



2025

Febbraio

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

I dati delle ultime settimane confermano lo stato di salute dell'economia USA, sia in termini assoluti che rispetto a quella degli altri Paesi. Il suo PIL 2024 si è assestato al +2.8% con la buona notizia della tenuta della Domanda per Consumi nonostante il periodo d'inflazione. Il mercato del lavoro USA rimane solidamente vicino ai livelli di piena occupazione, con un 4.1% quale ultimo tasso di disoccupazione e con la persistenza di una positiva richiesta di nuovi posti di lavoro. Negli indicatori di brevissimo termine si registrano miglioramenti nella fiducia delle imprese manifatturiere, grazie all'attesa dei tagli delle tasse e della deregulation promessi dalla nuova Amministrazione, a fronte solo di un leggero peggioramento di quelle delle imprese attive nei servizi che rimangono condizionati dal timore per l'impatto dei dazi futuri sui consumi. L'inflazione, anche in ragione di una Domanda per i Consumi che comunque tiene discretamente, rimane ferma sui livelli degli ultimi mesi (CPI 2.9%; Core CPI 3.2%; Core PCE 2.8%) e anche le aspettative per quella futura sono ferme (3.3% a 1 anno e 3.2% a 10 anni).

Questo quadro ha comportato che nel FOMC del 29 Gennaio scorso la FED abbia optato per tenere fermi i Fed Funds al 4.5%, indicando prudenza per i prossimi mesi (si teme l'impatto sui salari delle misure anti-immigrazione e quello dei dazi sui prezzi), ma al tempo stesso non rinnegando la possibilità di avere due ulteriori tagli entro l'anno – una probabilità che il mercato prezza già pienamente.

Venendo alla Zona Euro la dinamica economica è ancora molto lenta ma non recessiva. Il PIL 2024 è stato misurato in un +0.9% grazie soprattutto al +0.4% del III Trimestre poiché nel IV Trimestre la crescita del PIL è stata nulla. L'analisi della crescita economica mostra ancora un'Area Euro "spaccata" tra un Sud più dinamico (soprattutto grazie a Iberia e Grecia), un'Italia ferma nell'ultimo Semestre (l'economia dei servizi resiste ancora alle difficoltà di quella manifatturiera, mentre l'inflazione, sospinta anche dai maggiori costi energetici del gas salito dal 40% in un anno, ha smesso di scendere), ed un Nord in crisi con la Germania in recessione a causa della crisi dell'Auto, dell'Export verso la Cina e dei maggiori costi energetici e la Francia ancora priva di un chiaro indirizzo politico. Le imprese delle industrie

manifatturiere rimangono pessimiste, da qui un indicatore PMI ancora sotto il livello neutrale di 50. Mentre solo quello delle imprese attive nei Servizi, appesa sopra 50, contribuisce ad evitare un clima generale negativo ma non certo brillante: l'indicatore PMI Composite è su di un "mesto" 50.2.

Il quadro sull'inflazione di Gennaio conferma la nostra convinzione di uno Scenario che vedrebbe un'inflazione difficile da domare nei prossimi Trimestri (2025 e 2026), con un CPI tornato leggermente a salire al 2.5% e un CPI Core che al contrario delle attese è rimasto fermo al 2.7% con una componente dei Prezzi nei Servizi che rimane ancora alta e stabile al 3.9% (è dal Maggio scorso che si muove intorno al 4%), compensando quella molto bassa (0.5%) dei beni industriali.

Come per la crescita economica anche per l'inflazione i tassi d'incremento dei prezzi sono rimasti fermi in Francia (1.8%) e Germania (2.8%) e saliti in Italia (1.7% da 1.4%) e Spagna (2.9% da 2.8%).

