

2025

Marzo



Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

I dati acquisiti di recente rimangono ancora in favore di una crescita economica che tiene, anche se poco dinamica, e di una inflazione complessiva che se non è lontana dai target delle Banche Centrali è comunque relativamente stabile e difficile da comprimere nella componente di Inflazione domestica (Prezzi dei Servizi) e quindi da estirpare nella Domanda e ormai anche e soprattutto dalle attese dei Consumatori.

In tal senso vanno letti il dato del PIL Area Euro – rivisto leggermente al rialzo per il 2024 da 1% a 1,2% - e la ripresa dei dati sul manifatturiero USA (sentiment e ordini) con una Inflazione USA ancora al 2.8% (3.1% la Core) in un mercato del lavoro vicino al pieno impiego che assicurano una crescita economica 2024 (+2.5%) che comunque si è confermata più che doppia rispetto a quella europea.

Ma i dati USA più “immanenti” o “real time” ormai disponibili e soprattutto le aspettative di quanto il nuovo corso dell'Amministrazione USA potrà portare, stanno facendo virare il sentiment dei Mercati nella direzione di un peggioramento, tanto da poter suggerire la fine di quel “eccezionalismo USA” che ha caratterizzato la narrazione degli ultimi 18 mesi per la superiorità economica e robustezza finanziaria dei suoi mercati azionari. Prova ne sia che il Mercato USA, dopo poche settimane di entusiasmo post elettorale, da inizio anno ha virato velocemente in negativo (-5% per S&P 500 al 12/3) e si trova ora molto lontano dalle performance di quello Europeo (+12%).

L'Entropia che le mosse di Trump ha immesso nel sistema inizia, infatti, a dare i suoi primi frutti negativi.

Mosse che sono incentrate intorno ad una politica ricattatoria e ondivaga, sciorinata con una frequenza giornaliera se non addirittura infra-giornaliera e caratterizzata da provvedimenti che non sembrano orientati ad abbassare l'inflazione USA che è ancora lontana dall'essere domata, e misure destinate a frenare la Domanda per consumi interni sono alla base dei timori che incupiscono oggi lo Scenario: i dati “real time” sul PIL USA del I Trimestre 2025, calcolati dalla FED di Atlanta, sono precipitati e ora indicano una contrazione

del -2.4% annualizzato (NB: sono dati che riflettono più le aspettative e il sentiment ma che in ogni caso hanno un discreto valore predittivo).

Infatti, negli USA si teme – giustamente - che la politica dei dazi su cui la casa Bianca non sembra voler cedere avranno presto (e non solo negli USA) un impatto recessivo e inflattivo, la cui durata è difficile da stimare, e che le deportazioni degli immigrati destabilizzeranno il mercato del lavoro e non favoriranno la riduzione dell'inflazione. In particolare ora si teme che queste "note" negative arrivino prima di poter aver avuto i vantaggi fiscali promessi in termini di minori tasse, e quelli legali derivanti dalla deregulation promessa in campagna elettorale. Il tutto senza avere certezza che il Deficit Federale diminuirà.

E come già nel 2023 e nel 2024 si ritorna ad avere un Mercato Obbligazionario che cerca di anticipare le future mosse della FED – che invece rimane ancorata ad una strategia di mera reazione ai dati che rifugge dal voler dare indicazioni di prospettiva sulla Politica Monetaria (ovvero di forward guidance) – con una speculazione che si ritrova su posizioni lontane da quelle della Banca Centrale e che iniziando a prezzare tagli futuri dei tassi nella misura di 75bps nel 2025 e di altri 25bps nel 2026 – anche per timore di una recessione - che probabilmente la FED oggi non sottoscriverebbe con facilità.

Questa mancanza di Forward Guidance, sommata alla perdita di credibilità subita dalle Banche Centrali nel prevedere correttamente l'Inflazione post Covid, alimentano la volatilità dei Mercati Obbligazionari.

