

2025

Ottobre



Consultinvest

Asset Management SGR S.p.A.

Market Insight

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Il ciclo economico Non crediamo che lo scenario ciclico stia migliorando; anzi. Anche se la "chiusura" degli uffici federali USA, dettata da un mancato accordo politico sul finanziamento del disavanzo, ci sta privando di un importante flusso di dati americani. Probabilmente stanno aumentando le possibilità di un rallentamento della domanda negli USA (e in Europa) a causa delle numerose incertezze esistenti, sebbene per ora una recessione rimanga ancora poco probabile. Al contempo le probabilità di disinflazione di breve termine sono in deciso calo a vantaggio di quelle di un'inflazione difficile da vincere e in leggero trend rialzista nei prossimi mesi, soprattutto negli USA, dove rischia di tornare sopra il 3% in quanto alimentata dalla politica mercantilistica dell'amministrazione che sta avendo il sopravvento (dazi e limitazioni all'export) con indicazioni sempre più caotiche riguardanti i rapporti commerciali. In primis quelli tra USA e Cina, tornati ad essere particolarmente tesi, e ora anche quelli tra USA e Europa, alla luce delle ultime richieste irricevibili per la UE sul digitale e gli ESG che sono state promosse dalla Casa Bianca nonostante quegli accordi di luglio che avrebbero dovuto creare un quadro commerciale definitivo e chiaro. Il contributo a mantenere pressione sui prezzi deriva anche dalle dinamiche delle politiche fiscali la cui espansività appare difficile da contenere nei prossimi anni viste le esigenze di investimenti nelle infrastrutture e nella difesa e visto che la politica di bilancio USA e quella tedesca dal 2026 porteranno a un aumento dei deficit.

Le politiche monetarie A settembre la FED ha ridotto i Fed Funds di 25 bps a 4,425% con un'ottica di cosiddetto risk management, valutando maggiori difficoltà a rilanciare la crescita economica nel caso in cui dovesse calare rispetto alle difficoltà nel contenere l'inflazione nel caso in cui questa dovesse accelerare. Dunque scarsa convinzione nella decisione di tagliare, così come scarsa coesione tra i membri del FOMC. La mancanza di dati ufficiali e la possibilità che l'inflazione domestica riprenda a salire ci fanno pensare a una FED che nei prossimi mesi potrebbe deludere le attese del mercato: attese che oggi scontano 125 bps di ribasso nei prossimi 12 mesi. Ma con l'addio di Powell a maggio 2026 è facile pensare che la nuova FED recuperi il tempo perduto, inflazione permettendo.

Quanto alla BCE, con il tasso sui depositi fermo da giugno al 2%, crediamo che per il futuro prevedibile abbia terminato il ciclo di ribassi e che terrà "ferma la barra", lasciandosi spazi per un taglio addizionale nel caso in cui l'euro si dovesse apprezzare molto velocemente oltre il livello di 1,20, in forza di un dollaro spinto al deprezzamento dalla politica USA. Infine crediamo che la BCE sarà pronta ad attivare il TPI (Transmission Protection Instrument – interventi sul mercato del debito governativo dell'area euro) nel caso in cui la crisi politica francese — la cui soluzione è ancora in alto mare — dovesse portare ad attacchi speculativi sul debito in grado di far salire lo spread FRA-GER oltre i 100 bps.

