

Gennaio 2026

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

E' sempre più difficile prescindere dalle evoluzioni geopolitiche nelle decisioni di investimento finanziarie – che rilevano per chi investe i capitali – e per quelle economiche che influiscono sul ciclo economico. E sul fronte geopolitico cresce per frequenza ed importanza l'imprevedibile azione dell'Amministrazione Trump.

Come vediamo si tratta di azioni imprevedibili, sia sotto il profilo della loro attivazione che di quello della loro successiva gestione, che tengono molto alti i livelli d'incertezza per le decisioni d'investimento sia dei capitali finanziari che di quelli produttivi che contribuiscono alla crescita economica globale: soprattutto quando l'attore principale è un colosso nei due suddetti campi come gli USA.

Tuttavia e nonostante tutto ciò, **crediamo che vi siano le condizioni per assistere a un modesto recupero ciclico nel I Semestre di quest' anno, sia negli USA che anche a livello globale**; rimbalzo legato all'espansione delle Politiche Fiscali (USA, Europa, Giappone e Cina) e all'onda lunga finale di quelle Monetarie nei Paesi Sviluppati (ex Japan) che allontana i già bassi rischi di recessione che il consenso esprime.

Ripresa ciclica che crediamo sia maggiormente prezzata nei Mercati Azionari e del Credito, che sono sui massimi storici come livelli e valutazioni, che non nella struttura dei tassi d'interesse risk free, consigliando così un approccio prudente di allocazione ben bilanciata tra esposizione l'Azionaria (55-60%) e quell'Obbligazionaria anche per strategie disegnate per sostenere elevati livelli di rischio.

Quindi, nonostante il livello raggiunto dai Mercati e la presenza di elevata incertezza che potrebbe portare a momenti di volatilità, non possiamo trascurare il fatto che non dovremmo sperimentare nei prossimi mesi una recessione in presenza di forti sostegni fiscali e anche monetari che sconsigliano di limitare eccessivamente l'esposizione azionaria: di qui la composizione bilanciata del portafoglio che suggeriremmo e che si potrebbe comporre in 55% di Azionario, un 30% di Obbligazionario e un 15% di Liquidità investita in strumenti

monetari a brevissima scadenza in Euro e CHF (la divisa che meglio regge i momenti di volatilità indotta dalla geopolitica insieme all'Oro). Allocazione Azionaria che preferiremmo poco USA-centrica e poco growth-centrica a vantaggio di una molto diversificata geograficamente e settorialmente verso Europa ed Asia e da un'Allocazione Obbligazionaria a profilo di scadenza intermedia diversificata tra Governativi, Credito Investment Grade ed Emergente in valuta Euro.

Quanto al Dollaro crediamo che al momento sia ancora nel suo recente range 1.15-1.20, anche se potrebbe – dopo diversi mesi – uscirne ed uscirne con un Dollaro più debole.



Maurizio Vitolo
Fondatore e A.D. Consultinvest
Analista e gestore
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Modena – Piazza Grande, 33
Milano – Via Mercato, 3



Analisi Multipli mercato USA ed Europeo

Nonostante l'enorme quantità di incertezza apportata dall'attivismo della nuova Amministrazione USA e nonostante la volatilità sperimentata in aprile, il Mercato Azionario USA – simboleggiato e rappresentato con l'Indice S&P 500 – a metà gennaio si trovava sui massimi storici ed è ad un soffio dal simbolico valore di 7000 (Martedì 13 Gennaio valeva 6975) dopo aver messo a segno un +16.39% in Dollari nell'anno solare.

Sappiamo che a fungere da grande traino del listino – almeno nella prima parte d'anno – sono stati un manipolo di titoli tecnologici. Ma è anche vero che interessanti performance a doppia cifra sono state registrate anche in altri settori. Nello specifico sotto sono indicate queste performance settoriali, con anche l'indicazione dell'Incidenza dei settori sull'Indice espressa come quota della loro capitalizzazione. Già da questo dato si vede bene come i due settori più performanti siano arrivati a raggiungere oltre il 40% della capitalizzazione totale di mercato.