E oggi la Fed non vede ragioni per preoccuparsi per l'economia USA e vuole muoversi con grande cautela sui tassi. Ma questo potrebbe voler dire che, se i Mercati hanno ragione nel ritenere che l'Amministrazione Trump non cambierà strategia, la FED potrebbe trovarsi costretta nei prossimi mesi a dover tagliare i tassi non tanto per seguire un virtuoso percorso di controllo di bilanciamento tra crescita e controllo dell'Inflazione, ma solo per impedire la recessione (è quello che prezza il Mercato Obbligazionario oggi) **sperando** che l'Inflazione cali per effetto della domanda e non venga invece alimentata da un inevitabile deprezzamento del Dollaro e da materie prime che la "geopolitica entropica" del MAGA continuerà ad alimentare.

Unica nota positiva prodotta da tutta questa Entropia è che proprio questa politica ritorsiva della Casa Bianca – soprattutto quella che colpisce le alleanze geopolitiche della Casa Bianca (non più volte solo a contrastare la Cina, ma anche a farsi amica della Russia che è ormai grande nemica dell'Europa) – stanno dando una scossa all'Europa, che ora corre al riarmo e mette in cantiere un nuovo grande piano di azione fiscale (800 Mld € con 150 Mld € comunitari a cui si aggiungono a quelli nazionali destinati a portare la spesa verso il 3% del PIL con il beneficio di sconti nei calcoli sul Deficit ai fini del Patto di Stabilità) analogo per dimensione a quello del Next Generation Plan e che rende persino possibile far sbloccare – e in modo clamoroso per le cifre annunciate - la morigeratezza fiscale dei tedeschi che vogliono rilanciare la spesa anche in infrastrutture, con indubbi vantaggi per una possibile ripresa economica europea.

E qui si apre il vero punto nodale: ossia se la BCE, di fronte ad una Politica Fiscale che ora gioca al rialzo e anche in modo pesante, abbia spazi di ribasso sui tassi, ciò poiché l'Inflazione – come noi crediamo – anche in Europa non sarà facile da comprimere.

E verosimilmente, per quello che già traspare da indiscrezioni all'interno della BCE, si è aperto il solco tra chi ritiene che si sia arrivati alla fine del ciclo di ribasso dei tassi dopo l'ultimo ritocco di Marzo a 2.5% che chi invece spinge per averne di ulteriori fino al 2% e magari anche al di sotto.

In verità nel nostro Scenario da ormai diversi trimestri riteniamo e abbiamo detto che il Mondo è cambiato e che il 2% di Inflazione, come livello naturale del tasso di espansione dei prezzi (una misura che non ha nulla di scientifico e che deriva da un esperimento della Banca Centrale della Nuova Zelanda di inizio anni '90 che poi ha trovato grande consenso tra le Banche Centrali nel Mondo), sia qualcosa che appartiene o alle "anomalie del recente passato" o a fasi cicliche di recessione e che oggi abbia più senso immaginare un'Inflazione che strutturalmente oscilla tra il 2,5% ed il 3% quando non si sia in presenza di fasi cicliche recessive e a maggior ragione quando si sia in un contesto attuale di elevato livello di Entropia indotta dalla Casa Bianca (e quindi anche di incertezza). Oggi se le cose non cambieranno è più probabile andare incontro ad una Stagflazione (recessione ed Inflazione) che non ad una di Deflazione.

Dobbiamo quindi mettere in conto che le Politiche Monetarie della FED e della BCE stessa possano diventare meno espansive e che quelle Fiscali rimarranno o diventino più espansive (non solo per l'Europa e la Cina, ma anche per gli USA se l'economia non crescerà e le tasse saranno tagliate), con tutto quello che ciò comporterebbe per le curve dei rendimenti obbligazionari governativi che sono ancora poco ripide sulle lunghe scadenze, ossia in quei "quartieri" dove l'inflazione e i deficit pubblici costituiscono le forze che spingono a livelli elevati i rendimenti obbligazionari a lunga scadenza.

