



Immagine generata con l'IA

Tutti gli occhi sui bond

Dal punto di vista macro gli ultimi dati hanno sorpreso: positivi negli USA e superiori alle attese in Europa, mentre l'inflazione dei principali mercati sviluppati resta lontana dal rischio di surriscaldamento. Il giudizio sui governativi si conferma costruttivo, con la view moderatamente positiva estesa anche ai Treasury, mentre resta un approccio leggermente prudente sull'azionario



Filippo Di Naro
Direttore Investimenti di Anima Sgr

Il **quadro macro si sta** progressivamente **riequilibrando**, con il *momentum* della crescita statunitense che potrebbe aver raggiunto il picco e l'Area Euro che si conferma più resiliente delle attese. In questo contesto, manteniamo un **orientamento piuttosto prudente sull'equity**, dopo una fase sostenuta dall'eccezionale solidità dei fondamentali e del quadro macro. L'approssimarsi delle elezioni di medio termine negli USA è un altro fattore che contribuisce

Nota: documento chiuso il 17 settembre 2026

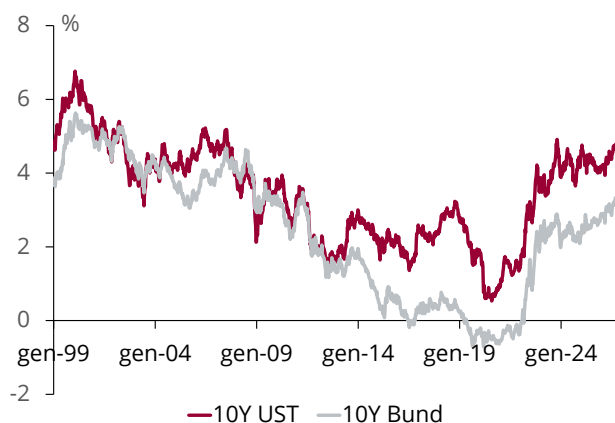
 MERCATI OBBLIGAZIONARI	Costruttivi anche sui Treasury
 AZIONARIO EUROPA	Accelerazione vs USA
 AZIONARIO ITALIA	Costruttività e prudenza
 AZIONARIO USA	Revisione utili a sostegno dei software

ad alimentare l'incertezza.

Sul fronte obbligazionario, **i rendimenti governativi hanno raggiunto i livelli più alti da decenni (Grafico 1)**, con un *carry* elevato e rischi ciclici più contenuti. Confermiamo quindi il giudizio costruttivo su *Bund* e BTP ed estendiamo la *view* positiva ai *Treasury*, alla luce dei segnali di attenzione delle autorità statunitensi alla dinamica dei tassi.

Grafico 1

UST e Bund, rendimenti verso il top



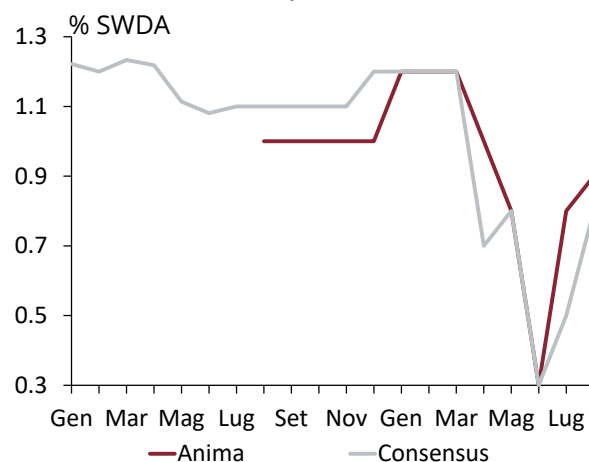
Nota: Bloomberg, Anima Research. Dati al 10/09/2026.

Crescita. 🇺🇸 Negli **Stati Uniti**, la **domanda interna** ha mantenuto una buona dinamica nel primo semestre, **sostenuta dai consumi e dagli investimenti legati all'Intelligenza Artificiale**. Riteniamo tuttavia che **il momentum della crescita possa aver raggiunto il picco** e stabilizzarsi su livelli lievemente inferiori al potenziale, in linea con il progressivo esaurirsi della spinta fiscale. I consumi sono destinati a perdere parte dello slancio, anche per effetto di una crescita del reddito reale disponibile inferiore al trend pre-Covid e del ridimensionamento dell'impulso del *Big Beautiful Bill*. Il mercato del lavoro rimane in equilibrio, senza significative pressioni su occupazione e salari.

🇪🇺 In **Area Euro**, l'**attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo superiore alle attese (Grafico 2)** e prevediamo che il *momentum* si consolidi anche nel 2027. L'economia europea ha mostrato una resilienza superiore alle attese nonostante l'*escalation* delle tensioni geopolitiche, sostenuta dalla solida dinamica del reddito disponibile in termini reali e accompagnata da alcuni cambiamenti strutturali nel sistema energetico.

Grafico 2

Area Euro, il PIL sorprende al rialzo



Nota SWDA = *Seasonally and Working-Day Adjusted* (Dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi). Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 31/08/2026.

I dati più recenti suggeriscono che il quadro costruttivo si sia ulteriormente consolidato durante l'estate. Non ravvisiamo rischi di surriscaldamento: la crescita dei salari negoziati è in progressiva decelerazione e le nostre stime sulla compensazione per dipendente indicano un'ulteriore moderazione.