La BCE il 30 Gennaio scorso ha abbassato per la 5^a volta dallo scorso Giugno i tassi sul Depo Rate, portandoli al 2.75% e – molto importante – dichiarando che la Politica Monetaria rimane ancora restrittiva per cui non ci sono ragioni per dubitare che l'inflazione tornerà sotto il 2%, anche perché le evidenze sulla dinamica salariale in possesso degli indicatori della BCE mostrano come sia iniziata una lenta diminuzione del tasso di crescita dei salari. Infatti, l'indicatore BCE sulla dinamica salariale (il cd "Wage Tracker" – che misura incrementi a/a esclusi i bonus) oggi è al +4.68% e l'Ufficio Studi BCE lo stima al +1.5% a fine 2025.

Queste dichiarazioni ed indicazioni ottimistiche facilitano, abbinate alla difficoltà nella crescita economica dei Paesi Core, la formazione di aspettative di ulteriori tagli nei tassi di policy.

Ed, infatti, oggi il mercato prezza almeno altri 4 tagli da 25bps che porterebbero il Depo Rate sotto il 2% a fine 2025.

Tuttavia, le incognite per dubitare della correttezza delle attese della BCE e del mercato, a nostro avviso, non mancano.

Sulla dinamica salariale, data la debolezza della Domanda per i Consumi, non si può escludere che diventi imprescindibile un recupero di potere d'acquisto a favore delle Famiglie, onde evitare un drastico calo dei Consumi e una recessione. Ciò potrebbe essere incoraggiato se in Europa si rilanceranno gli Investimenti per aumentarne la competitività. Sotto quest'aspetto l'esito delle prossime elezioni in Germania (23 Febbraio) sarà decisivo per comprendere l'esistenza di spazi di apertura all'utilizzo della leva fiscale per rilanciarne l'economia dato che la Germania oggi è l'unico Paese con una reale capacità fiscale di spesa.

Inoltre, ormai ci si deve confrontare con la politica estera e commerciale USA che ha aperto una nuova stagione di dazi (10% alla Cina, 25% a Messico e Canada – per ora in pausa) che gli "insiders" vedono presto arrivare anche per l'Area Euro e la UE, soprattutto alla luce della determinazione della Commissione UE nel perseguire politiche poco favorevoli alle multinazionali USA su temi strategici quali l'omogeneizzazione fiscale, il Climate Change e la regolamentazione della IA.

Per concludere, non vediamo ancora ragioni per cambiare il nostro Scenario di un'inflazione resistente che per ritornare sotto il 2% richiederebbe una maggiore pressione recessiva. Anzi, riteniamo che l'approccio della nuova Amministrazione USA - poco attento agli equilibri internazionali e molto orientato all'utilizzo dei dazi e a tattiche negoziali molto poco ortodosse - possa contribuire a rafforzare la confusione e le attese di una crescita economica reale globale anche più modesta dell'attuale e di un'inflazione difficile da comprimere.

Mercati Finanziari

Preferiamo mantenere un approccio di portafoglio di tipo Bilanciato Moderato oggi sempre più tendente al Prudente (ossia che si muova sempre di più verso una minore intensità azionaria).

Dopo 2 anni di ritorni a doppia cifra, nonostante la migliore performance dell'economia USA, l'Azionario USA ci pare caro e vulnerabile a quelle che potranno essere le nuove politiche dell'Amministrazione Trump. Le aggressive promesse elettorali di taglio delle tasse e deregulation potrebbero facilmente andare deluse e l'entusiasmo per l'ecosistema dell'IA potrebbe essere messo facilmente a rischio, come la vicenda di DeepSeek ha mostrato. Quindi, si preferisce avere un'esposizione azionaria più bilanciata verso l'Europa – in ottica più difensiva – poiché questo mercato non presenta le stesse caratteristiche di ipervalutazione.