Mercati Finanziari

Lo Scenario, come avevamo già sostenuto nei mesi scorsi (si veda l'Outlook di Febbraio), indica che l'Allocazione da perseguire sia di tipo prudente, ovvero a bassa intensità di esposizione azionaria, e che quella Obbligazionaria, che per il momento deve essere ancora caratterizzata da scadenza corte (quindi a bassa Duration), mantenga una leggera preferenza per la curva USD dove i rendimenti reali sono positivi a differenza di quelli Euro. Il rischio di cambio purtroppo esiste: il Dollaro in tale contesto non può avere la forza di ritornare ai valori dello scorso anno ed è più facile immaginare che vada, invece, a posizionarsi intorno ai livelli di 1.15.

La certezza è che i prossimi mesi saranno molto volatili e lo saranno per tutti i Mercati Finanziari: per cui torneranno a fare premio le allocazioni dinamiche e flessibili e soprattutto quelle attive – ovvero a basso beta e non ad Indice.

Per la componente Azionaria la strada è quella di puntare su strategie Value ed Income (dividendi solidi) e sui Settori più tradizionali come Industriali (il tema è quello del rilancio delle Infrastrutture, del riarmo e della ripresa del tema di riportare "a casa" produzioni delocalizzate) e Finanziari. Allocazione Azionaria che è bene mantenga un elevato livello di diversificazione fuori dai Mercati USA, per i quali le prospettive cicliche di indebolimento economico e l'approccio aggressivo della Casa Bianca, sommate a valutazioni ancora elevate e molto concentrate su pochi titoli tecnologici/comunicazioni su cui si annidano

dubbi relativi alle reali prospettive economiche dell'Intelligenza Artificiale con il suo Ecosistema, li rendono oggi meno attraenti rispetto a quelli più sottovalutati dell'Europa, che invece è pronta ad accogliere e a beneficiare di una nuova spinta fiscale.

Per quanto riguarda i Mercati Emergenti il tema principale è quello della Cina e se le misure di rilancio riusciranno a stimolare la Domanda Interna che anche gli ultimi dati con Inflazione al Consumo e alla Produzione negativi hanno palesato come molto debole. Finora le misure prese dal Governo non hanno convinto gli investitori che si sia in procinto di vedere un rilancio economico e un recupero esteso dei corsi. Per ora abbiamo assistito a ricoperture e acquisti speculativi, spesso incoraggiati dal Governo, nei settori tech e immobiliare. Vedremo se gli importanti appuntamenti politici plenari di Marzo saranno occasione per più sistemici annunci in grado di modificare le aspettative e le prospettive di rilancio economico. Considerato che le valutazioni medie non sono più regalate, come invece quelle dell'Ottobre scorso, e considerato che il confronto sui dazi USA rimane una Spada di Damocle per la Cina (e non solo), le opportunità nel mercato domestico cinese sono o molto speculative o da ricondurre a pochi titoli presenti in settori che Pechino considera strategici come quelli presenti nella tecnologia.

Più in generale per il momento attuale se si cercano esposizioni isolate dalle possibili ritorsioni USA e con valutazioni che offrono premi interessanti, il Brasile potrebbe essere una alternativa per coprire lo spazio di allocazione Emergente.

Quanto al Dollaro questa Entropia prodotta dall'Amministrazione USA non può aiutarlo a rafforzarsi, ma ciò è anche quello che gli USA desiderano.



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



MAGA: per Aspera ad Astra?

Come temevamo, ed era anche prevedibile, la nuova Amministrazione USA sta facendo salire l'Entropia nel sistema economico, diplomatico e politico globale. Questa non è mai una bella cosa per un futuro di pace e prosperità economica.

