

ANIMAResearch

Secondo semestre 2025

Incertezza e resilienza

ANIMA 

Incertezza e resilienza



Fabio Fois
Head of Investment
Research & Advisory
fabio.fois@animasgr.it

SOMMARIO

03 CRESCITA

- 03 Stati Uniti
- 06 Area Euro
- 11 Cina

14 INFLAZIONE

- 14 Stati Uniti
- 16 Area Euro
- 19 Cina

21 POLITICA MONETARIA

- 21 Federal Reserve
- 22 Banca Centrale Europea
- 23 People's Bank of China

OVERVIEW

I primi sei mesi del 2025 sono stati tutto fuorché privi di sorprese. Diverse forze si sono contrapposte, generando un livello di incertezza generale paragonabile solo a quello raggiunto durante la pandemia di Covid.

Donald Trump ha iniziato il suo mandato con un'azione coercitiva importante, in particolare in materia di politica commerciale, che nel suo insieme oggi potremmo definire multi-lateralmente più aggressiva di quanto ci si sarebbe potuti aspettare. Infatti, sebbene le restrizioni commerciali imposte alla Cina siano in parte rientrate rispetto a quanto inizialmente minacciato, il ricorso a uno schema sanzionatorio universale che appesantisse gli scambi con tutti i partner commerciali degli Stati Uniti era ipotizzato solo nel nostro scenario di coda. Sul fronte geopolitico, invece, il conflitto russo-ucraino non sembra essere prossimo a una soluzione immediata come immaginato dal Presidente Trump, mentre le tensioni in Medio Oriente, che sembravano parzialmente sopite, hanno raggiunto nuovamente livelli estremamente elevati, con lo scoppio della guerra fra Iran e Israele e l'intervento militare americano.

Nello stesso tempo, però, il quadro macroeconomico ha mostrato una resilienza che, date le premesse, appare sorprendente. Particolarmente negli Stati Uniti, dove la domanda domestica rimane solida e l'inflazione sotto controllo, complici un quadro reddituale ancora importante, il forte aumento delle scorte a cui le aziende hanno fatto ricorso per anticipare l'inasprimento tariffario ed un indebolimento dell'inflazione dei servizi più pronunciato delle attese di inizio anno.

Ci aspettiamo che la seconda parte del 2025 non si discosti troppo da questo percorso. Da un lato, è ragionevole immaginare che l'Amministrazione Trump continuerà a prendersi i titoli dei giornali, mantenendo alta l'attenzione degli operatori ma bassa la volontà di ingaggio unidirezionale. Dall'altro lato, il quadro macro, ancorché volatile, dovrebbe continuare a mostrare una tenuta dei consumi e una convergenza dell'inflazione al target, seppur più graduale negli Stati Uniti che in Area Euro a causa dell'impatto delle tariffe.

A fronte di questo contesto macro, confermiamo il nostro scenario centrale che vede le Banche centrali continuare ad ammorbidire la loro azione restrittiva e portare avanti un ciclo di tagli dei tassi che rimane "disinflativo", cioè orientato ad evitare che le condizioni finanziarie, ancorché passivamente, si inaspriscano troppo in termini reali, stanti le attese di rientro programmatico dell'inflazione e rallentamento misurato della crescita.

Alla luce di queste considerazioni, il nostro scenario centrale per il 2025 rimane ampiamente allineato a quello descritto a fine 2024, anche per quanto riguarda i rischi.

Sul fronte dei rischi regolamentari, in particolare, l'attenzione rimane sulla politica economica dell'Amministrazione Trump. Le scelte in tema di tariffe nazionali e settoriali, immigrazione e fiscalità potrebbero impattare negativamente sulla crescita e/o l'inflazione. Questo potrebbe portare al consolidamento di un equilibrio stagflazionistico che spingerebbe da una parte le famiglie americane a ridimensionare notevolmente i consumi in un contesto di probabile rialzo del tasso di disoccupazione, e dall'altra la Fed a ridurre in modo drastico l'allentamento monetario, esacerbando l'indebolimento della dinamica macro. Più in generale, un prolungato senso di incertezza rispetto alla politica economica americana potrebbe portare gli investitori a ridurre l'intensità della fiducia verso gli asset denominati in dollari, a maggior ragione qualora Trump decidesse di sostituire il governatore della Federal Reserve Jerome Powell con una persona più allineata alla propria linea politica.

