

2025

Maggio



Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Il mese di Aprile 2025 passerà alla storia.

Il Liberation Day del 2 Aprile, quando Trump ha annunciato una raffica di Dazi e un embargo "de facto" per il commercio con la Cina ha scatenato panico nei Mercati Finanziari.

Tuttavia dopo pochi giorni di estrema incertezza e volatilità sia per i Mercati Azionari che per quelli Obbligazionari (per un paio di giorni si è pure temuto per la tenuta del Governativo USA) la stessa amministrazione USA si è risolta ad ammorbidire le misure appena annunciate con grande enfasi, concedendo una moratoria di 90 giorni sui dazi pensata dalla Casa Bianca per dare il tempo ai Paesi colpiti di mostrare l'impegno ad accettare le condizioni USA.

Una mossa determinatasi a fronte della preoccupata reazione da parte delle grandi aziende, che vedevano svanire punti di riferimento per le loro strategie industriali e vedevano profilarsi maggiori costi; così come anche da parte di larghe fasce di una popolazione preoccupata della possibile scarsità di merci e di prezzi più alti a seguito dei Dazi. Impatti negativi che sono andati a sommarsi alla preesistente paura e disappunto per altre politiche economiche della Casa Bianca: come gli effetti occupazionali del DOGE o la prospettiva che il Congresso tagli la spesa non discrezionale sulla Sanità per fare spazio a tagli delle tasse, che però non sarebbero così economicamente significativi per le Famiglie.

Questo ammorbidimento, sommato alla imprevedibilità delle decisioni del Presidente e alla oggettiva incoerenza economica delle misure proposte, ha portato i Mercati a speculare e a scommettere che presto la linea della Casa Bianca si modererà e si trasformerà nella definizione di qualche marginale aggiustamento nei rapporti commerciali che potrebbe non condurre ad una recessione e neppure ad uno scenario di elevata Inflazione. E questa scommessa ha favorito il ritorno verso i livelli esistenti al Liberation Day.

Tuttavia questa possibilità di Scenario benigno per realizzarsi richiederà una svolta politica non banale da parte di Trump; svolta che non sembra essere dietro l'angolo e che comunque richiederebbe una regia mediatica di altissima capacità e profilo per evitargli brutte figure.

Inoltre, se ammorbidimenti e passi indietro sono immaginabili con partner commerciali alleati come la GB o l'Europa o con Messico e Canada, con la Cina gli spazi di avvicinamento rimangono ad oggi molto limitati, sebbene anche un abbandono dell'attuale embargo commerciale di dazi reciproci fissati ad oltre il 100% (145% quelli USA Vs 125% quelli di Pechino) per arrivare a Dazi nella regione del 50 o del 60% (elevatissimi per gli standard storici di paesi membri del WTO), potrebbe sembrare nel breve termine una buona notizia per entrambe le economie.

Ma per molte produzioni - soprattutto quelle più sensibili sul fronte della Sicurezza Nazionale (che nel mondo sempre più digitalizzato sono molteplici e super interconnesse) – la Cina e gli USA erano già sotto Biden in rotta di collisione e il Liberation Day ha solo accelerato e peggiorato le cose. E se le stesse imprese USA hanno ormai internalizzato l'esigenza di trovare soluzioni alternative a quelle cinesi, queste richiederanno molti anni, costi elevati e ingenti investimenti. Non a caso la Cina ha già intrapreso misure di sostegno economico abbassando i tassi di policy e rafforzando le misure di sostegno alla domanda interna in previsione di una perdita quasi certa sull'Export.



Ma in ogni caso il bicchiere mezzo pieno di una evoluzione più benigna della situazione dei dazi deve fare i conti con un livello di incertezza sui nuovi assetti che se dovesse protrarsi ancora fino all'estate rallenterà la crescita economica.

I 90 giorni di pausa infatti non sono sufficienti per ottenere accordi di dettaglio, ma solo per siglare accordi di principio che spesso sono insufficienti alle imprese per definire le loro strategie industriali e soprattutto non lo sono per rapporti commerciali così articolati, complessi e numerosi come quelli colpiti dai dazi recentemente annunciati. Basti pensare che il nuovo accordo USA UK sul commercio appena siglato è l'accordo su cui GB e USA hanno lavorato dalla Brexit e che la GB ha cercato per attenuarne l'impatto negativo con la UE.

