



Granelli e ingranaggi

La crescita attesa per gli Stati Uniti è stata rivista al rialzo, mentre in Area Euro lo scenario resta invariato. Il processo disinflazionario prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico, e in Cina aumenta la vulnerabilità dell'economia ai rischi al ribasso. In questo contesto, la nostra view sull'azionario europeo ed italiano diventa neutrale, mentre non si registrano variazioni sulle altre asset class



Filippo Di Naro,
Direttore Investimenti di Anima Sgr

L'avvio del 2026 si colloca in un contesto di mercato positivo, con alcune asset class che hanno raggiunto i massimi dopo l'atteso *rally* di inizio anno. **I fondamentali macro e micro** — gli “ingranaggi” del ciclo — **continuano a funzionare** senza destare preoccupazione. **La nostra analisi, tuttavia, si concentra anche sui “granelli”**, ovvero eventi puntuali e rischi



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Costruttivi su Bund e BTP



AZIONARIO EUROPA

Ritorno alla neutralità



AZIONARIO ITALIA

Benefici da PNRR e riforme tedesche



AZIONARIO USA

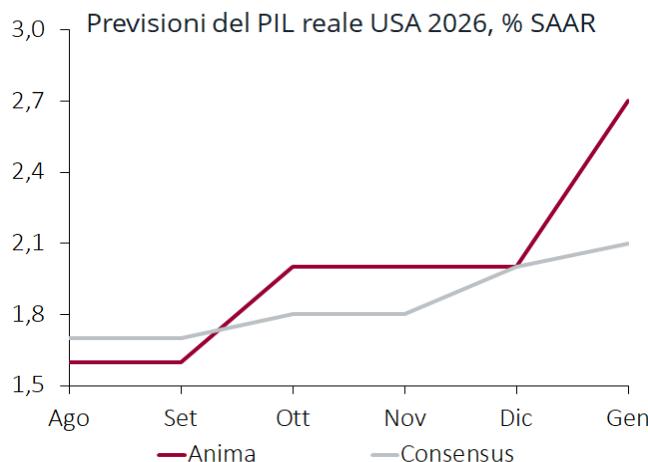
Guidance elemento chiave

che, pur presenti, non hanno ancora impattato la dinamica di mercato, ma potrebbero determinare fisiologiche pause o correzioni nel medio termine.

Crescita. Negli Stati Uniti, le aspettative di crescita sono state riviste al rialzo e superiori al consenso: le nostre stime per il 2026 si fanno più ottimistiche (**Grafico 1**), alla luce di una domanda interna che a fine anno ha mostrato basi particolarmente solide. Il PIL del terzo trimestre, infatti, ha sorpreso al rialzo, trainato dai consumi privati e, in particolare, dalla spesa per servizi, in progressiva accelerazione nel corso dell'anno.

Grafico 1

USA, aspettative di crescita riviste al rialzo



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 21/01/2026.

Il momentum è rimasto sostenuto anche nel quarto trimestre: le vendite al dettaglio indicano per il PCE (*Personal Consumption Expenditures*) un ritmo di crescita in linea con quello, già robusto, del trimestre precedente, mentre il miglioramento del saldo commerciale - favorito dall'accelerazione dell'export - ha fornito un ulteriore contributo all'economia.

Le prospettive per il 2026 restano costruttive. La fiducia dei consumatori nelle proprie prospettive reddituali è stabile, il *sentiment* delle imprese di servizi ha mostrato un netto miglioramento e, nei prossimi mesi, il supporto degli stimoli fiscali e di condizioni finanziarie più accomodanti dovrebbe rafforzarsi.

In Area Euro, lo scenario resta invariato. Continuiamo ad attenderci un'accelerazione della ripresa nel 2026, sostenuta dagli stimoli fiscali tedeschi, ma i rischi rimangono orientati al ribasso, a causa delle incertezze legate all'implementazione del piano fiscale tedesco e della qualità ancora fragile della crescita.

