



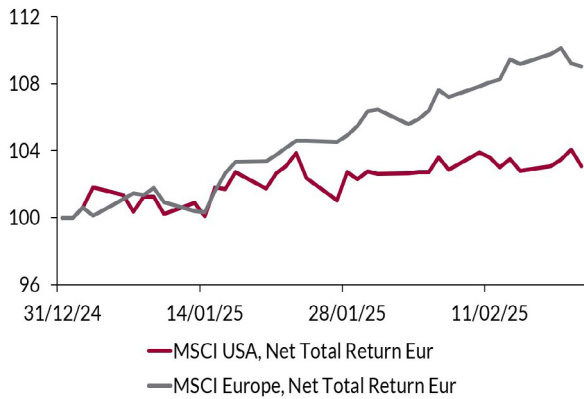
Partita a scacchi

Negli USA la crescita rimane solida, seppur in rallentamento, mentre in Area Euro è debole e sotto potenziale. Il *trend* disinflazionistico continua su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina il quadro macro è invariato, in attesa di stimoli da parte delle Autorità, soprattutto in materia fiscale. In questo contesto, restiamo moderatamente costruttivi sui titoli di Stato dei mercati sviluppati; la positività si estende alle azioni dell'Area Euro e – in misura minore – USA, e, al tempo stesso, monitoriamo gli sviluppi di breve termine

Nella prima parte del 2025, gli sviluppi sui mercati finanziari hanno evidenziato un cambiamento nelle dinamiche globali, con l'Europa che emerge come protagonista sulla scena finanziaria. In una vera e propria partita a scacchi, il Vecchio Continente sta muovendo le sue pedine, cercando di sfidare il primato di Wall Street. In particolare, nelle ultime settimane, l'attenzione di investitori e analisti si è concentrata su un fenomeno che fino a pochi mesi fa sembrava assai improbabile: **la netta sovraperformance del mercato azionario europeo rispetto a quello statunitense**. Dopo anni di dominio indiscusso di Wall Street, i listini del Vecchio Continen-

te hanno accumulato guadagni significativi rispetto a quelli americani da inizio anno (Grafico 1 - a pagina seguente). Questo recupero non è stato casuale: dopo un 2024 segnato da debolezza e scarsa attrattività, gli indici europei erano sotto-detenuti e sottovalutati, creando il presupposto per un importante movimento di ricopertura. A ciò si è aggiunta una serie di catalizzatori positivi, tra cui: la speranza di un possibile cessate il fuoco in Ucraina; politiche fiscali espansive da parte della Germania, tradizionalmente rigida sul fronte della spesa pubblica; la ripresa del sentiment sulla Cina, mercato a cui l'Europa è particolarmente esposta.

Grafico 1: Performance dei listini europei e statunitensi a confronto (31 dicembre 2024-20 febbraio 2025)



Fonte: Fonte: Bloomberg, ANIMA Research. Dati al 20/02/2025

Nel dettaglio, per quanto riguarda la crescita, rimaniamo dell'idea che l'economia degli Stati Uniti eviterà la recessione quest'anno, ma, rispetto alla nostra previsione precedente, ci aspettiamo ora un rallentamento della crescita leggermente più marcato e un aumento dell'inflazione temporaneo e modesto. In Area Euro manteniamo lo scenario di una ripresa debole e sotto potenziale, con i dazi statunitensi che rappresentano un ulteriore rischio per l'attività. **In Cina, l'introduzione dei dazi statunitensi ha provocato una risposta contenuta da parte di Pechino: alla luce di un'escalation più graduale, abbiamo rivisto al rialzo la crescita cinese dal 4,3% al 4,5% per il 2025 (Tabella 1).**

Tabella 1: Cina: revisione al rialzo della crescita

	Real GDP	
	China ANIMA	China Consensus
	Y/Y %	Y/Y %
Q4 24	5.4	5.4 ↑
2024	5.0	5.0 ↑
Q1 25	4.8 ↑	4.7 ↑
Q2 25	4.7 ↑	4.8
Q3 25	4.3	4.5
Q4 25	4.1	4.1
2025	4.5 ↑	4.5

Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 20/02/2025.