L'approccio non restrittivo di politica monetaria che le banche centrali stanno perseguitando e quello espansivo delle politiche fiscali garantiscono un'amplissima liquidità sui mercati. Le decisioni e le attese di deregolamentazione negli USA (vedasi gli ammortamenti accelerati possibili dal 2026 e l'attesa deregolamentazione bancaria) hanno spinto le condizioni finanziarie a livelli di espansione analoghi a quelli presenti nella riapertura post-Covid della primavera del 2021 e sono concomitanti al rialzo record dei mercati finanziari che sono arrivati a prezzare valutazioni molto elevate. Valutazioni record dei mercati che spingono sempre più osservatori, anche ufficiali come il FMI e lo Stability Board della Banca d'Inghilterra, a temere la presenza di un entusiasmo eccessivo e irrealistico, che si concretizza in modo particolare nel mondo della tecnologia USA e, in modo specifico, nel cosiddetto ecosistema dell'AI, e che coesiste con l'apparente tranquillità con cui i mercati stanno vivendo politiche fiscali strutturalmente sempre più devianti, attacchi all'indipendenza della FED e tentativi scientifici di indebolimento delle valute, di cui il rally dell'oro è l'inevitabile conseguenza.

Mercati Finanziari

Non vediamo motivi per cambiare il nostro Scenario Centrale di "moderata stagflazione" già da tempo delineato. Temiamo che i Mercati siano chiamati a fronteggiare due sorprese negative: Inflazione in trend rialzista negli USA e in parte in Europa, senza che ci siano novità significative sulla dinamicità dei cicli economici a causa della geopolitica.

Inoltre temiamo che il rischio di correzione del mercato Azionario USA, trascinato dalla confusione dei rapporti commerciali USA e da una correzione nelle valutazioni della tecnologia, stia guadagnando una probabilità crescente, nonostante un diffuso "narrative" che lo ha sostenuto finora e nonostante i livelli di liquidità presenti siano ancora superabbondanti.



Quindi la nostra allocazione consigliata volge verso un'ulteriore e temporanea riduzione dei livelli di rischio Azionario – soprattutto di quelli negli USA – a vantaggio dell'Obbligazionario, dove però è preferibile mantenere scadenze non eccessivamente lunghe alla luce del recente rally.

Le ragioni a sostegno della riduzione del rischio Azionario sono le medesime dello scorso mese: la nostra difficoltà a credere che le valutazioni raggiunte dai Mercati Azionari USA siano sostenibili nel lungo termine e il timore che, con la crescente enfasi mediatica e l'aumento della quota di investimenti attratta, nell'ecosistema dell'IA si stia formando una bolla speculativa dalle ovvie e pericolose conseguenze, data l'enorme concentrazione di valore raggiunto grazie a pochi titoli e il contesto non risolutivo per l'Inflazione, per i dazi e per le politiche di bilancio.

Nella sostanza crediamo che i Mercati Azionari saranno costretti a rivedere le loro ottimistiche aspettative e a correggere le loro esagerate valutazioni, sospinte da argomentazioni fragili e spesso irrealistiche. Anche il posizionamento "lungo" o molto "lungo" sull'Azionario degli Investitori, che ha registrato record sequenziali negli ultimi mesi e ha spinto le valutazioni a livelli storicamente estremi, rende il mercato vulnerabile e molto più sensibile alle sorprese negative o non sufficientemente positive, oltre a lasciarlo con poche "munizioni" per sostenerlo nelle correzioni.

Ovviamente, a fronte di attese difficili per i Mercati Azionari, dobbiamo dare maggiore spazio a quelli Obbligazionari, anche se i loro rendimenti reali sono già molto bassi e fatichiamo ancora a ipotizzare una loro ulteriore compressione in assenza di significative probabilità recessive. Per tenere conto di ciò, il suggerimento rimane quello di non ricercare eccessivi allungamenti delle Duration nell'espansione delle allocazioni obbligazionarie. Anzi, alla luce del recente rally e temendo una ripresa dei CPI, crediamo sia più prudente mantenere un profilo di scadenze non troppo lunghe, poiché abbondano argomenti che giustificano curve ripide anche in presenza di una minore forza ciclica. Vediamo infatti spazi di normalizzazione della curva USD con la discesa della sola parte a brevissimo (max 18 mesi) e rischi di un ritorno all'irridimento delle stesse in caso di delusioni sull'attesa dinamica al rialzo dei CPI e per le modeste prospettive di riduzione dei tassi FED e BCE rispetto a quanto scontato dai Mercati.