Settori S&P 500	Performance 2025	Perc. Capitalizzazione
Servizi di Comunicazione	32,41%	10,89%
Tecnologia	23,31%	33,13%
Industriali	17,70%	8,30%
Finanziari	13,32%	12,92%
Utility	12,69%	2,15%
Salute	12,53%	9,58%
Materiali	8,43%	1,88%
Consumi Discrezionali	5,31%	11,13%
Energia	4,96%	2,84%
Consumi non Discrezionali	1,32%	5,41%
Immobiliare	-0,35%	1,76%

Sebbene il 2025 abbia visto un buon andamento nei dati reddituali societari (l'espansione degli Utili per Azione al momento è pari al 12% a/a, anche i multipli si sono espansi in modo significativo a livello di Indice coinvolgendo tutti i settori.

Oggi la misura del rapporto prezzo / utili attesi (P/E Atteso) per l'anno fiscale in corso è pari a 25.5 e la dispersione del P/E attesi per i diversi settori spazia dalla più bassa dei Finanziari (17) a quella più elevata di 36 dell'Immobiliare con il Tecnologico alla considerevole quota di 27.7. Si noti incidentalmente che anche la misura del rapporto Prezzi / Ricavi ha raggiunto il record di 3.6.

Questi multipli, in modo particolare quello del prezzo rispetto agli utili appare molto elevato, non solo su basi storiche ma anche su basi relative.

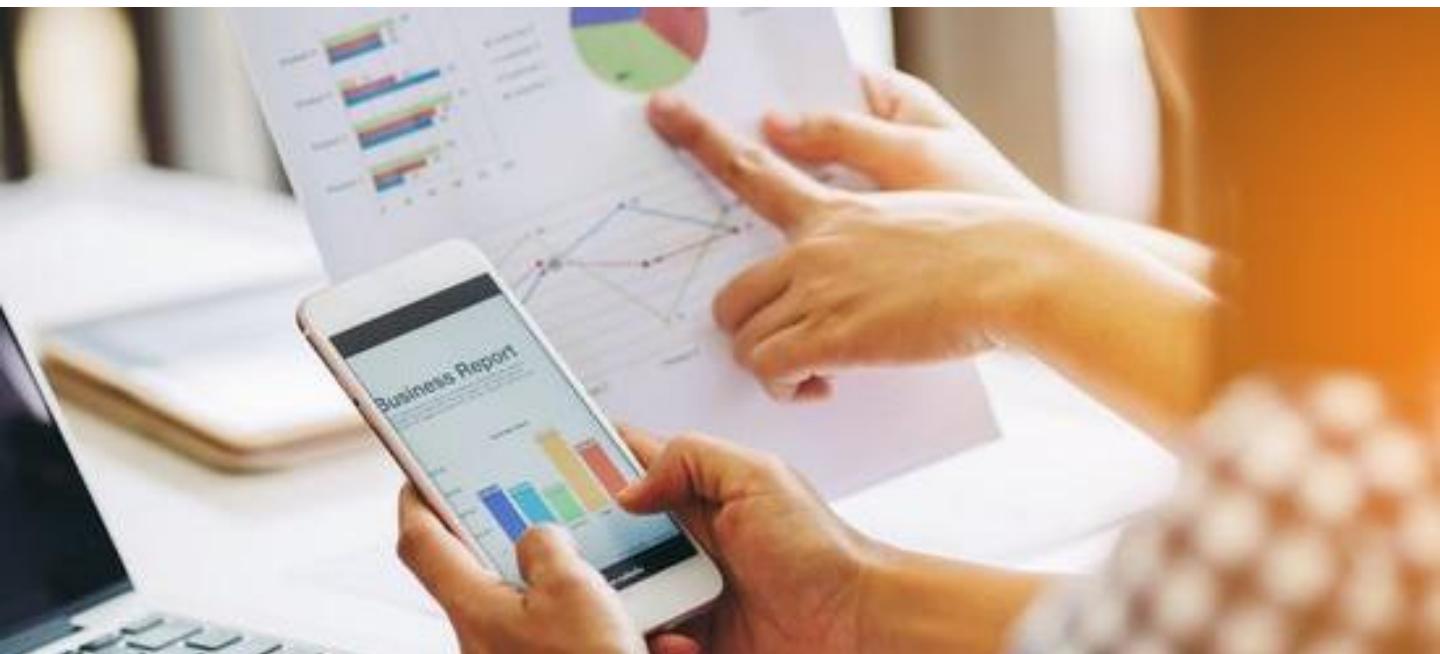
Ad esempio il confronto del rendimento atteso dell'Indice Azionario è stato per diverse settimane del 2025 inferiore a quello di un Investimento Obbligazionario governativo. Più precisamente per diverso tempo lo scorso anno il rapporto tra Utili Attesi Aggregati a livello di Indice e il valore dello stesso prezzo dell'Indice (ossia il reciproco matematico del rapporto P/E Atteso che esprime il rendimento che per almeno 1 anno gli utili azionari apporterebbero all'investimento azionario) è stato inferiore al rendimento delle Obbligazioni prive di rischio USA. Questo confronto si esprime nel cd Equity Risk Premium (ERP) quando si utilizza il rendimento nominale a scadenza del decennale governativo USA. Questo confronto esprime quanto l'investimento azionario remunerà in più l'investitore che scelte le più rischiose azioni rispetto alle obbligazioni governative e oggi, con il rendimento obbligazionario decennale al 4.17%, l'ERP è pari a -0.25%.

