



2025 Dicembre

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Il contesto ciclico USA rimane incerto, anche a causa della mancanza di importanti dati economici che aiutino a stabilire se avremo un rallentamento ricorrente con un aumento della disoccupazione e se la moderata inflazione, che si è dimostrata difficile da abbattere, rimarrà una costante anche per il prossimo anno. Tuttavia, pare poco probabile ipotizzare l'arrivo della recessione nella prima parte del 2026 perché la politica fiscale e quella monetaria USA rimarranno espansive. Anche in Europa e nei Paesi emergenti non vi sono al momento elementi per temere una recessione, poiché sia in Europa che in Cina — che fatica ancora molto a uscire da uno stato economico di trascinamento — possiamo aspettarci nuove misure fiscali di stimolo e politiche monetarie di sostegno.

Quindi, in ottica globale, possiamo fare affidamento su un mix di politiche economiche fiscali e monetarie che rimarranno espansive e in grado di contrastare la perdita di slancio portata dagli ostacoli alla ripresa del commercio internazionale, che rimane minacciata dalle politiche protezionistiche avviate dall'amministrazione Trump e che incoraggiano trend domestici di reindustrializzazione.

I rischi per la crescita economica, come spesso accade, potrebbero arrivare dalla finanza. Cioè i rischi si potrebbero annidare in eventi creditizi negativi importanti (leggi fallimenti sorpresa) determinati da un utilizzo eccessivo della leva in mercati poco trasparenti e non vigilati, favorito da mercati che in un triennio sono stati molto positivi e dall'abbondante liquidità globale creata dopo la Grande Crisi Finanziaria del 2008. Qualche segnale in tal senso lo abbiamo avuto nel mondo dei "crypto-assets" e in quello dei "private markets". Tuttavia, per quanto questi eventi siano stati dimensionalmente non trascurabili e per quanto abbiano fatto alzare il livello di preoccupazione per la possibilità che ve ne possano essere di altri, la situazione per ora non appare in grado di far deragliare un positivo corso di moderata espansione economica.

Quanto al supporto espansivo ciclico che potrà arrivare dalle politiche economiche, questo sembra assodato. Negli USA, tra deregulation e riforma fiscale, il bilancio federale risulterà ancora (e pericolosamente) in espansione, soprattutto se anche il contributo del gettito

ottenuto con le tariffe sarà ostacolato da una decisione negativa da parte della Corte Suprema che costringerà l'amministrazione a trovare soluzioni alternative. Anche la politica monetaria USA risulterà di supporto: la Fed in dicembre ha tagliato i tassi di policy al 3,75% nonostante l'inflazione rimanga lontana dall'obiettivo del 2%. Una Fed che potrebbe fare ancora qualcosa nella prima parte del 2026 portandoli al 3,5%. Poi si aprirà un nuovo capitolo con il nuovo governatore che sicuramente proverà a spingerli ancora più in basso per accontentare la Casa Bianca, sempre se riuscirà a superare una divisione interna di opinione che non è mai stata così forte dal 2019.

In Europa, dopo mesi di stagnazione, si nutrono grandi aspettative per il contributo positivo alla crescita economica che le misure fiscali tedesche espansive potranno portare nel 2026 e oltre, e che si andranno a sommare alle altre politiche fiscali europee che comunque rimarranno nel complesso espansive anche per l'effetto dell'onda lunga dei piani di sostegno europeo del Next Gen EU. Quanto alla BCE, è probabile che ormai abbia esaurito per il momento il ciclo di ribasso dei tassi di policy al 2% e che nel 2026 rimarrà ferma, soprattutto se la ripresa tedesca si materializzerà.

In Asia la situazione vede un Giappone che è ormai uscito dalla deflazione e che promette un percorso di normalizzazione monetaria con ulteriori spazi di rialzo dei tassi di policy verso l'1% e una politica fiscale più attiva. Anche in Cina, dove invece rimangono le difficoltà di rilancio della domanda interna per consumi e di ribilanciamento dell'economia rendendola meno dipendente dall'export, ci aspettiamo di vedere nel 2026 politiche fiscali e monetarie di sostegno.