Anche sul Credito la nostra visione non è cambiata: rimane favorevole a un'allocazione da cui non aspettarsi particolari soddisfazioni in termini di performance total return, ma piuttosto performance limitate dall'incasso del rendimento cedolare, il cosiddetto carry trade. Di fatto i livelli di spread, ancora molto vicini ai minimi degli ultimi anni, non crediamo remunerino a sufficienza il rischio. Anche sui Subordinati Bancari EUR confermiamo che sia opportuno alleggerire nelle fasi di forza, dopo una corsa molto profittevole che ha portato gran parte delle emissioni a rating IG con spread tornati ai minimi dell'ultimo decennio di 283 bps.

Infine, sulle Valute, come avevamo previsto l'attacco al range di 1.15-1.20 sulla parte alta non è riuscito. Ora il test è più probabile sulla parte bassa, soprattutto se si confermerà la correzione azionaria. Tuttavia siamo orientati a ritenere che detto range possa reggere ancora, in quanto, come già argomentato in passato, rappresenta il miglior equilibrio tra le "forze politiche" in campo.

Maurizio Vitolo

Fondatore e A.D. Consultinvest

Analista e gestore

Consultinvest Asset Management SGR SpA

Modena – Piazza Grande, 33

Milano – Via Camperio, 8



Italia – Quali prospettive di Finanza Pubblica

Il Governo ha presentato al vaglio della Commissione Europea il suo “piano di azione fiscale” per il 2026 e il 2027, ovvero il Documento Programmatico di Bilancio, dopo aver ottenuto l’approvazione del CdM. La sintesi è che il Sistema Italia continua a crescere ancora troppo poco, lasciando pochissimi spazi di manovra per abbassare in modo significativo il peso del Debito Pubblico. Purtroppo questo è un cortocircuito: la bassa crescita è influenzata negativamente da una pressione fiscale estesa e molto elevata, necessaria per ripagare o tenere sotto controllo il Debito. E da un regime di bassa crescita il Sistema purtroppo non sembra riuscire a sfuggire neppure grazie al potenziale degli Investimenti resi possibili dalle risorse del PNRR, che in parte peseranno come altro Debito, e dalle pesanti prebende fiscali concesse con il “Bonus Facciate”. L’unica buona notizia è che, grazie a un ormai maniacale controllo della Spesa Corrente che alimenta il Surplus Primario, ci stiamo lentamente allontanando da livelli di Deficit indigesti per le regole di Bruxelles.

La prima cosa da notare nel documento è che le stime di crescita economica non sono molto diverse da quelle del DEF di aprile e per il prossimo biennio sono ancora molto basse: si parla in termini reali di un +1.1% per il 2026 e di un +0.7% per il 2027, ossia un tasso medio di 0.9% che sarà più basso dell’1.2% atteso per l’anno in corso. La crescita nominale è attesa al +3.3% per quest’anno, per poi scendere al +3.1% e al +2.6% rispettivamente nei due successivi, con una progressiva discesa del deflatore del PIL che atterrerebbe all’1.8% a fine 2027. Si tratta di una crescita di entità molto ridotta, anche se il Governo informa che si tratta di stime cautelative e che la riforma fiscale del cuneo per i redditi medio-bassi aiuterà la ripresa della Domanda almeno nel 2026 e servirà a contrastare l’effetto negativo di una Spesa delle Pubbliche Amministrazioni che calerà ancora, nel rispetto degli impegni presi in sede comunitaria in cambio della sospensione settennale delle regole del Patto di Stabilità. Grazie a un gettito superiore al previsto, il Deficit rapportato al PIL cala al 3.8% nel 2024, procede a calare poi al 3.3% nel 2025, al 2.8% il prossimo anno (superando il 3% ed uscendo dalla Procedura UE per i disavanzi eccessivi) e al 2.6% nel 2027, quando l’Avanzo Primario sarà pari all’1.5% del PIL: una dinamica che sancirebbe comunque una spesa in conto interessi ancora molto stabile ed elevata, mediamente pari al 4% del PIL, che riflette il peso di un Debito Pubblico che non cala. Infatti, le previsioni del Governo sono quelle di passare dal 135.8% di rapporto Debito/PIL nel 2024 al 137.5% nel 2027, passando per il picco di 137.8% del prossimo anno.