Questo stato di cose non è storicamente inusuale o impossibile, ma neppure molto frequente. Se misuriamo l'ERP storico a partire dal 1998 scopriamo che in media le rilevazioni settimanali hanno espresso un valore di 2.2% con la metà delle rilevazioni è stata sopra il valore di 2.52%.

Che si tratti di multipli elevati non vi è dubbio. Anche la misura più di lungo termine, aggiustata per l'inflazione, e calcolata da Rober Shiller (oggi a 39.85) indica che l'S&P 500 dal 1880 non ha mai trattato a multipli così elevati se non nel 2000 prima della bolla del Dot-Com.

Quindi oggi il confronto tra investimento azionario e obbligazionario USA dovrebbe essere progressivamente diventato decisamente a svantaggio del primo.

E una possibile spiegazione della sussistenza di così compresi ERP in presenza di un Mercato Azionario sui massimi non può quindi che riflettere attese di forte espansione degli utili anche oltre l'attuale anno fiscale e data la dimensione della negatività anche di diversi prossimi anni fiscali: e forse è anche questo l'eccezionalismo USA di cui tanto si è parlato nei mesi scorsi.

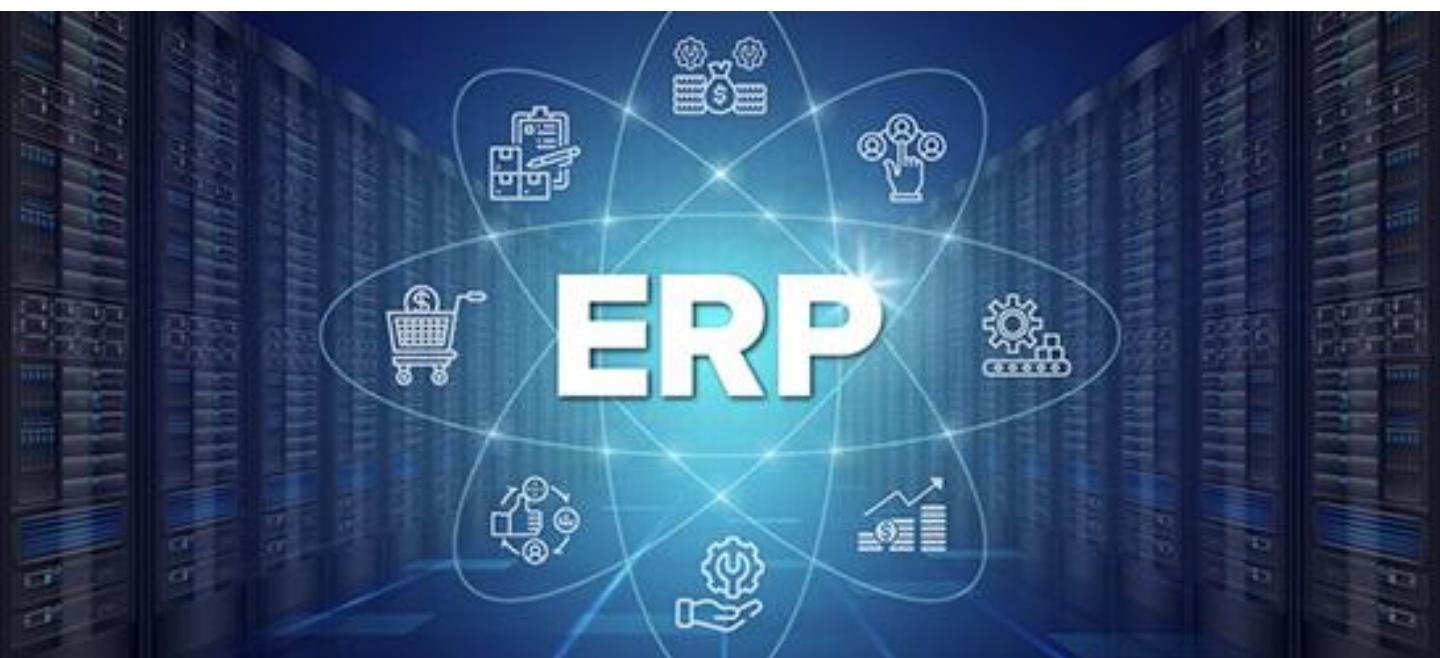


Tuttavia anche il confronto con i multipli presenti in Europa, che da sempre ha scontato multipli più bassi, mostra come il mercato Europeo sia anch'esso con multipli elevati dato che anch'esso si trova sui massimi storici ma che non sia neanche paragonabile al livello di elevata valutazione di quello USA.

Infatti, se consideriamo l'ERP per l'Indice del mercato europeo come l'EuropeStoxx600 otteniamo un ERP di 2.98% (merito sia di un P/E Atteso che oggi e a valori molto più bassi di 17.10 e di un rendimento decennale tedesco di 2.85% che è anch'esso molto più basso di quello USA). Con la media delle rilevazioni di questo valore dagli inizi degli anni duemila è stata di 4.69% (con il 50% delle rilevazioni sopra il 5.28%): per cui la distanza tra media e valore attuale del ERP per l'Europa è di 1.71 per gli USA di 2.44. Quindi USA molto distanti dalle medie storiche rispetto a quanto accade in Europa. Non solo ma anche rispetto all'Europa.

Infatti, se mettiamo a confronto, sempre a partire dagli inizi degli anni duemila, l'ERP Europeo con quello USA scopriamo che il valore dell'ERP Europeo è di ben oltre 3 punti percentuali sopra quello USA e ben sopra la media delle relative osservazioni di questa differenza che è di 1.89.

Poiché a multipli molto elevati in genere ha sempre corrisposto una performance dei mesi successivi non sempre brillante, si potrebbe dedurre che la diversificazione dal mercato azionario USA verso quello Europeo non dovrebbe essere una mossa così azzardata come da molti ritenuto.



Paolo Longeri
Head of research & portfolio manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Modena – Piazza Grande, 33
Milano – Via Mercato, 3