Quindi anche se i 90 giorni dovessero servire a qualcosa, non potranno scendere nei dettagli di cui le imprese hanno bisogno di sapere per reindirizzare le produzioni. Ciò manterrà elevata l'incertezza e limiterà gli Investimenti con il rischio di avere un nuovo shock da Offerta.

Per cui, sebbene negli USA i dati relativi al periodo antecedente il 2 Aprile indichino ancora una discreta tenuta, le prospettive economiche e le aspettative sono peggiorate e oggi si può escludere che si possa anche finire in recessione con anche una inflazione più elevata che, in aggiunta, non sarà aiutata dalla politica anti-immigrazione USA destinata a ridurre progressivamente la dimensione del mercato del lavoro con impatti di inflazione salariale.

E tale livello di incertezza non faciliterà il compito della FED, così come quello di tutte le altre Banche Centrali che non sono in grado di prevedere come evolveranno le economie dei loro Paesi, soprattutto di quelli che dovessero rispondere agli USA con dazi che inevitabilmente farebbero salire l'Inflazione.

La FED vorrà essere sicura che le aspettative di Inflazione e l'Inflazione stessa siano sotto controllo prima di avventurarsi ad abbassare i Tassi di Policy anche se la crescita economica dovesse rallentare e la disoccupazione salire (almeno fino ad un certo punto). Non a caso a Maggio la FED ha espresso cautela, rifuggendo da dare indicazioni sul destino dei Tassi di Policy poiché manca chiarezza sul futuro della Politica Economica complessiva del Governo (Fiscale, Commerciale e Regolamentare, tra cui anche quella dell'immigrazione) e ha anche sottolineato che i rischi di recessione e inflazione sono aumentati.

Quindi anche per il resto del Mondo la nuova Politica Economica USA sarà gravida di conseguenze economiche negative: certamente in assenza di azioni ritorsive l'impatto negativo sarà limitato solo ad una crescita economica più bassa. Ma se dovessimo assistere a scontri con Dazi reciproci, poiché le pretese statunitensi dovessero essere non ricevibili, potremmo assistere anche a Scenari di Inflazione più elevata nonostante la debolezza economica.

Quindi non vi è dubbio che anche per i più ottimisti lo Scenario è peggiorato per la crescita economica con aumentati rischi di recessione e con la possibilità che anche la dinamica dell'Inflazione peggiori.

I Mercati Azionari però hanno già optato per una scelta ottimista di non recessione e hanno recuperato, scommettendo che la strada indicata il 2 Aprile non sia percorribile (in analogia con la mediazione Usa tra Russia e Ucraina) e che i Dazi saranno declassati e di scarso impatto per le economie domestiche al punto da poter essere compensati da Investimenti necessari per far fronte alle rilocalizzazioni. Quelli Obbligazionari sono rimasti molto più incerti per paura dell'Inflazione da Dazi e per la quasi certezza che i Deficit Pubblici peggioreranno facendo salire i rendimenti a lunga scadenza delle Obbligazioni.

Il nostro scenario vuole essere però ancora cauto, ritenendo che nel breve termine non sia così scontato l'affermazione dello scenario benigno (ossia che Trump rinunci facilmente e per gran parte al suo programma elettorale) per cui rimane possibile un sensibile calo della crescita economica e forse anche una recessione. Poi nel lungo termine crediamo che quel piano fallirà e dovrà essere profondamente rivisto portando ad una decisa attenuazione degli impatti più negativi.

Quindi aspettandoci ancora una evoluzione molto fluida per i prossimi mesi, con una elevata probabilità di Mercati azionari molto volatili senza che riescano a prendere una particolare direzione a causa della situazione molto incerta, le raccomandazioni portano ad una diversificazione di portafoglio che sia bilanciata allocata in modo prudente tra Azionario e Obbligazionario. Dove sull'Azionario sia preferibile andare nella direzione di cercare: a) una maggiore diversificazione geografica con più Europa, che ha valutazioni meno sfidanti di quelle del Nord America; b) allocazioni settoriali che a medio termine potranno beneficiare dal fatto che i Partner Commerciali degli USA dopo il Liberation Day penseranno a raggiungere una minore dipendenza dagli USA e investiranno di più in infrastrutture, energia, difesa e produzioni strategico-tecnologiche; b) puntare su titoli in grado di sostenere la distribuzione di dividendi e che, con i loro fondamentali solidi, riusciranno a resistere in contesti di minore crescita e tassi di interesse che molto difficilmente potranno tornare ai livelli pre-Covid (ossia stabilmente sotto il 2%).

