



2026: dall'attesa all'azione

Confermiamo le attese di una riaccelerazione della crescita negli USA dal primo trimestre, mentre la ripresa dell'Area Euro dipenderà dagli stimoli fiscali tedeschi. Il *trend* disinflazionistico prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico, con gli Stati Uniti che raggiungeranno il *target* della Fed entro la fine del prossimo anno. In Cina, nonostante il supporto delle Autorità, la domanda interna resta debole e le pressioni deflazionistiche radicate. In questo contesto, la nostra *view* diventa cautamente positiva sull'azionario, mentre non subisce variazioni per le altre *asset class*



Filippo Di Naro,
Direttore Investimenti di Anima Sgr

Alla luce delle analisi e dei movimenti di mercato delle ultime settimane, **la view sull'asset class azionaria viene rivista in senso neutrale/positivo**, riflettendo l'aspettativa di un consolidamento del *trend* di apprezzamento degli indici. Tale scenario appare coerente con un quadro macro-fondamentale com-



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Costruttivi su Bund e BTP



AZIONARIO EUROPA

Cautamente positivi



AZIONARIO ITALIA

Benefici da PNRR e riforme tedesche



AZIONARIO USA

Partecipazione allargata anche nel 2026

pletteramente solido e con il perdurare di politiche economiche di natura espansiva. A ciò si affiancano

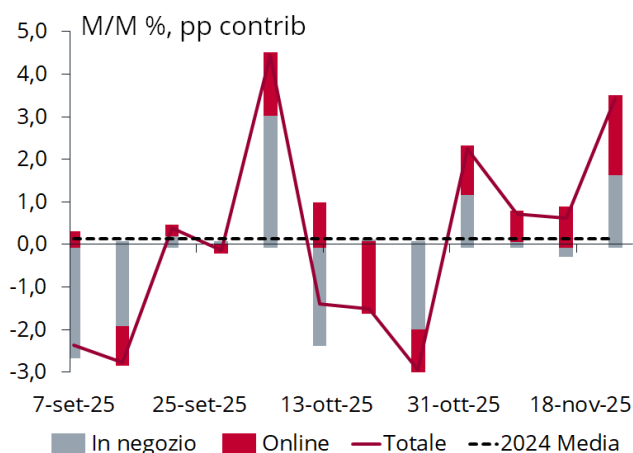
un *sentiment* degli investitori ancora cauto e una stagionalità storicamente favorevole nel mese di gennaio, che contribuiscono a rafforzare le prospettive di breve periodo. **Il principale rischio per questo scenario resta la dinamica dei tassi di interesse**, condizionata sia dall'andamento dei prezzi sia dalla spesa pubblica a supporto delle elezioni politiche e amministrative degli USA, con un quadro relativamente più favorevole per l'Europa rispetto agli Stati Uniti.

Crescita. 🇺🇸 Negli Stati Uniti, le informazioni disponibili restano coerenti con la nostra aspettativa di una **riaccelerazione del momentum della crescita a partire dal primo trimestre 2026**. Il consenso di mercato si è nel frattempo allineato a questo scenario, mentre la Federal Reserve mantiene una valutazione più ottimistica.

I dati di settembre su vendite al dettaglio e PCE (*Personal Consumption Expenditures*), l'indice che misura la spesa per consumi personali, mostrano una debolezza riconducibile prevalentemente a fattori tecnici e non riflettono appieno la solidità dei consumi: in tal senso, le spese effettuate con carte di credito evidenziano un miglioramento significativo dalla fine di ottobre (**Grafico 1**). Anche il deterioramento della fiducia dei consumatori appare rientrato, sostenuto da una dinamica favorevole del reddito da lavoro.

Grafico 1

USA, i dati delle carte di credito mostrano il ritorno della spesa



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati all'11/12/2025.

Il *sentiment* delle imprese di servizi si è dimostrato resiliente durante il periodo di chiusura delle attività

governative non essenziali, come riflesso dall'indice ISM. Tuttavia, il contributo rilevante della componente dei tempi di consegna e la debolezza dei nuovi ordini suggeriscono cautela: per questo motivo, non incorporiamo ancora i rischi al rialzo per la crescita nel nostro scenario centrale.