Con riferimento alla dinamica dei prezzi, **negli USA il processo disinflativo continua, in modo irregolare e volatile, con il PCE core che dovrebbe convergere verso il target del 2% nel quarto trimestre. Nell'A-**

rea Euro, l'inflazione core si è stabilizzata su livelli pre-pandemici, senza pressioni a monte, mentre quella sui servizi è in calo per effetto del ribilanciamento del paniere. In Cina, la dinamica resta disinflazionistica, nonostante una lieve crescita dei prezzi dei servizi a gennaio, attribuibile principalmente a fattori stagionali.

A livello di politiche monetarie, la sorpresa al rialzo nel report sull'inflazione statunitense e l'adozione di un **approccio precauzionale da parte della Federal Reserve** ci hanno indotto a posticipare la previsione della data del prossimo taglio (non prima di giugno) e a ridurre l'allentamento complessivo atteso nel 2025 a 2-3 tagli. In Area Euro, confermiamo **la previsione di un taglio da 25 punti base a riunione almeno fino a luglio**, ma il livello elevato di incertezza sullo scenario di riferimento solleva dubbi sulla tempistica degli interventi. In Cina, il nostro scenario centrale rimane invariato: **la Banca Popolare Cinese** continuerà a mantenere un **approccio accomodante**, sostenendo l'economia con tagli dei tassi e riduzioni del coefficiente di riserva obbligatoria, pur prendendo misure per contenere un eccessivo deprezzamento dello yuan.

Crescita. Negli Stati Uniti la crescita è ancora trainata dai consumi, con i dati positivi di fine 2024 che alimentano ottimismo per l'inizio del 2025: il contributo della spesa per beni e servizi nel quarto trimestre è stato importante e in lieve accelerazione e il *momentum* del *PCE spending* rimane favorevole. A supportare questa dinamica sono due fattori chiave: il **miglioramento del reddito disponibile reale**, sostenuto dai guadagni da lavoro, e **i risparmi**, che, sebbene in calo, superano ancora i \$500 miliardi. Rimaniamo dell'opinione che quest'anno l'economia degli Stati Uniti eviterà la recessione. Tuttavia, rispetto alla nostra previsione precedente, ora ci aspettiamo **un rallentamento della crescita leggermente più pronunciato e un temporaneo, modesto, incremento dell'inflazione.**

In Area Euro, il PIL del quarto trimestre è risultato inferiore alle attese, confermando un rallentamento della domanda interna in Germania, Francia e Italia, con la sola Spagna in leggera accelerazione. Gli indicatori anticipatori e le condizioni finanziarie suggeriscono che questo trend possa consolidarsi: l'indice PMI composto delle imprese si mantiene intorno a quota 50, con il settore dei servizi in una situazione meno critica rispetto a quello manifatturiero. Il sentiment dei consumatori, inoltre, ha mostrato un'inversione di tendenza rispetto al precedente miglioramento. Parallelamente, l'indagine sul credito bancario (BLS) della BCE ha evidenziato un significativo inasprimento degli standard

creditizi, dovuto alla maggiore percezione dei rischi.