Per quanto riguarda l'esposizione Obbligazionaria – vista la nostra aspettativa sulle difficoltà di compressione dell'inflazione - continuiamo a prediligere quella del mercato USA a media e bassa duration (max 5 anni). La curva USA, infatti, presenta tutto sommato minori rischi rispetto a quella in Euro, poiché sconta pochi tagli dei tassi FED mentre quella Euro ci pare prezzata alla perfezione e quindi pronta a produrre delusioni sugli spazi di taglio dei tassi BCE. Per l'esposizione al Credito – anch'esso storicamente su livelli di rendimento poco attraenti – rimaniamo però dell'avviso che non presenti particolari rischi e che la redditività arriverà dai rendimenti cedolari più che dai capital gains derivanti da ulteriori compressioni degli spread sulle curve governative.

Quindi, e nel complesso quest'anno riteniamo opportuno affrontare in modo prudente l'esposizione ai Mercati Azionari, esaltando il tatticismo nel posizionamento e la selettività negli investimenti, poiché ci aspettiamo un anno complicato dove ritornerà a fare premio la gestione attiva rispetto a quelle passiva, con mercati volatili e rendimenti contenuti. E con un Dollaro che piano piano dovrebbe andare a perdere di forza nel corso dei prossimi mesi.

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



La Germania ad un bivio

Il 23 Febbraio in Germania si terranno le elezioni politiche generali anticipate, rese necessarie con la crisi di fiducia in cui a Novembre è finita la coalizione "semaforica" costituita dalla Sinistra (Rosso), dai Socialisti del SPD (Giallo) e dai Verdi. I sondaggi danno la coalizione di Centro-Destra della CDU-CSU, oggi all'opposizione, in netto vantaggio, con un 30% rispetto al 15% di Socialisti e Verdi e rispetto al 20% della destra nazionalista di AfD. I candidati Premier sono: l'uscente Socialista Olaf Scholz, il candidato della CDU Friedrich Merz, quello dei Verdi Robert Habeck e Alice Weidel della AfD.

Data la stabile frammentazione del voto così come emerge da settimane nei sondaggi (con una tendenza in leggero aumento per AfD) è molto probabile che i candidati Premier debbano comunque negoziare una coalizione di Governo che richiederà diversi mesi per concretizzarsi. La paura a sinistra è che la CDU-CSU, se vincente, di fronte a potenziali difficoltà di formazione di una coalizione possa cercare una sponda con la AfD, violando una regola non scritta (il cd "firewall") che dal dopoguerra ha sempre visto escludere la destra nazionalista dal Governo. In vero su di un recente voto in Parlamento riguardante misure anti-immigrazione (mozione poi respinta), la CDU-CSU ha raccolto anche il voto della AfD suscitando scandalo (anche l'ex-cancelliera CDU Merkel ha criticato Merz) e massicce manifestazioni di protesta nelle piazze, costringendo la CDU-CSU a dichiararsi comunque non disponibile a governare con AfD.

Qualsiasi sarà l'esito di queste votazioni, data la crisi economica in cui versa il Paese, che per il secondo anno consecutivo ha avuto una leggera contrazione del PIL (prima volta dal dopoguerra), e che deve decidere su temi importanti per il suo futuro, il risultato elettorale sarà di grande importanza. Importanza che ovviamente riveste anche per l'intera UE e Area Euro.

La Germania non è più nella comoda situazione di poter avere energia a basso costo dalla Russia, poter esportare facilmente verso la Cina e godere della protezione militare USA. Berlino nei prossimi mesi sarà, infatti, chiamata a sfidare molto importanti che riguardano in primis: a) la politica energetica di approvvigionamento (la scommessa d'inizio secolo di Schröder e poi Merkel di "legarsi" alle forniture di gas dalla Russia e di rinunciare al nucleare non ha pagato) e di produzione sostenibile (le richieste di ammodernamento tecnologico nei consumi energetici delle Famiglie è stata rigettata come non economicamente fattibile); b) il futuro del settore auto (la transizione all'elettrico concepita finora non funziona e ha messo in crisi il principale settore industriale del Paese); c) la politica di accoglienza sull'immigrazione dove il dibattito socio-politico è sempre più vivo, soprattutto dopo numerosi atti di violenza ad essa riconducibili; d) le scelte strategico militari alla luce delle decisioni da prendere sulla guerra Russia-Ucraina e sul riarmamento dell'UE nella NATO chiesto dalla nuova Amministrazione USA; e) la necessità di dover trovare nuovi mercati di sbocco per sostituire quello cinese, pena una dolorosa deindustrializzazione.

