



Il beneficio del dubbio

Negli Stati Uniti, sebbene le probabilità di recessione siano state riviste al ribasso, la crescita è in rallentamento, mentre in Area Euro l'attività resta debole, penalizzata dai dazi americani. Il trend disinflazionistico prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina, il quadro dei prezzi rimane invariato e problematico, ma il drastico taglio delle tariffe reciproche con gli USA aumenta le previsioni di crescita del PIL. In questo scenario, adottiamo una view neutrale sui titoli di Stato dei mercati sviluppati e un approccio più cauto sull'azionario

In un quadro di forte incertezza, dove la visibilità su cosa accadrà in futuro scarseggia, diventa essenziale concedersi il beneficio del dubbio. Come "Il Pensatore" di Rodin, che si ferma a riflettere prima di agire, anche noi **adottiamo un approccio neutrale sulle principali asset class**, evitando di adottare posizioni rigide che riflettano convinzioni forti.

Nonostante il rimbalzo degli indiciazionari e un momentaneo miglioramento del *sentiment*, **lo scenario complessivo rimane fragile**. Il livello medio delle tariffe resta elevato e le tensioni geopolitiche, seppur attenuate,

non sono state archiviate. In questo contesto, ogni segnale – sia esso positivo o negativo - può fare la differenza, tra spiragli di ripresa e nuovi rischi all'orizzonte.

La crescita negli Stati Uniti mostra segnali di rallentamento, ma, così come riflesso dalle probabilità desunte dai sondaggi di mercato (Grafico 1), abbiamo rivisto al ribasso le probabilità di recessione, grazie ai dati macroeconomici resilienti, all'elevata liquidità e all'attenuazione delle tensioni commerciali.

Grafico 1: USA, recessione più lontana



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 05/06/2025.

In Area Euro, le prospettive di crescita restano per lo più invariate, nonostante l'indebolimento causato dalle tensioni commerciali. **In Cina**, la crescita ha rallentato per l'aumento delle tariffe, parzialmente compensato dagli stimoli fiscali; in un secondo momento, tuttavia, **le stime per il 2025 sono state alzate** dal 4,2% al 4,7% grazie alla distensione con gli USA.

Le prospettive per **l'inflazione core negli USA sono riviste al ribasso** (3,0% vs 3,2% rispetto al mese precedente), **mentre nell'Area Euro**, nonostante il picco di aprile legato alla componente dei servizi, **prosegue il trend disinflazionistico** e si prevede un ritorno al *target* entro fine 2025. **In Cina persistono le tendenze deflazionistiche** che frenano i prezzi al consumo.

Ci aspettiamo **due tagli** dei tassi da parte della **Federal Reserve** (Fed) nel corso del 2025; la **Banca Centrale Europea** (BCE), dopo il taglio dei tassi di giugno, dovrebbe **attuare altri due interventi**, mentre dalla Banca Popolare Cinese (PBoC) ci aspettiamo un **unico taglio di 20 punti base**.

Crescita. Il dato del **PIL statunitense** relativo al primo trimestre si è rivelato **più debole del previsto**, inducendo una **revisione al ribasso** delle nostre previsioni di crescita per il 2025. Tuttavia, **le proiezioni per i trimestri successivi sono state riviste al rialzo**. Parallelamente, abbiamo ridotto le probabilità di recessione, grazie all'allentamento delle tensioni tariffarie e alla resilienza dell'economia reale, sostenuta da consumi solidi e investimenti aziendali stabili.

Per quanto riguarda il **secondo trimestre**, i **segnali** congiunturali continuano a delineare un **quadro incoraggiante**. Le vendite al dettaglio nel comparto alimentare hanno mostrato un'accelerazione,

mentre i dati sulle transazioni con carte di credito risultano allineati alla media degli ultimi due mesi, prospettando una possibile revisione al rialzo della spesa per i beni. Contestualmente, l'indice ISM relativo alla fiducia delle imprese di servizi è aumentato rispetto al mese precedente e la dinamica delle sotto-componenti offre segnali costruttivi. Anche **il mercato del lavoro conferma la propria resilienza**, rafforzando il quadro macroeconomico.