Inflazione. Negli Stati Uniti, il report sull'inflazione di gennaio giustifica una revisione al rialzo del profilo di inflazione nel nostro scenario centrale. Tuttavia, restiamo convinti che **le pressioni sottostanti sui prezzi si allenteranno**, seppur in modo irregolare e volatile, con il PCE core che dovrebbe avvicinarsi al target del 2% nel quarto trimestre. **L'inflazione core è stabile e in linea con il trend pre-Covid, al netto delle auto usate.**

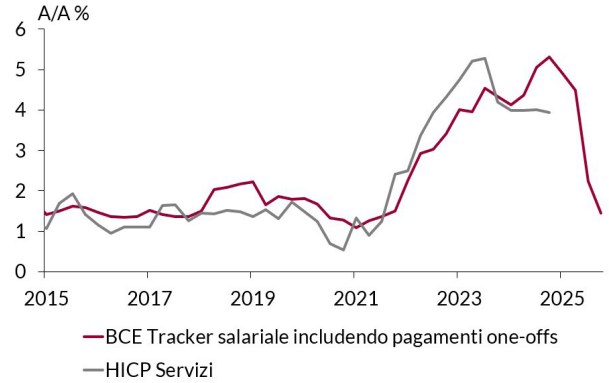
L'inflazione supercore (cioè quella che non tiene conto dei prezzi dell'energia e del settore immobiliare) ha registrato **la variazione mensile più forte** da gennaio 2024, principalmente attribuibile ai prezzi dei servizi di trasporto e ricreativi. Tuttavia, il ruolo di traino è stato guidato da due voci specifiche - i servizi video e audio e le quote di associazione e ingresso ai club -, che **non suggeriscono l'inizio di una tendenza stabile**. Pertanto, restiamo convinti che le pressioni sull'inflazione *supercore* si ridimensioneranno.

Allo stesso modo, **gli sviluppi nel mercato del lavoro non sembrano destare allarme** e gli indicatori anticipatori dei costi del lavoro suggeriscono una **moderazione delle pressioni salariali**.

In Area Euro, l'inflazione core si è stabilizzata sui livelli pre-pandemici, mentre quella sui servizi è diminuita, a causa di effetti statistici legati al ribilanciamento del paniere. In particolare, è diminuito il peso dei servizi con una stagionalità debole a gennaio, mentre è aumentato quello dei servizi con una stagionalità più marcata. Nonostante ciò, diversi indicatori confermano che le pressioni salariali continuano a diminuire (sebbene non nella misura indicata dal *tracker* della BCE) (**Grafico 2**), rafforzando la nostra previsione di un **sensibile calo dell'inflazione sui servizi**, complice il riassorbimento di numerosi fattori tecnici e idiosincratichi che l'hanno distorta e amplificata nel 2024.

In Cina, l'assenza di dati affidabili, dovuta alle festività del Capodanno Lunare, **limita la visibilità sugli sviluppi economici in corso**. Gli indici Caixin di fiducia delle imprese indicano una **misurata perdita di slancio all'inizio del 2025**, mentre il contesto macroeconomico resta problematico. Tuttavia, le nostre previsioni di crescita per i primi due trimestri sono state riviste al rialzo, grazie a una politica commerciale statunitense meno aggressiva e più tardiva delle aspettative. Per quanto riguarda i prezzi, le dinamiche disinflazionistiche prevalgono, e l'incremento limitato dei prezzi dei servizi osservato a gennaio è attribuibile agli effetti stagionali.

Grafico 2: Area Euro, il rallentamento salariale continua rafforzando le previsioni di un calo dell'inflazione sui servizi



Nota: L'ECB Wage Tracker è un indicatore della BCE che monitora l'andamento dei salari in Area Euro. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 20/02/2025.

Politiche monetarie. La sorpresa al rialzo nel report sull'inflazione statunitense e l'adozione di un **approccio precauzionale da parte della Fed** ci hanno spinto a **posticipare la previsione di un possibile nuovo taglio dei tassi, che ora ci aspettiamo non prima di giugno**. Inoltre, abbiamo rivisto al ribasso l'entità complessiva dell'allentamento monetario previsto per il 2025: ora prevediamo 2-3 tagli dei tassi, anziché 3-4 come indicato precedentemente.

In Area Euro, la nostra previsione rimane di un taglio da 25 punti base per ogni meeting da parte della BCE almeno fino a luglio, ma il livello elevato di incertezza sullo scenario di riferimento solleva dubbi sulla tempistica degli interventi.

