

2025

Giugno



Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

I livelli di incertezza generati dalla nuova Politica Economica USA non sono calati ed il destino e gli impatti di quello che saranno la Politica dei dazi e quella Fiscale del One Big Beautiful Bill Act rimangono altamente incerti. Per non parlare dei possibili rischi di escalation militare in medio oriente qualora gli USA decidessero di avere un ruolo più importante nel conflitto IRAN-Israele.

La stessa Amministrazione USA ha iniziato a dare segnali di "sbandamento", quanto a capacità di gestire in modo veloce ed efficiente i numerosi fronti che ha aperto e su cui non si sono ancora visti concreti progressi ma solo probabili marginali e circoscritte intese. Ed è altresì difficile pensare – come alcuni osservatori tendono a fare – che l'ondivaga strategia perseguita finora sia solo una forma di tatticismo negoziale e non una intrinseca e strutturale difficoltà che protrarrà l'incertezza.

Anche la ripresa dei colloqui tra USA e Cina sono un piccolissimo ed insufficiente passo verso la creazione di una maggiore chiarezza sul futuro delle tariffe e dell'interscambio commerciale tra i due colossi. E quanto al nuovo assetto dei rapporti commerciali USA-EU, su cui poco si sa, pare probabile che entro la deadline indicata da Trump (9 Luglio) si riesca a trovare solo una base comune su accordi di principio, ma ancora nulla sui contorni del possibile accordo commerciale; la qual cosa mette di cattivo umore la Presidenza USA. Nella sostanza, quindi, la Politica Commerciale USA rimane avvolta nella più elevata incertezza (unica certezza sembra essere che le negoziazioni si trascineranno per molti mesi) anche se la Casa Bianca ha legato alle Entrate da dazi la possibilità di finanziare un Deficit Federale che la Legge di Bilancio in discussione al Senato promette di essere la più costosa della storia degli USA e assicura di prolungare per un decennio l'espansione del Deficit e del Debito.

E proprio la strategicità e centralità che i dazi hanno in questa nuova Politica Economica che – nonostante l'incertezza che li circonda – portano a ritenere che dazi saranno imposti e che non si possa tornare indietro.

E anche se pare inevitabile che la famosa tabella dei dazi del Liberation Day non avrà alcuna possibilità di diventare realtà, è altresì vero che i livelli minimi dichiarati dall'Amministrazione USA saranno sicuramente superiori a quello che si poteva immaginare sulla base della campagna elettorale repubblicana o anche solo all'inizio dell'anno quando le imprese hanno iniziato a cautelarsi aumentando le scorte.

Per capire l'impatto economico di questi dazi dobbiamo considerare che oggi gli USA applicano un 3% di tariffe medie sull'Import, ragion per cui anche la soglia minima promessa da Trump del 10% (con la Cina al 30/40%) potrà avere un impatto negativo sull'economia e sulle aziende peggiore di quello avviato nel primo mandato Trump, quando con i primi provvedimenti tariffari si ebbe un aumento delle tariffe medie di solo 1.5 p.p, che tuttavia ebbero una ricaduta economica negativa per le aziende che si trasformò in 18 mesi di Utili stagnanti prima dell'arrivo del Covid.

E poi c'è l'escalation bellica tra IRAN ed Israele da cui l'Amministrazione USA oggi sembra incapace di rimanere fuori e che alimenta il prezzo del Petrolio così faticosamente spinto al ribasso con l'aiuto dell'Arabia Saudita.

Quindi abbiamo che si sta delineando uno **Scenario** molto incerto e che continuiamo a considerare come **moderatamente stagflattivo**: ovvero dove i punti fermi sembrano essere un calo della crescita economica e una Inflazione che non calerà più e che potrebbe salire anche e soprattutto sulla scorta di Politiche Fiscali che dagli USA all'Europa non saranno affatto restrittive grazie.

Non a caso anche la World Bank ha ribassato le stime di crescita globale per il 2025 +2.3% rispetto alla stima di inizio anno di +2.8%.

