



Immagine creata con l'IA.

Le relazioni (commerciali) pericolose

La volatilità innescata dalla guerra commerciale ha portato a una revisione al ribasso delle stime di crescita sui mercati sviluppati, mentre negli USA l'impatto dei dazi sull'inflazione dovrebbe essere solo temporaneo. In Cina l'economia sarà depressa dalle misure imposte da Trump e il clima disinflazionistico dovrebbe protrarsi. In un contesto che resta molto fluido, ribadiamo la linea prudente sui mercati azionari e siamo moderatamente costruttivi sui titoli di Stato dei Paesi core dell'Area Euro e dell'Italia

Nonostante l'ondata di volatilità registrata sui mercati a inizio marzo, a seguito dell'annuncio dei dazi da parte di Donald Trump nel corso del cosiddetto "Liberation Day", sia in parte rientrata, **lo scenario resta molto fluido** e condizionato dal flusso di dati e notizie, come dimostra l'impennata nel tasso di incertezza sulle politiche commerciali globali (**Grafico 1**).

Le stime della crescita dei Paesi sviluppati sono state riviste al ribasso, anche se per il momento non incorporiamo l'eventualità di una recessione (le cui probabilità sono stimate al 45%) nel nostro scenario centrale. Sul fronte dell'inflazione, l'impatto

delle tariffe globali sulla dinamica dei prezzi ha destato molte preoccupazioni: tuttavia **riteniamo che i dazi possano rinfocolare solo temporaneamente le spinte inflazionistiche negli USA**, rimandando al secondo trimestre del 2026 il raggiungimento degli obiettivi fissati dalla Federal Reserve, mentre **in Area Euro le prospettive restano incoraggianti**.

In Cina, sull'attività economica graverà l'impatto delle tensioni commerciali con gli USA, mentre si conferma il trend disinflativo. In tema di politica monetaria, infine, le nostre aspettative non cambiano, con l'attesa di due tagli da parte della Fed

e tre dalla Banca Centrale Europea entro fine anno.

Immutate anche le indicazioni di asset allocation, con la conferma di una linea prudente sui mercati azionari, moderatamente costruttiva sui titoli di Stato Euro *core* e italiani e ancora selettiva sulle obbligazioni societarie.

Grafico 1: Trump scatena l'incertezza sul commercio globale



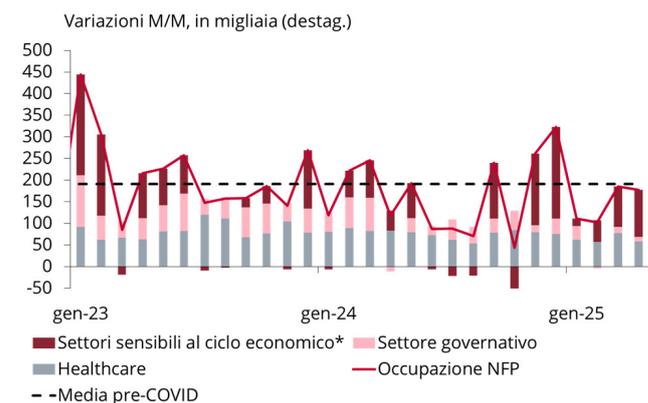
Questo concetto traccia lo stato generale dell'economia in relazione alle imprese. Può includere le condizioni generali dell'economia o le condizioni economiche specifiche di un particolare settore. Fonte: Bloomberg, Anima Research. Dati al 30/04/2025.

Crescita. A causa dell'inasprimento della politica commerciale, a nostro avviso **negli USA il momentum macro si deteriorerà assai più rapidamente** del previsto. Trump ha imposto alla Cina tariffe molto più aggressive di quelle preannunciate in campagna elettorale, minacciato misure straordinarie per i Paesi del sud-est asiatico, sospeso la clausola *de minimis*, portando la quota di beni assoggettati a dazi molto al di sopra del livello registrato durante la prima Guerra commerciale con Pechino, e soprattutto ha applicato una tariffa universale a tutti i partner commerciali (seppur in parte temporaneamente sospesa). La possibilità di riorientare i flussi commerciali e assorbire i dazi attraverso i margini di profitto aziendali è più limitata, e la trasmissione ai prezzi al consumo sarà più forte e veloce. **Tuttavia per il momento**, nonostante il deterioramento degli indicatori di fiducia di imprese e consumatori, **i dati relativi all'economia reale restano resilienti**: il reddito reale disponibile offre ancora supporto; il PCE spending è rimbalzato a febbraio; la creazione di nuovi posti di lavoro resta prossima alla media pre-pandemica (**Grafico 2**).

Ci aspettiamo che nel 2025 la crescita si attesti intorno all'1,6%, poco sotto il consensus, e in termini sequenziali prevediamo una discesa sotto il potenziale **ma senza recessione**.