Possiamo dire che nel complesso aiuta poter dimostrare di avere una dinamica del Deficit che nei prossimi anni dovrebbe dimostrarsi virtuosa, muovendosi sempre di più verso un ridotto disavanzo totale e un avanzo primario di peso, controbilanciando così una dinamica del Debito Pubblico ancora insufficiente e pericolosa. Tuttavia, per il Sistema Italia non basta. Infatti, sebbene la dinamica dei Debiti Pubblici sia globalmente peggiorata nei Paesi Sviluppati dopo il Covid, come dimostrano i casi di USA, Francia e UK, al punto da rendere l’Italia un caso meno particolare e pericoloso e aiutandola a ridurre lo spread a un minimo storico, è pur vero che proprio il peso del Debito Pubblico Italiano – soprattutto se gli Investimenti del PNRR non si riveleranno molto produttivi per il futuro – non consentirà di rilanciare la crescita economica attraverso un più aggressivo calo della pressione fiscale (e il principale problema strutturale italiano rimane quello dell’evasione e dell’inefficiente recupero della stessa) e soprattutto non lascerà margini di manovra anticyclici per una prossima eventuale recessione.

Anche negli USA, dove la Presidenza Trump non si è dimostrata favorevole alle energie alternative, diversi provvedimenti fiscali incentivanti voluti dal predecessore Biden rimarranno in vigore (e, infatti, abbiamo visto che a luglio i titoli hanno ripreso forza proprio sulla scorta della nuova legge fiscale USA, che non elimina diverse agevolazioni almeno per i prossimi anni). Mentre in Europa si confida molto sul pacchetto fiscale tedesco, che dal 2026 ha già stanziato 600 miliardi € d'investimenti in energie alternative e in infrastrutture.

Non si deve neppure trascurare che le energie alternative non sono più viste come l'inevitabile sostituto degli idrocarburi nel breve periodo (come qualcuno aveva ipotizzato), diventandone il killer, ma sono ormai viste come un necessario compendio delle tradizionali, destinato ad accrescere progressivamente la propria quota di contribuzione alla produzione totale di energia. Ciò rende questa evoluzione più digeribile per gli attuali dominus del settore energia, ottenendone anche maggiore collaborazione politica.

Poi, complici lo sforzo produttivo cinese, che ha reso ampiamente disponibile l'offerta, e complice l'avanzamento tecnologico, sono stati raggiunti livelli nei prezzi dell'energia alternativa più stabili e competitivi rispetto agli idrocarburi, anche senza sovvenzioni governative: cosa che può rendere più sostenibile lo sviluppo della domanda per le energie alternative.

Infine, per le aziende, la discesa dei tassi d'interesse rende già oggi più facilmente finanziabili i progetti, aumentandone il valore attuale, ovvero la redditività, che a questo punto non è ancora espressa nel valore dei titoli, i quali, dopo la fase negativa degli scorsi anni, sono ora molto interessanti anche alla luce delle prospettive positive di cui abbiamo detto.

Ovviamente non si tratta solo di puntare su aziende che producono auto elettriche o batterie, ovvero un settore dove alcuni Paesi hanno oggettive limitazioni all'espansione – basti pensare a Paesi come il nostro, ricchi di centri densamente costruiti o storici, dove è chiaro che la diffusione dell'elettrico incontra limiti oggettivi per le prospettive di ricarica personale e di stesura dell'infrastruttura. Si tratta soprattutto di tutto ciò che gravita intorno ed è collegato alla produzione e distribuzione di energie alternative come solare, eolico e nucleare.

