



Quiete apparente

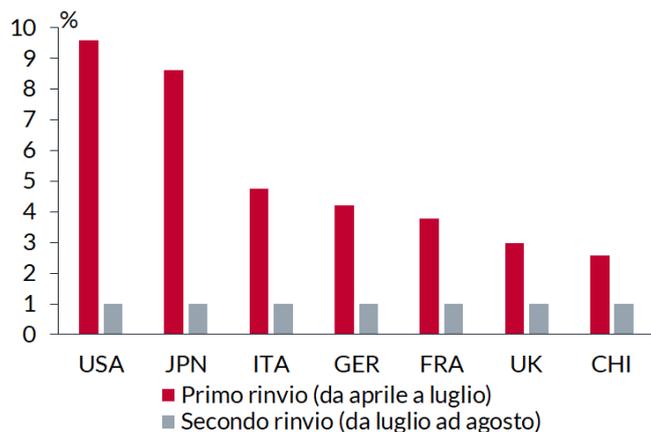
Negli Stati Uniti non ci aspettiamo una recessione nel 2025, ma una significativa volatilità nei prossimi mesi. In Area Euro, invece, il momentum è calato nel secondo trimestre e rimarrà debole. Il processo disinflazionistico prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina, la dinamica dei prezzi resta stagnante, penalizzata da un persistente e significativo squilibrio tra domanda e offerta interne. In questo contesto macro e geopolitico incerto, confermiamo un approccio neutrale sull'obbligazionario governativo e complessivamente prudente sull'azionario

In questa prima metà dell'estate del 2025, come ormai da diversi mesi, l'economia globale si muove lungo una linea sottile, sospinta da forze divergenti. Non c'è recessione, ma nemmeno una vera ripartenza. La crescita resiste, ma in modo diseguale fra diverse aree geografiche. L'inflazione non è sconfitta, ma è sempre in balia della variabile dazi. Le Banche centrali sembrano prepararsi a tagliare i tassi, ma senza affrettarsi. Nel frattempo, anche i listini riflettono questa ambiguità. **Da diverso tempo i mercati si muovono in quella che sembra una sorta di indifferenza al flusso di notizie (Grafico 1)**, che pure spazia dalla geopolitica alla politica monetaria, passando per le tensioni commerciali. La realtà è che, finché il *newsflow* non si rifletterà nei dati economici, è improbabile che questa sorta di impassibilità dei mercati venga turbata.

È, insomma, una fase fatta di sfumature, di prudenza, di adattamenti continui. In cui né l'ottimismo né il pessimismo trovano piena giustificazione, e in cui i mercati continuano a procedere in una condizione di **quiete apparente**.

Grafico 1

Mercati indifferenti al *newsflow*?



Nota: il grafico mostra la reazione dei mercati nel primo giorno utile di contrattazione a seguito dell'annuncio del rinvio dei dazi. Fonte: MSCI, Anima Research. Dati al 21/07/2025.

Più nel dettaglio, negli **Stati Uniti si conferma un profilo di crescita irregolare ma solido, senza segnali di recessione nell'orizzonte del 2025**. Per contro, **l'Area Euro mostra un evidente indebolimento**, con momentum in netto calo. **In Cina, la ripresa rimane parziale e fragile**, zavorrata dai problemi legati al settore immobiliare e dalla domanda interna fiacca.

Negli Stati Uniti iniziano a manifestarsi le prime pressioni inflazionistiche legate ai dazi, seppur limitate a specifiche categorie di beni, ma nel complesso il **processo di disinflazione continua**. **In Europa**, l'inflazione *headline* va stabilizzandosi poco sopra il 2%, confermando **un trend disinflazionistico** sostenuto soprattutto dalla moderazione delle pressioni su beni e servizi. **In Cina l'inflazione resta contenuta**, riflettendo squilibri strutturali persistenti.