Con tutto questo supporto è possibile che i livelli di inflazione rimangano sopra il 2% nei Paesi sviluppati e in un range più vicino al 2,5%–3%. Quindi, con politiche fiscali espansive — che sono politicamente difficili da abbandonare — crediamo che vi sia una limitata possibilità di avere profondità nell'espansione delle politiche monetarie senza avere in cambio instabilità valutaria e mercati obbligazionari governativi volatili, con curve dei rendimenti che rimangono ripide o si irripidiscono.

Sulla base di queste considerazioni emerge uno scenario che non ci aspettiamo possa diventare recessivo nel 2026, grazie a politiche fiscali ancora globalmente molto espansive e politiche monetarie che saranno di sostegno. Il rischio per tale tipo di scenario rimane ancorato anche alle valutazioni molto ragguardevoli raggiunte dai mercati finanziari e al potenziale leverage finanziario elevato che potrebbe nascondersi in aree non produttive che non sono in grado di sostenere tali valutazioni: entrambi sono elementi che, se non controllati, possono portare molta volatilità sui mercati, oltre a ridurre la fiducia degli operatori e la loro propensione agli investimenti e al consumo, che sono positivamente collegati alla dinamica della ricchezza finanziaria.

Maurizio Vitolo

Fondatore e A.D. Consultinvest

Analista e gestore

Consultinvest Asset Management SGR SpA

Modena – Piazza Grande, 33

Milano – Via Camperio, 8



Mercati finanziari

Per i mercati finanziari questo scenario di non recessione, inflazione che non scende e crescita economica che tiene ma non riaccelera, deve essere visto in relazione a dove sono arrivati i mercati finanziari in questi ultimi tre anni. La visione d'insieme per noi richiede una valutazione di prudenza, grande diversificazione e un maggiore bilanciamento tra esposizione azionaria ed obbligazionaria, poiché i rendimenti nella prima parte del 2026 potrebbero diventare più oscillanti e incerti, soprattutto su ciò che ha già guadagnato molto in questi mesi.

Più in particolare, crediamo che il mercato azionario oggi risulti vulnerabile a prese di beneficio dettate dalla volontà di proteggere i profitti in un contesto che sta diventando sempre più incerto e dove le valutazioni sono comunque elevate — soprattutto nel mercato azionario USA — anche perché, nella nostra visione di insieme, il ruolo positivo finora svolto dal progresso tecnologico (leggi IA) per i mercati azionari si sta esaurendo e, anzi, dovrà confrontarsi con oggettive limitazioni: limitata domanda di utilizzo di IA; limitata disponibilità di risorse energetiche e di materiali per alimentarla; ingenti investimenti fatti che non riescono a generare ritorni economici sufficienti nel breve e medio periodo.

La riduzione dell'esposizione al mercato USA — anche senza voler sposare a tutti i costi l'idea di una bolla speculativa formatasi intorno agli ecosistemi dell'IA — riteniamo sia opportuna, proprio in ottica di prudenza e di presa di beneficio; così come pensiamo che sia opportuna una maggiore diversificazione azionaria geografica e settoriale. La diversificazione geografica diventa una strategia irrinunciabile, poiché gli USA non sono necessariamente più il miglior posto dove investire al giusto prezzo, mentre Europa, Giappone e Cina offrono valutazioni meno sfidanti e il prossimo anno dovrebbero poter raccogliere il dividendo di una crescita economica in ripresa, oltre ad avvantaggiarsi da una riduzione dei livelli di "eccezionalismo" di cui gli USA negli ultimi anni e prima del ritorno di Trump hanno indubbiamente beneficiato.