E per l'Obbligazionario il consiglio rimane quello di continuare a puntare sulle scadenze non oltre i 5 anni, diversificando anche con Obbligazioni legate all'Inflazione come copertura dalla possibilità che si vada verso una stagflazione (si possono ancora trovare Obbligazioni BTP con un tasso reale del 0.85% entro i 5 anni contro lo 0.5% dei BTP normali al livello attuale di Inflazione del 2.2%) e di mantenere un profilo di obbligazioni con rischio di credito non speculativo.

punto scontate in modo significativo, con esposizioni più orientate al Mercato Europeo.

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



Due riflessioni sul nuovo corso della Politica Economica USA

I) Mercato del Lavoro e Politica Monetaria

Il mercato del lavoro USA è già in una situazione di carenza di Offerta di Lavoro: in economia la Domanda di Lavoro è la domanda delle Imprese, mentre l'Offerta di Lavoro è quella dei Lavoratori. Questa carenza è l'effetto prodotto dal Covid e dall'invecchiamento della popolazione per cui dal 2000 in poi il rapporto tra Domanda e Offerta è andato aumentando e oggi ci troviamo su valori di oltre 1 posto vacante per disoccupato. Ciò spiega perché il tasso di disoccupazione USA (oggi al 4.2%) è su valori storicamente molto bassi anche se la crescita economica non è elevata.

Il trend demografico negativo, ossia l'invecchiamento della popolazione, finora è stato compensato dall'immigrazione: principalmente da quella clandestina messicana che si caratterizza per una Offerta di Lavoro che mediamente è da considerare poco qualificata (lavoratori agricoli e del settore delle costruzioni) e in parte per quella regolare dotata di visto dove domina, invece, una Offerta di Lavoro qualificata o molto qualificata di cui Università e Imprese innovative USA sono da sempre la destinazione finale.

Tuttavia, la Presidenza Trump ha avviato una politica di deciso stop all'immigrazione clandestina e ha contemporaneamente assunto anche un atteggiamento discriminante ed aggressivo - oltre che finanziariamente penalizzante - verso molte Università e Centri di Ricerca prestigiosi (es Harvard) che sta incentivando la "fuga di cervelli" oltre ad essere a rischio di disincentivare nuova immigrazione qualificata: nel complesso si tratta di misure che, se non tempestivamente corrette, accresceranno il declino dell'Offerta di Lavoro USA.

E questo è un aspetto importante per la Politica Economica e soprattutto per quella Monetaria e quindi per i Mercati Finanziari.

Infatti, qualora l'economia USA per effetto dei Dazi dovesse andare incontro alla recessione o ad un forte rallentamento economico con Imprese pronte a tagliare la forza lavoro, si potrebbe assistere ad un aumento molto contenuto del tasso di disoccupazione poiché il bacino dei lavoratori attivi sarà comunque ridotto a causa dello stop all'immigrazione. E quindi si potrebbe assistere ad un calo dei Consumi a cui non corrisponderebbe un sensibile aumento della disoccupazione, lasciando così pochi margini di manovra alla FED per tagliare i tassi di policy: ricordiamo che la FED, al contrario della BCE, è istituzionalmente tenuta non solo a mantenere l'inflazione stabile al 2% ma anche a massimizzare l'occupazione o a sostenere la crescita economica sui tassi di espansione più elevati possibile.

II) Reindustrializzazione USA e Robotica.

Come noto, Trump ha promosso il suo barrage di Dazi a 360° per forzare le imprese alla reindustrializzazione negli USA.

Ma per quanto detto sugli equilibri del Mercato del Lavoro è chiaro che questa reindustrializzazione USA è un piano rischioso e che non potrà essere perseguibile per tutti e ciò per una molteplicità di ragioni.