CRESCITA

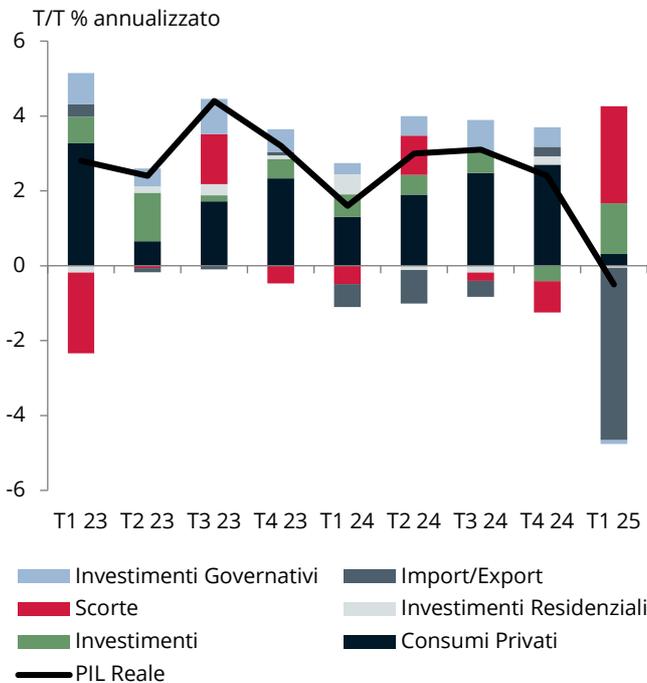
Stati Uniti - Completamento del puzzle

Pur restando convinti che una valutazione puntuale del momentum dell'economia statunitense sia complicata dalle distorsioni dovute ai significativi effetti di anticipazione (front-loading) delle tariffe, riteniamo che nei prossimi trimestri gli Stati Uniti andranno incontro a un rallentamento misurato dell'economia, senza però che questo si traduca in una recessione entro l'anno.

La crescita a inizio 2025 è stata estremamente volatile. Tuttavia, il flusso dei dati macroeconomici più rilevanti, che svolgono un ruolo fondamentale all'interno del nostro quadro previsionale, rimane solido. Si distinguono in particolar modo quelli relativi alla domanda domestica.

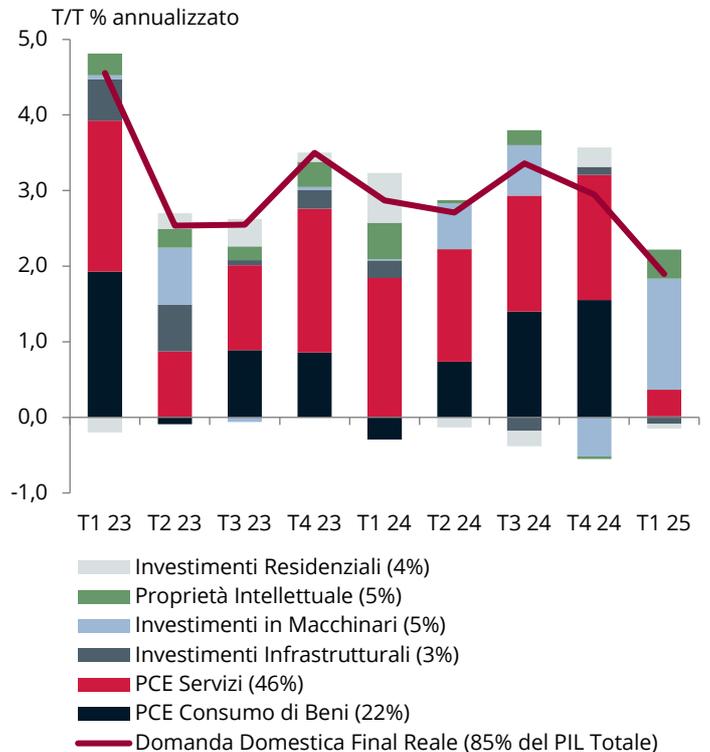
Non giudicare dalle apparenze. Nonostante il dato sulla crescita del Prodotto Interno Lordo reale del primo trimestre 2025 abbia segnato un calo sequenziale di -0,5% su base trimestrale (tasso annuo destagionalizzato, SAAR), a nostro avviso il dato in sé non indica che l'economia sia sull'orlo del collasso. Il PIL, infatti, è una stima della produzione basata sulle spese, e questo rende difficile misurare la crescita in modo accurato in trimestri caratterizzati da grandi oscillazioni di componenti intrinsecamente difficili da valutare come le scorte e le esportazioni nette. In effetti, nel primo trimestre entrambe le componenti hanno registrato variazioni di ampia portata. L'impennata delle importazioni di beni in vista dell'applicazione delle tariffe ha più che compensato il solido aumento degli acquisti interni lordi, provocando un calo della produzione. La domanda interna finale privata, però, si è confermata resiliente, all'1,9% trimestrale SAAR (**Grafici 1 e 2**).

Grafico 1
Non prendere per buono il PIL del 1° trimestre



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Grafico 2
La domanda domestica rimane resiliente



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Rimbalzo tecnico. Nel secondo trimestre, ci aspettiamo un rimbalzo tecnico della crescita del PIL, principalmente grazie all'inversione delle esportazioni nette, questo perché, come già specificato, nel primo trimestre, le importazioni sono state significativamente aumentate in vista dell'implementazione delle tariffe.