In Cina, il nostro scenario centrale resta invariato: la Banca Popolare Cinese continuerà con una politica accomodante, sostenendo l'economia con tagli dei tassi e riduzioni del coefficiente di riserva obbligatoria, pur monitorando attentamente il rischio di un eccessivo deprezzamento dello yuan.

In questo contesto macroeconomico, **la nostra view in materia di asset allocation rimane sostanzialmente invariata**, al netto del giudizio sull'azionario giapponese, che torna neutrale.

Sui Treasury continuiamo ad avere un posizionamento moderatamente costruttivo, grazie alle attese di convergenza dell'inflazione verso il *target* e della forte incertezza sulle politiche economiche della nuova amministrazione. Il giudizio resta allineato **anche sui Bund**: l'indebolimento dei fattori macroeconomici

ci nell'Area Euro e l'allentamento dei fattori tecnici e idiosincratici contribuiranno ad allineare l'inflazione verso l'obiettivo della BCE. **Invariata la view sui BTP**, che è sostenuta da diversi fattori, tra cui: l'extra-rendimento rispetto ai titoli di Stato di altri Paesi europei, l'aumento del divario macroeconomico tra i Paesi periferici e quelli core, il percorso di consolidamento fiscale credibile tracciato per i prossimi anni e la continua volatilità degli OAT (titoli di Stato francesi).

L'approccio verso i **mercati del credito** rimane improntato alla selettività, a causa della compressione dei premi al rischio.

Sul comparto azionario manteniamo una visione costruttiva o neutrale, a seconda delle diverse aree geografiche. Ci aspettiamo che gli indici globali attraversino una fase di consolidamento: da un lato, la resilienza del quadro macroeconomico e fondamentale e il possibile allentamento delle tensioni geopolitiche potrebbero sostenere i mercati; dall'altro, pressioni al rialzo sui tassi e le persistenti tensioni commerciali potrebbero frenare la crescita.

Negli Stati Uniti gli utili continueranno a crescere e potrebbero beneficiare di un'ulteriore accelerazione nel caso in cui venisse approvata la riforma fiscale di Trump. Si conferma la positività sull'azionario europeo e italiano, grazie al miglioramento delle revisioni sugli utili, a un quadro macroeconomico più dinamico del previsto, alla crescente probabilità di un aumento del supporto fiscale in Germania e alle speranze di un accordo tra Russia e Ucraina.

Mercati obbligazionari

Cauta costruttività sui govies

Nel corso dell'ultimo mese, i rendimenti dei Bund e dei *Treasury* sono rimasti praticamente invariati, con un andamento caratterizzato da fluttuazioni moderate. L'inflazione, seppur distorta da effetti statistici, continua a rappresentare un fattore di disturbo, mentre la Federal Reserve si mantiene su una posizione relativamente restrittiva, determinata a tagliare i tassi non appena le condizioni saranno favorevoli.

Al momento, la curva di mercato monetario prevede un unico taglio entro la fine dell'anno, con una prospettiva di meno di due riduzioni dei tassi entro il 2026. Tuttavia, riteniamo che tali aspettative siano eccessivamente conservative e non riflettano appieno la comunicazione attuale della Fed.

In Area Euro, invece, il tasso terminale si posiziona già sotto il 2%, e le probabilità di una revisione al ribasso

appaiono limitate. L'unico movimento significativo registrato nelle ultime settimane è stato l'appiattimento della curva dei rendimenti, con i tassi a 5 anni 5 anni forward che sono scivolati su livelli meno attraenti rispetto al passato. Nonostante ciò, i rendimenti reali superiori al 2% rimangono poco coerenti con la retorica della Federal Reserve, ma continuano a rappresentare un'opportunità interessante.