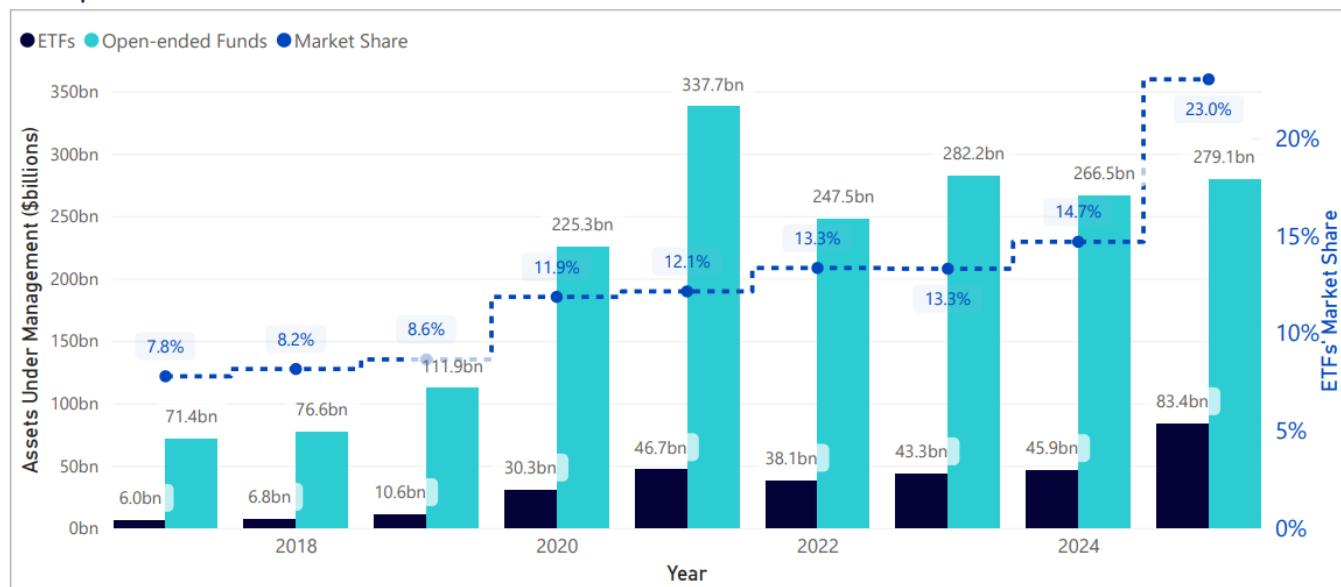


Il mercato dei fondi tematici in Europa

Ogni mese Wisdomtree, una società specializzata in ETF e ETP su materie prime e investimenti tematici, pubblica una analisi dettagliata sul mercato dei fondi tematici.

L'ultimo report pubblicato, aggiornato a fine ottobre, indica un mercato europeo pari a 362.5 mld Euro, di cui 279.1 mld in fondi e 83.4 mld in ETF, pari al 23% del totale. Mentre il patrimonio gestito dagli ETF, con il forte incremento del 2025 è sui massimi storici, quello dei fondi attivi resta ancora sotto di circa 20% rispetto ai massimi del 2021 (337.7 mld). La quota di mercato dei fondi tematici passivi ha visto un incremento molto significativo nel 2025 (23%), grazie soprattutto al successo di fondi legati al tema difesa e all'uranio/nucleare che in pochissimi mesi hanno raccolto ingenti masse.

Europe-domiciled thematic AUM evolution and ETFs' market share