I dati più recenti forniscono segnali contrastanti:

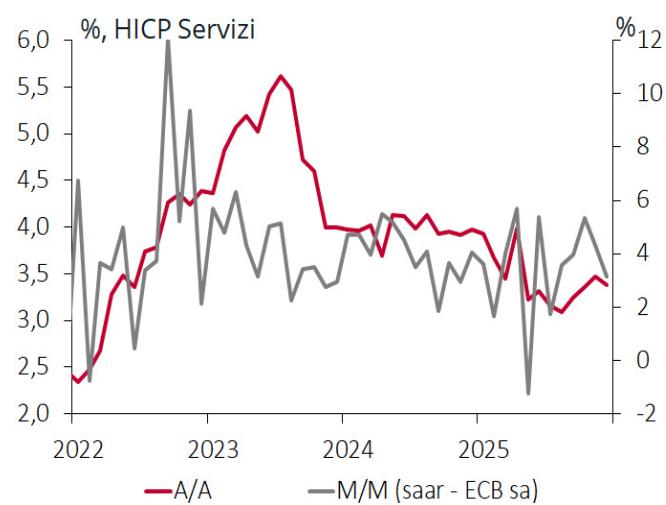
gli indici PMI hanno perso slancio, mentre alcuni indicatori dell'economia reale - in particolare la produzione industriale tedesca e le vendite al dettaglio europee - risultano più incoraggianti. **Il fattore cruciale per le prospettive resta la capacità di tradurre l'espansione fiscale in un impulso macro effettivo.**

Inflazione. Nonostante il miglioramento dello scenario per la crescita, le nostre stime sull'inflazione statunitense restano invariate e inferiori al consenso. Continuiamo a ritenere che l'inflazione core raggiungerà il target della Federal Reserve (Fed) entro la fine dell'anno. I dati più recenti supportano questa valutazione: i prezzi dei beni maggiormente esposti all'impatto delle tariffe mostrano una marcata decelerazione del *momentum* e una riduzione della quota di categorie interessate da rincari, suggerendo che il picco delle pressioni inflattive legate ai dazi sia ormai superato.

In Area Euro, continuiamo ad attenderci che l'inflazione core scenda sotto il target della Banca Centrale Europea (BCE) nel corso del 2026, più rapidamente rispetto alle stime del consenso e della stessa BCE. Con il *momentum* dei prezzi dei beni ormai stabilizzato sulla media pre-pandemica, la disinflazione sarà guidata principalmente dal comparto

Grafico 2

Area Euro, continua la disinflazione sui servizi



Nota: M/M (SAAR - ECB sa) = variazione mensile, destagionalizzata secondo la BCE, ed espressa a tasso annualizzato. Fonte: Haver Analytics, Anima Research. Dati al 21/01/2026.

Il rientro dei prezzi delle componenti più volatili, l'allentamento delle pressioni salariali - in un contesto di domanda di lavoro in indebolimento - e il meccanismo annuo di *reset* dei prezzi contribuiranno a ulteriori pressioni al ribasso.

 **In Cina, il quadro inflazionario rimane invariato.** La crescita continua a poggiare quasi esclusivamente sull'export, accentuando la vulnerabilità dell'economia ai rischi al ribasso. Gli ultimi dati confermano la debolezza della domanda interna, con vendite al dettaglio in crescita modesta e un settore immobiliare ancora in contrazione. In questo contesto, l'assenza di pressioni sui prezzi è evidente in tutte le principali misure – CPI, PPI, deflatore e salari – e il percorso verso un modello di crescita più maturo resta lento e irregolare.

Politiche monetarie.  Negli USA, la Fed ha lasciato i tassi invariati a gennaio e ci aspettiamo che riprenda il ciclo di allentamento con tre tagli a marzo, giugno e settembre, portando il target sui *Fed Funds* al 2,75–3,00%, con i rischi orientati in direzione di uno stimolo più limitato.