In Area Euro abbiamo rivisto leggermente al ribasso le stime di crescita per il 2025 a 0,8%, per l'impatto dei dazi e dell'incertezza sulla politica commerciale. Il quadro di partenza già anemico, la debole fiducia di imprese e famiglie, lo scarso slancio di produzione industriale e vendite al dettaglio concorrono a orientare al ribasso i rischi per il prossimo futuro.

Grafico 2: Il mercato del lavoro USA supporta la crescita



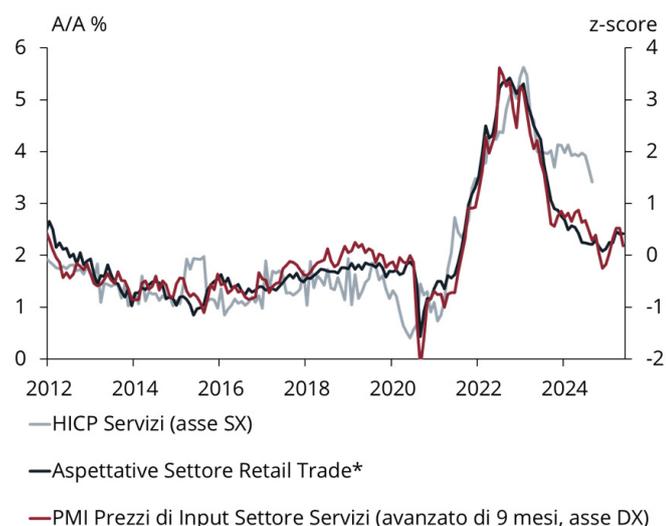
*Settori sensibili al ciclo economico = servizi per il tempo libero/ospitalità, servizi professionali/commerciali, industria manifatturiera, attività finanziarie, commercio al dettaglio, trasporti e costruzioni. Fonte: Haver Analytics, Anima Research, Dati al 02/05/2025.

Inflazione. Negli USA, le pressioni sui prezzi derivanti dai dazi dovrebbero essere, secondo noi, gradualmente e transitorie. Ci aspettiamo che l'indice *core* PCE, trainato dalla componente dei beni, raggiunga un picco a circa 3,2% fra agosto e settembre, per poi ridiscendere in scia alla disinflazione dei servizi e all'indebolimento della crescita interna, convergendo verso il target della Fed entro la metà del 2026.

Il riorientamento dei flussi commerciali e gli elevati margini di profitto delle imprese ci inducono a ritenere però che le spinte inflazionistiche saranno nel complesso limitate. Inoltre, i prezzi dei beni *core* appaiono sotto controllo e ancorati alla media pre-Covid, mentre quelli dei servizi sono meno legati ai dazi e l'indebolimento della domanda potrebbe addirittura accelerare l'attuale trend ribassista. Anche l'inflazione *supercore*, legata alla domanda interna, prosegue nel percorso di moderazione al di sotto della media pre-pandemica a causa dei dati su tariffe aeree, alberghiere e assicurazioni sui veicoli a motore. Analogamente, anche i dati provenienti dal mercato del lavoro destano poche preoccupazioni sul fronte dell'inflazione: nonostante la stretta sull'immigrazione, le pressioni salariali sono limitate e il costo del lavoro è ancora in calo.

In Area Euro, le prospettive per l'inflazione restano incoraggianti: le pressioni sui prezzi dei servizi sono scese sotto il 3,9% dopo diversi mesi, in parte per gli effetti base connessi al timing della Pasqua nel 2024, in parte per la moderazione delle pressioni salariali. Sulla scorta dei segnali offerti dagli indicatori anticipatori ci aspettiamo che il processo disinflativo si consolidi ulteriormente (**Grafico 3**).

Grafico 3: L'inflazione in Area Euro scenderà ancora



*European Commission Survey, avanzato di 9 mesi, asse DX. Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, Anima Research. Dati al 15/04/2025.

In Cina, le fortissime tensioni commerciali con gli Stati Uniti dovrebbero avere un considerevole impatto depressivo sull'attività economica, che abbiamo quantificato in 1,7 punti percentuali di PIL, solo in parte compensato dal potenziamento degli stimoli fiscali: abbiamo rivisto al ribasso la stima della crescita per il 2025, dal 4,5% al 4%, sotto consenso. Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, si conferma il trend disinflativo, anche dopo il rimbalzo di CPI *headline* e CPI *core* registrato a marzo, condizionato perlopiù da fattori stagionali.

Politiche monetarie. In tema di politiche monetarie non prevediamo cambiamenti allo scenario delineato il mese scorso. A causa dei dazi, **la Fed vede rischi asimmetrici per crescita e inflazione e riteniamo che, alla luce del livello dei tassi e dello stato dell'economia, giudichi più semplice stimolare la ripresa che non contrastare gli effetti di eventuali fiammate inflazionistiche.** Ci aspettiamo 50 punti base di tagli nel quarto trimestre, contro un'attesa del mercato di 80 punti base.

