dall'altro il numero di nascite è passato da 576.000 nel 2008 a 393.000 nel 2022, a popolazione quasi costante, con il tasso di fecondità che è sceso da 1.44 nel 2008 a 1.24 nel 2022 (ISTAT). Queste tendenze sono lo stesse in tutti i principali paesi sviluppati, ma in Italia sono molto più pronunciate perché siamo rispettivamente al massimo per la aspettativa di vita e al minimo per la natalità nella Unione Europea. E' chiaro che se le persone vivono più a lungo e ci sono meno lavoratori che pagano i contributi, il sistema non è in equilibrio, con la conseguenza che periodicamente viene richiesto ai lavoratori di andare in pensione più tardi e con una prestazione pensionistica inferiore. In situazioni di crisi sui mercati, come quelle che hanno portato alla nascita del governo Monti, il governo ha quindi dovuto approvare misure ancora più restrittive per contenere la spesa pensionistica (Legge Fornero) che rendono oggi il sistema pensionistico italiano uno dei più restrittivi in Europa.

Premesso che ogni situazione contributiva ha delle peculiarità che non consentono di generalizzare, oggi sappiamo che un lavoratore cinquantenne con una carriera lavorativa continuativa, riceverà una pensione intorno al 60% dell'ultima retribuzione, mentre per un lavoratore autonomo la percentuale scenderà sotto al 50%. Per i giovani le previsioni hanno notevoli margini di incertezza, visto il lungo orizzonte temporale, ma, pur in presenza di una carriera lavorativa continuativa, si stima che avranno percentuali ancora inferiori e dovranno andare in pensione in età più avanzata.



Per questo motivo da molti anni si è cercato di favorire anche in Italia il cosiddetto secondo pilastro, cioè la previdenza di categoria, con la nascita e lo sviluppo dei fondi pensione. Ogni lavoratore oggi può scegliere se lasciare il TFR in azienda (o conferirlo in un comparto "garantito" rispetto al TFR), come in passato, e beneficiare in una rivalutazione annua di 1.5% + il 75% del tasso di inflazione. In alternativa può scegliere di aderire a un fondo pensione, a cui vengono conferiti gli accantonamenti periodici del TFR, oltre a quote supplementari da parte del datore di lavoro (a seconda del contratto collettivo di lavoro) e, volendo, del lavoratore. I fondi pensione sono del tutto simili a fondi di investimento, nel senso che ogni lavoratore può scegliere il comparto con il profilo di investimento che preferisce e accumula un capitale che servirà a pagare la sua pensione quando avrà maturato i requisiti (sistema a capitalizzazione). In questo caso il sistema è per definizione in equilibrio, nel senso che ogni lavoratore ha una propria posizione e un capitale "dedicato" alla sua posizione pensionistica. Dal punto di vista del lavoratore non è una vera e propria posizione previdenziale supplementare, in quanto è solo un utilizzo diverso del TFR (pur con vari incentivi fiscali e di aumento della contribuzione). La convenienza si ha (al lordo degli incentivi) quando il rendimento maturato dal fondo pensione è superiore a quello del TFR, cosa che si dovrebbe verificare, specialmente su lunghi orizzonti temporali e con un profilo di investimento azionario. Un altro fattore distintivo è che il TFR viene incassato dal lavoratore ogni volta che cambia datore di lavoro, mentre il fondo pensione è riscattabile quando si maturano i requisiti per la pensione e deve essere erogato per almeno il 50% in forma di rendita (salvo casi speciali come necessità per spese mediche o acquisto della prima casa).

In aggiunta a tutto questo, i lavoratori possono costruirsi autonomamente il cosiddetto terzo pilastro, ovvero la previdenza privata e volontaria, per integrare la prestazione pensionistica tramite l'adesione a un fondo pensione aperto o a un piano pensionistico individuale (PIP, contratto assicurativo). Anche in questo caso ci sono degli incentivi fiscali (entro certe soglie).

Secondo il più recente rapporto di MEFOP, società del Mef per lo sviluppo dei mercati dei fondi pensione, a fine 2023 risultano aperte circa 10.5 milioni di posizioni nelle varie forme pensionistiche complementari, su un totale di quasi 24 milioni di occupati. Ipotizzando che siano tutte posizioni distinte, significa che solo il 40% circa dei lavoratori ha una qualche forma di previdenza complementare. Limitandosi ai fondi pensione negoziali, ovvero quelli dei vari settori industriali (Cometa-metalmeccanici, Fonchim-chimici ecc.), il dato sorprendente è che gli aderenti sono poco meno di 4 milioni su circa 12 potenziali, per un tasso di adesione pari a 1/3 (anche se in lenta e costante crescita). C'è quindi una fetta largamente maggioritaria di lavoratori che non ha aderito alle forme di previdenza complementare previste dai contratti collettivi di lavoro, e quindi un mercato potenziale enorme di lavoratori che probabilmente hanno necessità di una consulenza pensionistica qualificata e di adeguate soluzioni.

Le soluzioni a disposizione dei lavoratori per quella che è chiaramente una necessità sono molto numerose, ognuna delle quali, oltre all'aspetto finanziario, ha caratteristiche peculiari che richiedono una adeguata formazione da parte del consulente finanziario. E' però una opportunità importante per dimostrare il valore della consulenza finanziaria su un bisogno primario di ogni lavoratore che viene spesso sottovalutato o posticipato fino a quando diventa difficile trovare soluzioni adeguate.

**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.