Non a caso anche la Fed ha rivisto al ribasso la crescita per il 2025 (1.4% da 1.7%) e il 2026 (1.6% da 1.8%) ma ha rivisto al rialzo anche le misure di Inflazione (3.1% quest'anno e 2.4% il prossimo) e preferisce aspettare ancora prima di prendere una decisione sui tassi di policy. Decisione che oggi stima possa essere al più come 2 tagli da 25bps entro l'anno, sempre se non si avranno rigurgiti dell'Inflazione.

Non a caso la BCE, che ha da poco tagliato al 2% il tasso Depo, ha anche fatto sapere che si è molto prossimi alla fine del ciclo di ribassi e che la Politica Monetaria dell'Area Euro non è più restrittiva. Quindi gli spazi di ribasso sui tassi di policy nell'Area Euro rimangono confinati ad un ritorno della recessione o della deflazione: cosa che con Politiche Fiscali espansive e guerre alle porte potrebbe essere difficile avere.

Conclusioni

Continuiamo ad aspettarci uno Scenario di moderata stagflazione, ovvero di crescita in moderazione per effetto di un calo della Domanda per Consumi indotto da pressioni sui prezzi, moderazione compensata dalla Domanda per Investimenti che sarà trascinata dalla spesa pubblica in Infrastrutture e Difesa e, ancora per qualche mese, dalla corsa alla digitalizzazione e alla IA negli USA. A favore di tale moderata stagflazione contribuisce anche la nuova e dirompente Politica Economica USA che sta mettendo a dura prova paradigmi economici consolidati e ha fermato l'entusiasmo che il resto del Mondo ha sempre nutrito per il sistema nordamericano.

Mercati Finanziari

Dato questo contesto e Scenario, incerto ed in continua evoluzione, continuiamo ad aspettarci Mercati Finanziari volatili o altalenanti e crediamo non sia il caso di assumerci troppo rischio, preferendo una allocazione per un profilo di rischio medio in linea con quella degli ultimi due mesi, ovvero bilanciata tra il conservativo ed il moderato (35% Equity; 50% Bonds; 15% Cash). E l'impostazione del portafoglio deve essere ancora orientata a grande flessibilità con una buona diversificazione: geografica, settoriale e di stile.

Ciò detto se il nostro Scenario si rivelerà corretto possiamo aspettarci per i **Mercati Azionari Sviluppati** volatilità e possibili puntate al ribasso, senza per questo aspettarci perdite molto significative: ma di certo non siamo pronti ad ipotizzare l'inizio di un nuovo trend biennale come quello del 2023-2024.

La diversificazione fuori dagli USA rimane imperativa. Infatti ci aspettiamo che un mercato USA laterale possa aiutare i flussi verso l'Europa come effetto della continua diversificazione extra USA operata dagli investitori preoccupati dalla incoerenza della Politica Economica USA e da dazi che porteranno Inflazione e compressione degli Utili Societari e con una Politica Monetaria che rimarrà attenta e ferma. L'allocazione USA crediamo debba privilegiare i settori oggi più difensivi (anche per le loro valutazioni depresse) come Energy ed Health Care. Sulla debolezza si può considerare Industriali e Finanziari. Sulla Tecnologia e i Servizi di Comunicazione (dove siedono anche importanti player dell'Intelligenza Artificiale) abbiamo l'arroganza di temere che vi sia ancora troppo entusiasmo sulle prospettive di ritorno economico legato al roll out della tecnologia (come già accaduto anche per l'EV) e un eccesso di investimenti e che il fenomeno cinese DeepSeek e quel tipo di rischio non sia stato ancora ben soppesato.

In Europa, che continua a trattare ad un ingiustificabile sconto di valutazione rispetto agli USA, i temi di investimento da considerare rimangono gli stessi: Finanziari, Infrastrutture, Difesa, Industriali, anche se nel brevissimo potrebbe avere più senso puntare su strategie molto più difensive come quelle del settore Energia, Utilities e Salute.

Per i Mercati Azionari di Cina, Asia ed EM in generale, in questo contesto non pensiamo possano guadagnarsi l'interesse e l'attenzione dei flussi di investimento, nonostante il Dollaro debole.