In primis, per quanto detto sopra, una reindustrializzazione realizzata con maestranze dovrà fronteggiare una mancanza di Offerta di Lavoro generale e in modo più preciso dovrà fronteggiare la mancanza di preparazione tecnica delle future maestranze che saranno necessarie per ritornare a produzioni che da almeno 30 anni sono state delocalizzate all'estero e che quindi hanno portato la specializzazione umana in altri lidi. "Riportarla a casa" non è certo impossibile ma richiede tempo, risorse (costi) e addestramento (scuole, formazione).

La reindustrializzazione non solo richiederà una alta intensità di Investimenti (effetto positivo) ma potrà avvenire solo in presenza di una inflazione salariale (negativo per l'Inflazione e i tassi di interesse, incerto per il Livello dei Consumi Reali)

Questa mancanza di Offerta di Lavoro qualificata avrà i maggiori impatti per le PMI, che già oggi faticano a trovare un adeguato livello di offerta di lavoro; ma anche le grandi aziende dovranno fronteggiare seri problemi: infatti, anche la Robotica non sarà di grande aiuto per loro nel cercare di sostituire le introvabili maestranze.

Per le PMI poiché il costo da sostenere per dotarsi di robot per la produzione (umanoidi o non che siano) è per il prevedibile futuro proibitivo: quelli cinesi più economici (costano tra i 25.0000 e i 50.000 \$ cadauno) da soli non bastano per sostituire le produzioni, necessitando le catene produttive di costosi ecosistema di software, sensori e protezioni oltre che di personale addestrato alla loro supervisione (di nuovo emerge il problema di adeguatezza dell'Offerta di Lavoro).

Poi per le PMI, la cui produzione non può rimanere standardizzata per lunghi lassi di tempo ma deve essere invece indirizzata verso diverse tipologie di prodotti in ragione dell'evoluzione della domanda del proprio mercato nel tempo (una flessibilità necessaria per poter difendere la propria sopravvivenza economica), la strada della robotizzazione è sicuramente più complessa e costosa poiché richiederebbe un livello di adattabilità e ri-programmabilità della componente robotica molto costosa e al di fuori della loro portata, anche qualora fosse disponibile.

Non è un caso che oggi nell'Industria Manifatturiera USA solo il 20% delle Imprese con non più di 150 dipendenti è dotata di almeno un robot; contro il 40% di quelle con più di 1000 dipendenti che sono soprattutto presenti nel settore Auto, il quale necessita di una produzione standardizzata che rimane fissa per diversi anni (è il ciclo di vita del prodotto auto).

Ma anche per le grandi imprese non sarà facile visti i costi coinvolti e la mancanza di un quadro certo di permanenza di questa nuova politica economica. Le imprese per questo genere di trasformazione industriale hanno bisogno di sapere con certezza le possibili evoluzioni pluriennali prima di avviare programmi produttivi così costosi e complessi.

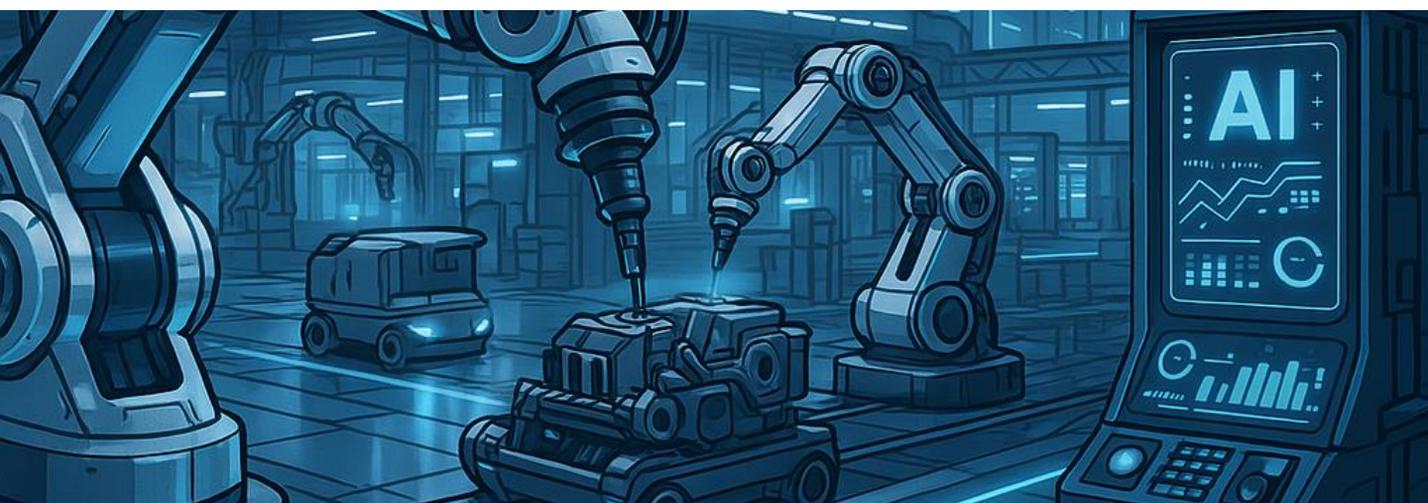
Cosa accadrebbe se tra 3 anni questo corso politico avviato da Trump fosse abbandonato o sovvertito ?