Il Presidente USA in pochi giorni sta distruggendo decenni di diplomazia "soft" americana che per anni hanno creato la reputazione che conosciamo e che hanno reso gli USA la Superpotenza dominante, sia in campo militare che economico che culturale ed il Paese indiscusso leader delle democrazie occidentali.

L'insistenza verso un uso aggressivo dei dazi, anche verso i tradizionali partner, e il trattamento riservato all'Ucraina con il malcelato riavvicinamento alla Russia di Putin sono un errore strategico enorme che distrugge la "reputazione" degli USA agli occhi dei suoi Alleati europei e li spinge verso politiche di maggiore autonomia economica, politica e diplomatica di cui gli USA non potranno che pentirsi in futuro. Politiche Europee che diversamente l'Europa non avrebbe cercato e di sicuro non lo avrebbe mai fatto non con la determinazione con cui sembra ora volerle ricercare sia sul piano del riarmo che della sufficienza energetica.

E questo sforzo che ora l'Europa deve compiere, se gli USA non invertiranno rapidamente la rotta, ciò non potrà che avere conseguenze negative per gli USA che potranno essere oggetto di un maggiore isolamento anche economico che li porterà alla perdita di quegli indubbi vantaggi economici di cui hanno potuto beneficiare finora vista la storica vicinanza politica all'Europa e la loro leadership globale.

Ma c'è di peggio: le misure economiche prese o annunciate dalla Casa Bianca e il cui punto di partenza ideologico è quello che il resto del Mondo si sia approfittato degli USA, mentre forse è solo una percezione personale che deriva da una storia personale, sono un coacervo di provvedimenti che anche la più banale teoria economica prevede come inutili e controproducenti.

Partendo dai dazi imposti, non solo al nemico cinese ma anche ai principali alleati e partner commerciali come Messico, Canada, EU; per passare alle deportazioni che privano gli USA di manodopera a basso costo e che mettono a rischio il controllo dell'inflazione e intaccano la tenuta della Domanda per Consumi; per arrivare infine ad inutili misure di contenimento del Deficit Federale che l'annuncio di un ribasso delle tasse e i dubbi risparmi dovuti alla lotta alla corruzione e il proditorio licenziamento di migliaia di dipendenti reputati inutili e costosi istruito da soggetti esterni all'Amministrazione via mail (attività delegata al DOGE) non riusciranno a realizzare ma solo a produrre malumori e proteste popolari.

Difficile dire se dietro tutto ciò si annidi un disegno strategico per il bene degli USA (che a noi sfugge) o se invece sia semplicemente cattiva politica guidata da una mera voglia di rivalse personale.

Certo è che questa cattiva politica inizia ad avere riflessi non più solo di natura diplomatica ma anche economica e che iniziano a colpire e preoccupare anche gli USA: la Casa Bianca – il cui tasso di gradimento è molto in ribasso – è passata dal declamare la bellezza di una

lunga espansione - che per arrivare al MAGA si dovrà passare attraverso una "transizione" di sacrifici di cui non vi era traccia in campagna elettorale: sacrifici intesi come una possibile recessione o una flessione economica che – come sempre accade – colpirà maggiormente una larga fetta della base elettorale di meno abbienti che ha proprio votato per il Sostenitore del MAGA.

Questo improvviso cambio di rotta verso il "per aspera ad astra" è l'estremo tentativo di salvare la faccia di questo inizio di Amministrazione che sta facendo più danni che altro e che ha come unico aspetto positivo il fatto che sta costringendo l'Europa verso una maggiore integrazione e un maggior dinamismo, sia pure - ahimè - che parte con la corsa al riarmo: possiamo solo augurarci che come già accaduto per gli USA che la spesa militare porti ad importanti ricadute tecnologiche ed industriali tali da aumentare la stagnante produttività economica europea.

Nel frattempo vedremo se l'Establishment USA (o anche solo chi si è mosso dietro organismi e Think Tank come quelli che si identificano nel Project 2025) che ha spalleggiato Trump solo per poter ottenere meno tasse e più deregulation non decida che il prezzo da pagare per realizzarli – ossia avere un Trump al comando di un Paese politicamente isolato e in recessione – non sia comunque un prezzo troppo alto.