Per i **Mercati Obbligazionari Governativi Sviluppati** ben poco è cambiato – i rischi che vedevamo nei mesi scorsi sono ancora tutti presenti – per cui continuiamo a preferire le Duration contenute, sia per il USD che per l'Euro, al fine di limitare la volatilità di una parte del portafoglio che deve dare stabilità. Su di una base aggiustata per il rischio crediamo che la parte a breve (max 5 anni per USD e max 3 per EUR) sia il posto migliore dove stare. Vediamo infatti curve governative destinate a rimanere ripide o ad irripidirsi come risultato dello Scenario di moderata stagflazione.

La curva governativa USD continua ad avere una parte a lunga scadenza in trading range dove crediamo che il "rischio paese" e la richiesta di un "premio per le scadenze lunghe" rendano più facile una rottura al rialzo dei rendimenti che una al ribasso, anche e nonostante che il Tesoro USA farà di tutto per tenere gli aumenti contenuti con una politica di gestione delle future emissioni ed incentivando il sistema bancario con le riforme ad acquistare la parte a più lunga scadenza.

Nel caso del governativo risk free Eur, con la BCE pressoché al capolinea sui tassi, con tassi reali nulli nonostante una Inflazione favorevole e con Politiche Fiscali espansive, non vediamo motivi per puntare ad assumerci rischi di Duration. Al contrario vediamo il mercato solo in ottica di parcheggio poiché la curva ci pare sempre prezzata per la perfezione con pochi margini di guadagno: 1.84% sul 2 anni come anche il 2.51% a 10 anni del Bund, infatti non ci pare offrano opportunità interessanti se non in caso di una recessione ed entrambi i punti di curva possono diventare pericolosi se l'Inflazione dovesse rialzare la testa (come è nel nostro Scenario).

Si consiglia, quindi, di scegliere il male minore e tenere una duration complessiva modesta pensando semmai ad una diversificazione sugli Inflation Linked.

Sugli Spreads inter Euro, quello ITA-GER ci pare caro a 95bps, anche se il nostro Paese può beneficiare di una stagionalità favorevole, di una diversa ed innovativa Politica Fiscale tedesca oltre che di una deriva di coesione europea favorevole in chiave anti Russia-USA-Cina. Ma a 97bps non crediamo ci possa essere lo stesso tipo di valore che invece dovrebbe offrire a 74bps quello FRA-GER.

E quanto alle **Valute** ci siamo avvicinati al nostro target di 1.16 su EURUSD. Pensare di andare anche oltre questi valori nell'attuale contesto (anche bellico) rischia di diventare politicamente ed economicamente indigesto, soprattutto ora che vediamo mercati volatili e con maggiori preoccupazioni. Pensiamo quindi che ora il cambio possa stabilizzarsi nel range di 1.10-1.16.