Inoltre, gran parte della produzione di Robots oggi utilizzati negli USA arrivano dall'estero (Germania, Giappone, Svizzera per cui l'Import USA di Robots vale 3 volte il suo Export) per cui i dazi potrebbero colpire anche la domanda delle imprese USA che vogliono rimpatriare le produzioni robotizzando.

Da ultimo l'ostacolo sindacale: per quanto si sia consapevoli che la robotizzazione sia un trend difficile da fermare, anche negli USA sono in piedi accordi sindacali in diversi settori che limitano l'adozione della robotica e che indennizzano i lavoratori resi inutili da questa evoluzione, poiché la statistica ha mostrato una correlazione negativa tra tasso di automazione produttiva adottato e la remunerazione media delle maestranze.

Morale: la nuova politica economica trumpiana appare sempre di più contraddittoria e priva di un sano realismo economico. Questa rischia che gli USA non solo perdano di autorevolezza sul piano internazionale ma che abbiano attivato un vero e proprio boomerang economico di cui pentirsi in futuro.

E francamente da diverse angolature mi sembra che la sua realizzazione così come è stata annunciata possa passare solo attraverso un deciso aumento di autoritarismo.



Paolo Longeri

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



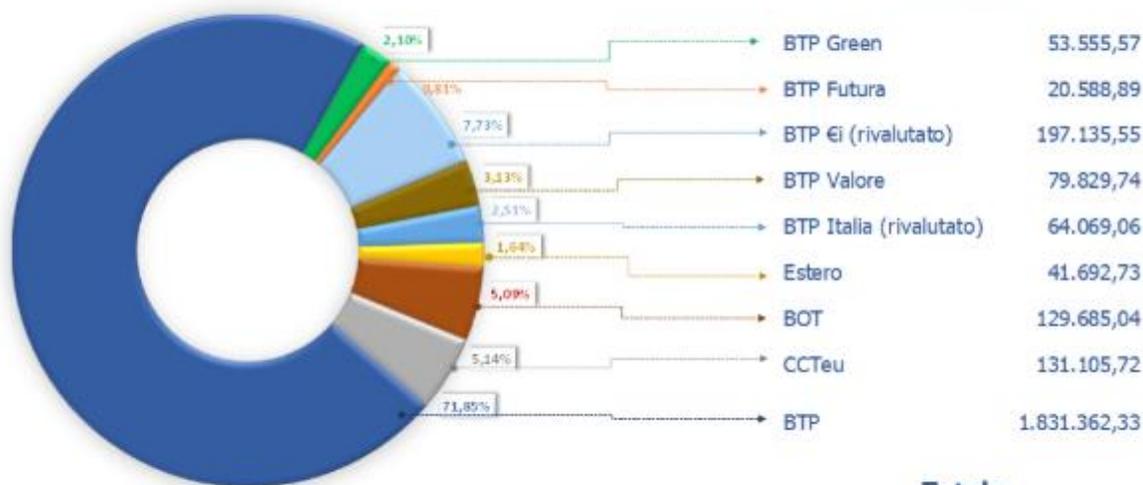
La composizione del debito pubblico italiano

