



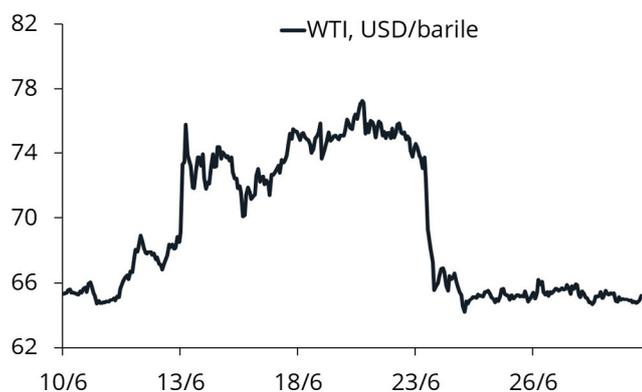
Promossi con riserva?

Negli Stati Uniti ci attendiamo un'elevata volatilità nel flusso di dati sulla crescita, ma non una recessione nel corso dell'anno. In Area Euro, invece, la crescita continua a rallentare. Su entrambe le sponde dell'Atlantico, il processo disinflazionistico prosegue. In Cina, la dinamica dei prezzi rimane invariata e complessa, penalizzata dalla debolezza della domanda interna e dal rallentamento del settore manifatturiero. In un contesto macro e geopolitico ancora incerto, manteniamo un approccio neutrale sull'obbligazionario governativo e restiamo prudenti sull'azionario

Con l'annuncio del cessate il fuoco tra Israele e Iran, mediato da Trump e accolto con toni trionfalistici dalla Casa Bianca, la crisi mediorientale è parzialmente uscita dai radar degli investitori nel giro di poco tempo. **L'impatto della guerra fra Tel Aviv e Teheran sui mercati è stato** tutto sommato **contenuto**: una breve fiammata del prezzo del petrolio, poi subito riassorbita (**Grafico 1**).

Grafico 1

I prezzi del petrolio rientrano



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 04/07/2025.

Questa sorta di "impermeabilità" dei mercati alle notizie provenienti non solo dai fronti di guerra ma anche, nel complesso, dalle rapide evoluzioni delle politiche commerciali globali, fra dazi annunciati e revocati nell'arco di pochi giorni, non ci distoglie però dalla nostra linea di prudenza.

Alla fine dell'anno scolastico, **la pagella dei mercati è**, nel complesso, **positiva**, ma vi sono **diversi elementi che ci inducono a non abbandonare la linea di prudenza** adottata nei mesi scorsi. "Dazi o non dazi?" è solo una delle domande – crocevia che potrebbero influenzare profondamente la traiettoria di crescita, inflazione e politiche monetarie nei mesi a venire.

Più nel dettaglio, negli Stati Uniti ci attendiamo una **marcata volatilità** nei tassi di crescita trimestrali, pur senza aspettarci una recessione. In Area Euro, la prospettiva è quella di un **indebolimento** significativo **della crescita** sequenziale tra il secondo e il terzo trimestre, mentre in Cina **la domanda interna è ancora fragile**, pur a fronte di un calo dei

rischi di coda a seguito del parziale rientro delle tensioni commerciali.

Sul fronte dell'inflazione, riteniamo che le **tariffe** possano determinare un **temporaneo rialzo dell'inflazione negli Stati Uniti**, posticipando il momento in cui sarà raggiunto il *target* della Federal Reserve. **In Area Euro**, invece, l'impatto dovrebbe rimanere limitato, in un contesto in cui la debolezza di salari e profitti contribuisce al **consolidamento del trend disinflazionistico**. In Cina, **le pressioni deflazionistiche restano prevalenti**, riflesso di una domanda interna ancora debole.