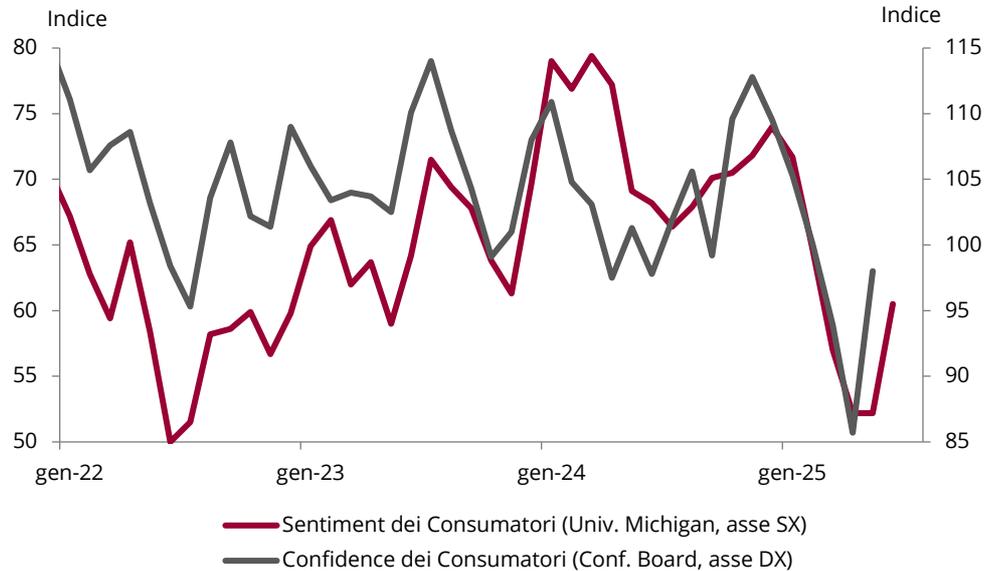
La tenuta dei consumi. Fino ad aprile, la spesa reale per consumi è aumentata in media dello 0,1% su base mensile negli ultimi tre mesi, mentre i servizi in termini reali (che rappresentano il 70% della spesa totale all'interno della spesa per consumi personali, o PCE) sono cresciuti in media dello 0,2%. Sebbene la spesa del primo trimestre sia stata rivista al ribasso, è importante notare che le revisioni si sono concentrate principalmente sulle rilevazioni di gennaio e febbraio, a testimonianza del fatto che tale aggiustamento riflette principalmente una normalizzazione dopo il ritmo di spesa eccezionalmente forte del quarto trimestre 2024, pari al 4,0% trimestrale SAAR. A marzo, la spesa per consumi ha registrato un'impennata riconducibile *al front-loading* da tariffe, e la spesa in beni durevoli è aumentata di un robusto 3,9% su base mensile, che è stato poi più che compensato tra aprile e maggio. La spesa in servizi è rimasta resiliente tra marzo e aprile, mentre ha riportato un timido segnale di rallentamento a maggio. Per la fine del secondo trimestre, restiamo dell'idea che i consumatori continueranno a spendere fino a quando ne avranno i mezzi, ovvero finché il reddito da lavoro dipendente offrirà supporto; in quest'ottica, il recente indebolimento della spesa deve essere monitorato con attenzione.

La crescita del reddito personale rimane di supporto. Nel complesso, il trend sequenziale di crescita del reddito rimane solido, sia in termini nominali che reali. Al di là di situazioni straordinarie (ad esempio, un fattore chiave nel mese di aprile è stato il notevole aumento dei sussidi governativi, che riflette in gran parte gli esborsi relativi al *Social Security Fairness Act*) la retribuzione da lavoro - motore principale del reddito - resta in buono stato. Lo ha confermato anche il dato PCE di maggio, in cui il reddito da lavoro è salito di un solido 0,4% su base mensile, in linea con la lettura di aprile.

Il mercato del lavoro tiene, nonostante i venti contrari legati alle tariffe. Fino alla fine del secondo trimestre, il mercato del lavoro è rimasto stabile, con pochi segnali che potessero lasciar presagire una perdita di slancio nel ritmo di creazione di posti di lavoro. La maggior parte dei nuovi impieghi nei settori non-agricoli (non-farm-payrolls, NFP) continua ad essere generata dal comparto dei servizi privati, in particolare il settore *health-care* e *leisure and hospitality*. Nello stesso tempo, i dati sulla domanda di lavoro (JOLTS) rimangono ben bilanciati.

L'occupazione nel settore pubblico sembra riequilibrarsi dall'interno. Ultimamente, i tagli al personale del governo federale sono stati più che compensati dalle assunzioni dei governi locali: a nostro avviso, questa dinamica potrebbe riflettere quello che in precedenza abbiamo definito effetto "*washing-machine*", in cui i lavoratori licenziati a livello federale vengono riassorbiti a livello locale.