Source: WisdomTree, Morningstar, Bloomberg. All data as of 31/10/2025 and based on WisdomTree's internal classification of thematic funds. Performance is based on monthly returns from Bloomberg and Morningstar. More information on the WisdomTree Thematic classification can be found in the Appendix. **Historical performance is not an indication of future performance, and any investments may go down in value.**

Da inizio anno la raccolta di ETF è positiva per 19.4 mld di Euro, mentre è negativa di 34.7 mld per i fondi. Al momento la raccolta nel 2025 è quindi negativa di 15 mld Euro, in miglioramento rispetto alla raccolta negativa del 2024 di 33 mld, ma che rimane in territorio negativo per il terzo anno di fila. La maggior parte dei deflussi (circa 25 mld) del 2025 è relativa alle strategie tematiche legate all'ambiente e alla sostenibilità, quasi interamente da fondi attivi.

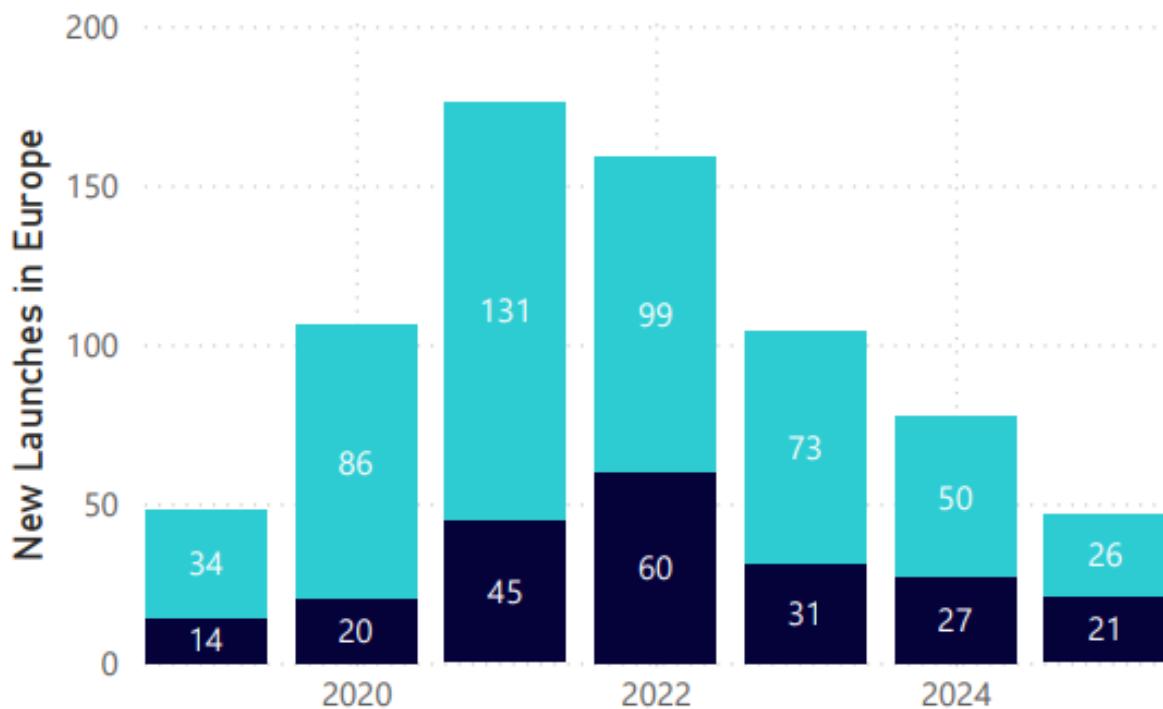
Per quanto riguarda gli attivi suddivisi nelle principali macrocategorie, la più importante nel 2025 diventa quella legata alla tecnologia (148 mld), seguita dai temi ambientali (104 mld), con il resto ripartito tra geopolitica, cambiamenti sociali/demografici, e strategie multi tematiche.