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



Economia italiana e il potenziale impatto dei Dazi USA

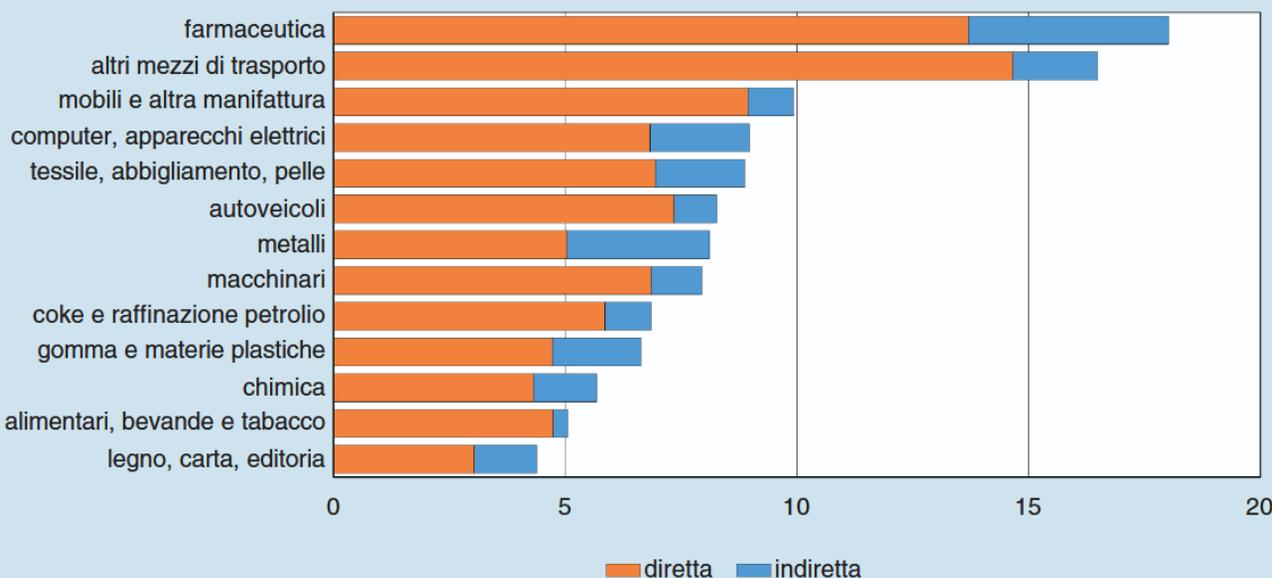
Non è semplice valutarne l'impatto, ma un recente studio di Banca d'Italia evidenzia alcune statistiche e simulazioni di interesse.

Posto che l'esportazione totale di beni Italiani verso gli USA nel 2024 ha cubato 60 Mld €, risultando nel 10,4% del Totale Esportazioni di beni Italiani, va precisato che questi 60 Mld € pesano solo il 2.8% del PIL.

E, come è ben evidente dal grafico riportato sotto, tra i settori manifatturieri più esposti sarebbero la farmaceutica, la produzione di mezzi di trasporto sia terrestre che marino che il comparto dell'Aerospazio, seguiti dal comparto dei mobili e del tessile tra i principali.

Figura A

Esposizione diretta e indiretta dei settori manifatturieri alla domanda finale degli Stati Uniti (1) (quote percentuali rispetto al valore aggiunto)



Fonte: Bollettino Economico Trimestrale Bankit 2/2025

Ovviamente non vi è solo l'esportazione diretta verso gli USA che verrebbe economicamente colpita dai dazi, ma anche quella indiretta che colpirebbe beni esportati da altri Paesi che sono prodotti con il contributo di beni importati dall'Italia. Così come, per valutare il potenziale impatto sul PIL italiano, si dovrebbe eliminare il valore della produzione non italiana utilizzata per produrre i beni esportati verso gli USA. Si tratta di calcoli non banali, ma che da anni le agenzie statistiche raccolgono nelle cd tabelle di input e output. Banca d'Italia ci dice che la quota principale dell'export verso gli USA è quella della produzione manifatturiera italiana il cui 8.1% viene esportato (con solo il 6.4% di questo 8.1% che deriva da produzione indiretta).

Ed in termini di attori economici le imprese italiane che esportano verso gli USA sono circa un terzo del totale degli esportatori. Tra quelle che esportano in quella regione, quelle di grandi dimensioni ovvero con almeno 250 addetti, coprono poco più della metà del totale fatturato destinato agli USA.

Così l'impatto economico dei dazi che potrebbero colpire consta di una grandezza economica complessiva di rilievo per l'Italia, anche se non drammaticamente elevata sicuramente sbilanciata verso il settore manifatturiero e che colpirebbe maggiormente le aziende più grandi.

Ovviamente per poter stimare l'impatto economico per l'Italia derivante dagli eventuali futuri dazi servirebbe sapere la capacità dei consumatori USA di trovare valide alternative o di rispondere con la riduzione degli acquisti ad eventuali aumenti di prezzo dettati dai dazi (cd elasticità della Domanda). Nel valutare ciò Banca d'Italia ha dati che mostrano come le esportazioni italiane tendano ad essere posizionate su beni con un discreto livello di "qualità" (intesa come valore unitario rispetto alla media dei prodotti concorrenti) superiore al 40% del totale esportato, risultando a maggior intensità di "qualità" rispetto non solo all'export di paesi emergenti molto attivi come Cina, Vietnam, Corea, ma anche rispetto a prodotti esportati da Paesi come Messico, Canada, Olanda e Spagna.