Il sentiment dei consumatori si conferma strettamente legato alla politica commerciale. Dopo cinque cali mensili consecutivi, con l'allentamento delle pressioni tariffarie registrato nella tarda primavera il *sentiment* dei consumatori ha mostrato i primi segni di una moderata ripresa (**Grafico 3**), in coincidenza con la moratoria sui dazi bilaterali. Cosa ancor più importante, i consumatori si confermano fiduciosi sul fronte dell'andamento del reddito nei mesi futuri. Tuttavia, nonostante questo miglioramento, il *sentiment* rimane vicino all'estremità inferiore dell'intervallo recente; è quindi probabile che senza una *de-escalation* definitiva delle tensioni commerciali non registreremo un rimbalzo sostenuto.

Grafico 3**Il sentiment dei consumatori rimane legato ai dazi**

Fonte: Haver Analytics, Anima Research

I trend domestici hanno maggior rilevanza di quelli internazionali. A marzo, complice la maggiore incertezza politica, il totale dei viaggi degli stranieri negli Stati Uniti è crollato, salvo poi salire nuovamente al di sopra della media storica in aprile. Stante l'elevata volatilità, la previsione dell'andamento dei flussi turistici resta difficile. A inizio anno, diverse compagnie aeree hanno rivisto al ribasso le stime per il 2025 a causa delle preoccupazioni per la domanda e la crescente incertezza economica. Inoltre, le nuove restrizioni approvate dal Presidente Trump, che impediscono l'ingresso ai cittadini di 12 Paesi, e i recenti cambiamenti nelle politiche dell'Amministrazione statunitense potrebbero frenare ulteriormente i flussi in entrata e limitare l'accesso di studenti universitari internazionali.

Quali le implicazioni per l'economia statunitense? Le nostre analisi evidenziano che i viaggi in ingresso negli Stati Uniti da parte di cittadini stranieri rappresentano solo lo 0,8% della spesa nominale facente capo al PCE; includendo il turismo medico e i viaggi per motivi di studio, la cifra sale a circa l'1% del PCE nominale. Pertanto, un ipotetico calo del 10% dei visitatori stranieri ridurrebbe il PCE nominale solo dello 0,08% (8 punti base) e il PIL di circa lo 0,05% (5 punti base). In effetti, circa il 90% della spesa nel settore viaggi e turismo, la cui solidità è certificata dai dati più recenti, proviene da cittadini residenti. Sebbene i viaggiatori internazionali abbiano la loro rilevanza sul piano economico, il loro impatto complessivo sulla domanda interna è relativamente modesto.

In questo contesto, con riferimento al secondo semestre 2025, ci aspettiamo un rallentamento della crescita, ma non una sua contrazione. I principali indiziati per la perdita di slancio dell'attività sono gli effetti diretti delle tariffe, intese come tassa sui consumi e sui capitali. Ci aspettiamo che la fase più acuta della debolezza dei consumi si manifesti tra la fine del terzo e il quarto trimestre, quando un picco temporaneo dell'inflazione peserà sul potere d'acquisto dei consumatori. In termini di fattori di spesa, prevediamo un rallentamento più significativo della spesa in beni rispetto a quella in servizi, dato che i prezzi dei beni saranno più condizionati dal trasferimento degli aumenti tariffari. Ad essere maggiormente colpiti, in particolare, saranno i beni durevoli, in parte in ragione della spesa anticipata per le automobili, e a causa dei prezzi più elevati. Ci aspettiamo anche un modesto trasferimento dei prezzi più elevati dei beni sui servizi, ma non tale da provocare un calo della spesa per i servizi reali (che rappresentano la spina dorsale della spesa totale dei consumatori). Per quanto riguarda il *Capex*, dopo l'anticipazione degli investimenti nel primo trimestre, in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza politica, riteniamo che la spesa delle imprese tra terzo e quarto trimestre resterà modesta.

Lo scenario base di Anima. Nel complesso, ci aspettiamo una crescita del PIL reale dell'1,5% nel 2025, così distribuita: 2,1% su base trimestrale (tasso annualizzato) nel secondo trimestre, 0,8% nel terzo trimestre e 1,0% nel quarto trimestre.