Analizzando più in dettaglio le categorie, il rapporto evidenzia come i temi con i patrimoni più rilevanti siano intelligenza artificiale e big data (33.5 mld), energie rinnovabili (24.9 mld), robotica e automazione (24.3 mld), acqua (22.9 mld) e aumento delle tensioni geopolitiche (19.3 mld) che include gli ETF sulla difesa lanciati nel 2025, con masse triplicate rispetto al 2024.

Da inizio anno i temi che hanno visto i maggiori flussi sono stati aumento delle tensioni geopolitiche (+ 12.6 mld), intelligenza artificiale e big data (+ 3 mld) e tecnologia cinese (+ 2.8 mld), mentre i maggiori deflussi si sono visti soprattutto nelle strategie "green", con la gestione sostenibile delle risorse (-2.5 mld), acqua (- 1.8 mld) e robotica e automazione (-1.1 mld).

Yearly thematic launches in Europe*

● ETFs ● Open-ended Funds

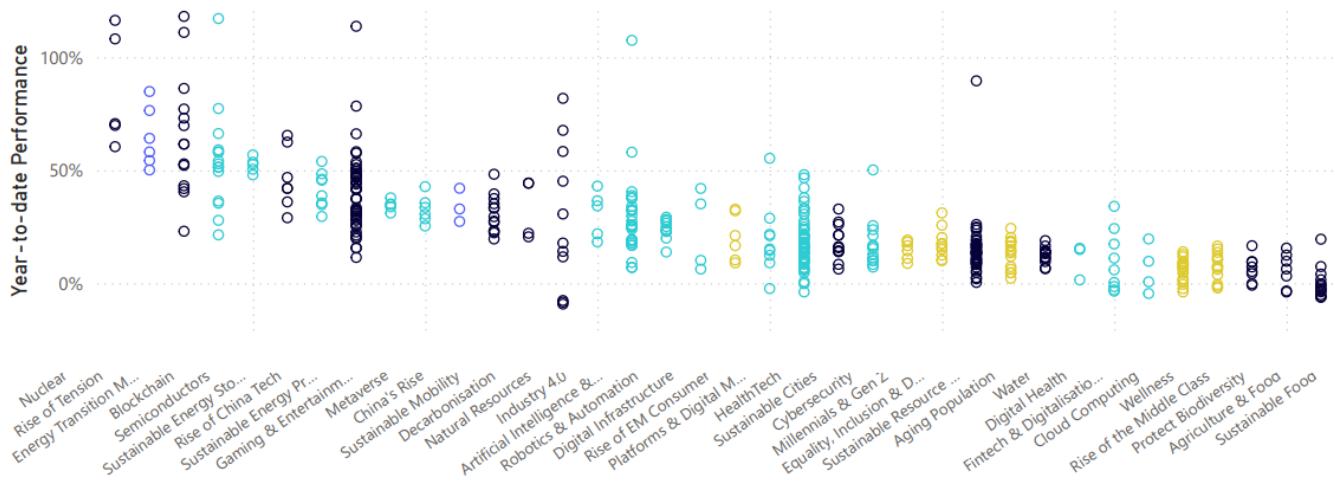


* New launches are updated quarterly

Per quanto riguarda il lancio di nuovi fondi, il 2025 si conferma per il quarto anno consecutivo in rallentamento, con solo 45 fondi lanciati (fino a fine settembre), rispetto ai 77 del 2024 e al picco di 176 del 2021.