Da ultimo è bene notare come la stragrande maggioranza degli esportatori italiani verso gli USA hanno una marginalità elevata: tipicamente vendono il 5,5% del loro fatturato negli USA, ma da quello maturano un margine superiore al 10%.

Le simulazioni fatte da Banca d'Italia indicherebbero che i dazi con le attese riduzioni di domanda USA comporterebbe un calo di fatturato solo del 1% con un conseguente piccolo numero di aziende che si ritroverebbe con marginalità negative; anche se in questo numero le aziende negativamente impattate sarebbero principalmente quelle piccole.

La conclusione a cui giunge la Banca d'Italia è che pur avendosi una esposizione agli USA non banale, i dazi non avrebbero un impatto significativo grazie alla varietà settoriale, al contenuto qualitativo e alla discreta salute in cui mediamente vertono oggi le imprese italiane.

Ovviamente questi sono il risultato di simulazioni che non tengono conto di come potrà evolvere il ciclo economico complessivo nel caso di imposizioni multilaterali dei dazi che potranno protrarsi per un lungo lasso di tempo, magari anche con boomerang ritorcivi. In questo caso l'impatto sul ciclo economico diventerebbe molto più negativo generando impatti molto negativi anche sul resto dei fatturati aziendali non dedicato all'export verso gli USA oltre che sui livelli occupazionali, anche senza voler ipotizzare una recessione.

Paolo Longeri

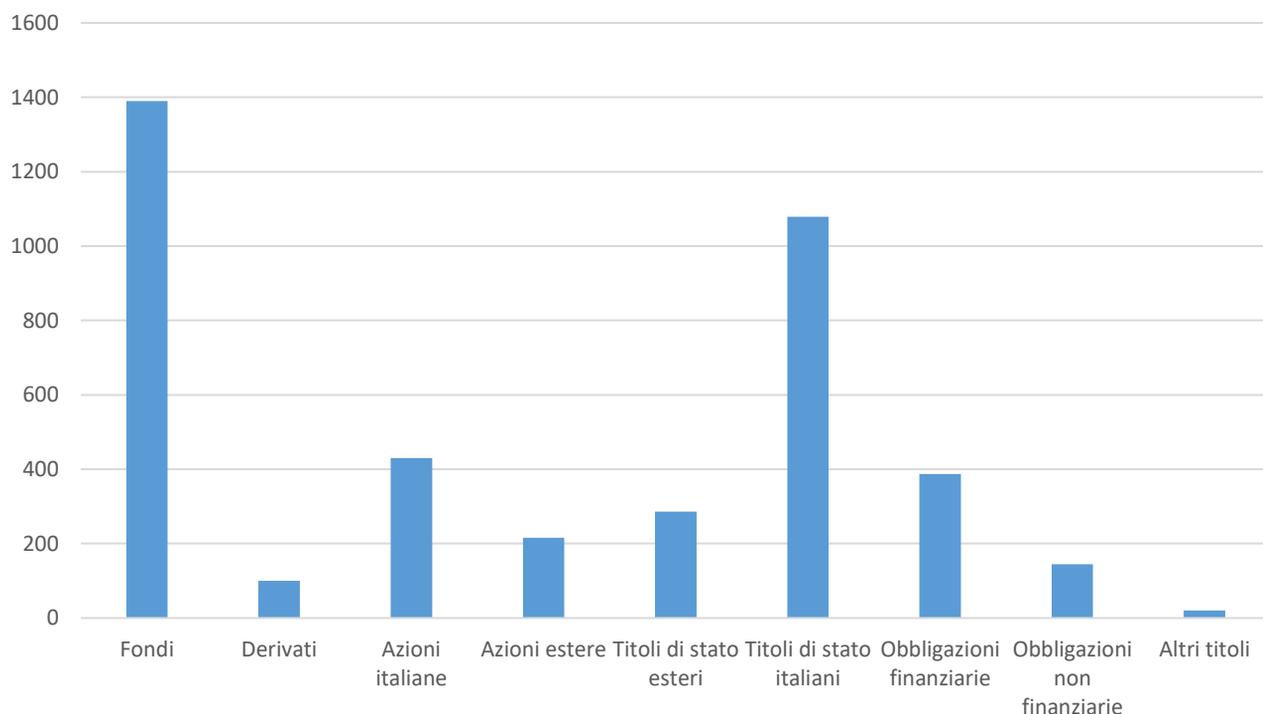
*Head of research & portfolio manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Modena – Piazza Grande, 33
Milano – Via Camperio, 8*