Area Euro – Prudenza nell'aria

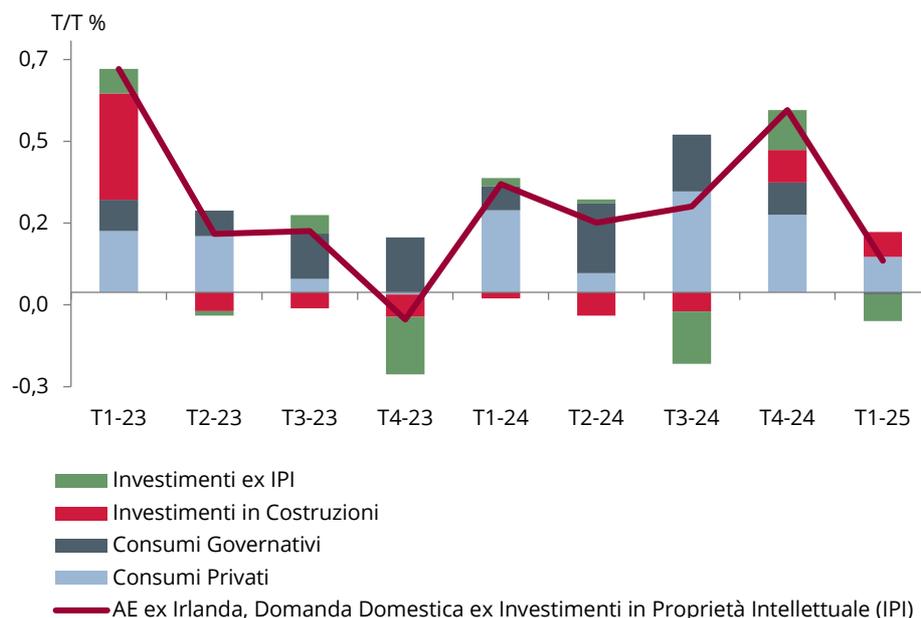
Nel corso dell'anno, le nuove tariffe statunitensi e l'incertezza sul processo negoziale in atto peseranno sulla crescita economica. Nonostante la revisione al rialzo della crescita del PIL reale del primo trimestre, le distorsioni dovute agli effetti anticipatori delle tariffe statunitensi e a fattori idiosincratici (come i dati dell'Irlanda) sono state significative: entrando nel secondo trimestre, sotto la superficie, la domanda interna si conferma debole. In questo contesto, ci aspettiamo una perdita di slancio nel secondo e terzo trimestre del 2025, poiché, oltre al venir meno del contributo delle esportazioni anticipate a inizio anno, si manifesteranno gli effetti negativi della guerra tariffaria e dell'escalation dell'incertezza sulle politiche commerciali.

Nel medio termine, ci aspettiamo però un rafforzamento della crescita, grazie al graduale calo dell'incertezza, alla ripresa della domanda estera, che beneficerà dell'attenuarsi degli effetti negativi delle tariffe, e alla politica fiscale espansiva attuata in Germania.

Guardando attraverso la nebbia irlandese. Nel primo trimestre del 2025 la crescita ha sorpreso al rialzo: il ritmo di espansione del PIL reale dell'Area Euro è stato pari allo 0,6% su base trimestrale, in accelerazione dallo 0,3% del quarto trimestre 2024. Tuttavia, questo dato riflette in gran parte il contributo determinante dell'Irlanda, a propria volta condizionata dal marcato aumento delle esportazioni verso gli Stati Uniti, in anticipazione delle tariffe.

Senza considerare il dato dell'Irlanda, i segnali di debolezza della domanda interna sono più evidenti. Nel primo trimestre, escludendo i dati notoriamente volatili irlandesi, il PIL reale dell'Area Euro è cresciuto dello 0,3% su base trimestrale, a fronte dello 0,1% del quarto trimestre 2024. Sotto la superficie, peraltro, si registra una debolezza più pronunciata di quanto suggerisca il dato *headline*, in quanto: (a) la crescita dei consumi privati ha rallentato, dopo la solidità emersa a fine 2024; (b) l'anticipazione degli ordini ha sicuramente contribuito alla forte crescita delle esportazioni (anche se in modo più moderato rispetto all'Irlanda); (c) il contributo positivo degli investimenti è in gran parte riconducibile agli investimenti in proprietà intellettuale, mentre quelli in macchinari e costruzioni sono stati più dimessi (**Grafico 4**).

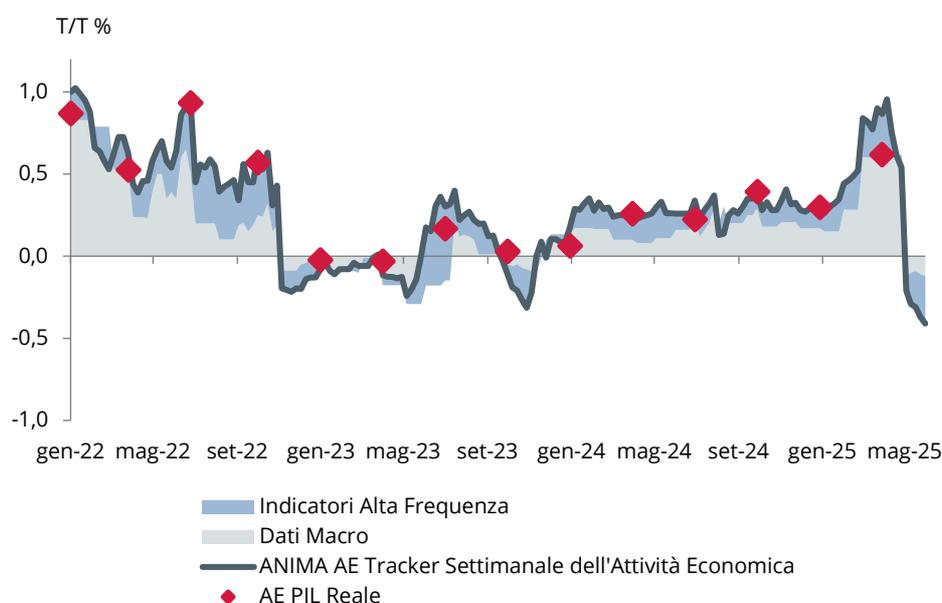
Grafico 4
Escludendo l'Irlanda, la crescita non entusiasma



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Ci aspettiamo un rallentamento nei prossimi trimestri. I dati pubblicati finora continuano a indicare una decelerazione dell'attività economica nel secondo trimestre (**Grafico 5**).