Ma la prima decisione e anche quella più importante, poiché è quella che deve "finanziare" tutti i futuri e necessari sviluppi ed interventi, è quella che riguarda la Politica Fiscale: ossia se si voglia abbandonare la frugalità fiscale del pareggio di bilancio (un limite massimo per anno dello 0.35% del PIL iscritto in Costituzione), oppure se si voglia utilizzare in tutto o in parte

L'enorme capacità fiscale tedesca che può ancora vantare un Debito Pubblico che si aggira intorno al 60% del PIL, quando gli altri Paesi Europei strategicamente importanti (e gli USA) si trovano ben oltre il 100% e su traiettorie ancora di crescita.

Tuttavia, l'argomento non pare essere ancora di primissimo piano tra quelli su cui viene condotta la campagna elettorale. Ciò poiché i politici temono che la società tedesca non sia ancora pronta a rinunciare a questo principio di frugalità che le ha assicurato tanti vantaggi nel recente passato, rendendo il Paese quello finanziariamente più solido e mettendolo al riparo da situazioni come quelle che ora vive la Francia o, peggio, quelle vissute dai Paesi Periferici europei dal 2011 al 2013. Ma questo spinoso argomento dovrà diventare centrale nelle prime decisioni politiche future.

Al momento sono tre le strade immaginabili: i) riformare la Costituzione abolendo il limite di bilancio, contando sul fatto che le nuove regole UE sulla fiscalità impedirebbero pericolose derive debitorie, magari rafforzando quelle che legherebbero gli Investimenti a equipollenti e futuri aggiustamenti dei Deficit Strutturali; ii) modificare la Costituzione per consentire la creazione di veicoli fuori bilancio creati ad hoc destinati a finanziare investimenti strutturali e straordinari (nel 2023 la Corte Costituzionale ha bocciato quello da 100 Mld € creato da Scholz per finanziare gli investimenti per il cambiamento climatico; iii) modificare le regole di Bilancio sul Debito Federale, rendendo più facile espandere il Deficit Strutturale con maggiori Investimenti anticiclici da avviare nelle fasi recessive e consentendo del pari con una riforma legislativa o con maggiori trasferimenti ai 16 Lander una più facile finanziabilità degli Investimenti locali.

Quello che pare ormai certo è che presto potremo non avere più una Germania fiscalmente "frugale" ma solo, speriamo, fiscalmente "prudente".