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



La misura dell'inflazione al consumo

L'inflazione in Italia viene calcolata dall'ISTAT ogni mese, in via preliminare entro la fine del mese e poi in via definitiva entro la metà del mese successivo.

Anche se normalmente si fa riferimento all'inflazione in senso generale, ISTAT calcola tre diversi indici di inflazione:

1. l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (**NIC**) è utilizzato come misura dell'inflazione per l'intero sistema economico; in altre parole, si considera la collettività nazionale come un'unica grande famiglia di consumatori sebbene caratterizzata, al suo interno, da abitudini di spesa molto differenziate;
2. l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (**FOI**) si riferisce ai consumi dell'insieme delle famiglie che fanno capo ad un lavoratore dipendente; è l'indice usato per adeguare periodicamente valori monetari, quali i canoni di affitto o gli assegni dovuti al coniuge separato;
3. l'indice dei prezzi al consumo armonizzato per i paesi dell'Unione europea (**IPCA**) assicura una misura dell'inflazione comparabile tra i diversi paesi europei, attraverso l'adozione di un impianto concettuale, metodologico e tecnico condiviso; viene poi inviato a Eurostat e da questa pubblicato insieme ai dati degli altri paesi membri della UE

PROSPETTO 2. PESI PER DIVISIONE DI SPESA DEGLI INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC, IPCA E FOI

Anno 2025, valori percentuali

DIVISIONI DI SPESA	Pesi		
	NIC	IPCA	FOI
Prodotti alimentari e bevande analcoliche	17,1290	18,1425	15,7993
Bevande alcoliche e tabacchi	3,0112	3,1911	3,2673
Abbigliamento e calzature	5,9351	6,7911	6,3457
Abitazione, acqua, elettricità e combustibili	11,8883	12,6003	12,1653
Mobili, articoli e servizi per la casa	6,8441	7,2823	6,9536
Servizi sanitari e spese per la salute	8,1284	4,1673	6,9034
Trasporti	15,2266	16,0891	17,0123
Comunicazioni	1,9136	2,0303	2,2695
Ricreazione, spettacoli e cultura	7,4624	5,8814	7,6695
Istruzione	0,921	0,9761	1,1337
Servizi ricettivi e di ristorazione	11,9507	12,6621	11,3922
Altri beni e servizi	9,5896	10,1864	9,0882
Indice generale	100,0000	100,0000	100,0000

Gli indici hanno dei pesi differenti per i vari tipi di spesa perché rappresentano i profili di spesa delle tre categorie a cui sono riferiti. Le differenze sono modeste, tranne nel caso dell'indice armonizzato europeo, dove il peso della spesa per salute è molto più basso, in quanto deve armonizzare i diversi tipi di organizzazione della sanità pubblica nei vari paesi.

I vari indici sono calcolati poi anche al netto delle componenti più volatili (alimentari, tabacco e energia), per evidenziare le tendenze più strutturali dell'inflazione, oltre che divisi tra beni (circa 56% dell'indice) e servizi (circa 44%) che hanno dinamiche e stagionalità differenti.

Ricordiamo infine che i titoli di stato indicizzati all'inflazione fanno riferimento all'indice armonizzato europeo al netto del tabacco nel caso dei BTP€i, mentre sono indicizzati all'indice italiano FOI, sempre al netto dei tabacchi, nel caso dei BTP Italia.