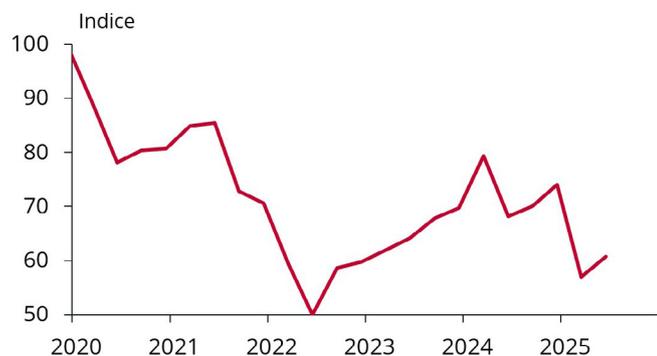
Per quanto riguarda le politiche monetarie, la Fed mantiene un atteggiamento attendista in attesa di valutare l'impatto dei dazi: prevediamo **due tagli dei tassi entro la fine dell'anno**. In Area Euro, la **Banca Centrale Europea** (BCE) ha dichiarato che il ciclo espansivo è quasi finito, ma ci attendiamo **ulteriori due tagli** nel 2025. In Cina, prevediamo che **la Banca Popolare Cinese** (PBoC) procederà con un ulteriore **taglio di 40 punti base** del tasso di riferimento sui prestiti.

Crescita. Negli Stati Uniti non prevediamo una recessione nel 2025, ma ci aspettiamo un'elevata volatilità nel corso dell'anno: una solida ripresa nel secondo trimestre, un rallentamento nel terzo e una lieve accelerazione a fine anno. **I dati più recenti risultano nel complesso incoraggianti**: a marzo la spesa per consumi ha mostrato segnali di miglioramento, e il reddito personale continua a salire, sostenuto da salari e trasferimenti pubblici, mentre il reddito disponibile reale è tornato sopra i livelli pre-pandemici.

Parallelamente, il *sentiment* dei consumatori è in miglioramento (**Grafico 2**) e il mercato del lavoro resta resiliente. In un quadro positivo, si segnala la discesa in territorio di contrazione dell'indice ISM di fiducia delle imprese: un dato che conferma il *trend* di indebolimento degli ultimi trimestri e che monitoriamo con attenzione.

Grafico 2

USA, consumatori più fiduciosi



Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, Anima Research. Dati al 19/06/2025.

In Area Euro, il PIL del primo trimestre è stato rivisto al rialzo, ma si tratta di una revisione distorta da fattori temporanei, come l'aumento delle esportazioni pre-dazi e il contributo eccezionale dell'Irlanda. I consumi privati e gli investimenti, al netto della proprietà intellettuale, sono deboli, e la propensione al risparmio – in aumento (**Grafico 3**) – limita il potenziale di ripresa. I dati ad alta frequenza di aprile e maggio confermano un **mercato rallentamento della crescita dopo il rimbalzo di inizio anno**.

Grafico 3

Area Euro, propensione al risparmio elevata



Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, Anima Research. Dati al 19/06/2025.

Inflazione. Negli Stati Uniti, nonostante i temporanei rialzi causati dai dazi, restiamo convinti che **il trend disinflazionistico sia destinato a consolidarsi**. Le pressioni sui prezzi dei beni *core* restano contenute, grazie all'aumento delle scorte e a un impatto limitato degli aumenti tariffari, concentrati solo in alcune categorie tecnologiche. La disinflazione sui servizi procede con decisione: le variazioni mensili dell'inflazione sui servizi residenziali e sull'indice *supercore* si mantengono al di sotto dei livelli pre-pandemici. Anche alla luce della moderazione delle pressioni salariali, il nostro *outlook* per l'inflazione negli USA si profila benigno, anche a dispetto dai timori di una spirale inflativa paventati da diversi analisti.

In Area Euro, l'inflazione mostra segnali convincenti di raffreddamento. A maggio, l'inflazione *headline* è scesa sotto il 2%, mentre la componente *core* ha toccato i minimi da gennaio 2022 (2,3%). Il calo dei prezzi dei servizi – anticipato nei nostri scenari – è riconducibile sia al venir meno di fattori specifici che avevano caratterizzato lo scorso anno (il *timing* della Pasqua, gli Europei di calcio e le Olimpiadi), mentre la riduzione dei margini di profitto e delle pressioni salariali suggeriscono un consolidamento del *trend*.