Con riferimento alle politiche monetarie, la **Federal Reserve** e la **Banca Centrale Europea** dovrebbero operare **due tagli dei tassi ciascuna entro fine anno**, in linea con uno scenario di rallentamento moderato e inflazione sotto controllo. **Le Autorità cinesi sono focalizzate sullo stimolo fiscale**, stante una dinamica inflazionistica che giustifica una politica monetaria ancora accomodante da parte della Banca Popolare Cinese.

Crescita. Negli USA, per il 2025 non ci aspettiamo una recessione, ma una significativa volatilità nei dati trimestrali, con una ripresa nel secondo trimestre, un rallentamento nel terzo e una lieve accelerazione a fine anno. Il sostegno ai consumi rimane solido, grazie alla **continua crescita del reddito personale**, al netto dei trasferimenti pubblici, e a un **reddito da lavoro ancora superiore alla media pre-Covid**, nonostante un certo rallentamento (Grafico 2).

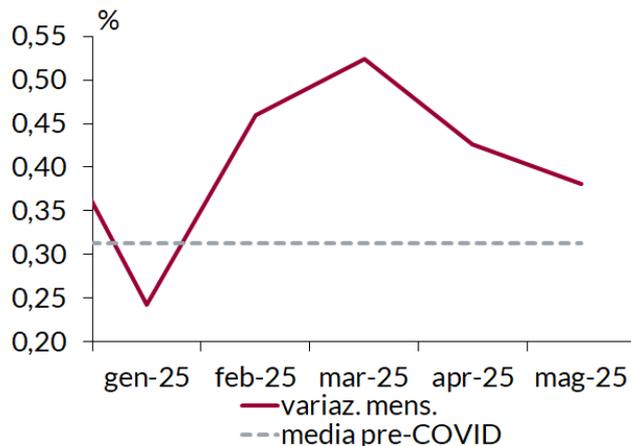
La fiducia dei consumatori statunitensi si sta rafforzando: a giugno, l'indice dell'Università del Michigan è salito a 60,7, il livello più alto da febbraio 2025. A consolidare questo quadro contribuisce anche l'aumento dei risparmi pensionistici, segnale di fiducia prospettica, sostenuto da migliori condizioni finanziarie. Complessivamente, **si conferma l'accelerazione della crescita nel secondo trimestre**, guidata da esportazioni nette in ripresa e domanda interna resiliente.

In Area Euro, il momentum della crescita è crollato nel secondo trimestre e dovrebbe restare debole anche nella seconda metà del 2025. Dopo un primo trimestre sostenuto da fattori idiosincratici - in particolare il contributo delle esportazioni di beni, anticipate in vista di possibili dazi statunitensi -

L'attività economica ha perso slancio, appesantita dal venir meno del *front-loading* delle esportazioni e dall'elevata **incertezza commerciale**. Riteniamo che quest'ultima abbia inciso negativamente sia sulle esportazioni, sia sugli investimenti domestici e, in misura minore, sui consumi.

Grafico 2

USA, il reddito da lavoro resta elevato



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 23/07/2025.

Inflazione. Negli Stati Uniti, al netto di pressioni temporanee derivanti dalle tariffe, **il trend disinflazionistico dovrebbe consolidarsi**. A giugno, l'inflazione da dazi ha iniziato a diffondersi in alcune categorie di beni *core* (abbigliamento, elettrodomestici), anche se i prezzi di altri beni soggetti a dazi elevati (auto, ricambi, prodotti sanitari) non hanno ancora mostrato aumenti significativi. Le imprese rimangono riluttanti a trasferire completamente i costi sui consumatori, preoccupate dall'incertezza politica e dalla possibile perdita di quote di mercato. **L'inflazione dei servizi residenziali** continua un percorso di **normalizzazione** con volatilità moderata, mentre **l'indice supercore registra variazioni contenute**. Complessivamente, il temporaneo aumento dei prezzi dei beni e il rallentamento strutturale della crescita salariale sostengono un **outlook favorevole per l'inflazione**.