Inflazione. 🇺🇸 Le prospettive per l'inflazione restano favorevoli, nonostante alcuni *shock* di offerta ne rallentino il rientro. **Negli Stati Uniti**, l'accelerazione del CPI (*Indice dei Prezzi al Consumo*) core a luglio appare in larga parte tecnica e **non segnala un'inversione del trend disinflazionistico**. Le pressioni sui beni, legate soprattutto a dazi e AI, restano contenute, mentre una dinamica salariale rassicurante limita i rischi nei servizi. La disinflazione procede quindi lentamente, senza evidenze di pressioni dalla domanda.

🇪🇺 In **Area Euro**, ci aspettiamo **un'ulteriore moderazione dell'inflazione**, seppur graduale. L'inflazione dei beni *core* è in linea con la media pre-Covid e, nonostante la maggiore persistenza nei servizi, non emergono effetti indiretti significativi.

🇨🇳 In **Cina** resta in una **fase di Japanification**, con la domanda interna ancora debole e le pressioni sui prezzi che restano molto contenute, mentre gli indicatori ad alta frequenza **non mostrano ancora segnali di inversione di tendenza**.

Politiche monetarie. 🇺🇸 Negli USA, dopo aver espresso una retorica aggressiva già nel simposio di *Jackson Hole*, Kevin Warsh ha portato **la Fed ad alzare i tassi di 25 punti base a settembre**. Per il futuro riteniamo probabili uno o due ulteriori rialzi entro marzo 2027.

🇪🇺 In Area Euro, la Banca centrale europea (BCE) ha alzato i tassi di interesse di 25 punti base nella riunione di settembre. Un ulteriore rialzo a dicembre non può essere escluso, specie se le pressioni sui prezzi dell'energia non dovessero rientrare e la crescita si confermasse resiliente, ma restiamo dell'avviso che la BCE non sarà in grado di consegnare l'intera stretta attualmente prezzata.

🇨🇳 In Cina, non prevediamo ulteriori riduzioni dei tassi o del coefficiente di riserva obbligatoria nel 2026. Nel breve periodo, il sostegno all'economia dovrebbe arrivare soprattutto da una più rapida attuazione delle misure di stimolo fiscale.

Mercati obbligazionari

Costruttivi anche sui Treasury

Durante l'estate, i rendimenti governativi si sono mossi al rialzo su entrambe le sponde dell'Atlantico, sostenuti da dati macro ancora solidi e dalla revisione al rialzo delle aspettative sulla politica monetaria della Fed.

Riteniamo, tuttavia, che gli attuali livelli offrano **opportunità interessanti**. La moderazione attesa della crescita e il consolidamento del processo disinflazionistico dovrebbero limitare il rischio di ulteriori rialzi significativi dei rendimenti.

Manteniamo una **view moderatamente costruttiva sui governativi europei core ed estendiamo tale orientamento ai Treasury**, oggi più attraenti dopo il rialzo dei rendimenti sulle scadenze lunghe. Nel corso delle ultime settimane, **i BTP si sono mossi in linea con i governativi europei core**, con lo spread contro *Bund* decennale pressoché stabile intorno agli 80 punti base.

Permane, infine, la cautela sul credito, in un con-

testo di premi al rischio estremamente compressi, che ne limita l'attrattività.

Mercati azionari

🇪🇺 Europa: volatilità in aumento

Ad agosto, l'attività economica in **Area Euro ha continuato a espandersi a un ritmo più sostenuto del previsto**. Questo, unitamente alle buone evidenze emerse dalla stagione delle trimestrali ha sostenuto i corsi azionari e mitigato i timori di un possibile rallentamento indotto dallo *shock* energetico. Dal punto di vista settoriale, siamo positivi sui materiali di base, tecnologici e bancari; neutrali su industriali, *utilities*, consumi discrezionali, sanitari ed energetici; negativi su: telecomunicazioni, consumi di base, assicurativi e *diversified financials*.

🇮🇹 Italia: costruttività e prudenza

Lo scenario **resta costruttivo**, ma il rialzo dei rendimenti, la maggiore volatilità dei titoli legati all'AI e l'avvicinarsi delle elezioni di *mid-term* negli Stati Uniti suggeriscono **prudenza** in vista di una possibile fase di consolidamento. A livello settoriale manteniamo una *view* positiva su finanziari, lusso e titoli domestici/europei, mentre siamo prudenti nei confronti di quei settori legati all'AI, che hanno mostrato movimenti di prezzo molto più pronunciati rispetto alla revisione degli utili, degli energetici, della difesa e degli industriali.

🇺🇸 USA: revisioni utili a sostegno del software

Ad agosto si è assistito a una progressiva **rotazione della leadership di mercato**. Pertanto, abbiamo **incrementato selettivamente l'esposizione al comparto software**, con particolare riferimento all'*application software*, dove le revisioni positive delle stime sugli utili hanno portato a una *view* più costruttiva. Manteniamo in prospettiva una *view* positiva sugli *hyperscaler*, grazie alla maggiore chiarezza fornita sul profilo delle *capex* e sui tempi attesi di ritorno sulla profittabilità degli investimenti, tema che rappresentava uno dei principali elementi di cautela da parte degli investitori.

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.