Paolo Longeri

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



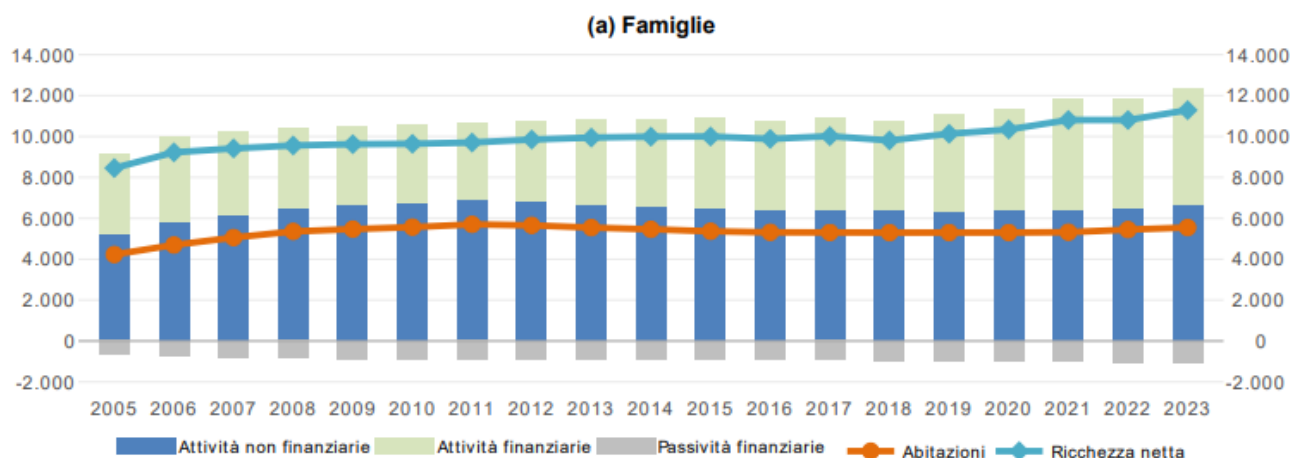
La ricchezza delle famiglie italiane

A fine Gennaio Istat e Banca d'Italia hanno pubblicato il rapporto sulla ricchezza dei settori istituzionali, che dal 2005 analizza la ricchezza di famiglie, imprese e amministrazioni pubbliche.

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2025-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche_RSI_28012025_IT.pdf

Alla fine del 2023 la ricchezza netta delle famiglie italiane era di 11.286 miliardi di Euro, in aumento del 4.5% rispetto al 2022 (a prezzi correnti), sui livelli più elevati dal 2005, data in cui è iniziata la pubblicazione del rapporto. In termini reali, la ricchezza netta è però ancora inferiore a quella del 2021, per la forte inflazione del 2022 che non è ancora stata recuperata.

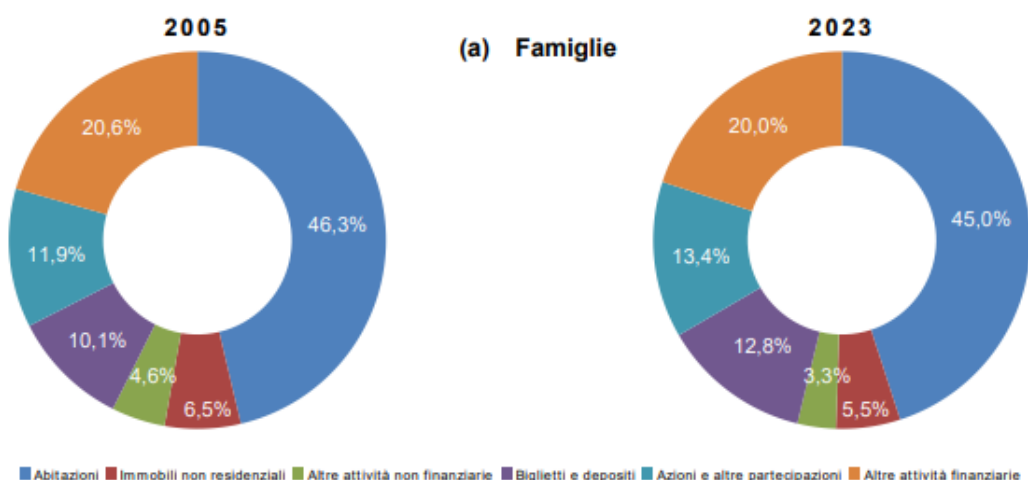
Figura 2. Ricchezza dei settori istituzionali e sue componenti (miliardi di euro; 2005-2023)



L'aumento delle attività non finanziarie nel 2023 rispetto all'anno precedente (+1,6% a prezzi correnti) è stato trainato dagli immobili, in crescita per il secondo anno consecutivo, il cui valore è arrivato a 5.550 miliardi. Tuttavia, nonostante l'aumento dell'ultimo biennio (+2,4% nel 2022 e +1,9% nel 2023), il valore delle abitazioni risulta inferiore ancora di circa 3 punti percentuali rispetto al massimo raggiunto nel 2011 (5.700 miliardi).

