

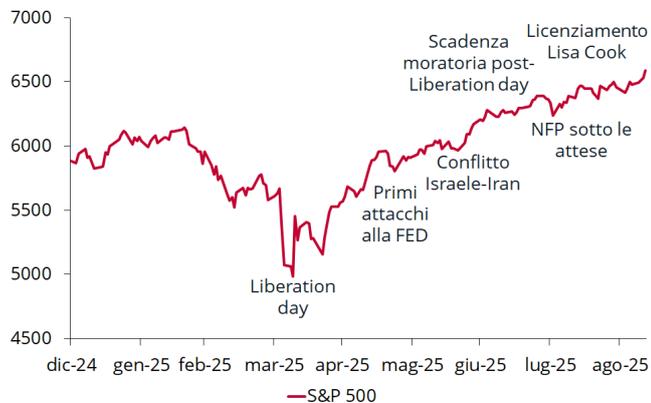


Aspetta e vedrai

Gli USA eviteranno la recessione nel 2025, in Area Euro l'economia resta priva di un motore di crescita sostenibile. La disinflazione prosegue: negli USA le pressioni da dazi appaiono temporanee, mentre in Area Euro le pressioni sui prezzi calano ancora e in Cina la disinflazione si consolida. In un contesto con performance positive ma anche tante incognite, adottiamo un approccio neutrale sia sull'azionario sia sull'obbligazionario governativo

Nonostante mesi di notizie potenzialmente molto negative – dall'annuncio dei dazi alla mancata soluzione delle crisi belliche – **la reazione dei mercati è stata sorprendentemente positiva (Grafico 1)**. Tuttavia **i fattori di incertezza non mancano**, a partire dalle minacce all'indipendenza della Federal Reserve da parte dell'Amministrazione Trump.

Muovendoci in un contesto contrassegnato da performance positive ma anche da molte incognite, **adottiamo un approccio neutrale sulle principali asset class, in attesa di ulteriori indicazioni dai dati macro-fondamentali** e di superare il periodo di stagionalità sfavorevole.

Grafico 1S&P 500 guadagna, nonostante la *newsflow*

Nota: Bloomberg, Anima Research. Dati al 10/09/2025.

Nel dettaglio, restiamo dell'idea che **l'economia statunitense eviterà la recessione nel 2025**. In **Area Euro**, i dati macro confermano un quadro di **crescita debole e disomogenea**. In **Cina**, gli **squilibri strutturali e le pressioni deflazionistiche continuano a rappresentare un freno alla crescita**, ma i rischi al ribasso sono in diminuzione.

Negli USA, sul fronte dell'inflazione ci aspettiamo che i dazi abbiano un effetto solo temporaneo: nonostante l'emergere di pressioni a monte, **il contesto complessivo non è preoccupante**. In Area Euro le pressioni sui prezzi non registrano novità sostanziali e il lento *trend* disinflazionistico prosegue, mentre **in Cina l'inflazione rimane su livelli molto contenuti**.

Sul fronte delle politiche monetarie, ci attendiamo due tagli dei tassi da parte della **Federal Reserve** entro la fine del 2025, mentre per la **Banca Centrale Europea** prevediamo un solo taglio. La **Banca Popolare Cinese** riprenderà il ciclo di allentamento monetario nel quarto trimestre, con un taglio dei tassi di 40 punti base a sostegno della domanda e della stabilità macroeconomica.

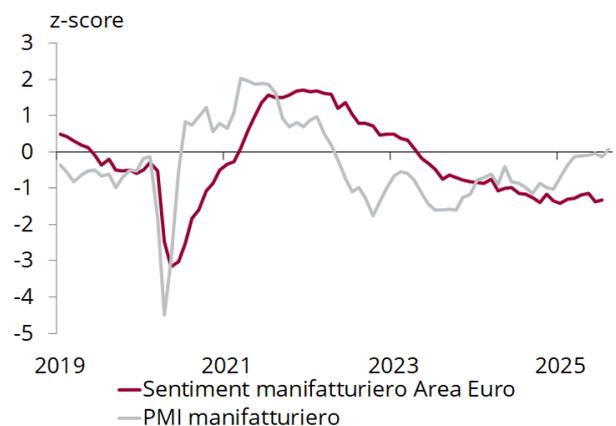
Crescita. Negli Stati Uniti restiamo convinti che **l'economia eviterà la recessione nel 2025**: il *momentum* raggiungerà i minimi nel terzo trimestre per poi riaccelerare progressivamente - sostenuto dal picco dell'inflazione derivante dai dazi, dagli stimoli fiscali agli investimenti e dal taglio dei tassi

- fino al 2026 compreso. **Fra i fattori di sostegno alla crescita spiccano i consumi privati**, che vedono una solida spesa per beni e per cui prevediamo una ripresa anche in quella per servizi grazie a tassi più bassi e stimoli fiscali. **Importante il dato che arriva dal mercato del lavoro**, che a nostro avviso sta evolvendo verso uno scenario di tassi di assunzione e licenziamenti più bassi.