Quindi, l'obiettivo può essere quello di puntare oggi su aziende che dovranno potenziare la distribuzione e l'immagazzinamento delle energie alternative, in altre parole sull'intero ecosistema legato all'elettrificazione della nostra società: tra queste, in primis, quelle attive nelle infrastrutture, nella componentistica e nei semiconduttori dedicati alla gestione della rete e nei sistemi di conservazione dell'energia e poi, con il miglioramento dell'efficienza tecnologica, anche in quelle dedicate alla produzione di energia alternativa come quella nucleare e da idrogeno pulito.

Paolo Longeri

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



Panoramica sul mercato dei PIR

La normativa sui PIR risale al 2017 ed è nata con l'obiettivo di favorire la raccolta di finanziamenti da parte delle imprese italiane sui mercati finanziari attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni. In Italia questo canale diretto, con cui i risparmiatori possono finanziare le imprese acquistando titoli sul mercato, ha dimensioni piuttosto ridotte rispetto ad altri paesi sviluppati.

Per incentivare questi investimenti, la normativa ha introdotto un importante vantaggio fiscale: i rendimenti sono totalmente esenti da imposte sul capital gain, su interessi e dividendi e dalle imposte di successione, analogamente ai titoli di Stato. Le condizioni per usufruire di questo beneficio prevedono che almeno il 70% dell'investimento sia in titoli emessi da aziende italiane o da società con stabile organizzazione in Italia; di questo 70%, almeno il 25% deve essere allocato in aziende che non fanno parte dell'indice FTSE MIB e il 5% in aziende che non fanno parte del FTSE MID CAP. L'investimento deve essere mantenuto per almeno cinque anni ed è possibile investire fino a un massimo di 40.000 euro all'anno.

Dal 2017 molte società di gestione, soprattutto italiane, hanno sviluppato prodotti ad hoc conformi alla normativa, mentre altre hanno adeguato i regolamenti di fondi esistenti specializzati sull'Italia per renderli compatibili con i requisiti PIR. Utilizzando i dati disponibili, i fondi conformi alla normativa PIR sono circa 90, di cui un ETF; circa 70 sono di diritto italiano, mentre i restanti sono di diritto lussemburghese o irlandese. Il patrimonio complessivo di questi fondi supera i 25 miliardi di euro.

Nella maggior parte dei casi si tratta di fondi costituiti ad hoc al momento dell'introduzione della normativa, ma esistono anche fondi azionari Italia di società di gestione internazionali che si sono uniformati ai requisiti PIR.

Per quanto riguarda la strategia di investimento, circa 25 fondi sono azionari Italia, circa 35 sono bilanciati o flessibili, e sono presenti anche un buon numero di fondi obbligazionari e fondi a scadenza. La normativa prevede l'investimento in titoli senza discriminare tra azioni e obbligazioni, perciò possono esistere fondi PIR puramente obbligazionari. In termini di patrimonio, le categorie più importanti sono gli azionari Italia e i bilanciati/flessibili, ciascuna con circa 9 miliardi di euro.

Anche Consultinvest è presente in questo segmento e nel 2017 ha lanciato il fondo Consultinvest Risparmio Italia, classificato da Morningstar come bilanciato azionario. Negli ultimi tre anni il fondo ha mantenuto una esposizione azionaria media di circa l'85%, con un approccio "barbell": circa il 10% in mid cap e il resto suddiviso in modo approssimativamente uguale tra large e small cap. Il restante 15% è stato investito principalmente in obbligazioni finanziarie, con un peso variabile tra circa il 10% e il 20% nel periodo. Il fondo ha registrato una performance media annua di circa il 26% negli ultimi tre anni e oltre il 18% annuo negli ultimi cinque anni, in un arco temporale che comprende un anno fortemente negativo come il 2022.

