



Artista anonimo dell'Italia Centrale, Città Ideale, 1480-1490.

## L'armonia delle misure

Negli USA confermiamo le nostre attese di un miglioramento della crescita da inizio 2026. In Area Euro, la crescita permane modesta e fortemente dipendente dall'attuazione dello stimolo fiscale tedesco. Il processo disinflazionistico prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina, il contesto resta caratterizzato da una domanda interna debole, con una revisione al ribasso – seppur marginale – delle stime di crescita per il quarto trimestre. In questo contesto, la nostra *view* si mantiene sostanzialmente invariata rispetto al mese precedente



Filippo Di Naro,  
Direttore Investimenti di Anima Sgr

Il contesto macro globale si muove all'interno di una fase di relativa stabilità. Le oscillazioni di mercato delle ultime settimane **non modificano** in modo sostanziale la nostra interpretazione del ciclo macroeconomico, né **il posizionamento allocativo complessivo**. Manteniamo un atteggiamento at-



### MERCATI OBBLIGAZIONARI

Treasury, Bund e BTP ancora solidi



### AZIONARIO EUROPA

Fase di consolidamento



### AZIONARIO ITALIA

Focus su qualità e small-mid cap



### AZIONARIO USA

Assetto bilanciato

**tendista sull'azionario:** la recente correzione, pur fisiologica, non ha ancora generato livelli tali da gene-

rare opportunità nel medio periodo. Confermiamo, invece, un **approccio moderatamente costruttivo sui governativi in euro**, sostenuti da aspettative conservative sulla politica monetaria. **Sui Treasury la nostra posizione resta neutrale**, con un *outlook* sotto osservazione a causa dei segnali di deterioramento dei rischi di scenario. **Un approccio neutrale, ma più costruttivo, sui BTP**: gli spazi di ulteriore compressione dello spread sono limitati, la correlazione con i *Bund* resterà elevata, ma la forte domanda continua a sostenere la stabilità dei rendimenti.

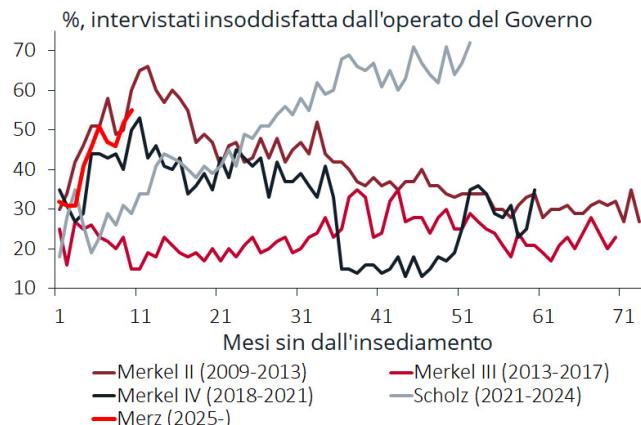
**Crescita.** Negli Stati Uniti manteniamo l'aspettativa di una **riaccelerazione della crescita a partire dal primo trimestre 2026**, in misura leggermente superiore al consenso. Nonostante il flusso dei dati ridotto a casa dello *shutdown*, gli ultimi indicatori confermano questa tesi: l'indice ISM di fiducia delle imprese di servizi è aumentato, grazie ai contributi delle componenti dell'attività commerciale e nuovi ordini; i consumi privati restano resilienti, come indicato dalla dinamica delle spese con carta di credito; il mercato del lavoro appare stabilizzato, con le stime su *payroll* -ossia il numero di nuovi occupati ogni mese nel settore non agricolo- e richieste di sussidi che confermano un equilibrio caratterizzato da bassi tassi di assunzioni e licenziamenti.

In Area Euro la crescita resta modesta. Il dato del PIL del terzo trimestre ha sorpreso al rialzo, ma la revisione è prevalentemente spiegata da un incremento non ripetibile delle esportazioni nette francesi, mentre in Germania la domanda domestica rimane debole. Le indagini di fiducia suggeriscono un consolidamento del *momentum* su livelli simili a quelli registrati nel terzo trimestre.