In Area Euro l'economia continua a viaggiare in prossimità della soglia di recessione, priva di un motore di crescita sostenibile. Nel secondo trimestre, il PIL si è contratto in Germania e in Italia, mentre in Francia - alle prese con una grave crisi politica e di finanza pubblica - l'espansione è stata possibile soltanto grazie al contributo delle scorte. **Anche gli indici PMI confermano un quadro debole (Grafico 2)**: il settore manifatturiero è stagnante, penalizzato dalla domanda estera, mentre i servizi crescono in modo modesto e restano esposti a un peggioramento del mercato del lavoro, in particolare nell'industria.

Grafico 2

Area Euro, la crescita resta debole



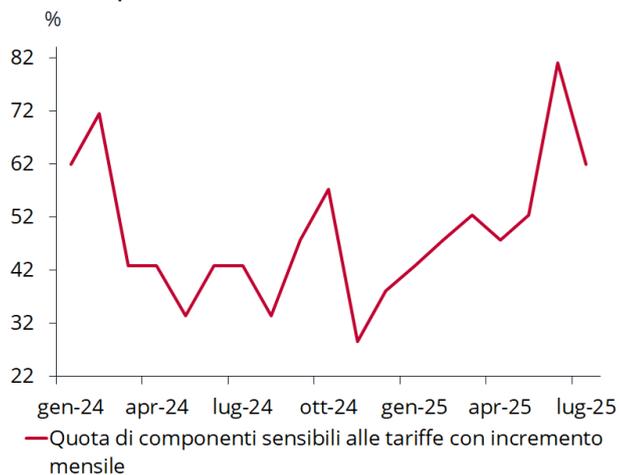
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 28/08/2025.

Inflazione. Negli Stati Uniti restiamo convinti che **le pressioni al rialzo legate ai dazi saranno temporanee**: non modificheranno il tasso di crescita dei prezzi, ma sposteranno leggermente il picco dal terzo al quarto trimestre. **L'inflazione derivante dai dazi si sta diffondendo più lentamente del previsto** lungo la catena dei prezzi dei beni: il *momentum* dei beni *core* è aumentato a luglio principalmente per i rincari sui prezzi delle auto usate

- che dovrebbero rientrare -, mentre **le categorie più esposte ai dazi mostrano pressioni in calo (Grafico 3)**.

Grafico 3

USA, l'impatto dei dazi finora è limitato



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research. Dati al 28/08/2025.

Anche se a livello di prezzi alla produzione (PPI) sono stati registrati aumenti più marcati, questi derivano in gran parte da energia e alimentari, e il trasferimento ai prezzi al consumo procede lentamente. Sul fronte dei servizi, a luglio sono emerse alcune pressioni inaspettate, ma la fiammata dell'indice *supercore* dei prezzi al consumo (CPI) - dovuta a fattori idiosincratici e volatili come le tariffe aeree e il *pass through* dall'indice PPI, che ha registrato la maggiore accelerazione su base mensile da luglio 2022 - non sembra così marcata. La debole inflazione sui servizi residenziali, che ci aspettiamo cali ancora, concorre a dipingere un quadro non allarmante, nonostante l'emergere di alcune pressioni a monte.

In Area Euro, le variazioni annue degli indici headline e core rimangono inalterate: il *trend* disinflazionistico prosegue, sostenuto dal calo delle pressioni sui servizi e dalla debolezza della domanda interna. I beni *core* hanno registrato solo un lieve aumento legato alla stagionalità, compensato dall'ampio allentamento dei prezzi dei servizi.

In Cina, la de-escalation delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti e le misure delle Autorità hanno ridotto i rischi al ribasso per la crescita, rendendo plausibile il raggiungimento dell'obiettivo

di espansione del PIL del 5%. Tuttavia, finché non saranno implementati stimoli più incisivi a favore dei consumi, il forte squilibrio tra domanda e offerta interne persiste. Le esportazioni verso gli Stati Uniti restano deboli, parzialmente compensate dai flussi verso Europa e Asia. La domanda interna rimane fiacca: i prezzi delle case stentano a riprendersi e il disallineamento tra spesa per beni e servizi pesa sulle prospettive inflazionistiche, specialmente sulla componente dei servizi.

Politiche Monetarie. Negli Stati Uniti, l'intervento di Powell al simposio di Jackson Hole ha segnato **un cambio di paradigma:** la Fed attribuisce ora **più peso ai rischi al ribasso per il mercato del lavoro,** rispetto a quelli al rialzo per l'inflazione. Restiamo dell'idea che la Banca centrale taglierà i tassi **due volte quest'anno,** a settembre e dicembre, e che seguiranno tre ulteriori interventi nel 2026, fino a portare i *Fed Funds* al 3,00-3,25%.

In Area Euro, la BCE sembra accettare una crescita prossima allo zero nel 2025 e appare disposta a tollerare un'inflazione temporaneamente sotto *target*, pur di non trovarsi costretta a inseguire eventuali pressioni sui prezzi derivanti dall'espansione fiscale tedesca. In questo quadro **ci aspettiamo un solo taglio dei tassi entro fine anno, a dicembre.** Tuttavia, alla luce del calo dell'inflazione sui servizi e dell'incertezza sulle ripercussioni macro degli stimoli fiscali tedeschi, restiamo convinti che l'economia europea necessiti di ulteriore supporto.