Con l'ingresso di Zenit SGR l'offerta si è ampliata con i fondi Zenit Pianeta Italia (azionario Italia) e Zenit Obbligazionario Italia (obbligazionario/bilanciato). Il primo ha avuto un'esposizione azionaria superiore all'85%, con un maggior peso sulle large cap rispetto a mid e small cap; il restante circa 15% è stato investito prevalentemente in titoli di Stato e in obbligazioni societarie e finanziarie. La performance media è stata circa il 20% annuo negli ultimi tre anni e oltre il 13% su cinque anni.

Il fondo Zenit Obbligazionario Italia ha mantenuto un'esposizione obbligazionaria superiore all'85% nel periodo, con una componente azionaria media di circa il 5%. La performance media è stata circa l'11% annuo negli ultimi tre anni e quasi il 3% annuo su cinque anni. Sul rendimento a più lungo termine ha pesato il 2022, ma il fondo ha comunque prodotto una performance positiva, mentre i principali indici obbligazionari europei non hanno ancora recuperato i livelli pre-2022.

Questa analisi si è concentrata sui fondi, ma i PIR possono essere realizzati anche attraverso altri veicoli, come polizze unit linked, gestioni patrimoniali o depositi amministrati. La versione fondo è risultata la più diffusa per vari motivi: semplicità amministrativa, liquidità dell'investimento e diversificazione.

Per completezza, nel 2021 è stata introdotta una nuova versione dei PIR, i cosiddetti PIR alternativi, che favoriscono ulteriormente l'investimento in piccole imprese e richiedono patrimoni più elevati, ma finora non hanno registrato un grande successo.

I PIR rimangono uno strumento che incentiva il finanziamento delle imprese italiane, ma per preservare un adeguato grado di liquidità impongono l'investimento solo di una parte minoritaria in aziende a minore capitalizzazione. Per favorire investimenti in startup o in aziende non ancora quotate esistono altri strumenti incentivati che comportano vincoli strutturali di durata e minore liquidità e richiedono veicoli diversi, patrimoni generalmente più elevati e investitori con caratteristiche adeguate. Nel frattempo prosegue il confronto per un aggiornamento normativo, mentre il mercato del risparmio gestito propone forme ibride di strumenti, come gli ELTIF, che offrono un compromesso accessibile anche per investimenti più limitati e con liquidità intermedia tra un fondo comune e un fondo sui mercati privati.

Gabriele Montalbetti, CFA
Portfolio Manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Ufficio Studi
Milano – Via Camperio, 8



AVVERTENZE:

Il contenuto della presente pubblicazione è riservato esclusivamente ai Consulenti Finanziari e agli operatori professionali in relazione a, e/o che vengono in contatto con, CONSULTINVEST A.M. SGR S.p.A: non può essere in nessun caso trasmesso o consegnato a clienti, potenziali clienti e/o terze parti non professionali, di qui la ratio della frase "a circolazione interna" cioè può circolare soltanto tra le persone sopraelencate. Questa pubblicazione non costituisce in nessun caso un'offerta di vendita di prodotti o servizi finanziari d'investimento, ivi inclusa la Consulenza. CONSULTINVEST A.M. SGR SpA non esprime nessuna raccomandazione in merito a prodotti e servizi ivi descritti. I risultati esposti si riferiscono al passato e non possono in nessun caso costituire promessa di risultati futuri. Ciascun Consulente Finanziario sarà ritenuto personalmente responsabile in caso di trasmissione e/o consegna a terzi del presente documento. Si ricorda che l'offerta di prodotti e servizi di investimento è soggetta alle disposizioni contrattuali ed alla normativa pro-tempore vigente. In nessun caso è consentita la copia, riproduzione o diffusione delle informazioni contenute nella presente pubblicazione.