**Le prospettive per il 2026 dipenderanno in misura decisiva dalla Germania.** Manteniamo fiducia nel pacchetto di stimoli e riforme approvato dal governo Merz, pur monitorandone con cautela l'implementazione. Gli elettori tedeschi mostrano, infatti, scetticismo verso l'esecutivo (**Grafico 1**): disaccordi, manovre politiche e l'aumento del tasso di insoddisfazione verso il governo potrebbero ostacolare l'attuazione del piano di bilancio. Tra le imprese, peraltro, persiste una marcata divergenza tra un miglioramento delle prospettive e un giudizio stabilmente depresso sulla situazione corrente.

## Grafico 1

Germania, elettori finora scettici verso l'operato del governo



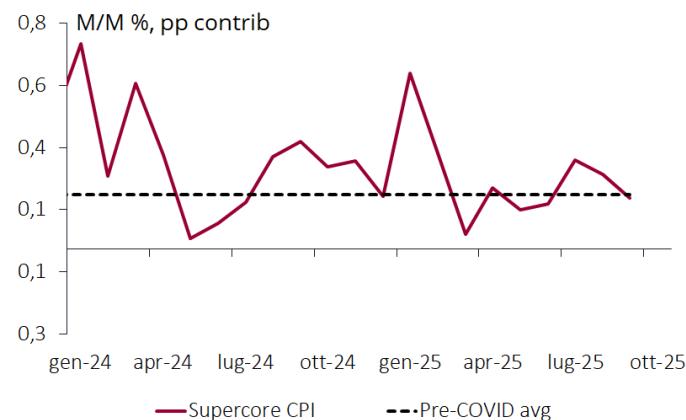
Fonte: Haver Analytics, Anima Research. Dati al 19/11/2025.

**Inflazione.** Negli USA, la dinamica dei prezzi rimane coerente con il raggiungimento del target della Federal Reserve entro fine 2026. L'ultimo dato disponibile di settembre indica che le **pressioni derivanti dai dazi restano distribuite in modo misto ma complessivamente limitato, persino per le categorie di beni più esposte**. Più nel dettaglio, per i beni *core* si registra un *momentum* lievemente superiore al livello pre-pandemico, ma in rallentamento. Per quanto riguarda i servizi residenziali vi è una decelerazione molto marcata, trainata dalla componente degli affitti figurativi. Infine, la variazione mensile dell'indice supercore è rimasta stabile; tuttavia, al netto delle componenti più volatili – come tariffe aeree e alberghiere – sarebbe già scesa al di sotto del trend pre-pandemico (**Grafico 2**).

In Area Euro, la situazione è sostanzialmente invariata e l'inflazione core di ottobre si conferma al 2,4%. La flessione dei beni industriali non energetici è stata compensata da una temporanea accelerazione dei servizi, guidata soprattutto da componenti volatili come le tariffe aeree. **Gli indicatori prospettici continuano a suggerire un rallentamento progressivo dell'inflazione dei servizi**, grazie alla normalizzazione dei salari e dei margini di profitto.

## Grafico 2

USA, inflazione supercore in discesa



Nota: l'inflazione supercore è una misura dell'inflazione che considera esclusivamente i servizi non abitativi, escludendo energia e alimentari. Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 19/11/2025.

🔴 In Cina, la domanda interna resta debole anche nel quarto trimestre: le vendite al dettaglio risentono dell'applicazione più stringente dei programmi di incentivo alle permute di beni, soprattutto il settore automobilistico e degli elettrodomestici, mentre gli investimenti immobiliari continuano a contrarsi. Rivediamo leggermente al ribasso la crescita del quarto trimestre, ma per il 2026 confermiamo uno scenario caratterizzato da **stimoli fiscali calibrati** per raggiungere gli obiettivi di crescita (ma inadeguati a rispondere alle sfide strutturali) e dalla permanenza di pressioni deflazionistiche almeno fino a metà anno, prima di un rimbalzo meccanico dell'inflazione dovuto agli effetti base.

**Politiche monetarie.** 🇺🇸 Negli Stati Uniti confermiamo l'attesa di quattro tagli da 25 punti base entro il terzo trimestre 2026, con un primo intervento in dicembre o, forse, a gennaio.