In questo contesto, invitiamo a interpretare con cautela il recente deterioramento degli indici di fiducia, non pienamente coerente con la solidità dei dati sull'economia reale. Cruciale rimane infatti la **solidità dei bilanci familiari**, che ha costituito uno degli elementi dell'eccezionalismo americano nel post-pandemia, anche in presenza di pressioni inflazionistiche e inasprimento monetario.

Pur riconoscendo che i risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia sono in gran parte esauriti e risultano sempre più concentrati fra le fasce di popolazione più abbienti, il sostanziale apprezzamento dei mercati azionari ha contribuito ad accrescere la ricchezza finanziaria liquida complessiva delle famiglie. Di conseguenza, le finanze delle famiglie rimangono solide e non si ravvisano, al momento, elementi per ipotizzare un brusco aumento delle preoccupazioni dei consumatori. Ciò rende improbabile un improvviso rallentamento della spesa e della crescita.

In Area Euro abbiamo rivisto al **rialzo la previsione di crescita per il 2025**, sulla scia del dato positivo relativo al PIL del primo trimestre. Tuttavia, tale risultato – legato al contributo decisivo dell'Irlanda – **va interpretato con cautela**. La performance economica non è stata omogenea tra i Paesi membri: le economie periferiche hanno sovraperformato i Paesi core, ma i dati nazionali rivelano debolezze nelle componenti cruciali dei consumi privati e degli investimenti. La prospettiva resta quella di un **rallentamento sequenziale della crescita tra il secondo e il terzo trimestre**. L'indice PMI composito di fiducia delle imprese si mantiene poco al di sopra della soglia di neutralità (50), appesantito da un indebolimento del *sentiment* nel settore dei servizi. In parallelo, la fiducia dei consumatori rimane su livelli depressi (**Grafico 2**), riflettendo un clima di incertezza e una persistente cautela nei comportamenti di spesa.

Grafico 2: Area Euro, consumatori sfiduciati



Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, Anima Research. Dati al 21/05/2025.

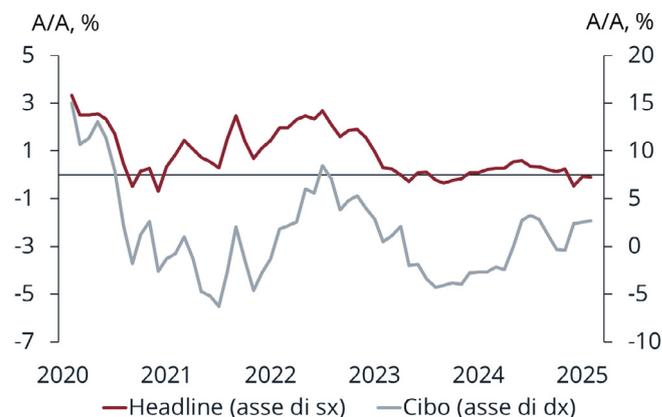
Inflazione. Negli Stati Uniti, il processo disinflazionistico è in fase di consolidamento nonostante le pressioni al rialzo delle tariffe, che riteniamo temporanee. I dati di aprile non mostrano infatti impatti significativi derivanti dalla recente introduzione dei dazi. I prezzi dei beni *core* si sono mantenuti in linea con la media pre-Covid, mentre l'indice *supercore* ha registrato una variazione mensile positiva, ma prossima ai valori medi del pre-pandemici.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, il *tracker* salariale elaborato dalla Fed di Atlanta evidenzia un calo delle pressioni salariali sia per le mansioni più qualificate, sia per quelle meno qualificate, nonostante la stretta sull'immigrazione.