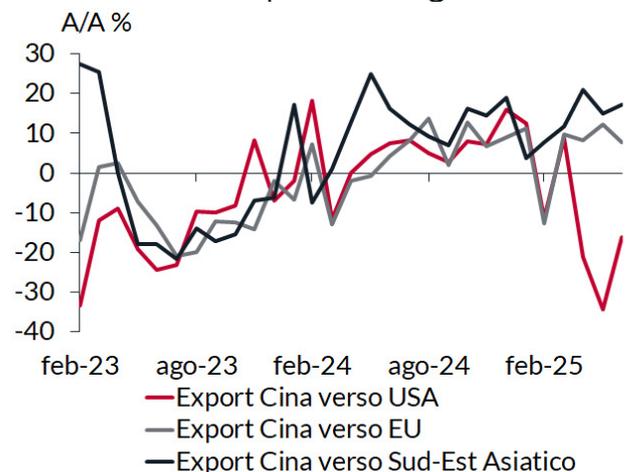
In Area Euro, i dati di giugno confermano un'inflazione sostanzialmente in linea con l'obiettivo della BCE: *headline* al 2% e *core* stabile al 2,3%. Le lievi pressioni sui servizi, legate a componenti volatili, sono state compensate da un allentamento di quelle sui beni. Nei mesi di luglio e agosto, ulterio-

ri segnali di disinflazione potrebbero derivare dagli effetti base legati agli Europei e alle Olimpiadi del 2024. Questi fattori, insieme alla moderazione delle pressioni salariali, dei margini di profitto e delle aspettative di inflazione da parte dei consumatori, suggeriscono un **possibile consolidamento del trend ribassista dei prezzi**, trainato dal rallentamento dei prezzi dei servizi.

In Cina, il PIL del secondo trimestre ha superato le attese grazie al rimbalzo delle esportazioni, alla ripresa della produzione industriale e all'effetto dei primi stimoli fiscali. In particolare, **le esportazioni hanno mostrato una tenuta superiore al previsto**, con una crescita del 5,8% annuo a giugno, trainata soprattutto dalle spedizioni verso gli Stati Uniti (+21,9%; **Grafico 3**) e dai comparti meccanico-elettrico e *high-tech*. Tuttavia, il **momentum interno sta rallentando**: il settore immobiliare resta in stallo e la spesa per servizi fiacca. Persiste un marcato squilibrio tra domanda e offerta interne, che frena le pressioni inflazionistiche e rafforza la **necessità di un sostegno fiscale più incisivo**.

Grafico 3

Cina, rimbalza l'export verso gli USA



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 23/07/2025.

Politiche Monetarie. Fed e BCE dovrebbero effettuare due tagli dei tassi ufficiali entro fine anno. Manteniamo monitorata la possibile successione di Powell, ma, in ogni caso, chiunque aspiri alla carica dovrà inizialmente adottare toni accomodanti, anche se l'orientamento effettivo del nuovo presidente della Fed potrebbe cambiare dopo la nomina, come già accaduto con Powell.

La PBoC dovrebbe mantenere un atteggiamento attendista durante l'estate, **per poi tornare ad allentare le condizioni monetarie** — attraverso tagli ai tassi e al coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) — a partire dall'inizio del quarto trimestre, in risposta al possibile riacutizzarsi delle preoccupazioni sulla tenuta della crescita.

In questo scenario, non abbiamo apportato variazioni rispetto alla view del mese precedente.

Il giudizio sui titoli di Stato dei principali mercati sviluppati si conferma neutrale. Più nello specifico, in un contesto di bassa direzionalità e in assenza di catalizzatori chiari, restiamo neutrali sui **Treasury**. La *view* è sempre **neutrale anche sui Bund**: nel medio termine, la politica fiscale espansiva in Germania diventerà il tema dominante e sposterà verso l'alto l'orientamento dei rischi per la crescita e l'inflazione. Manteniamo la **neutralità anche sui BTP**: l'impatto dell'incertezza commerciale sarà compensato dall'aumento della spesa pubblica e ci aspettiamo che i titoli di Stato italiani continuino a seguire da vicino l'andamento dei Bund.