Grafico 5
Verso il secondo trimestre con debolezza

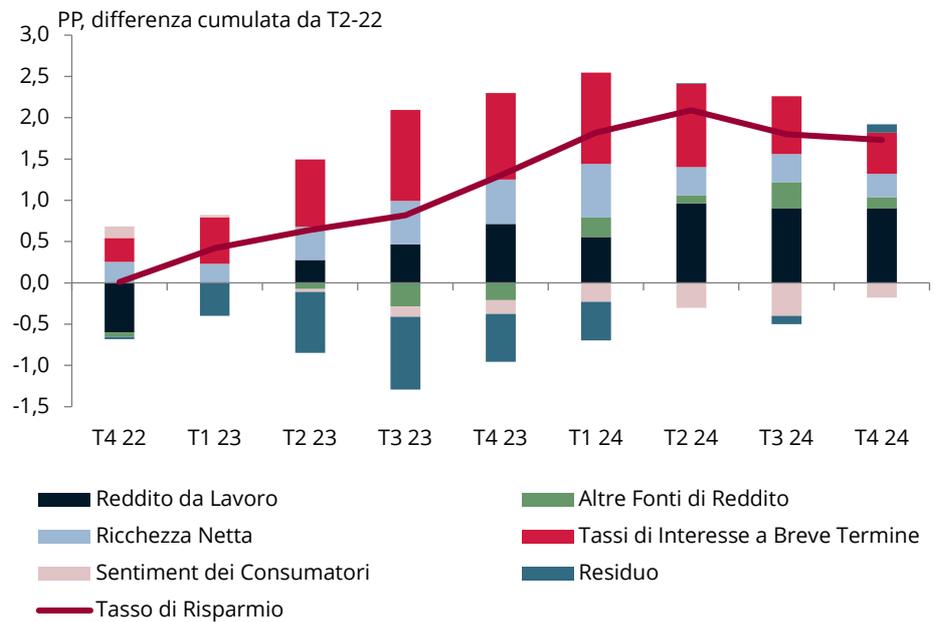


Fonte: Haver Analytics, DBnomics, Google, Anima Research

Nota: il nostro Tracker Settimanale dell'Attività Economica è costruito con un approccio simile al "Weekly Activity Index" prodotto dalla Bundesbank. Gli indicatori ad alta frequenza includono serie da Google Trends, dati di consumi di elettricità, Truck Toll Mileage, volumi air-cargo e variabili di mercato.

Dal lato della domanda, le prospettive di spesa delle famiglie restano mediocri. Il flusso di dati sui consumi evidenzia una tendenza a una graduale decelerazione. Il sostegno del reddito disponibile reale si sta affievolendo, in quanto i driver del reddito salariale e non salariale continuano a indebolirsi. Il tasso di risparmio, nonostante il picco sia ormai alle spalle, resta ben al di sopra della media pre-COVID, riflesso di tassi di prestito alle famiglie che rimangono ancora leggermente superiori alla media storica e di un accesso al credito ancora limitato (**Grafico 6**). Inoltre, le persistenti incertezze politiche e le turbolenze geopolitiche impattano negativamente sulla fiducia dei consumatori. In questo contesto, non si intravedono particolari *catalyst* positivi per la dinamica dei consumi nel 2025.

Grafico 6
Il tasso di risparmio rimane elevato



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Modello "error correction" per i consumi privati, comprendente il reddito reale da lavoro e altri redditi delle famiglie, la ricchezza netta reale, il tasso di interesse reale e la fiducia delle famiglie. Modello in linea con metodologia BCE: "What explains the high household saving rate in the euro area?"; ECB Economic Bulletin, Issue 8/2024.

Sul fronte dell'offerta, la spinta data dall'anticipazione degli ordini in vista delle tariffe sta iniziando a svanire. I dati relativamente forti della produzione industriale nei primi tre mesi dell'anno riflettono principalmente l'attività delle multinazionali, e in particolare le esportazioni farmaceutiche verso gli Stati Uniti; con l'esaurimento dell'attività di *front-loading*, ci aspettiamo una perdita di *momentum*.

