

Piet Mondrian - Composition A Composition with Black, Red, Gray, Yellow, and Blue (1920).

Geometrie della neutralità

Ci aspettiamo una modesta accelerazione della crescita negli Stati Uniti e in Area Euro dal quarto trimestre, con segnali di miglioramento qualitativo in Cina. Sul fronte dell'inflazione, le pressioni da dazi resteranno temporanee. In questo scenario, restiamo neutrali sui comparti azionario e obbligazionario



Filippo Di Naro,
Direttore Investimenti di Anima Sgr

Il contesto di mercato si mantiene complessivamente stabile, con bassa volatilità e una progressiva normalizzazione delle variabili politiche. La debolezza strutturale del dollaro e l'assenza di significativi cambiamenti nei principali indicatori confermano una fase di quiete diffusa. In questo scenario, caratterizzato da rischi ciclici limitati ma presenti, **manteniamo un'impostazione neutrale sulle principali asset**

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Neutralità sui titoli di Stato core

AZIONARIO EUROPA

Andamento laterale

AZIONARIO ITALIA

Small cap attraenti nel medio-lungo termine

AZIONARIO USA

Ritorno degli energetici

class, con prudenza sul credito data la compressione dei premi al rischio e un focus selettivo sulla generazione di alpha nel comparto azionario.

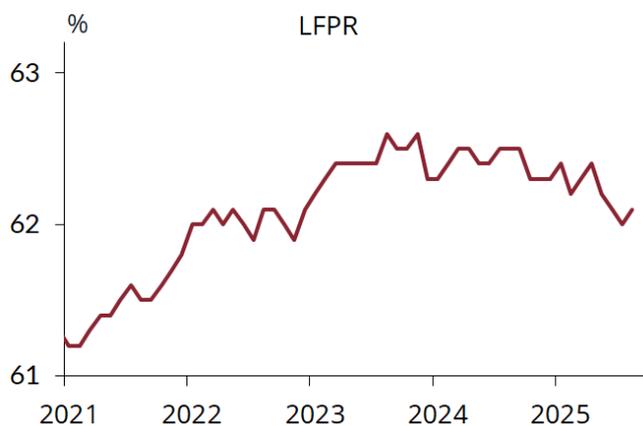
Crescita. 🇺🇸 **Negli Stati Uniti**, il nostro scenario di base continua a **escludere una recessione nel 2025**, con una **crescita economica che toccherà il minimo nel terzo trimestre, seguita da una ripresa graduale** estesa al 2026 - pur senza raggiungere il potenziale di piena capacità produttiva. Gli ultimi dati mostrano un miglioramento della domanda domestica, con vendite al dettaglio in crescita e un *tracker* degli investimenti non residenziali in attrezzature (ad esempio: computer per uffici, macchinari, etc.) che indica una possibile accelerazione.

In prospettiva, **ci aspettiamo che il momentum resti positivo**, grazie a diversi fattori: l'impulso fiscale inizierà ad essere significativo a partire dal quarto trimestre 2025, con un contributo massimo nei primi due trimestri 2026; le condizioni finanziarie restano accomodanti; i bilanci delle famiglie sono solidi, con un indice di fiducia stabile e un ampio ammontare di risparmi e ricchezza finanziaria accumulata.

Il mercato del lavoro registra un nuovo equilibrio (Grafico 1) caratterizzato da tassi di assunzioni e licenziamenti bassi. La riduzione dell'offerta di lavoro è in parte imputabile alle restrizioni sull'immigrazione, in un contesto di domanda stabile che mantiene il tasso di disoccupazione su livelli contenuti, senza pressioni salariali significative.

Grafico 1

USA, mercato del lavoro in equilibrio



Note: Il Tasso di Partecipazione alla Forza Lavoro (LFPR) è un indicatore economico fondamentale che misura la quota della popolazione in età lavorativa attivamente coinvolta nel mercato del lavoro; include sia gli occupati sia coloro che cercano attivamente un impiego. Fonte: *Haver Analytics*, ANIMA Research. Dati al 17-22 settembre 2025.

🇪🇺 **In Area Euro l'attività economica resta debole:** il PIL nel secondo trimestre 2025 è cresciuto solo grazie al contributo positivo delle scorte, mentre i

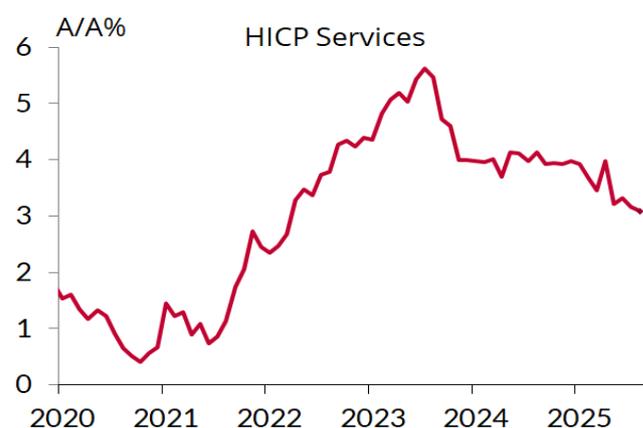
dati relativi a consumi, vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori non mostrano segnali incoraggianti. Nonostante ciò, **prevediamo un'accelerazione del momentum macro:** l'incertezza sulla politica commerciale sta diminuendo, gli indicatori anticipatori di fiducia delle imprese stanno migliorando e, dal quarto trimestre 2025, si inizierà a percepire l'effetto degli stimoli fiscali tedeschi, con impatti positivi per i partner commerciali.