🇪🇺 In Area Euro il quadro resta sostanzialmente invariato. Continuiamo ad **attenderci un'accelerazione della ripresa trainata dagli stimoli fiscali tedeschi**, ma i rischi rimangono orientati al ribasso, data la scarsa qualità della crescita e le potenziali criticità nella fase di implementazione.

Nonostante la revisione al rialzo del PIL del terzo trimestre, permangono squilibri significativi nella composizione e nella distribuzione geografica della crescita. **Il contributo principale proviene dagli investimenti e dalla spesa pubblica** e l'accelerazione degli investimenti si è concentrata in Irlanda e Spagna ed è stata quasi interamente legata alla proprietà intellettuale. I consumi privati restano deboli nella maggior parte dei Paesi, fatta eccezione per la Spagna.

Guardando al 2026, **l'espansione fiscale tedesca rappresenterà il principale motore della ripresa**. I segnali più recenti sono moderatamente incoraggianti: la spesa per investimenti è in aumento e il nostro indicatore *live* dell'impulso fiscale segnala un'accelerazione, trainata da sussidi energetici e spese per infrastrutture e difesa.

Inflazione. 🇺🇸 Negli USA, il nostro scenario centrale resta invariato. Manteniamo l'aspettativa che l'inflazione core raggiunga il *target* della Fed entro fine 2026, assumendo che lo *shock* legato alle tariffe sia transitorio e che il *trend* disinflazionistico nel comparto dei servizi si consolidi. Il *momentum* del PCE core, pur leggermente superiore ai livelli pre-Covid, mostra un lieve calo, con la modesta accelerazione dei beni core più che compensata dalla flessione dell'indice *supercore*.

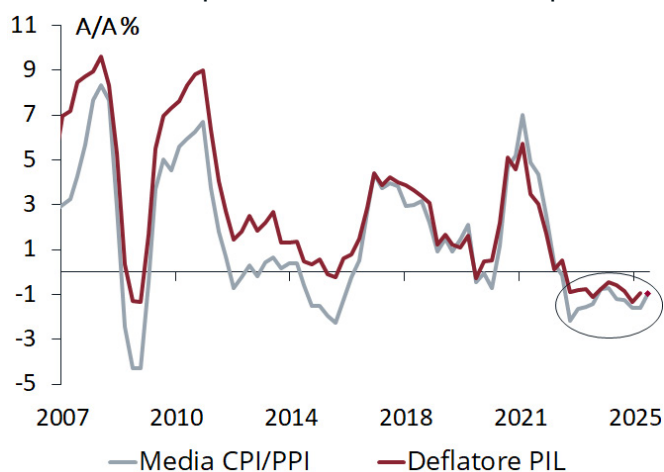
🇪🇺 In Area Euro, ci attendiamo che **l'inflazione core scenda sotto il target nel corso del 2026**. Il profilo delle nostre stime è stato rivisto meccanicamente al rialzo a causa dei rincari su alcune categorie di prezzi molto volatili, come tariffe aeree, alberghiere e pacchetti vacanze in Germania. La

disinflazione sarà sostenuta principalmente dal *re-set* annuale dei prezzi, che riguarda quasi il 50% del paniere HICP dei servizi, e dall'allentamento delle pressioni salariali: l'indicatore dei salari negoziati è in rapido calo e altri *tracker* suggeriscono un consolidamento del *trend* ribassista.

🇨🇳 **In Cina**, i dati più recenti evidenziano una debolezza dell'economia diffusa a ottobre, amplificata da fattori tecnici, e hanno portato a una lieve revisione al ribasso delle proiezioni di crescita del PIL per il 2025 e il 2026. Le **Autorità hanno comunque rafforzato i supporti**, incrementando prestiti agli enti locali e progetti infrastrutturali, al fine di mantenere la crescita – seppur artificialmente – su livelli prossimi al 5%. Nonostante ciò, **la domanda interna resta debole e le pressioni deflazionistiche rimangono radicate (Grafico 2)**; confermiamo quindi la nostra attesa che **l'inflazione resti ben al di sotto dell'obiettivo della Banca Popolare Cinese** per tutto l'orizzonte di previsione.

Grafico 2

Cina, restano pressioni al ribasso sui prezzi



Nota: il Deflatore del PIL è un indice dei prezzi che misura la variazione media dei prezzi di tutti i beni e servizi finali prodotti in un'economia, permettendo di distinguere la crescita economica reale (aumento della produzione) dall'effetto dell'inflazione (aumento dei prezzi). Fonte: *Haver Analytics*, Anima Research. Dati all'11/12/2025.