Il debito pubblico italiano è un tema di grande interesse per gli investitori. Da un lato perché a volte è fonte di preoccupazione per la sua sostenibilità nel medio periodo, date le sue dimensioni (135.3% del PIL a fine 2024 secondo Eurostat). Dall'altro perché, per questo stesso motivo, offre rendimenti interessanti e un trattamento fiscale privilegiato, come altri titoli di stato e di enti sovranazionali, rispetto ad altre forme di investimento. I titoli di stato sono da sempre molto presenti (direttamente o indirettamente) nei portafogli degli investitori italiani anche perché spesso questi ultimi tendono a focalizzarsi solo sulla cedola (e non sulla variabilità del prezzo) e li considerano come privi di rischio (anche se non è del tutto vero, come la crisi del 2010 ha dimostrato).

Il debito è finanziato dai titoli di stato emessi dal Dipartimento del Tesoro del MEF e al 31/3/25 era composto come segue:

MEF Debito Pubblico
COMPOSIZIONE DEI TITOLI DI STATO
Dipartimento del Tesoro

Valori in circolazione
al 31 marzo 2025
(milioni di Euro)



Totale
2.549.024,65

Vita media 7,03 anni



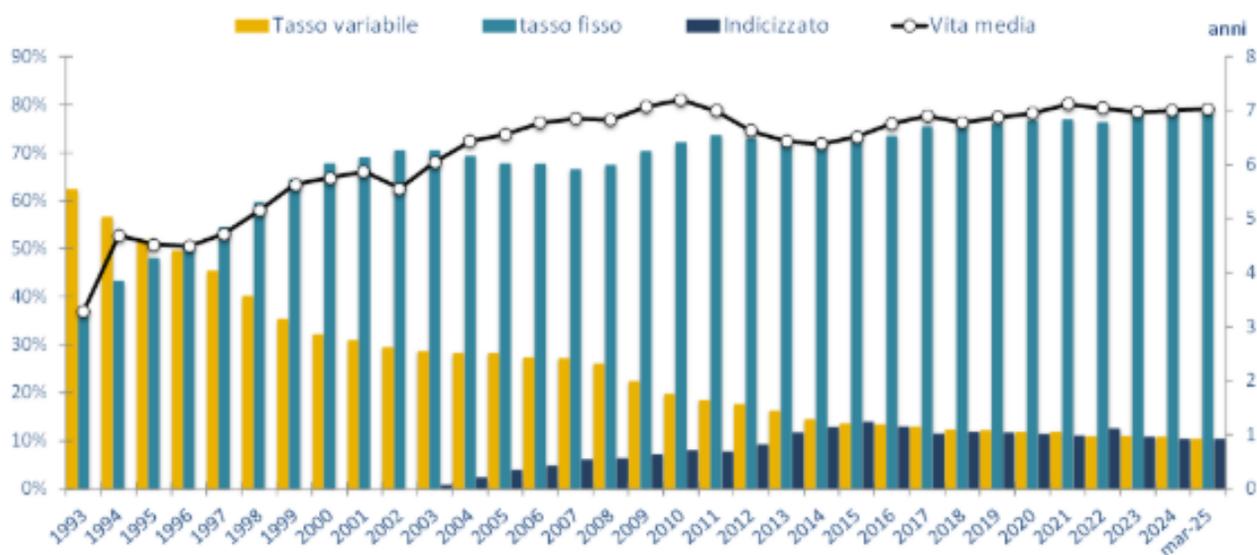
www.dt.mef.gov.it

La parte principale, oltre il 70%, è costituita dai tradizionali BTP a cedola fissa, con scadenza all'emissione di solito compresa tra 3 e 30 anni, seguiti dai BTP indicizzati all'inflazione (BTPi e BTP Italia, circa 10%) e da BOT e CCT con circa il 10%. Il rimanente 10% è costituito dai titoli emessi sui mercati esteri o in valuta differente dall'Euro, dai titoli BTP Green, i cui proventi sono destinati a investimenti per la sostenibilità, e dai nuovi di titoli di stato introdotti negli ultimi anni per gli investitori individuali, come BTP Valore, Futura e Più. Il Tesoro ha poi delle posizioni in derivati, su un nozionale di poco meno di 100 miliardi di Euro, che utilizza per gestire il rischio di interesse, duration o valuta e che rendicontra sul proprio sito.