Il paniere dei prodotti considerati è costituito da oltre 1.900 prodotti e viene rivisto una volta all'anno (sia nella composizione, che nei pesi) per riflettere le modifiche nei consumi. Di solito la revisione annuale ha una certa rilevanza sulle fonti di informazione, purtroppo limitata al singolo prodotto che entra o esce, piuttosto che sulla esaustività della metodologia che sta alla base. Quest'anno, ad esempio, sono entrati il topper per materasso, il tergicristallo e il cono gelato, mentre sono usciti i test per il COVID. Si tratta di revisioni che coinvolgono di solito meno dell'1% del paniere. Per quanto riguarda i pesi, questi sono aggiornati per tener conto dell'evoluzione dei consumi finali delle famiglie (secondo le stime della contabilità nazionale) e dell'informazione derivante dall'indagine sulle spese delle famiglie. Vengono inoltre considerati i dati provenienti dalle basi dati delle società di analisi e ricerche di mercato (A.C. Nielsen o GfK Italia).

https://www.istat.it/wp-content/uploads/2025/02/NOTA_INFORMATIVA_PANIERE_2025-1.pdf



I dati che concorrono alla costruzione degli indici mensili dei prezzi al consumo sono raccolti attraverso l'utilizzo di una pluralità di fonti:

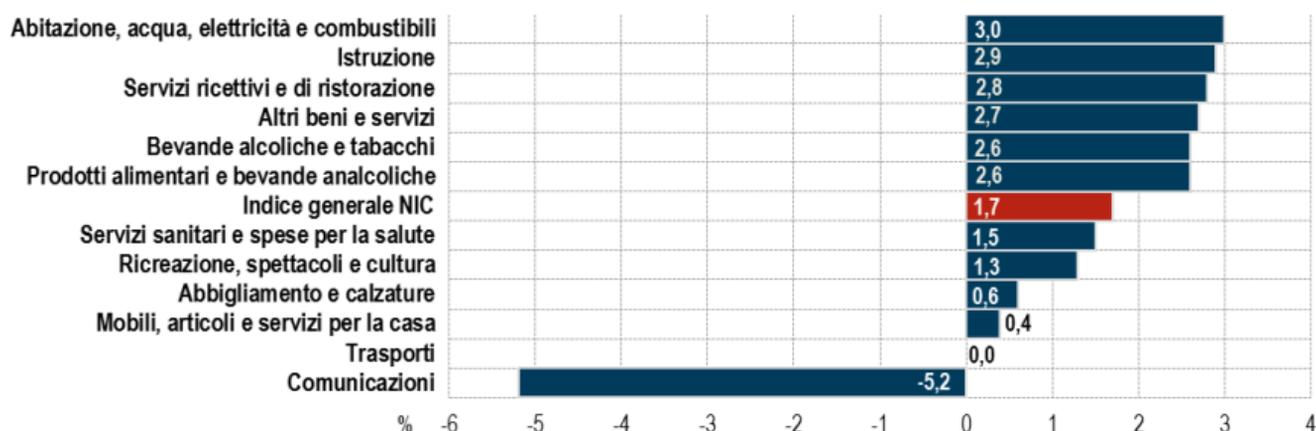
1. la rilevazione territoriale, condotta dagli uffici statistici dei comuni (circa 50% del totale). Ottanta comuni, che coprono l'84% della popolazione italiana, rilevano l'intero paniere dei prodotti e forniscono un totale di oltre 388.000 rilevazioni mensili;
2. la rilevazione centralizzata, condotta dall'Istat direttamente o mediante la collaborazione con grandi fornitori di dati (circa 25% del totale). Le fonti in questo caso forniscono oltre 237.000 rilevazioni mensili e sono, ad esempio, l'istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, l'associazione costruttori edili, le società concessionarie autostradali e l'autorità di regolazione per l'energia;
3. i dati provenienti dalla grande distribuzione (circa 13% del totale). Sono coinvolti i 19 gruppi più grandi, con oltre 4.250 punti vendita di tutte le dimensioni, presenti in tutte le province italiane;
4. le fonti amministrative. Si tratta, ad esempio, dell'agenzia delle dogane e dei monopoli per i tabacchi, dell'osservatorio immobiliare dell'agenzia delle entrate per i canoni di affitto o del ministero dei trasporti per i carburanti