In Cina, ci aspettiamo che la Banca Popolare cinese riprenda l'allentamento monetario all'inizio del quarto trimestre, con un taglio dei tassi di 40 punti base e un'eventuale riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria, in risposta al riemergere dei timori per la crescita.

Alla luce delle attuali condizioni di mercato, abbiamo **aggiornato la nostra valutazione sul mercato azionario,** riconducendola alla neutralità.

Il giudizio sui **titoli di Stato** dei principali mercati sviluppati si conferma **neutrale.** In un contesto caratterizzato da un aumento dei rischi al rialzo (esclusione di una recessione dallo scenario del 2025,

approccio *dovish* della Fed, differimento del picco dell'inflazione da tariffe) ma anche da fattori che compensano tali pressioni (buona domanda estera, possibile riduzione del *deficit*) restiamo neutrali sui **Treasury**. Il giudizio è analogo anche per i **Bund** con una certa cautela per il medio termine: la politica fiscale espansiva in Germania diventerà il tema dominante, aumentando i rischi legati alla crescita e all'inflazione in Europa. Riguardo ai **BTP**, confermiamo una visione neutrale: sebbene l'incertezza commerciale rimanga una variabile, l'aumento della spesa pubblica e la forte correlazione con i *Bund* limitano i rischi.

Confermiamo anche la **prudenza sulle obbligazioni societarie**: contrariamente alla diffusione della narrativa secondo cui il credito rappresenta una nuova forma di "*risk-free*", è fondamentale ricordare che i titoli sovrani hanno vantaggi distintivi, come la possibilità di ricorrere alla leva fiscale, la maggiore liquidità e lo status di "*safe haven*", che li rendono meno vulnerabili rispetto al credito.

Come anticipato, alla luce della forte resilienza di fronte ai tanti fattori negativi registrati negli ultimi mesi – dai dazi alla mancanza di sviluppi positivi sui fronti bellici, alle minacce all'indipendenza della Fed – abbiamo adottato un approccio **neutrale anche sull'azionario**. Alla stagionalità sfavorevole, la compressa volatilità e le valutazioni elevate fanno da contraltare solidi fondamentali, una Fed accomodante e gli stimoli fiscali. Continuiamo a focalizzarci sulla creazione di Alpha, cercando opportunità di valore in un contesto globale complesso.

Mercati obbligazionari

Govies: meglio le scadenze medio-brevi

La *view* sui titoli di Stato rimane neutrale. La strategia di gestione si concentra su una **gestione tattica all'interno del trading range, con approcci differenziati a seconda delle scadenze**. In particolare, adottiamo una posizione più cauta sulle scadenze extra-lunghe, soggette a fattori di rischio difficili da contrastare, come la mancanza di disciplina fiscale, l'elevata offerta di titoli e le incertezze politiche negli Stati Uniti. Al contrario, restiamo più costruttivi sulle scadenze brevi e intermedie, con una preferenza

per i titoli di Stato europei rispetto a quelli statunitensi, grazie alle aspettative di una politica monetaria più conservativa e alla recente divergenza dei tassi di interesse tra le due sponde dell'Atlantico. Sul credito confermiamo un approccio prudente e selettivo.

Mercati azionari

Europa: perdita di slancio

Nell'ultimo mese, i mercati azionari europei hanno registrato una perdita di slancio. A pesare è stata una stagione degli utili caratterizzata da un'elevata dispersione settoriale e l'accordo sui dazi tra l'Unione Europea e gli USA, che ha introdotto una tariffa del 15%, accolto negativamente dai mercati. A livello settoriale, siamo positivi su bancari, industriali e consumi discrezionali; neutrali su tecnologici e servizi di comunicazione; negativi su sanitari, *utilities*, energetici e assicurativi.

Italia: mercato in crescita

Nel corso dell'ultimo mese, il mercato azionario italiano ha mostrato un'intonazione particolarmente positiva. Anche le *mid cap* hanno chiuso il mese con un segno positivo, seppur con una performance più contenuta. Tuttavia, stanti vari fattori di incertezza, a partire dagli effetti dei dazi, restiamo prudenti. In questo contesto, siamo in sovrappeso sui settori di risparmio gestito, lusso, servizi di comunicazione, titoli domestici/europei; sottopesiamo gli industriali e le società particolarmente sensibili ai dazi.

USA: in cerca di storie solide

Nel corso del mese il *momentum* del mercato azionario americano si è orientato progressivamente verso le *mid/small cap*. Manteniamo un'esposizione selettiva sia sul settore tecnologico che finanziario, associata a un sovrappeso sui *consumer staples*, in ottica di protezione, complice un contesto in cui il rapporto tra *momentum* e *stability* ha raggiunto livelli storicamente elevati. Il focus gestionale è orientato alla flessibilità, che ci consente di adattarci alle dinamiche di mercato, cercando al contempo di cogliere opportunità nei segmenti che stanno beneficiando del favore degli investitori.

Nota: documento chiuso all'11 settembre 2025.