Oltre alla diversificazione geografica serve anche una diversificazione settoriale, sia più difensiva che alternativa: è preferibile ora puntare non sui produttori della nuova tecnologia — i cui titoli sono ormai valutati alla perfezione se non in modo irrealistico — ma su chi potrà trarre maggior vantaggio dalla nuova tecnologia e digitalizzazione. Per esempio, nei settori industriali e delle infrastrutture, sanitario e dei servizi, concentrandosi su aziende solide e in grado di remunerare adeguatamente il capitale. Il tutto mantenendo però un profilo di allocazione moderato e difensivo, poiché se le valutazioni elevate della tecnologia USA dovessero ridursi, la concentrazione delle posizioni accumulatesi avrebbe riverberi negativi anche su larga parte del listino. Così come la ricerca di esposizione azionaria difensiva basata sulla qualità dei titoli e la loro capacità di distribuire reddito ci sembra oggi più interessante di quella che ricerca una forte crescita spesso ipotetica.



A fronte di questa moderazione nell'allocazione azionaria (più o meno spinta a seconda del livello di rischio che si è in grado di sostenere) deve trovare spazio una più robusta e diversificata allocazione obbligazionaria (in particolare in quella governativa su scadenze brevi o intermedie) che sia in grado di fornire stabilità al portafoglio azionario e che, nel breve termine, se lo scenario di flessione ciclica dovesse materializzarsi, non dovrebbe subire particolari danni anticipando politiche monetarie di maggior sostegno. Ovviamente, come ripetiamo da tempo, data la forte dinamica dei debiti pubblici e le difficoltà di contenimento dell'inflazione, il suggerimento rimane quello di posizionarsi su scadenze intermedie, poiché le curve dei rendimenti rimarranno ripide. Quanto al credito, attenzione deve essere dedicata soprattutto a quello speculativo, che molto facilmente raccoglie e imita gli andamenti dei mercati azionari e che a sua volta ha raggiunto valutazioni elevate e potrebbe risentire di una fase in cui i private credit markets, facilitati da anni di grande liquidità a buon mercato, potrebbero dare prova di soffrire problemi di ridotta qualità creditizia e di scarsa trasparenza. Le difficoltà dei private credit markets si possono velocemente trasferire al mercato del credito in generale.

Valute

Il dollaro dovrebbe poter essere in grado, nel breve periodo, di mantenere ancora il recente range di 1,15-1,20. Tuttavia, l'indebolimento della credibilità USA tra gli investitori internazionali, causato da diverse e controverse scelte della Casa Bianca, e la continua pressione politica diretta verso una riduzione dei tassi Fed, che continueranno a sostenere il rialzo dell'oro, potrebbero ritornare a mettere pressioni per un ribasso del dollaro. Quindi intravediamo un 2026 più complicato e volatile per il biglietto verde.

Quanto è caro il mercato azionario USA?

Una delle misure storiche più utilizzate e sensate è certamente quella del rapporto price-earnings, o P/E, ossia il rapporto tra il valore dell'indice — la P del numeratore del rapporto — e la media pesata degli utili per azione degli ultimi 12 mesi — la E del denominatore — dove i pesi sono i pesi della capitalizzazione dei titoli nell'indice stesso. Per l'S&P 500 il P/E è oggi pari a 25,44, ossia dobbiamo aspettare oltre 24 anni di utili come quelli degli ultimi 12 mesi perché l'investimento nell'indice si ripaghi. Un modo alternativo e più prospettico è quello che utilizza, invece del P/E storico, il forward P/E, ossia lo stesso indicatore che utilizza una stima di consenso degli utili attesi per i prossimi 12 mesi. Per l'S&P 500 questo altro indicatore è pari a 22,14. Un valore che implicitamente sconta un aumento degli utili per azione nei 12 mesi pari al +14,9%.



← 22-51
WALL ST

Si tratta di numeri molto importanti a cui facciamo fatica a credere. Gli ultimi utili per azione trimestrali (il III trimestre) hanno registrato un incremento del 7,7% e pare difficile che nel 2026 si riesca a fare una misura doppia, anche se tra il 10 e il 15% di aumento degli utili è una stima che agli analisti di Wall Street mediamente piace mettere in conto per creare una narrativa positiva per il mercato USA.

Ma che i livelli raggiunti dall'S&P 500 — che in questi primi giorni di dicembre è nuovamente tornato a sfiorare i massimi storici — siano livelli molto elevati è evidente anche da altre misure, come per esempio il confronto con il rendimento delle obbligazioni governative USA decennali.