Anche nell'**Area Euro**, sebbene si sia registrato un temporaneo aumento dell'inflazione *core*, il **processo di disinflazione appare solido e destinato a proseguire**. I principali *driver* di questa dinamica sono la decelerazione dei prezzi dei servizi e, in prospettiva, l'apprezzamento dell'euro e il calo delle quotazioni delle materie prime energetiche, che offrono ulteriore supporto al contenimento delle pressioni sui prezzi.

In Cina, il recente accordo per la **riduzione delle tariffe reciproche con gli Stati Uniti** si accompagna a una minore incidenza delle tensioni commerciali sul potenziale di crescita. Alla luce di questo sviluppo, la **stima dell'espansione del PIL per il 2025 è stata rivista al rialzo**. Tuttavia, **le forze disinflazionistiche prevalgono ancora (Grafico 3)**, e i prezzi alla produzione restano sotto pressione, riflettendo una domanda interna ancora debole e una persistente sovraccapacità produttiva.

Grafico 3: Cina, pressione deflazionistica intatta



Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, Anima Research. Dati al 21/05/2025.

Politiche monetarie. Negli Stati Uniti, la Fed conserva un approccio attendista, stretta fra un'economia ancora solida, rischi in aumento su entrambi i lati del suo mandato (crescita e inflazione) e una grandissima incertezza sugli impatti macroeconomici dei dazi: continuiamo a prevedere due tagli da 25 punti base entro fine anno, con il rischio che gli sviluppi sul fronte della politica fiscale intensifichino la cautela.

In Area Euro, la BCE ha riconosciuto per la prima volta che le tensioni tariffarie e l'aumento dell'incertezza hanno contribuito a un peggioramento delle prospettive di crescita. Le indiscrezioni sulle trattative con gli Stati Uniti appaiono poco rassicuranti. Di conseguenza, prevediamo tre ulteriori tagli dei tassi da 25 punti base nel corso dell'anno.

In Cina, il ridimensionamento delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti suggerisce un approccio meno aggressivo: il nostro scenario base prevede **ora ulteriori 20 punti base di taglio dei tassi nel 2025** e nessuna riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria prima dell'estate.

Dopo aver mantenuto per lungo tempo una condizione di strutturale sovrappeso sui comparti governativi, abbiamo **ricondotto alla neutralità il giudizio sui titoli di Stato** (*Treasuries* statunitensi, Bund e BTP). L'incertezza del contesto di riferimento, i timori dell'impatto dei dazi sull'inflazione, i dubbi sulla sostenibilità delle politiche fiscali dell'Amministrazione Trump potrebbero innescare un'ulteriore *drift* al rialzo dei rendimenti, con potenziali ripercussioni anche per i governativi europei.

Sul comparto azionario, manteniamo un atteggiamento prudente: l'apparente retromarcia di Trump

su molti fronti ha innescato un massiccio *relief rally*, alimentato in larga parte dagli investitori *retail*, complice il raggiungimento di livelli estremi negli indicatori di sentiment e posizionamento, e riteniamo che i margini di ulteriore apprezzamento siano limitati, in un contesto di persistente incertezza e volatilità del quadro macro e geopolitico, valutazioni piene e stagionalità sfavorevole.

Mercati obbligazionari

Govies: neutrali sui Paesi sviluppati

Se il livello dei tassi è interessante in termini assoluti, il potenziale di ribasso non pare significativo nel breve termine, in un contesto di perdurante incertezza sulla cornice macro/geopolitica, timori per l'impatto dei dazi sull'inflazione, discussioni sull'opportunità di adottare ulteriori stimoli fiscali, preoccupazioni per la sostenibilità dei conti pubblici (specie negli USA) e pressioni dal lato dell'offerta.

