



Immagine generata con l'IA

Premio alla pazienza

La crescita si conferma resiliente negli USA e in Area Euro, mentre in Cina la debolezza della domanda interna continua a frenare l'inflazione. L'impatto di AI, guerra e choc energetici non interrompe il processo disinflazionistico, ma Fed e BCE rivedono al rialzo le prospettive sui tassi ufficiali. Il giudizio sui governativi resta costruttivo, mentre l'approccio sull'azionario passa a neutrale



Filippo Di Naro
Direttore Investimenti di Anima Sgr

Dopo mesi di pressioni, il **mercato obbligazionario sembra offrire occasioni d'ingresso più interessanti**. Ai livelli raggiunti, i rendimenti incorporano già un premio al rischio che riteniamo adeguato a compensare i numerosi fattori negativi che hanno zavorrato l'*asset class* negli ultimi mesi. I tassi reali, storicamente elevati, e il *carry*, ormai consistente, rendono i governativi dei principali mercati sviluppati un'opportunità da cogliere con un orizzonte di medio

Nota: documento chiuso il 2 ottobre 2026



**MERCATI
OBBLIGAZIONARI**

Governativi al rialzo



**AZIONARIO
EUROPA**

Crescita ancora solida



**AZIONARIO
ITALIA**

Costruttivi con prudenza



**AZIONARIO
USA**

Più esposizione agli
hyperscaler

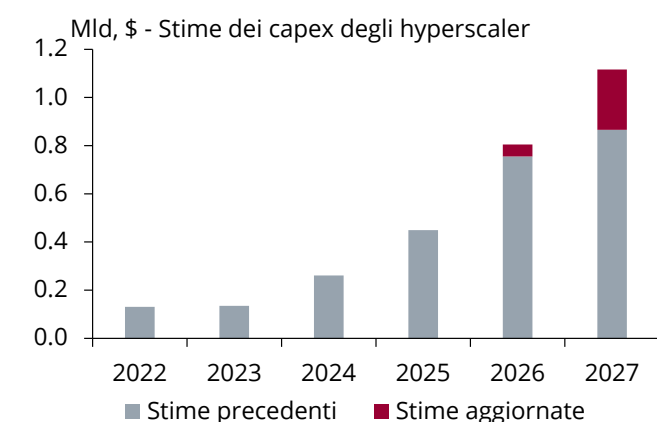
termine, pur mantenendo misura e gradualità nella costruzione delle posizioni. È proprio questa la logica del *"premio alla pazienza"*: non inseguire il mercato, ma sfruttare nel tempo livelli di rendimento che oggi appaiono più interessanti.

Sull'azionario il giudizio è neutrale, registrando comunque un leggero miglioramento. Nel brevissimo periodo la volatilità potrebbe rimanere elevata, tra guerre ancora irrisolte e l'avvicinarsi delle elezioni di medio termine statunitensi. Prevale, dunque, un atteggiamento di attesa, in un quadro che potrebbe diventare più favorevole nei prossimi mesi, anche grazie alla stagionalità potenzialmente a sostegno.

Crescita. 🇺🇸 Negli USA ci attendiamo una crescita vicina al potenziale nei prossimi trimestri, con un *bias* leggermente più cauto sul 2027, legato al ribilanciamento fra i motori dell'economia: agli investimenti in AI, in forte crescita, si contrappone il contributo meno dinamico dei consumi privati. Il PIL del secondo trimestre e le vendite al dettaglio di agosto mostrano una crescita robusta, ma la forte dinamica di queste ultime è in parte riconducibile alla componente *nonstore retailers* (rivenditori senza punto vendita fisico), particolarmente esposta a fattori stagionali. Sul fronte degli investimenti, **le stime di spese in conto capitale degli hyperscaler, continuamente riviste al rialzo (Grafico 1)**, confermano il contributo cruciale degli investimenti in AI alla crescita.

Grafico 1

USA, l'aumento del *capex* degli hyperscaler sostiene la crescita



Nota: Bloomberg, Morgan Stanley, Anima Research. Dati al 22/09/2026.

🇪🇺 In Area Euro il quadro macro continua a mostrarsi resiliente, nonostante lo *shock* energetico,

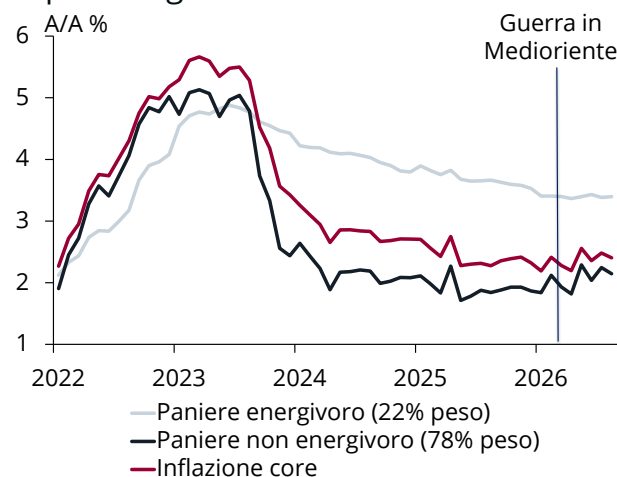
e ci attendiamo un consolidamento del *trend* il prossimo anno. Il PIL del secondo trimestre ha fornito indicazioni incoraggianti: consumi ed esportazioni nette sono cresciuti. Tuttavia, **non prevediamo un'ulteriore accelerazione e vediamo rischi al ribasso, legati soprattutto all'impatto dei prezzi energetici sul sentiment di consumatori e imprese.**