Politiche monetarie. 🇺🇸 Durante l'ultima riunione, Powell ha evidenziato l'orientamento accomodante della Fed, passando da un approccio passivo a uno più proattivo nella gestione dei rischi al ribasso sul mercato del lavoro. Ci aspettiamo **tre tagli dei tassi a marzo, giugno e settembre**, superiori alle attese di mercato, pur considerando che i rischi potrebbero

tradursi in un allentamento più limitato in caso di surriscaldamento ciclico o di *policy*.

🇪🇺 **In Area Euro**, riteniamo necessario ulteriore supporto nonostante l'ottimismo della BCE: **ci attendiamo un taglio dei tassi a marzo e livelli invariati per il resto del 2026**, con rischi orientati verso un'ulteriore misura espansiva se il governo tedesco non dovesse rispettare gli impegni fiscali.

🇨🇳 **In Cina**, la politica monetaria non è stata modificata nel *meeting* di novembre; alla luce dei crescenti rischi per la crescita, **ci aspettiamo un ulteriore taglio** a supporto di una crescita solida nel 2026.

Mercati obbligazionari

Positivi su Bund e BTP

La view sui mercati obbligazionari resta invariata. Confermiamo una posizione **neutrale sui Treasury**, dove i livelli di rendimento appaiono meno attraenti e permangono rilevanti rischi al rialzo. Manteniamo, invece, un **orientamento moderatamente costruttivo sui titoli governativi core dell'Area Euro**, pur senza assumere posizioni aggressive e adottando un approccio differenziato lungo i diversi segmenti della curva. Tale impostazione riflette considerazioni di natura macroeconomica e valutativa, tra cui aspettative particolarmente conservative sulla politica monetaria e rendimenti collocati nella parte alta del *trading range*. **I BTP si sono mossi in linea con i Bund tedeschi** e lo *spread* sulle scadenze decennali è rimasto invariato intorno ai 69 punti base, ai minimi dall'estate 2009.

Manteniamo la **prudenza sul mondo del credito**: le prime settimane dell'anno saranno contraddistinte dalla tradizionale abbondanza di nuove emissioni, che generalmente apre le porte a una fase di *sestamento/allargamento* degli *spread*.

Mercati azionari

🇪🇺 Europa: cautamente costruttivi

Le azioni europee sembrano avvantaggiate da recenti tendenze reflazionistiche grazie a valutazioni contenute, una minore concentrazione di investitori e comparazioni economiche più facili, senza dover dipendere eccessivamente dall'andamento del settore dell'intelligenza artificiale. Alla luce di questi elementi, adottiamo un orientamento neutrale/

positivo sull'azionario europeo. Dal punto di vista settoriale, manteniamo una valutazione positiva sui consumi discrezionali — in particolare sul comparto del lusso — oltre che su tecnologia, banche e materiali. Assumiamo, invece, una posizione neutrale su industriali, sanitari e *utilities*, mentre siamo negativi sui settori assicurativo, energetico e dei servizi di comunicazione.

Italia: benefici da PNRR e riforme tedesche

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/positivo, con preferenza per settori di qualità come *wealth management*, lusso e *food & beverage*. Preferiamo anche i titoli dome-

stici ed europei, limitando l'esposizione verso settori e società più sensibili ai dazi, al deprezzamento del dollaro e alle tensioni commerciali.

USA: partecipazione allargata anche nel 2026

Restiamo convinti che l'allargamento della partecipazione sarà il tema dominante del 2026, anche in termini di contributo alla generazione degli utili (nel 2025 la tecnologia ha mantenuto il ruolo di traino). Il discorso vale anche per l'intelligenza artificiale; gli *hyperscaler* sono in fase di consolidamento dopo una *reporting season* che ha registrato anche qualche delusione, ma l'aspetto più interessante da sottolineare è l'accelerazione nel ritmo di adozione delle nuove tecnologie, rilevata su molti fronti: si inizia già a parlare dei benefici di questi investimenti in termini di risparmio di costi e aumento di produttività, e questo non può che alimentare un ampliamento della partecipazione, trasversalmente ai settori.

Nota: documento chiuso al 2 gennaio 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.