L'intermediazione finanziaria in Italia

La autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari (Consob) pubblica su base semestrale il bollettino statistico che contiene, tra l'altro, i dati aggregati dalle segnalazioni inviate dagli intermediari su base periodica.

Nell'ultimo numero pubblicato (<https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs26-intermediari>) è evidenziato che a fine 2024, il controvalore degli strumenti finanziari detenuti presso intermediari italiani, nell'ambito dei servizi di investimento e gestione del risparmio, ha raggiunto i 4.052 miliardi di euro, registrando un aumento del 3,4% rispetto al 2023. L'incremento è stato trainato soprattutto dalla crescita dei fondi (+11,5%) e delle azioni italiane (+20,8%). Gli strumenti più presenti sono i fondi con il 34%, seguiti dai titoli di stato con il 23%, obbligazioni societarie con l'11% e da azioni italiane con il 10,5%. Gli strumenti più collocati nel 2024, come negli anni precedenti, sono stati i fondi (57,5% del totale), seguiti dai titoli di stato (23%) e dalle obbligazioni di emittenti finanziari (8,5%). Le polizze assicurative a contenuto finanziario sono state collocate per un ulteriore 8% del totale e sono quasi interamente costituite da prodotti di tipo unit linked, con un forte incremento (+32,6%) rispetto al 2023.