Nel complesso, la scelta di mantenere un lieve sovrappeso di duration sembra la più indicata. Il potenziale di apprezzamento risulta infatti superiore rispetto al rischio di ribasso, sebbene la volatilità resti un fattore cruciale da monitorare.

Con riferimento al comparto corporate, si conferma la preferenza per strategie *up-in quality* e un approccio molto selettivo, in un contesto di spiccata compressione dei premi al rischio. Infatti, interpretiamo come un segnale di allerta il fatto che molti emittenti speculativi che non più tardi di 8-9 mesi fa erano considerati società in difficoltà siano riusciti a rifinanziarsi agevolmente, registrando rialzi di 2-3 punti nei prezzi dei bond il giorno dopo il collocamento.

Mercati azionari

Europa: continua la sovraperformance

Il mercato azionario europeo ha mostrato segnali di resilienza e crescita nell'ultimo mese, continuando a sovraperformare quello statunitense. Questo *trend* positivo è stato supportato da diversi fattori, tra i quali le revisioni al rialzo delle stime aziendali durante la stagione degli utili e le prospettive di una possibile cessazione delle ostilità tra Ucraina e Russia. In termini settoriali, esprimiamo un giudizio positivo sui beni discrezionali, gli industriali, i materiali di base e i bancari; neutrale su *diversified financials* e *tech*; negativo su *utilities*, energetici e sanitari.

Italia: mercato ancora a sconto

Nonostante i consistenti rialzi registrati negli ultimi mesi, e i livelli meno attraenti rispetto al passato, manteniamo un approccio moderatamente costruttivo, grazie ad una politica monetaria meno restrittiva, alle attese per un aumento della spesa pubblica in Germania e al calo dell'inflazione. Questi fattori creano le premesse per una crescita moderata, con il mercato italiano ancora a sconto rispetto ai principali mercati europei. Fra i settori in sovrappeso ci sono finanziari, lusso, servizi di comunicazione e tecnologia, mentre su industriali e società indebitate la *view* è negativa.

Stati Uniti: la difesa dei consumi non ciclici

Nel corso del mese l'esposizione è stata parzialmente ridotta, sulla scorta di una partecipazione sempre più bassa ai rialzi e di movimenti sempre più estremi. Sorprende in questo contesto la resilienza del mercato, che rimane su livelli piuttosto elevati, nonostante sia guidato dai soliti noti. Il peso del settore tecnologico è stato gradualmente ridotto e siamo passati in sottopeso nella componente semiconduttori, complice l'aumento del beta dopo la notizia di *DeepSeek*. Manteniamo una view costruttiva sulle grandi banche all'interno del settore finanziario, che trattano a sconto sia rispetto al mercato che alle medie storiche, e un sovrappeso sui consumi non ciclici, che introduce una componente di difensività nel portafoglio.

Emergenti: possibile cambio di paradigma in Cina

Nel mese scorso, i mercati emergenti hanno visto un forte rally del mercato cinese e mostrato resilienza rispet-

to alla guerra commerciale. Abbiamo rimodulato l'esposizione al mercato cinese, diminuendo le posizioni meno allineate alla recente dinamica rialzista, caratterizzata da un'alta concentrazione settoriale e di singoli titoli, che ha portato a una disconnessione dai fondamentali. Manteniamo una visione positiva sul mercato cinese, soprattutto dopo il simposio tra Xi e i leader dell'imprenditoria privata, che potrebbe gettare le basi per una nuova narrativa e ridurre lo sconto valutativo provocato dalla percezione di un accanimento del governo nei confronti del settore privato. re accelerazione nel caso in cui venisse approvata la riforma fiscale di Trump. Si conferma la positività sull'azionario europeo e italiano, grazie al miglioramento delle revisioni sugli utili, a un quadro macroeconomico più dinamico del previsto, alla crescente probabilità di un aumento del supporto fiscale in Germania e alle speranze di un accordo tra Russia e Ucraina.

Nota: la presente analisi è stata svolta in data 20 febbraio 2025.