Permane la prudenza sul credito, in un contesto di forte compressione dei premi al rischio.

Manteniamo anche un **approccio neutrale**, con un orientamento lievemente prudente, **sull'azionario**, alla luce dei livelli raggiunti da alcuni mercati e della crescente compiacenza degli investitori rispetto a una serie di rischi. Tra questi, spiccano le pressioni sull'indipendenza della Fed e l'inasprimento della politica commerciale statunitense, i cui effetti macroeconomici sono destinati prima o poi a manifestarsi. Resta confermato, tuttavia, il nostro **tilt positivo** verso il comparto dell'**intelligenza artificiale**.

Mercati obbligazionari

Govies: neutralità in equilibrio

La view sul mercato obbligazionario governativo resta neutrale, coerentemente con i trend macro in atto, ma con un orientamento costruttivo: siamo pronti ad **aumentare selettivamente l'esposizione obbligazionaria in presenza di rendimenti più elevati**. L'*asset class* rimane stretta fra forze con-

trapposte: da un lato, i tassi a breve si muovono al ribasso, sostenuti da attese conservative sulle politiche monetarie; dall'altro, quelli a lungo termine subiscono pressioni al rialzo, a causa dell'aumento della spesa pubblica a livello globale, delle incertezze sull'autonomia della Fed e del forte volume di nuove emissioni. In questo contesto manteniamo un approccio costruttivo sulle scadenze brevi e più opportunistica su quelle lunghe, pur consapevoli dei rischi e dei limiti che comporta il livello elevato di consenso intorno a questa posizione.

In un contesto in cui gli *spread* restano compressi su minimi pluriennali e la caccia al rendimento da parte degli investitori si fa sempre più indiscriminata, **manteniamo cautela e selettività sulle obbligazioni societarie.**

Mercati azionari

Europa: l'ora dello stock picking

Nel corso del mese il contesto di mercato si è caratterizzato per una discreta dispersione, che ha facilitato l'attività di *stock picking*. Diversi fattori potrebbero sostenere gli indici nei prossimi mesi, ma riteniamo fondamentale non affidarsi eccessivamente ai temi che hanno dominato la prima parte dell'anno: la prospettiva di un primo taglio dei tassi da parte della Fed a settembre, l'entrata in vigore del "*Big Beautiful Bill*" negli Stati Uniti, il pacchetto fiscale tedesco e le misure espansive cinesi potrebbero modificare profondamente la fisionomia dei portafogli nel secondo semestre. A livello settoriale, siamo positivi sul settore bancario, industriale e tecnologici; neutrali su *communication services* e *utilities*; negativi su consumi, energetici, assicurativi e sanitari.

Italia: occhio alle mid cap

Si registra una progressiva normalizzazione delle valutazioni, in particolare sulle *large cap*, grazie anche al contributo positivo del settore bancario. Parallelamente, stiamo iniziando a esplorare opportunità nel segmento *mid-cap*, dove le valutazioni sono tornate su livelli più interessanti.

USA: in cerca di storie solide

Il mercato statunitense continua a scontare uno

scenario di continuità dello status quo, in particolare per quanto riguarda la capacità degli utili del settore tecnologico di continuare a brillare. Tuttavia, riteniamo che i margini di errore siano sempre più ridotti: la dinamica dei flussi potrebbe accentuare ulteriormente il momentum, portando il mercato in una fase di vera e propria esuberanza. L'obiettivo generale è mantenere portafogli bilanciati, senza un *bias* marcato né verso i settori difensivi né verso quelli ciclici, ma con una selezione attenta di titoli con storie solide.

Emergenti: strategicamente interessanti

Sul piano regionale, i Paesi emergenti sono strategicamente interessanti in un contesto di deprezzamento del dollaro (il trend sul cambio potrebbe perdere slancio nel breve termine, ma è destinato a consolidarsi) e tagli dei tassi, sia da parte della Fed che delle Banche centrali locali. In questo scenario, restiamo neutrali con una sfumatura di prudenza.

Nota: documento chiuso al 5 agosto 2025.