In Cina, il quadro inflativo resta problematico: sia l'inflazione *headline* che quella *core* oscillano intorno allo zero, mentre i prezzi alla produzione rimangono in territorio negativo, a causa dell'eccesso di capacità produttiva. Nei prossimi mesi, la crescita cinese dovrebbe rallentare, penalizzata dalla persistente debolezza della domanda interna e dal calo del *momentum* nella manifattura orientata all'export. Nel quarto trimestre potremmo registrare una riaccelerazione, anche se il ritmo rimarrà sotto potenziale. In questo contesto, la recente de-escalation commerciale con gli USA – che ha portato l'effettiva imposizione tariffaria al 55%, rispetto al 100% inizialmente prospettato – rappresenta un elemento positivo.

Politiche monetarie. Negli Stati Uniti, **la Fed mantiene un approccio attendista**. Il presidente Powell ha riconosciuto progressi nella disinflazione,

ma ha anche segnalato che le pressioni sui prezzi legate ai dazi potrebbero allontanare le aspettative di tagli imminenti. Le proiezioni del grafico a punti mostrano una divisione all'interno del Consiglio tra chi prevede zero e chi due riduzioni dei tassi entro fine anno. La nostra previsione resta invariata: ci aspettiamo **due tagli** a partire dal terzo trimestre.

In Area Euro, **la Banca Centrale Europea** ha segnalato che il ciclo espansivo potrebbe avvicinarsi alla conclusione. Tuttavia, riteniamo che le proiezioni macro della BCE siano troppo ottimistiche e che i rischi per crescita e inflazione restino al ribasso. Manteniamo, quindi, l'aspettativa di **due ulteriori tagli** entro fine anno.

In Cina, ci aspettiamo che **la Banca Popolare Cinese effettui tagli di ulteriori 40 punti base del tasso di riferimento per i prestiti** entro fine anno. Non ci attendiamo ulteriori riduzioni del coefficiente di riserva obbligatoria durante l'estate. L'entità e la tempistica di eventuali stimoli aggiuntivi dipenderanno dalla risposta dell'economia alle misure tariffarie, con la tregua commerciale di 90 giorni che ha offerto maggior flessibilità di intervento.

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

Il giudizio sui titoli di Stato si conferma neutrale. Nel dettaglio, **manteniamo una stance neutrale sui Treasury**, perché riteniamo che i rendimenti possano registrare un modesto rialzo, a causa dell'allentamento delle tensioni commerciali, la resilienza dell'economia statunitense e una legge di bilancio più espansiva rispetto alla bozza approvata dalla Camera. Anche sui **Bund la view resta neutrale**, giustificata dalle aumentate probabilità di un rafforzamento della cornice istituzionale dell'UE alla luce dell'approccio aggressivo di Trump e dall'aumento della spesa fiscale in Germania, che potrebbe riequilibrare la pressione al ribasso indotta dai dazi. **In linea con la posizione sui Bund, anche il giudizio sui BTP rimane neutrale:** gli *spread* sono scesi in misura sostanziale e ci aspettiamo che continuino a replicare l'andamento dei titoli di Stato tedeschi.

In riferimento alle obbligazioni societarie, racco-

mandiamo un approccio prudente alla luce dei rischi derivanti dal surriscaldamento del mercato primario e dalla compressione dei premi al rischio.

Analogamente, in considerazione dell'analisi condotta sui fattori di rischio a livello geopolitico e macro-fondamentali, riteniamo opportuno mantenere un **approccio prudente per l'asset class azionaria**, pur esprimendo un interesse particolare per il comparto sull'intelligenza artificiale. L'allentamento delle tensioni commerciali e i segnali di resilienza offerti dal quadro macro/fondamentale hanno riportato gli indici in prossimità dei massimi storici e il *risk/reward* non sembra favorevole, in un contesto di persistente incertezza e volatilità del quadro macro e geopolitico, valutazioni piene e stagionalità sfavorevole con l'avanzare dell'estate.