Le attività finanziarie sono aumentate del 7,1% (+377 miliardi), grazie all'andamento positivo dei mercati finanziari che ha più che compensato le perdite del 2022. In dettaglio nel 2023 ci sono stati circa 300 miliardi di guadagni in conto capitale e 61 miliardi di nuovi flussi di risparmio. Tra le attività finanziarie sono aumentati di molto i titoli, soprattutto pubblici, in cui le famiglie hanno investito molto nel 2023 (+168 miliardi), mentre i depositi hanno registrato la diminuzione più marcata dal 2005 (-3,2%). Infine, le passività finanziarie sono rimaste stabili, con una modesta riduzione dei prestiti.

Figura 3. Attività dei settori istituzionali (b) (composizioni percentuali; 2005 e 2023)

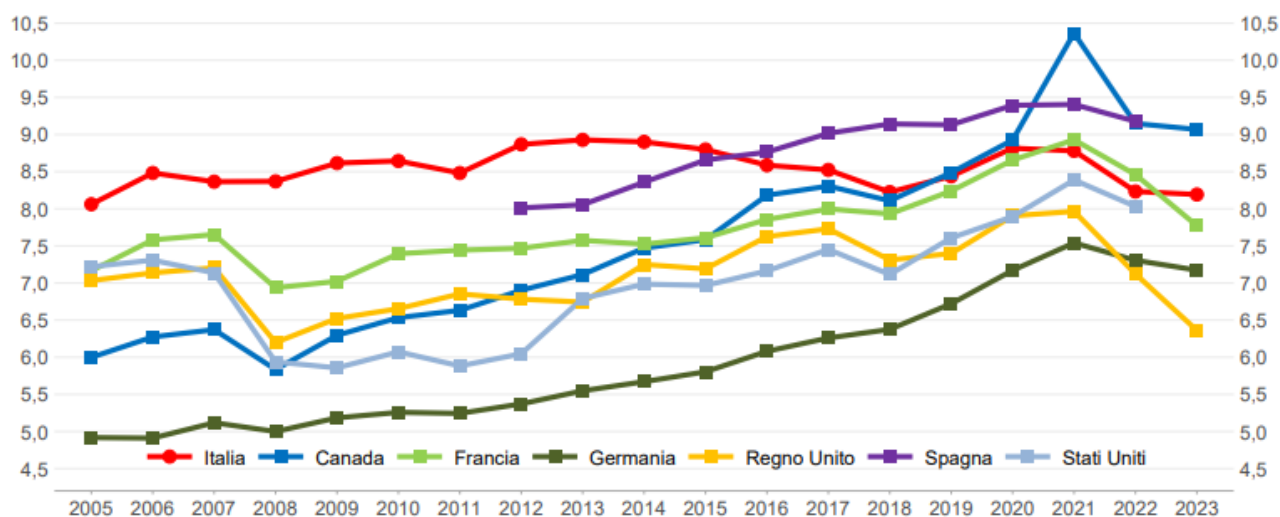


Osservando la composizione della ricchezza delle famiglie a inizio e fine periodo dell'analisi, si nota come il mix è rimasto abbastanza stabile rispetto al 2005, con le abitazioni che continuano a costituire poco meno della metà del totale. Tuttavia, osservando l'andamento nel periodo, le attività non finanziarie, dopo aver raggiunto un picco del 65% nel 2011, sono calate a circa il 54%, principalmente a favore del risparmio gestito.