Inflazione. 🇺🇸 Negli USA, nonostante le sorprese al rialzo, che hanno indotto la Federal Reserve (Fed) ad alzare i tassi, **restiamo dell'idea che la disinflazione core proseguirà**, seppur lentamente. L'accelerazione del CPI core è stata guidata dalla componente *supercore* (che considera i soli servizi, escludendo alimentari, energia e costi abitativi), ma in larga parte per effetto di un'anomala dinamica dei servizi di telecomunicazione, che dovrebbe rientrare a settembre. **Restano contenute le pressioni sui beni core e quelle legate all'AI**, mentre i rincari non si sono trasmessi significativamente lungo la catena dei prezzi e la dinamica salariale è in moderazione.

🇪🇺 In Area Euro prosegue la graduale convergenza dell'inflazione core verso il target. L'inflazione dei servizi è in calo e le pressioni sui beni core restano concentrate nel comparto tecnologico, mentre **non emergono segnali di una significativa propagazione dello shock energetico (Grafico 2)**. Anche il rallentamento dei salari negoziati, ormai su livelli inferiori a quelli coerenti con l'obiettivo di inflazione, conferma un quadro favorevole alla disinflazione.

Grafico 2

Area Euro, lo *shock* energetico non si espande agli altri settori



Fonte: Haver Analytics, Anima Research. Dati al 22/09/2026.

 **In Cina, la debolezza della domanda interna continua a contenere l'inflazione**, sia *headline* sia *core*, nonostante l'aumento dei prezzi alla produzione legato allo *shock* energetico. Più dinamiche le esportazioni, sostenute soprattutto dai beni connessi allo sviluppo dell'AI.

Politiche monetarie.  **La Fed** ha ampliato la propria valutazione dei rischi per l'inflazione e ci attendiamo ora **uno-due rialzi entro marzo 2027**, rispetto all'ipotesi precedente di pausa prolungata. Tuttavia, non ci aspettiamo che il rialzo di settembre avvii un ciclo di inasprimento monetario sostenuto.

 **Anche per la Banca Centrale Europea (BCE) non escludiamo un ulteriore rialzo entro dicembre**, qualora i prezzi energetici restassero elevati e la crescita si confermasse resiliente. Ciononostante, a nostro avviso, l'Istituto di Francoforte difficilmente consegnerà i tre rialzi e mezzo prezzati dal mercato entro luglio 2027.

 **In Cina, confermiamo l'ipotesi di tassi invariati fino a fine 2026.** Nel breve, il sostegno all'economia dovrebbe arrivare soprattutto da una più rapida attuazione dello stimolo fiscale. Eventuali misure monetarie espansive potrebbero tornare sul tavolo l'anno prossimo.

Mercati obbligazionari Governativi al rialzo

I rendimenti governativi hanno subito sensibili pressioni al rialzo, per una molteplicità di fattori, tra cui: il riavvio della guerra (la correlazione fra tassi e prezzo del petrolio resta molto elevata), l'inflazione (l'ultimo *report* negli USA ha sorpreso al rialzo), la resilienza della crescita, il riposizionamento delle aspettative sulla politica monetaria (innescato anche dalla volontà di Warsh di difendere la credibilità della Fed), i rischi crescenti di *Democratic Sweep*. I tassi hanno raggiunto livelli storicamente elevati, specie in termini reali, e **la view su Treasury, Bund e BTP si conferma moderatamente costruttiva**,

stante la combinazione fra *trend* macro non sfavorevoli, aspettative aggressive sulle Banche centrali, valutazioni interessanti e *carry* elevato.

Manteniamo la cautela sul credito, in un contesto di premi al rischio estremamente compressi, che ne limita l'attrattività.

Mercati azionari

Europa: crescita ancora solida

Nell'ultimo mese **l'attività economica in Area Euro ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto**. Questo, unitamente alle indicazioni incoraggianti emerse dalla stagione delle trimestrali, ha supportato i mercati azionari e mitigato i timori di un rallentamento legato dallo *shock* energetico. A livello settoriale, siamo positivi sui materiali di base, tecnologici, bancari e *utilities*; neutrali su industriali, energetici e sanitari; negativi su telecomunicazioni, consumi di base e discrezionali e assicurativi.

Italia: costruttivi con prudenza

Il quadro macro resta costruttivo, ma il rialzo dei rendimenti obbligazionari, l'aumento della volatilità sui titoli legati all'AI, protagonisti della recente fase rialzista, e l'avvicinarsi delle elezioni di *mid-term* negli USA giustificano l'adozione di un **approccio neutrale**. Ci attendiamo una fase di consolidamento e maggiore lateralità dei prezzi. Sul piano settoriale manteniamo una *view* positiva su finanziari, lusso e titoli domestici/europei, mentre siamo prudenti verso i settori legati a energia, difesa e industriali.

USA: più esposizione agli hyperscaler

Dopo aver **incrementato l'esposizione agli hyperscaler e ai titoli del comparto software**, abbiamo rafforzato il posizionamento su semiconduttori e *hardware*, privilegiando società con valutazioni contenute e risultati trimestrali solidi. Abbiamo preso profitto sui beni di prima necessità, riportato a neutrale l'esposizione ai consumi ciclici, dopo la marcata debolezza del comparto, e ridotto il sovrappeso sull'energia, per la prima volta dall'inizio dell'anno.

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.