Mercati obbligazionari

Govies: sfruttare pressioni al rialzo

La view sull'asset class obbligazionaria governativa rimane neutrale, in continuità con il mese scorso. Mantenere posizioni estreme non avrebbe prodotto benefici in passato e risulta ancor meno opportuno oggi, in un contesto in cui temi esogeni rispetto al quadro macroeconomico e fondamentale — come i dazi e i conflitti geopolitici — assumono un peso crescente.

In questo contesto, riteniamo opportuno **cogliere eventuali rialzi dei tassi come opportunità per aumentare l'esposizione**. La nostra strategia si basa su quattro considerazioni principali: le aspettative di mercato sulle Banche centrali appaiono ragionevoli; i tassi *forward* statunitensi si collocano su livelli non lontani da soglie storicamente interessanti; le attese sull'evoluzione del contesto macro risultano eccessivamente ottimistiche; i rischi geopolitici appaiono sottostimati dal mercato.

Mercati azionari

Europa: focus su tematiche domestiche

I mercati azionari hanno registrato nuovi rialzi, recuperando quasi integralmente le perdite accumulate a partire dal «*Liberation Day*», complici l'allentamento delle tensioni commerciali e la resilienza del con-

testo macroeconomico, che ha alimentato la propensione al rischio degli investitori. Con riferimento ai comparti, privilegiamo tematiche domestiche che offrono maggiore visibilità e solidità: pertanto, manteniamo un sovrappeso su bancari, industriali e tecnologici, la neutralità su servizi di comunicazione e *utilities* e un giudizio negativo su consumi discrezionali, materiali, energetici, assicurativi e sanitari.

Italia: attenzione alle *smid cap*

Nel corso del mese di maggio, gli indici azionari italiani hanno sovraperformato i principali *benchmark* globali. Il FTSE MIB ha messo a segno un incremento dell'8,5%, sostenuto in particolare dalla solida performance del settore finanziario. In continuità con quanto osservato ad aprile, si è confermata la sovraperformance delle *smid cap* italiane rispetto alle *large cap*. Tuttavia, continuiamo a consigliare cautela alla luce del contesto assai ricco di incognite esogene. A livello settoriale, siamo in sovrappeso sui finanziari, il lusso e i servizi di comunicazione; mentre siamo in sottopeso su industriali, società indebitate e aziende più esposte ai dazi.

USA: nuovo sovrappeso sul tech

La connotazione dei portafogli si caratterizza per una sostanziale neutralità in termini di profilo di rischio e di livello di investito. Con riferimento ai

settori, manteniamo un sovrappeso sul comparto finanziario e confermiamo un'esposizione selettiva su alcuni titoli della grande distribuzione. La principale differenza rispetto ai mesi precedenti è il nuovo sovrappeso sul settore tecnologico, anche se concentrato su un numero ristretto di nomi. Il contesto di mercato vede sia l'indice Nasdaq che l'S&P 500 nuovamente sui massimi, ma il rimbalzo è stato trainato da un numero molto limitato di titoli, con un mercato che si è rivelato estremamente selettivo, premiando le società di qualità e a grande capitalizzazione.

Emergenti: meno Cina, più Corea

Nell'ultimo mese, le *performance* sono risultate positive, con un contributo maggiore proveniente dall'area Pacifico rispetto al resto dei mercati emergenti. In termini di operatività, si segnala la riduzione dell'esposizione alla Cina, in particolare alla componente dei consumi discrezionali. Al contempo, abbiamo incrementato il peso del mercato coreano, in seguito all'esito delle elezioni presidenziali, concentrando l'esposizione su titoli tecnologici, finanziari e conglomerati industriali. Queste scelte sono riconducibili alla tematica dell'intelligenza artificiale e a dinamiche di riorganizzazione aziendale, miglioramento della *governance* e politiche di dividendi più favorevoli.