Questa misura consolidata si chiama equity risk premium (ERP) e confronta l'earning yield dell'indice (ossia il reciproco del rapporto P/E) con il rendimento nominale dell'obbligazione. Con il decennale che oggi ha un rendimento di 4,136% questo ERP è negativo ed è pari a -0,264%: ossia rende di più l'obbligazione, non lasciando alcun margine di rendimento che possa remunerare il rischio del mercato azionario. Va peraltro detto che l'ERP sull'S&P è negativo da circa un anno, con un mercato alimentato dalle speranze progressive dell'IA. Ma questo ERP negativo come si posiziona storicamente?

Ebbene, in 1.461 rilevazioni settimanali (oltre 28 anni), a partire da quella del 12 dicembre 1997 (data da cui abbiamo dati), la mediana della misura è oggi pari a 2,498% con l'83% delle osservazioni che è stata positiva e solo il 17% delle volte in cui l'ERP è stato negativo. Il livello più basso (-1,944%) è stato toccato a maggio del 2000; il livello più alto nel settembre 2011 (6,94%). A maggio 2000 stava per iniziare il bear market legato alla dot-com bubble. Nel settembre del 2011 stava per ripartire la seconda gamba di rally iniziata una volta superata la Grande Crisi Finanziaria del 2008 e il rendimento del governativo decennale USA stava scendendo per effetto delle politiche di QE europeo e USA avviate per contrastare la crisi del debito pubblico europeo.

Ed in termini relativi la stessa misura per il mercato europeo (Euro Stoxx 600), dal marzo 2002 (data da cui abbiamo dati disponibili), è pari a 3,3% con una mediana di 5,27%. E, cosa ancora più interessante, la differenza tra ERP europeo e USA è oggi a 3,594%, che è ben al di sopra della sua mediana di 1,85% da marzo 2002: il che sottolinea che il mercato azionario europeo, dal punto di vista del ERP, ha fondamentali più interessanti.

E come abbiamo detto, qualche valenza segnaletica l'ERP pare averla avuta in passato e quindi è bene tenerne conto anche se con moderazione e *cum grano salis*.

Perché sappiamo che il mercato azionario, oltre che di liquidità e di prospettive economico-finanziarie, vive e si alimenta di narrazioni e di sogni e, come diceva J. M. Keynes, "può rimanere irrazionale più a lungo di quanto tu possa rimanere solvente".

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



Aggiornamento della normativa sulla sostenibilità

La principale normativa sulla sostenibilità nel settore finanziario, il regolamento 2019/2088, la **c.d. SFDR** (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) è stata approvata a fine 2019 ed è entrata in vigore a marzo 2021. Ad aprile 2022, con entrata in vigore a gennaio 2023, sono stati approvati i regolamenti tecnici che descrivono in maniera dettagliata le modalità di reportistica da produrre pre- e post-investimento e da parte della società di gestione. La SFDR ha segnato un vero spartiacque nel mercato, tanto che ad oggi in Europa gli attivi gestiti dai fondi in maniera sostenibile sono più della metà del totale (59,2% del totale a giugno 2025, secondo Morningstar).