Infine, il report indica che in termini di performance le strategie migliori da inizio anno sono quelle legate al nucleare e all'uranio (+ 90.7%), ai materiali per la transizione energetica (+ 65.9%) e alla economia dello spazio (+ 63.3%). Le peggiori sono invece la produzione di cibo sostenibile (+ 0.7%), produzione di cibo e agricoltura (+ 5.6%) e protezione della biodiversità (+ 6.1%).

Dispersion of YTD performance of all ETFs and mutual funds by themes in Europe



Source: WisdomTree, Morningstar, Bloomberg. All data as of 31/10/2025 and based on WisdomTree's internal classification of thematic funds. Performance is based on monthly returns from Bloomberg and Morningstar. More information on the WisdomTree Thematic classification can be found in the Appendix. **Historical performance is not an indication of future performance, and any investments may go down in value.**

For Financial Professional Use Only

WisdomTree European Thematic Monthly Update

Come in passato, il rapporto conferma che persiste una elevata dispersione tra i rendimenti di fondi ed ETF che fanno parte di una specifica strategia, una caratteristica tipica dei fondi tematici. Ad esempio, nel caso della produzione di energie rinnovabili si osservano performance da inizio anno variabili tra circa 10% e oltre 100%, per prodotti che dovrebbero avere un andamento abbastanza simile. Questo è dovuto alle differenti modalità di costruzione degli indici che replicano gli ETF o alla loro concentrazione su qualche titolo o al modo differente in cui i vari gestori definiscono il tema e quindi l'universo investibile.

Il rapporto quest'anno conferma che l'interesse degli investitori per gli investimenti tematici, in aggregato, rimane su livelli ben inferiori ai picchi del 2021, complice soprattutto il calo di interesse per i temi ambientali e una minore performance delle medie piccole capitalizzazioni che sono spesso presenti nei fondi tematici. Tuttavia il 2025 ha mostrato come le società di gestione che hanno identificato dei temi interessanti (es. difesa, spazio, nucleare) hanno avuto un successo commerciale molto importante.

Tra gli attivi dominano alcuni fondi attivi di grandi dimensioni, molti dei quali con molti anni di storia, specialmente nei settori della tecnologia o dell'ambiente. Per questo motivo le strategie sono spesso più generaliste e orientate alle grandi capitalizzazioni. Il settore dei fondi passivi è invece più dinamico, con una offerta continua dei temi più innovativi e con strategie molto focalizzate, spesso non adatte ad essere utilizzate da una gestione attiva, visto che l'universo investibile è ridotto.

Il mercato è in una fase di evoluzione, ma l'offerta resta articolata e più che adeguata a soddisfare le esigenze degli investitori sui settori più innovativi. È necessario però fare una attenta analisi dei vari fondi per evitare i possibili problemi degli investimenti tematici e per essere consapevoli delle caratteristiche di questo tipo di investimenti.

Se ci sono pochi titoli legati a un tema, questi possono raggiungere ipervalutazioni e rischiano non essere un buon investimento se comprati a multipli che scontano una crescita futura troppo elevata. Se un fondo ha molto successo, può essere costretto ad allargare il proprio universo di investimento, portando a una minore correlazione tra i titoli e il tema desiderato. Infine, a volte, il tema può essere così innovativo che sono necessari ancora molti anni prima che generi profitti per le aziende, oppure che non ci sia ancora un sufficiente numero di aziende operanti direttamente su quel tema. Sono alcune delle caratteristiche da analizzare per qualunque investimento, ma che diventano particolarmente rilevanti per gli investimenti tematici.

Grafici: fonte Wisdomtree e altri, come indicato.



Gabriele Montalbetti, CFA
Portfolio Manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Ufficio Studi
Milano – Via Mercato, 3



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.