 **In Area Euro**, pur in presenza di un quadro macro che richiederebbe ulteriore supporto monetario, l'**evoluzione della funzione di reazione della BCE verso un atteggiamento onnicomprensivo riduce la probabilità di un intervento nel breve termine**. Di conseguenza, **manteniamo l'aspettativa di un taglio dei tassi nel 2026, ma con una tempistica incerta**.

 **In Cina, la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha adottato un orientamento moderatamente accomodante**, ribadendo la preferenza per un **allentamento graduale e calibrato**. Continuiamo a prevedere complessivamente **40 punti base di tagli dei tassi**, con l'obiettivo di sostenere e ancorare le prospettive di crescita del 2026.

Mercati obbligazionari Costruttivi su Bund e BTP

Il quadro valutativo nel **comparto obbligazionario resta sostanzialmente invariato**. Confermiamo la preferenza per i governativi core dell'Area Euro

rispetto ai Treasury, alla luce di una combinazione di fattori macroeconomici, geopolitici e valutativi che delineano un profilo di rischio complessivamente più contenuto, più che un contesto di reali opportunità.

Sui **Treasury** l'indicazione resta neutrale, in un contesto di elevata vulnerabilità a un possibile *repricing*. Sui **governativi core dell'Area Euro** manteniamo invece un orientamento leggermente più costruttivo: **i BTP si sono mossi in linea con i Bund tedeschi** e lo spread decennale è in fase di consolidamento sui minimi da agosto 2008.

Nel **comparto del credito**, gli spread rimangono molto compressi. In assenza di *catalyst* per un'inversione del *trend*, il profilo rischio/rendimento resta poco premiante e continua a giustificare un **approccio selettivo e prudente**.

Mercati azionari

Europa: ritorno alla neutralità

Nel corso del mese si è registrata una graduale accelerazione ciclica unitamente a un miglioramento delle stime di crescita aziendali. Tuttavia, il quadro di riferimento resta incerto, complici le tensioni geopolitiche, tra tutte le recenti mire espansionistiche dell'amministrazione Trump sulla Groenlandia. In questo contesto aggiorniamo il posizionamento a neutrale. A livello settoriale, siamo positivi su materie di base, tecnologici e bancari. Assumiamo una posizione neutrale sui consumi discrezionali, industriali, sanitari e *utilities*, mentre siamo negativi sui servizi di comunicazione, energetici e assicurativi.

Italia: spinta da riforme tedesche e PNRR

Nei prossimi trimestri l'Italia potrà trarre beneficio dall'attuazione del piano di investimenti e riforme varato in Germania, nonché dell'accelerazione nell'utilizzo dei fondi del PNRR. Dopo il *rally* degli ultimi anni, le valutazioni del mercato azionario italiano si sono allineate alle medie di lungo periodo rispetto all'Europa, ma restano significativamente a sconto rispetto agli Stati Uniti, e permangono sacche di valore da sfruttare con una gestione attiva. In questo contesto, aggiorniamo il posizionamento a neutrale, con preferenza per settori di qualità come *wealth management*, lusso e *food & beverage*.



USA: guidance elemento chiave

Nel corso del mese abbiamo mantenuto un approccio coerente con l'impostazione del recente passato e confermiamo l'orientamento costruttivo sui titoli a maggior capitalizzazione, pur ricercando una struttura più equilibrata e diversificata. È nostra intenzione aumentare progressivamente l'esposizione verso società con valutazioni più attraenti e con un miglioramento delle metriche di ritorno sul capitale investito: il *focus* non riguarda solo l'andamento degli utili, ma anche il rendimento complessivo gene-

rato dall'impiego del capitale, al fine di privilegiare imprese con una struttura finanziaria solida. In questa fase l'attenzione è rivolta soprattutto alla stagione degli utili, con particolare interesse alle indicazioni prospettiche fornite dalle società. Le *guidance* costituiranno a nostro avviso un elemento chiave per comprendere se la crescente partecipazione ai rialzi sia sostenibile anche nei prossimi mesi o se, al contrario, possa emergere un rallentamento delle dinamiche fondamentali.

Nota: documento chiuso al 4 febbraio 2026

Il presente materiale non può in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. ANIMA è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.