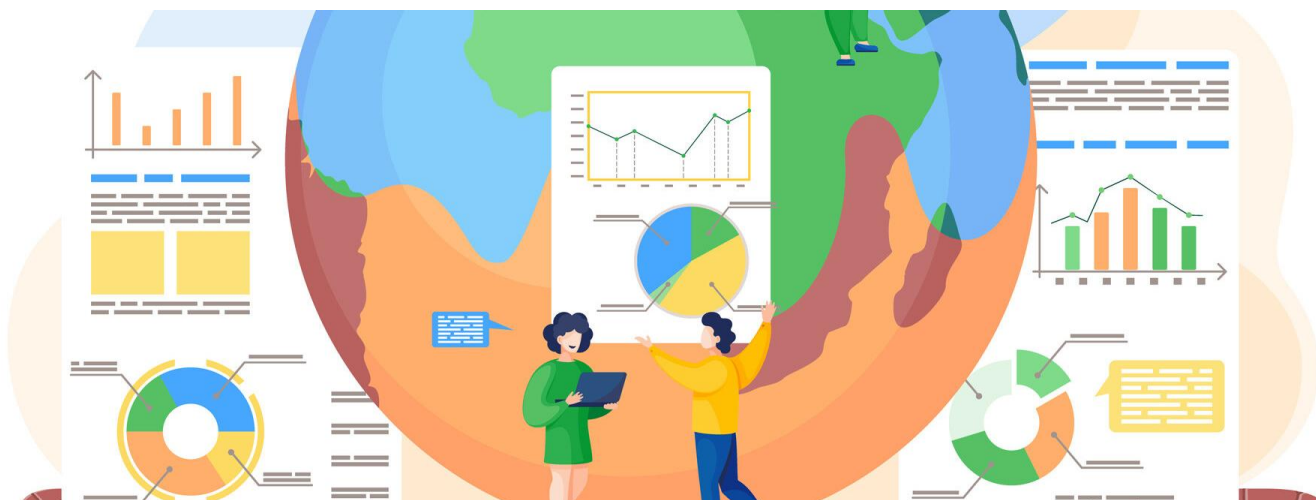
Già nel dicembre 2022 la Commissione europea aveva annunciato di volere procedere a una revisione della normativa e aveva promosso due consultazioni con i partecipanti al mercato per orientare le proposte di modifica. Da questo lavoro è emerso che le informative obbligatorie sulle caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari sono lunghe, complesse e difficili da interpretare e confrontare per gli investitori. Inoltre, l'uso improprio delle informazioni obbligatorie di cui agli articoli 8 e 9 del regolamento per categorizzare i prodotti solleva preoccupazioni circa il rischio di green-washing e di vendita di prodotti inadeguati (c.d. "mis-selling"). I partecipanti ai mercati finanziari lamentano anche difficoltà dovute alla lunghezza e alla complessità delle informative obbligatorie, che comportano oneri e costi indebiti. La Commissione ha quindi concluso che il quadro non è stato pienamente efficace nel perseguire la finalità generale di migliorare la trasparenza e contribuire a mobilitare fondi privati indirizzandoli verso vari obiettivi di sostenibilità.

In sintesi, la proposta di revisione della Commissione si articola su tre linee principali:

- 1. Riduzione o eliminazione delle informative a livello di società di gestione**
- 2. Riduzione e semplificazione delle informative a livello di prodotto**
- 3. Introduzione di una nuova tipologia di prodotti sostenibili e di criteri più trasparenti per la classificazione**

Link al testo della proposta: eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025PC0841

Link: Domande e risposte sul regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari



Il terzo punto in particolare sarà quello che avrà probabilmente impatti più rilevanti sull'offerta di prodotti. La proposta prevede che gli attuali prodotti art. 8, che promuovono, tra gli altri, uno o più obiettivi di sostenibilità, vengano ridenominati "prodotti che integrano fattori di sostenibilità". Sono quindi prodotti che hanno l'obiettivo di integrare sistematicamente fattori di sostenibilità nel processo d'investimento, promuovendo caratteristiche ESG, senza un obiettivo specifico di impatto. Almeno il 70% del portafoglio dovrà essere investito in titoli che rispettano l'obiettivo, dovranno essere previste le esclusioni nei settori non ammessi dagli indici Climate Transition Benchmark (CTB, normativa sugli indici del 2021) e nella reportistica dovranno essere inseriti degli indicatori che esprimono un miglioramento rispetto a un investimento tradizionale (es. rating ESG o performance ambientale o sociale rispetto a un benchmark). Si tratta quindi, come oggi, della categoria base nella sostenibilità, con requisiti meno stringenti rispetto alle altre due, ma omogenee e in linea con la regolamentazione sui benchmark.