In Area Euro i rischi inflativi sono molto diminuiti, ma

l'impatto delle tariffe sulla crescita rappresenta un rischio serio per l'istituto guidato da Christine Lagarde: per questo **la Banca Centrale Europea sarà proattiva e dovrebbe tagliare i tassi altre tre volte entro la fine del 2025**, per un totale di 75 punti base.

La Banca Popolare Cinese continuerà a potenziare il proprio supporto all'economia per rispondere alle sfide poste dai dazi di Donald Trump: per quest'anno ci attendiamo tre tagli dei tassi per 60 punti base complessivi, oltre a un taglio di 25 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria a inizio maggio; inoltre, le Autorità dovrebbero consentire un certo deprezzamento dello yuan rispetto al dollaro.

In questo quadro, non abbiamo apportato modifiche alla nostra *view* sulle differenti *asset class*.

Sui mercati dei titoli di Stato, **esprimiamo una posizione neutrale sui Treasury**, che nel mese di aprile sono stati esposti a livelli eccezionali di volatilità e su cui sono iniziati ad aleggiare – per la prima volta – dubbi non confortanti sul loro status di bene rifugio. **Più costruttiva è invece la view sui Bund**, alla luce dei pacchetti di stimolo annunciati in Germania e UE e della relativa decorrelazione dai titoli di Stato americani più soggetti ai rischi di instabilità finanziaria. In linea con quello sui governativi tedeschi è anche il giudizio sui BTP, che possono contare su un allargamento solo marginale degli spread registrato durante il *sell-off* dei Treasury e su un *rating momentum* positivo. **Resta invece cauta la linea sui mercati delle obbligazioni societarie**, dove raccomandiamo un approccio prudente e selettivo.

Sul fronte azionario, del resto, manteniamo un approccio prudente nelle diverse aree geografiche, con preferenza per i settori difensivi e i temi domestici: anche se non vediamo rischi particolari nel breve termine, non riteniamo nemmeno che vi siano margini di rialzo sostanziali e siamo in presenza di valutazioni non particolarmente economiche.

Mercati obbligazionari

Govies, valore nelle scadenze brevi

In un contesto di forte incertezza e visibilità limitata, che indebolisce le prospettive di crescita, **l'asset class obbligazionaria può contare un bias costruttivo**, seppur senza eccessi. A nostro avviso questo vale **soprattutto per i titoli governativi**, con una preferenza per quelli Euro *core* e per i titoli di Stato italiani.

In uno scenario di irripidimento delle curve, la sele-

zione delle scadenze assume un'importanza cruciale: quelle brevi, più ancorate alle mosse delle Banche centrali, incorporano un certo valore, mentre il segmento oltre 10- 15 anni deve essere approcciato con una certa cautela, alla luce del timore degli investitori circa un potenziamento degli stimoli da parte dei governi per fronteggiare le sfide che si profilano all'orizzonte.

In merito alle obbligazioni corporate, continuiamo a suggerire prudenza e a raccomandare un approccio selettivo.

Mercati azionari

Europa: communication services e bancari

Dopo l'impennata della volatilità seguita all'annuncio dei dazi da parte di Trump nel "Liberation Day" del 2 aprile, l'annuncio di una pausa di 90 giorni nella loro implementazione e la politica monetaria supportiva hanno fornito elementi di sostegno. A livello settoriale, siamo positivi su *communication services* e bancari; neutrali su industriali, *materials*, beni discrezionali, tecnologici e *utilities*; negativi su energetici e sanitari.

Italia: un approccio più cauto

In un contesto di forte incertezza sui listini internazionali, abbiamo sfruttato il rialzo del mercato italia-

no per prendere profitto e adottare nel breve un approccio più cauto. Fra i settori rimaniamo costruttivi su finanziari, titoli del lusso e servizi di comunicazione, mentre il giudizio è di sottopeso per industriali, società indebitate e aziende più esposte ai dazi.

USA: occhi puntati sugli utili

Nelle ultime settimane, abbiamo ridotto ancora il peso dei titoli ciclici più indebitati, specie nei settori energetico e industriale, mentre abbiamo lasciato invariato il peso del *tech*, che continua a fornire un contributo importante alla crescita degli utili del mercato. Occorre maggiore visibilità per capire se il trend di revisioni negative degli utili rappresenti un utile punto di ingresso.

Emergenti: meglio difensivi e domestici

Nel mese abbiamo adottato un bias difensivo, con un tilt domestico che si esprime in una preferenza per l'India, meno esposta alla tematica dei dazi, e per la Cina domestica, dove le società quotate sui mercati di Shanghai e Shenzhen non hanno praticamente alcuna esposizione agli Stati Uniti. A livello settoriale, abbiamo posizioni lunghe su telecomunicazioni, consumi di base e oro.