Si prospetta una normalizzazione delle esportazioni nette. Il livello più elevato delle tariffe, l'elevata incertezza e le pressioni competitive, derivanti anche dall'apprezzamento dell'euro, peseranno sulle prospettive delle esportazioni dell'Area Euro. L'introduzione di nuove tariffe sulle esportazioni verso gli Stati Uniti, che rappresentano il 17% delle esportazioni totali di beni, non potrà che esercitare un impatto negativo. Nel primo trimestre, le esportazioni sono aumentate in modo deciso poiché le aziende hanno anticipato gli ordini in previsione dei dazi, ma in futuro la crescita dell'export faticcherà a tenere il passo con la domanda globale, a causa dell'esaurimento dell'effetto positivo del *front-loading*, e registrerà una moderazione (**Grafico 7**).

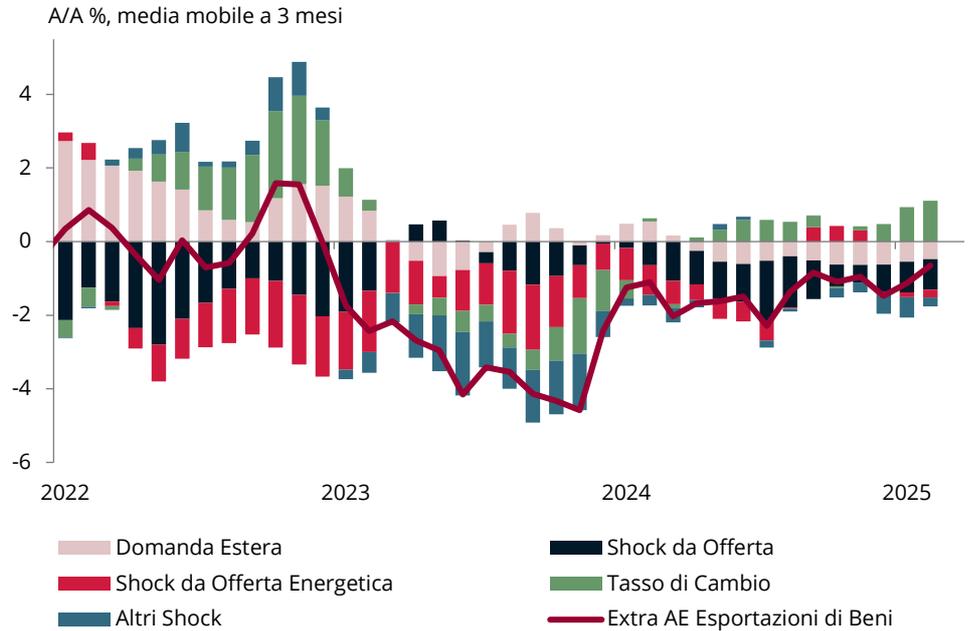
Allungando l'orizzonte delle valutazioni oltre il 2025, la crescita del PIL reale dovrebbe rafforzarsi nel medio termine, sostenuta dal graduale calo dell'incertezza e dalla ripresa della domanda estera in concomitanza con il ridimensionamento degli effetti negativi delle tariffe. Nel medio termine, ci aspettiamo che la crescita dei consumi privati sia sostenuta da un mercato del lavoro ancora resiliente (seppur in via di graduale raffreddamento) e dalle aspettative di una graduale ripresa della fiducia dei consumatori verso le medie storiche. Contestualmente, si dovrebbe registrare un progressivo incremento degli investimenti, grazie al calo dell'incertezza, all'impiego dei fondi del *Next Generation EU* e al miglioramento delle condizioni della domanda. Inoltre, i provvedimenti recentemente approvati per aumentare la spesa in difesa e infrastrutture dovrebbero a loro volta offrire un contributo positivo. Su quest'ultimo fronte, però, si profilano diversi rischi sull'implementazione, tra cui il livello del debito europeo e l'incerto peso politico dei governi e delle istituzioni direttamente coinvolte nei piani di espansione fiscale.

Infine, oltre alla debolezza della domanda estera, l'incertezza sulla politica commerciale (con l'indebolimento degli investimenti globali e una composizione più sfavorevole della domanda estera rispetto alle esportazioni dell'Area Euro) e l'apprezzamento dell'euro (che aggrava i noti problemi di competitività) alimenteranno nel medio termine un consolidamento del trend di perdita di quote di mercato.

Lo scenario base di Anima. Nel complesso, ci aspettiamo una crescita del PIL dell'1,1% nel 2025, così distribuita: 0,0% su base trimestrale nel secondo trimestre (correzione dalla "crescita in eccesso del primo trimestre"), 0,1% nel terzo trimestre e 0,2% nel quarto trimestre.