Pur con il calo del 2023, i depositi aumentano il loro peso percentuale rispetto al 2005 e si attestano alla notevole cifra di 1.580 miliardi di Euro. Per confronto i titoli e le azioni sono circa 2.100 miliardi, i fondi comuni circa 700 miliardi e le riserve assicurative 1.090 miliardi. Sarà interessante vedere l'anno prossimo se i depositi avranno continuato la loro discesa nel 2024, con il persistere di una quasi nulla remunerazione, a fronte di alternative monetarie che offrono rendimenti decisamente superiori. Il livello elevato dei depositi sulla ricchezza finanziaria (circa 25%), ben superiore alle normali esigenze di liquidità, lascia ampi margini a tutti gli operatori del risparmio gestito per indirizzare almeno parte di questa ingente massa di liquidità verso usi più produttivi.

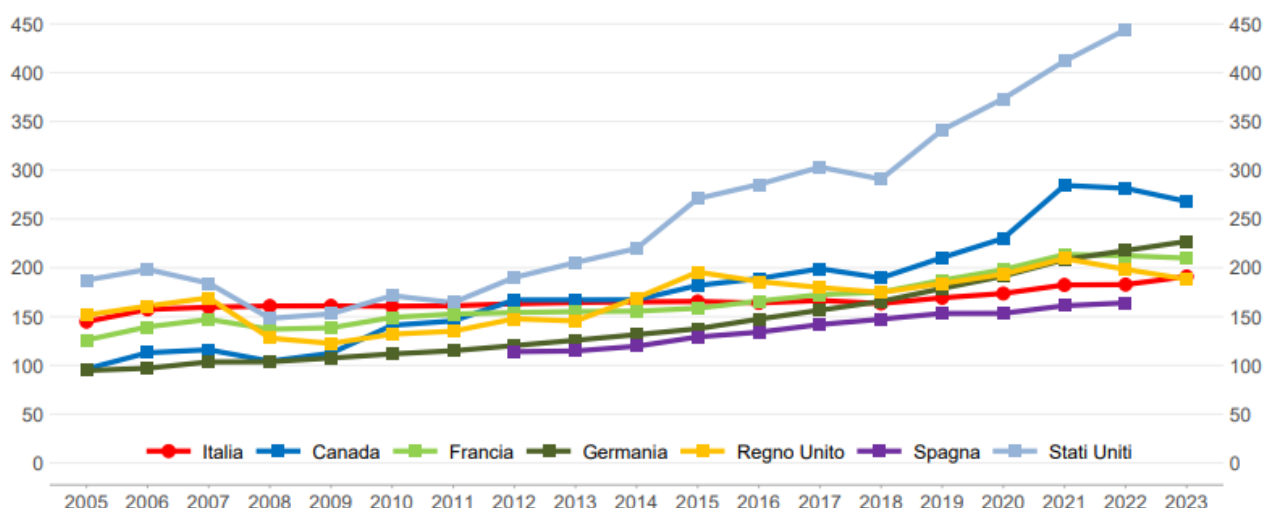


Figura 4. Ricchezza netta delle famiglie nel confronto internazionale (c) (in rapporto al reddito lordo disponibile delle famiglie; 2005-2023)