La seconda categoria, gli art. 9, resta con una definizione molto simile, ovvero "prodotti con obiettivo di sostenibilità". Questi prodotti hanno l'obiettivo di perseguire un obiettivo sostenibile esplicito (ambientale o sociale) con investimenti che contribuiscono direttamente al raggiungimento di tale obiettivo. Le esclusioni in questo caso sono quelle più stringenti degli indici Paris Aligned (PAB) e almeno il 70% del portafoglio deve essere in investimenti sostenibili misurabili in base a indicatori di sostenibilità, con almeno il 15% in attività allineate alla Tassonomia UE. Questa categoria rimane sostanzialmente simile a quella attuale, ma i criteri dei titoli ammissibili sono più chiari e dovrebbero quindi rendere più omogenee le caratteristiche dei prodotti.

La nuova categoria introdotta è quella dell'articolo 7, ovvero i prodotti con obiettivo di transizione, che investiranno in società che favoriscono la transizione verso obiettivi ambientali o sociali misurabili, sostenendo imprese o attività economiche con piani di transizione credibili. Le esclusioni sono simili a quelle dell'art. 9, con una maggiore enfasi sui combustibili fossili. Oltre il 70% del portafoglio dovrà essere investito in società legate a obiettivi di transizione misurabili tramite indicatori ESG, misurabili con indicatori quantitativi, come ad esempio le emissioni di CO2 o la percentuale di allineamento alla Tassonomia UE.

La proposta di revisione prevede quindi dei criteri per classificare i prodotti sostenibili analoghi tra di loro (con soglie più o meno restrittive) e in coerenza con le altre normative che sono state emanate (sui benchmark e le linee guida ESMA sui nomi dei fondi) in modo da essere più trasparenti per gli investitori e per ridurre i rischi di green-washing. Allo stesso tempo la proposta prende atto che è necessario distinguere tra fondi sostenibili che hanno un obiettivo primario di impatto (art. 9) e fondi che hanno un obiettivo di transizione (art. 7), più focalizzati sulla riduzione delle emissioni. È quindi prevedibile che la maggioranza degli attuali prodotti art. 9 restino nella stessa categoria, eventualmente adeguando il processo ai nuovi requisiti, mentre gli attuali prodotti art. 8 si suddivideranno tra i nuovi art. 8 e gli art. 7.

A questo punto la proposta della Commissione dovrà seguire il normale iter legislativo, con i passaggi in Consiglio e in Parlamento che porteranno alla versione finale. I tempi, al momento, non sono prevedibili e solo con l'approvazione del testo definitivo sarà indicata anche la data di entrata in vigore.

La proposta di revisione appare condivisibile e risponde a molte delle criticità sollevate dagli operatori di mercato. Rappresenta inoltre un passo avanti verso una maggiore chiarezza per gli investitori e una migliore confrontabilità tra prodotti della stessa categoria.

La revisione — avviata, come detto, alla fine del 2022 — arriva in un momento in cui il tema della sostenibilità nell'UE sta attraversando una fase di ripensamento. Non è in discussione la direzione, quanto piuttosto la tempistica e la portata degli obiettivi. Sarà necessario ancora del tempo per trovare un equilibrio adeguato, ma è indubbio che l'Unione europea resti un punto di riferimento su un tema così strategico per il pianeta. La sensibilità sta evolvendo, in particolare su questioni come la difesa — oggi considerata necessaria e non più da escludere a priori dai prodotti sostenibili — o la produzione di energia per sostenere lo sviluppo dell'IA, anche quando proviene da fonti non universalmente considerate "verdi", come il nucleare.

Il percorso di revisione della SFDR conferma che la normativa sulla sostenibilità deve evolvere insieme alle esigenze dell'economia reale e alle sensibilità della società. L'Europa continua a guidare questo cambiamento, pur attraversando inevitabili fasi di assestamento e di fronte ai venti contrari che arrivano da alcuni paesi. Molto resta da fare, ma la maggiore chiarezza introdotta dalla proposta sembra un passo nella giusta direzione per convogliare risorse verso un modello di sviluppo più responsabile e per una migliore trasparenza verso gli investitori.



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.