(https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/derivati_finanziari/Derivati-finanziari-al-I-trimestre-2025.pdf).

La composizione degli indici obbligazionari segue un principio in apparenza analogo a quello della capitalizzazione degli indici azionari, ma che si basa sull'ammontare delle varie emissioni e che ha l'obiettivo di rappresentare il mercato di riferimento. In questo modo però gli emittenti con maggiori emissioni, ovvero i più indebitati, sono quelli che hanno un peso più rilevante negli indici. Nel caso dell'Italia il peso in un indice governativo area Euro è infatti di circa il 20%, mentre è del 7% in un indice globale (terzo paese dopo US e Giappone, al pari di Francia). Per questo motivo nei fondi obbligazionari governativi globali l'Italia ha un peso importante.

MEF Dipartimento del Tesoro
Debito Pubblico
EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA DEL DEBITO E VITA MEDIA



 www.dt.mef.gov.it

Come si può notare dal grafico precedente, ci sono stati tre significativi cambiamenti negli ultimi trent'anni nella composizione dei titoli di stato:

1. la percentuale di titoli a tasso variabile è crollata da oltre il 60% a circa il 10%, dato che negli anni '90 con tassi di interesse elevati, i CCT la facevano da padrone,
2. i titoli indicizzati all'inflazione sono cresciuti fino a circa il 10% del totale,
3. la vita media del debito è salita da meno di 4 anni a circa 7 anni.

Una vita media più lunga implica che le necessità di rifinanziamento sono state progressivamente spostate in avanti nel tempo, in linea con quanto fanno molti altri paesi. Per questo le eventuali variazioni dei tassi al ribasso o al rialzo non si trasmettono immediatamente sul costo del finanziamento per lo stato, in quanto vanno a toccare solo la parte di titoli di nuova emissione e necessitano di tempi lunghi per avere un impatto significativo sul costo totale del debito per lo stato.



Debito Pubblico

SCADENZE TITOLI A MEDIO LUNGO TERMINE (inclusi prestiti SURE e NGEU)

dal 1° Aprile 2025



Il grafico precedente riporta le scadenze dei titoli di stato a medio lungo termine suddivise per i prossimi anni. Come si può osservare nei prossimi cinque anni ci sono quantità importanti di debito in scadenza (8-11% del totale ogni anno), ma finora il Tesoro ha riscosso un buon successo di partecipazione alle aste e gli investitori richiedono un premio rispetto ai titoli di stato tedeschi basso rispetto al passato (inferiore a 1%). Ogni 12 mesi ci sono anche da rinnovare tutte le emissioni di BOT (emessi con scadenze di 3-6-12 mesi), per un importo di circa 130 miliardi di Euro.

Nelle prossime settimane dovrebbe essere pubblicato il rapporto annuale sul debito pubblico che fornisce una serie di informazioni aggiuntive e che andremo ad affrontare in una prossima occasione.

Come abbiamo descritto, i titoli di stato italiani sono costituiti da una gamma di strumenti piuttosto articolata e che risponde a diverse esigenze: titoli a tasso variabile, titoli indicizzati all'inflazione, titoli a tasso fisso con diverse scadenze, titoli con cedole crescenti, titoli con obiettivi di sostenibilità. Anche limitandosi allo stato italiano c'è quindi un'offerta più ampia che in passato di titoli di stato che richiede una attività di analisi e una visione di mercato per identificare le soluzioni più adatte al contesto e alle esigenze dell'investitore.

Inoltre, come capita in tutti i paesi o aree geografiche, anche in Italia c'è una naturale tendenza ad assumere posizioni sovraesposte ai titoli domestici, dimenticando la regola base degli investimenti che deve portare a una adeguata diversificazione del portafoglio (di emittente, di scadenza, di tipologia ecc.). Per questo una adeguata consulenza può aiutare a costruire un portafoglio efficiente e adatto alle esigenze specifiche degli investitori con le numerose soluzioni che oggi il risparmio gestito offre.



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.