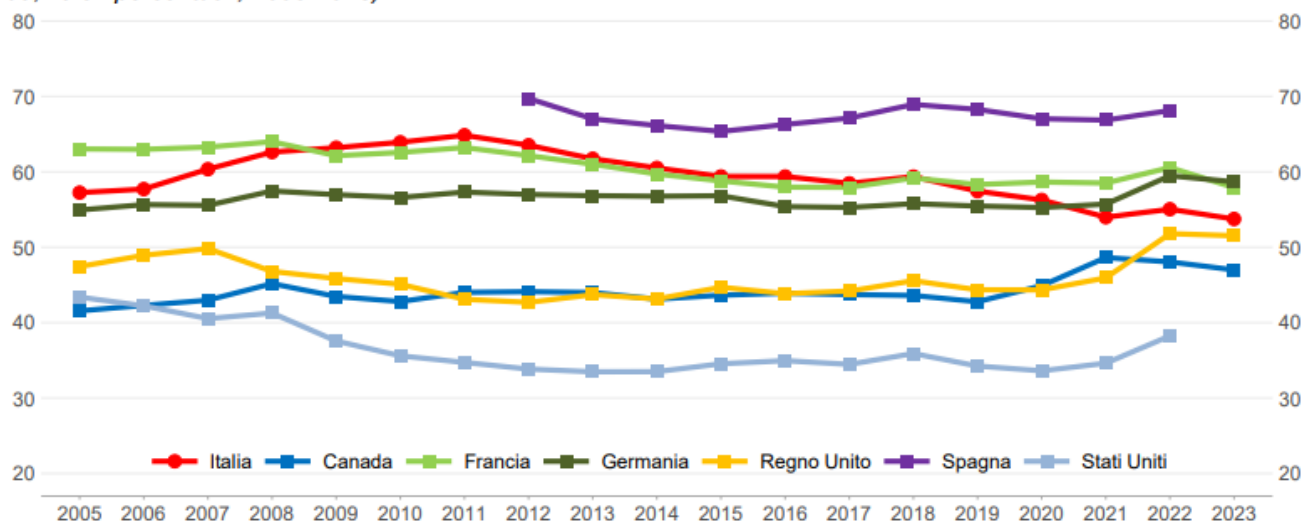
Per quanto riguarda il confronto internazionale, il rapporto evidenzia come la ricchezza netta in rapporto al reddito lordo disponibile dell'Italia è rimasto abbastanza stabile nel tempo, a un livello di 8/8.5 volte, superiore a Francia, Germania e Regno Unito, quest'ultimo in forte calo negli ultimi due anni. Questo dato va interpretato con cautela, soprattutto per il denominatore (reddito lordo), che come noto è piuttosto basso in Italia.

Figura 5. Ricchezza netta pro capite delle famiglie nel confronto internazionale (d) (migliaia di euro; 2005-2023)



Per quanto riguarda il livello di ricchezza pro capite delle famiglie, l'Italia con 191.000 Euro si colloca nella parte bassa rispetto ad altre nazioni, anche se si conferma una lenta crescita, mentre alcuni paesi sono in calo. Non stupisce l'elevato livello degli Stati Uniti, dove nella ricchezza delle famiglie sono inclusi i fondi pensione privati, mentre in Italia e in altri paesi non è compresa la parte di pensioni pubbliche.

Figura 6. Le attività non finanziarie delle famiglie nel confronto internazionale (e) (in rapporto alla ricchezza lorda; valori percentuali; 2005-2023)



Infine la ricchezza non finanziaria (prevalentemente immobiliare) delle famiglie italiane, nonostante la nota passione degli italiani per il mattone, non è particolarmente elevata rispetto ad altri paesi europei, come Spagna, Francia e Germania, dove ha un peso superiore.

Gli elementi evidenziati dall'ultimo rapporto non portano particolari novità rispetto ai precedenti, e confermano alcuni fatti già noti. In primo luogo l'elevata presenza di liquidità costituisce un bacino di attività che potrebbe essere spostato sul risparmio gestito, sia perché possa essere indirizzato su usi più produttivi, sia più semplicemente per offrire una maggiore remunerazione. In secondo luogo le famiglie italiane si collocano abbastanza in linea con altri grandi paesi su diverse misure, incluso, contrariamente alle aspettative, l'investimento immobiliare.

Ovviamente il problema dei dati aggregati o pro capite non evidenzia il fatto che la distribuzione della ricchezza non è uniforme e che ha una elevata variabilità, così come confermato dal rapporto sui redditi. Tuttavia in aggregato le famiglie italiane hanno una notevole ricchezza (circa quattro volte il debito pubblico) e una situazione di "bilancio" in salute con passività finanziarie che sono leggermente calate dal 7.9% del 2005 a 7% del 2023.

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.