La più recente rilevazione, con le stime di Febbraio, riporta per l'indice NIC un rialzo mese/mese di +0.2%, anno/anno di +1.7%, in salita rispetto all'1.5% di Gennaio.

https://www.istat.it/wp-content/uploads/2025/02/CS_Prezzi-al-consumo_Prov_Febbraio2025.pdf

FIGURA 2. INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC PER DIVISIONE DI SPESA

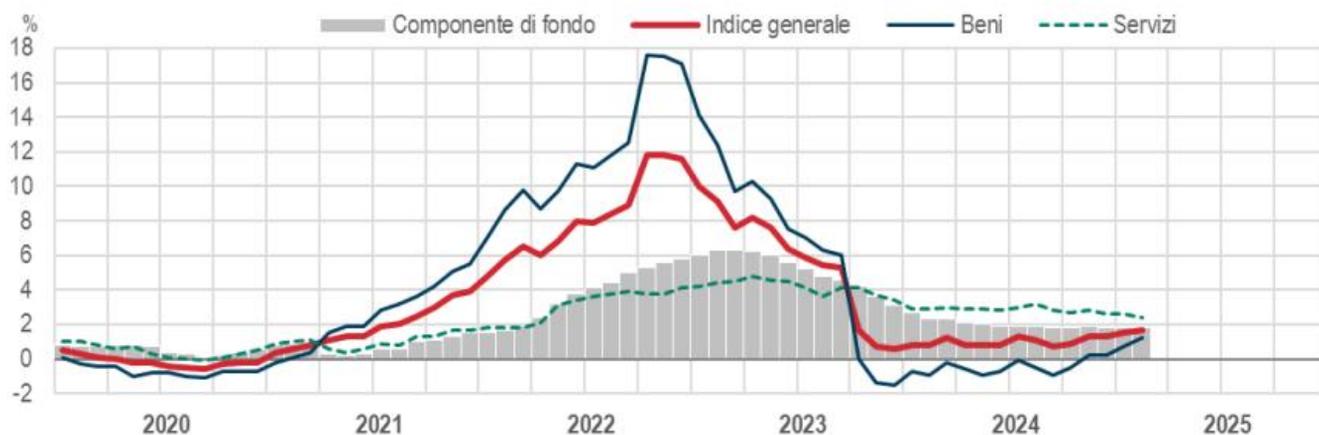
Febbraio 2025, variazioni percentuali tendenziali (base 2015=100)



Come si può osservare dalla tabella, negli ultimi dodici mesi, alcune spese sono aumentate ad un tasso più elevato dell'indice, in particolare spese per la casa e le utenze, istruzione, alberghi e ristorazione, mentre sono in calo i costi delle comunicazioni e sono fermi i costi dei trasporti.

FIGURA 3. INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC PER TIPOLOGIA DI PRODOTTO

Gennaio 2020 – febbraio 2025, variazioni percentuali tendenziali (base 2015=100)



Inoltre, è interessante osservare come la dinamica di beni e servizi sia molto differente. Anche se l'indice complessivo (italiano) è in linea con gli obiettivi BCE (anche quello armonizzato), la componente servizi rimane al di sopra del 2% e fa più fatica a ritornare ai livelli pre-Covid.

L'inflazione, pur essendo un concetto semplice, ha una serie di peculiarità e dettagli metodologici che è necessario conoscere per comprendere quello che sta succedendo nell'economia e, eventualmente, per fare delle scelte di investimento. Pur senza scendere nei dettagli riservati agli addetti ai lavori, è necessario fare attenzione a non lasciarsi confondere da dettagli poco rilevanti (cosa entra e esce dal paniere ogni anno) oppure dalla percezione personale su di una singola voce di spesa, e focalizzarsi sulle tendenze più strutturali e sui riflessi che possono avere sulla politica monetaria.

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.