🌐 In Area Euro, riteniamo che la normalizzazione dell'inflazione permetta un nuovo taglio dei tassi da parte della Banca Centrale Europea a marzo, seguito da una fase di stabilità.

🔴 In Cina, dopo la pausa del terzo trimestre, la Banca Popolare Cinese dovrebbe intervenire nuovamente entro fine anno per sostenere l'attività e per porre basi più solide per la crescita nel 2026.

## Mercati obbligazionari

### Treasury, Bund e BTP ancora solidi

Il quadro sui mercati obbligazionari è articolato. Per quanto riguarda i **Treasury**, i rendimenti a lungo termine si collocano sui minimi del 2025, nonostante la solidità della crescita e i rischi inflazionistici legati ai dazi. Tuttavia, l'ampiezza del deficit, che nel 2026 potrebbe superare il 7% a causa della possibilità di nuovi stimoli fiscali alle famiglie e della valutazione della Corte Suprema sulla legittimità dei dazi, rappresenta un fattore di incertezza che pone l'*outlook* sotto revisione. Per tutti questi motivi, **confermiamo la neutralità**.

**Il giudizio sui Bund resta neutrale, ma con una sfumatura più costruttiva** rispetto agli omologhi statunitensi, in virtù di aspettative conservative sulla politica monetaria e rendimenti che si posizionano nella parte medio-alta dei canali che ne hanno contenuto la direzionalità.

**Un approccio simile riguarda i BTP:** sebbene gli spazi di ulteriore compressione dello spread appaiano limitati, la forte domanda di titoli italiani continua, comunque, a rappresentare un elemento di stabilità per i rendimenti. Inoltre, il comportamento dei governativi italiani si è sempre più assimilato a uno strumento di tasso e non di credito: pertanto, con aspettative di scarsa direzionalità per gli *spread*, meritano attenzione per il *carry* elevato.

Sul comparto del **credito** restiamo **selettivi**, in presenza di premi al rischio compressi e di segnali di aumento della dispersione. Inoltre, la comparsa di un nuovo attore sul mercato primario, le *Big tech*, che si sono approvvigionate di fondi in quantità massiccia, potrebbe intensificare le pressioni su tassi dal lato dell'offerta.

## Mercati azionari

### 🌐 Europa: fase di consolidamento

I listini europei hanno beneficiato di trimestrali solide nei comparti bancario e del lusso e di un contesto in cui le tensioni politiche in Francia sono rientrate e le condizioni finanziarie si sono confermate in moderato allentamento. L'emergere di timori legati alla leva finanziaria necessaria per sostenere gli investimenti infrastrutturali collegati alla tematica dell'AI ha innescato una fase di consolidamento. In questo contesto, abbiamo un giudizio favorevole su

consumi discrezionali, tecnologia, banche e materiali. Siamo neutrali su industriali, sanitari e *utilities*. Abbiamo, invece, un orientamento negativo su comunicazioni, energetici e assicurativi.

## Italia: focus su qualità e small-mid cap

In Italia la normalizzazione della valutazione relativa delle *large cap* rispetto al resto d'Europa ci porta a confermare una posizione neutrale, con preferenza per settori di qualità come *wealth management*, lusso e *food & beverage*, nonché per *small* e *mid cap* in un'ottica di medio periodo. Preferiamo anche i titoli domestici ed europei, limitando l'esposizione verso settori e società più sensibili ai dazi, al deprezzamento del dollaro e alle tensioni commerciali.



## USA: assetto bilanciato

I portafogli si confermano orientati verso società con multipli relativamente bassi rispetto alla crescita degli utili attesa con prospettive di revisioni positive degli utili stessi, in presenza di valutazioni elevate che caratterizzano in media il mercato statunitense. Con riferimento alla tematica dell'AI, il nostro approccio resta costruttivo, con *focus* sulla selezione: ci aspettiamo un allargamento della partecipazione ad altri *player*, trasversali a più settori, anche per l'impatto positivo sulla produttività.

*Nota: documento chiuso al 4 dicembre 2025*

*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.*