Nonostante valutazioni nel complesso appetibili, il tratto a lunga scadenza delle curve viene apprezzato con cautela, visto l'orientamento espansivo delle politiche fiscali su scala globale e i dubbi sulla sostenibilità di un debito pubblico in incessante aumento, nonché il diluvio di nuove emissioni. Le scadenze brevi e intermedie sono da preferire, stante la prospettiva di un indebolimento della crescita e una Fed che potrebbe ancora propendere per un taglio dei tassi, avendo nuovamente definito come "ancora restrittiva" la propria *stance* di politica monetaria.

Alla luce di queste considerazioni, **il giudizio sui Treasury resta neutrale**.

In un contesto caratterizzato dall'elevata incertezza, **abbiamo allineato alla neutralità anche il posizionamento sui titoli di Stato europei**, sui quali manteniamo comunque un *bias* più costruttivo rispetto a quelli statunitensi, poiché presentano rischi inferiori sia in termini di possibile aumento dell'inflazione che di dinamica del deficit, offrono valutazioni attraenti e beneficiano della maggior prevedibilità e credibilità dei *policy makers*. **La view sui BTP è da tempo allineata a quella sui governativi tedeschi**: lo spread è rimasto eccezionalmente resiliente in durante la recente ondata di volatilità, complice un upgrade del rating che suggella un percorso di attenzione alla disciplina fiscale e alle opportunità offerte dal PNRR, e le valutazioni restano interessanti rispetto ai fondamentali.

Con riferimento alle obbligazioni corporate, continuiamo a suggerire prudenza e a raccomandare un approccio orientato alla selettività.

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.

Mercati azionari

Europa: fra vecchi e nuovi dazi

Le perdite accumulate dal «*Liberation Day*» sono state recuperate grazie a diversi fattori: la temporanea tregua di 90 giorni prima dell'entrata in vigore delle tariffe reciproche; i risultati trimestrali societari superiori alle attese e la stabilizzazione del dollaro, accompagnato da una pausa nel rialzo del rendimento del decennale USA attorno al 4,5%. A livello settoriale, siamo positivi su bancari, tecnologici e *communication services*; neutrali su industriali, consumi discrezionali e *utilities*; negativi su energetici, assicurativi e sanitari.

Italia: presa di profitto e prudenza

Nel corso del mese abbiamo colto il significativo rialzo del mercato italiano per realizzare parte dei profitti e mantenere un'impostazione prudente. I dazi introdotti si sono rivelati più aggressivi del previsto e, in prospettiva, l'attenzione potrebbe spostarsi sulle trattative commerciali. Tuttavia, risulta difficile ipotizzare un ritorno alle condizioni pre-2025. In termini di comparti, restiamo in sovrappeso su finanziari, lusso e servizi di comunicazione; permane il sottopeso su industriali, società indebitate e aziende più esposte ai dazi.

USA: sovrappeso su finanziari

Il posizionamento dei portafogli statunitensi presenta un'esposizione selettiva e mirata, focalizzata su storie specifiche che presentano una maggiore visibilità a valle della stagione di *reporting*. Pur riconoscendo la forza del settore tecnologico, osserviamo che altre aree del mercato offrono attualmente opportunità interessanti, con aziende caratterizzate da una generazione di cassa solida, una crescita stabile e visibile, e valutazioni più attraenti. Manteniamo un sovrappeso su finanziari, beni di prima necessità; mentre i principali sottopesi sono concentrati nei consumi discrezionali e nell'*healthcare*.

Emergenti: focus sul tech cinese

Manteniamo un approccio improntato alla cautela: il focus del portafoglio resta concentrato sul mercato cinese, in particolare sulla componente tecnologica, che continua ad attrarre interesse sia da parte delle autorità locali sia da parte degli investitori istituzionali esteri. In questo contesto, riteniamo opportuno mantenere l'attuale assetto del portafoglio, che si fonda su tre pilastri: tecnologia cinese, *tilt* difensivo ed esposizione ai titoli auriferi, che pur avendo sofferto nel mese, rappresentano ancora un investimento strategico in ottica di protezione.