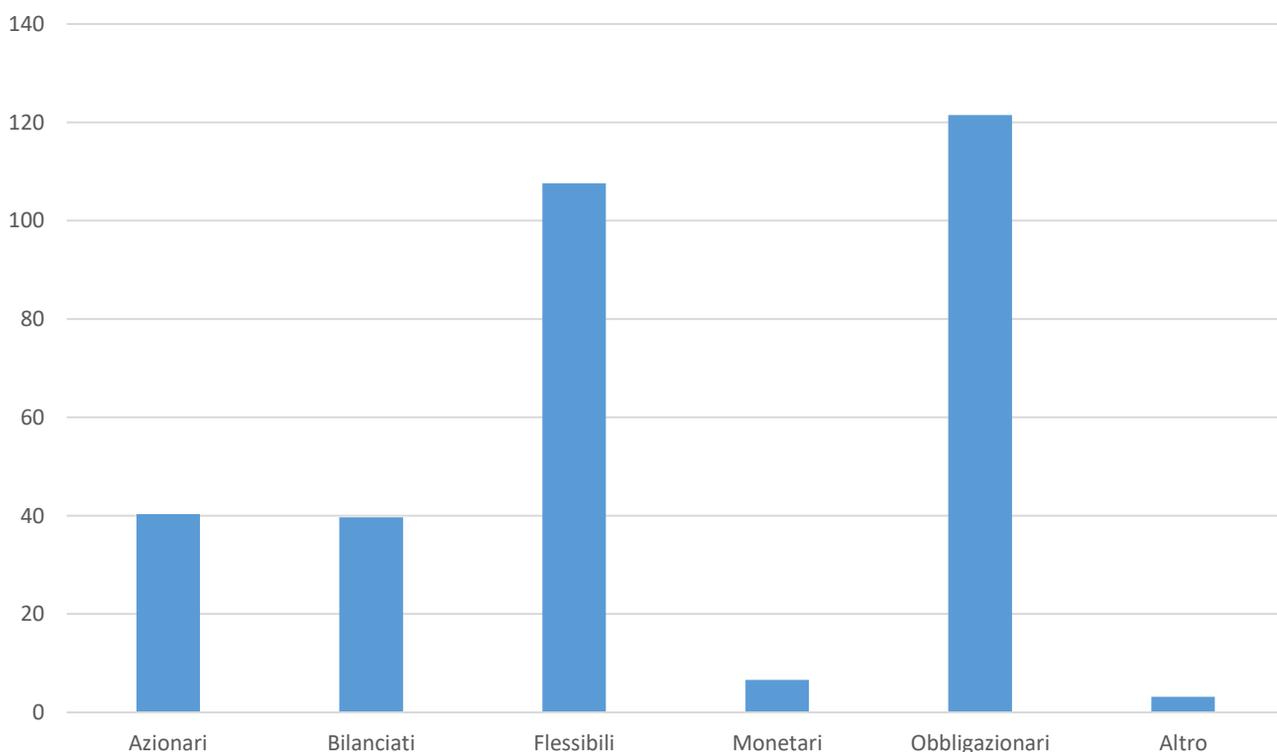


Nel corso del 2024, i volumi di attività legati alla prestazione di servizi di investimento hanno mostrato un'espansione complessiva: il collocamento di strumenti finanziari è salito del 10,1%, la negoziazione in conto proprio del 74,5%, l'esecuzione ordini del 10% e la ricezione e trasmissione di ordini del 7,8%.

Il patrimonio gestito da intermediari italiani a fine 2024 era di 1.621 miliardi di euro, con un incremento del 7,5% rispetto al 2023, trainato in parte da raccolta netta, ma soprattutto dall'aumento dei prezzi. Tale crescita è stata sostenuta principalmente dalle gestioni patrimoniali individuali (+4,4%), che rappresentano il 65,3% del totale, dagli OICR aperti di diritto italiano (+22,8%, 34% del totale) e dagli OICR chiusi di diritto italiano (+9,1%, 0.1% del totale).

Le gestioni patrimoniali istituite da intermediari italiani nel 2024 erano gestite in maggioranza da SGR (85%), banche (13.5%) e infine da SIM (1.5%).

Nel 2024 la raccolta netta degli OICR aperti istituiti da SGR italiane è risultata positiva per circa 48,6 miliardi di euro, trainata dai fondi di tipo obbligazionario (+25,9 miliardi di euro) e da quelli flessibili (+23,2 miliardi di euro), che hanno ampiamente controbilanciato i deflussi dalle altre tipologie. In termini di patrimonio, i fondi italiani obbligazionari costituiscono la categoria principale (38%), seguiti dai flessibili (33.7%) e da azionari e bilanciati (entrambi al 12.5%). I fondi di diritto italiano sono aumentati di quattro unità rispetto al 2023 e sono arrivati a essere 1.169. NB questi dati sono relativi solo ai fondi istituiti da SGR italiane, mentre i dati di Assogestioni si riferiscono ai fondi sia italiani che esteri collocati in Italia.



I dati contabili delle SGR italiane, a fine 2024, evidenziano un utile netto aggregato superiore a 1.865 milioni di euro, con un incremento di 400 milioni rispetto all'anno precedente. Questo risultato è principalmente attribuibile alla crescita delle commissioni nette (625,7 milioni) che hanno superato l'incremento dei costi operativi (175,3 milioni di euro) e delle imposte (103,1 milioni di euro). Le SIM italiane hanno riportato un utile netto di 98,7 milioni di euro, in crescita di 26,6 milioni di euro rispetto al 2023, grazie all'aumento del risultato netto delle negoziazioni (22 milioni) e al decremento dei costi operativi (32 milioni di euro) che hanno più che compensato la diminuzione delle commissioni nette (32,5 milioni di euro). In termini numerici le SGR sono scese di una unità a 174 rispetto al 2023, mentre le SIM sono calate di tre unità a 59.



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.