Inflazione. 🇺🇸 **Negli Stati Uniti**, ipotizzando una crescita sotto potenziale e uno *shock* tariffario temporaneo, **stimiamo che il target inflazionistico della Fed sia raggiunto entro il terzo trimestre 2026.** I dati recenti mostrano pressioni limitate derivanti dai dazi, con un rallentamento del *momentum* dell'indice *supercore* (che esclude i prezzi di energia, alimentari e abitazioni), sostenuto dagli effetti transitori delle tariffe e dalla decelerazione dell'inflazione nei servizi residenziali.

🇪🇺 **In Area Euro, il trend disinflazionistico prosegue.** In particolare, **il processo di normalizzazione dell'inflazione sui servizi appare in fase di consolidamento (Grafico 2)**, confermato dallo sgonfiamento della crescita salariale. Anche i prezzi dei beni mostrano un *momentum* stabile, con bassa probabilità di accelerazione.

Grafico 2

Area Euro, la normalizzazione dell'inflazione sui servizi si consolida



Fonte: *Haver Analytics*, ANIMA Research. Dati al 17-22 settembre 2025.

🇨🇳 **In Cina, le misure di supporto ai consumi avviate dalle Autorità saranno di supporto alla cre-**

scita nel 2026, che ci aspettiamo migliore rispetto al consenso. Ciononostante, **la domanda interna resta debole e la politica economica si mantiene cauta e graduale**, rivelandosi insufficiente rispetto alle sfide strutturali, che includono, fra l'altro, gli squilibri tra produzione e consumo, la crisi immobiliare e le pressioni deflazionistiche.

Politiche monetarie. 🇺🇸 **Negli Stati Uniti, ci aspettiamo due tagli dei tassi da parte della Federal Reserve entro fine 2025 e ulteriori tre tagli nel 2026**, che riporteranno il tasso sui *Fed Funds* al livello neutrale entro il terzo trimestre 2026.

🇪🇺 **In Area Euro, prevediamo un taglio della Banca Centrale a dicembre**, che porterà il tasso di deposito all'1,75%, seguito da una **pausa nel 2026**. La BCE dovrebbe dare più peso, nella sua funzione di reazione, alla ripresa economica rispetto a un dato di inflazione *core* leggermente inferiore all'obiettivo.

🇨🇳 **In Cina, ci aspettiamo che la Banca Popolare Cinese sospenda l'allentamento monetario nel terzo trimestre 2025**, per poi riprenderlo nel quarto, in risposta ai rischi sulla crescita.

Mercati obbligazionari

Neutralità sui titoli di Stato core

Sui Treasury il giudizio resta neutrale. Le attese del mercato ci sembrano troppo accomodanti rispetto al nostro scenario di base, mentre la sensibilità degli investitori alle notizie sulla crescita continua a esercitare pressioni ribassiste sui rendimenti. In prospettiva strategica, i rischi restano orientati al rialzo, sostenuti dalla possibile riaccelerazione dell'economia nel 2026, dagli effetti inflazionistici dei dazi e da maggiori pressioni dal lato dell'offerta.

Anche per i Bund manteniamo un giudizio neutro: la crescita europea dovrebbe accelerare nel 2026 e l'offerta di *Bund* aumentare in modo significativo, ma la forte domanda di titoli di Stato dell'Area Euro dovrebbe parzialmente compensare le pressioni al rialzo sui rendimenti.

Sulla stessa **linea di neutralità pure il giudizio sui BTP.** Nel breve termine, i margini di ulteriore compressione dello spread sono limitati, data l'elevata correlazione con i Bund. Strategicamente, la forte

domanda e il miglioramento del quadro fiscale italiano bilanceranno le pressioni al rialzo sui tassi.

Sul comparto del **credito** manteniamo un approccio prudente, alla luce della compressione dei premi al rischio.

Mercati azionari

🇪🇺 Europa: andamento laterale

I mercati europei si muovono lateralmente, frenati da incertezze politiche in Francia e Regno Unito. In Francia, persistono le difficoltà collegate alla formazione di un esecutivo di governo, mentre in UK l'inflazione persistente e le difficoltà di bilancio continuano ad alimentare la volatilità. A livello settoriale, manteniamo una visione positiva su consumi discrezionali, banche, industria e tecnologia; rimaniamo neutrali su farmaceutici e telecomunicazioni; restiamo invece negativi su sanitari, *utilities*, energia e assicurazioni.

🇮🇹 Italia: small cap attraenti nel medio-lungo periodo

Le valutazioni del mercato italiano si sono allineate alla media europea, pur mantenendo un profilo più interessante rispetto agli Stati Uniti. In particolare, le *small cap* offrono opportunità significative nel medio-lungo periodo. Dal punto di vista settoriale, privilegiamo l'asset management, il lusso, i servizi di comunicazione e i titoli domestici/europei, esposti in misura inferiore al deprezzamento del dollaro e meno penalizzati dalle tensioni commerciali. Restiamo sottopesati sugli industriali e sulle società più sensibili al cambio e alla guerra commerciale.

🇺🇸 USA: ritorno degli energetici

Dal punto di vista micro, la revisione delle stime di crescita degli utili è ancora in corso e riduce le preoccupazioni per le valutazioni. Abbiamo incrementato l'esposizione su alcune società appartenenti al comparto dei beni durevoli, all'interno del settore dei consumi discrezionali e stiamo rivalutando il settore energetico, che ha registrato una sottoperformance significativa da inizio anno ma potrebbe tornare ad attrarre l'interesse degli investitori per motivazioni di natura valutativa.

Nota: documento chiuso all'8 ottobre 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.