Grafico 7

La domanda estera è destinata a rimanere debole



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Utilizziamo un modello BSVAR (normal-Wishart con 4 lags) con restrizioni di segno: (1) domanda estera, (2) shock da offerta, (3) shock da offerta energetica e (4) shock del tasso di cambio nominale-effettivo: indice sintetico dei prezzi dell'energia dell'area dell'euro 3:(+); rapporto tra produzione industriale ad alta intensità energetica e produzione industriale non ad alta intensità energetica 2:(-); importazioni mondiali 1:(+), 2:(-), 3:(-); indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro 1:(+), 2:(+), 3:(-), 4:(-); importazioni mondiali 1:(+), 2:(-), 3:(-); indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro 1:(+), 2:(+), 3:(+), 4:(-); pressione sulla catena di approvvigionamento 1:(+), 2:(+); esportazioni dell'area dell'euro 1:(+), 2:(-), 3:(-), 4:(-); tasso di cambio effettivo nominale 1:(+), 4:(+). Gli shock sono indicati come deviazioni dallo stato stazionario. Metodologia in linea con: ECB Economic Bulletin, Issue 6/2023, "The euro area current account after the pandemic and energy shock".

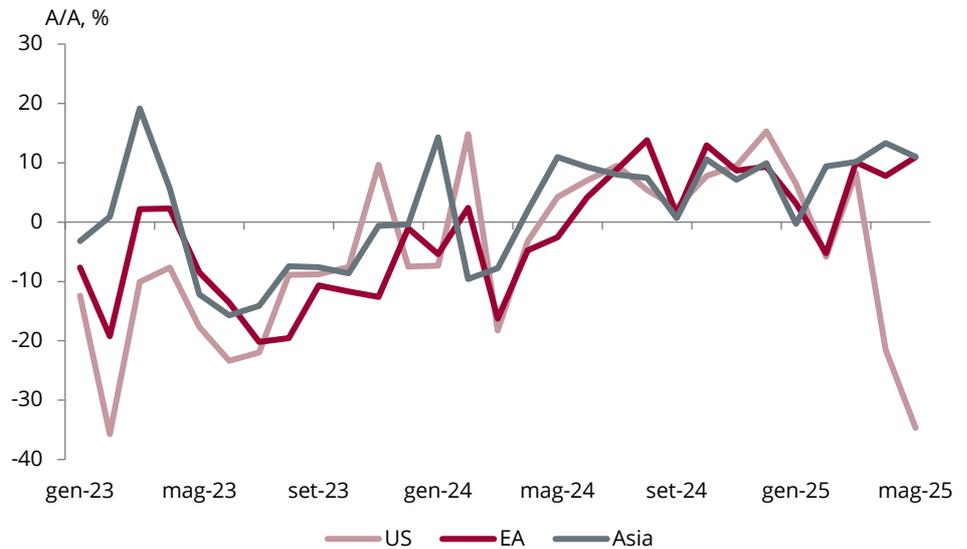
Cina - Avanzano le trattative commerciali, ma la domanda interna languisce

In Cina, il flusso di dati relativo al secondo trimestre evidenzia la debolezza della domanda interna e i persistenti squilibri strutturali, mentre gli indicatori anticipatori suggeriscono una contrazione. Nonostante l'allentamento delle tensioni commerciali, le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno continuato a perdere quota, appesantendo sia la dinamica del commercio con l'estero, sia la crescita cinese nel suo complesso. Il contesto interno ancora complesso, caratterizzato da consumi anemici e da un settore dei servizi sotto-dimensionato, continua ad alimentare le pressioni deflazionistiche. Gli investimenti e i risparmi rimangono robusti, mentre il consumo di servizi stenta. Senza un sostegno più forte delle Autorità - soprattutto per stimolare i servizi - la ripresa economica rischia di bloccarsi. Anche se alla fine del terzo trimestre potrebbe materializzarsi un modesto rimbalzo delle esportazioni, restiamo convinti che una crescita sostenuta dipenda dalle riforme in corso e dall'approvazione di politiche di sviluppo dei consumi.

Con riferimento al secondo trimestre, i dati relativi all'economia reale indicano una domanda interna ancora debole, e segnalano una perdita di *momentum*. I due principali indici PMI (Indici dei direttori agli acquisti) del settore manifatturiero hanno mostrato una tendenza al ribasso: sia il PMI manifatturiero Caixin, che si focalizza sulle aziende private più piccole e orientate all'export, sia il PMI manifatturiero ufficiale NBS sono scesi al di sotto della soglia di 50, suggerendo una contrazione dell'attività e una perdita di slancio sia fra le imprese più orientate all'export, sia fra quelle più grandi para-statali. Gli unici modesti miglioramenti sono stati registrati nei settori della trasformazione alimentare, produzione di attrezzature, cantieristica navale, trasporto ferroviario e produzione aerospaziale.

Le tensioni commerciali si sono allentate, ma le prospettive restano incerte. Nonostante a maggio i dazi bilaterali siano stati drasticamente ridotti, la disputa commerciale tra Cina e Stati Uniti non è stata ancora completamente risolta. L'ultimo ciclo di negoziazioni tenutosi a Londra potrebbe rappresentare un punto di svolta decisivo, anche se il Presidente Trump e il Presidente Xi non hanno ancora firmato un accordo finale. I colloqui sono stati accolti con favore dalla Cina, in quanto stemperano l'impatto negativo delle tariffe sulle esportazioni nette: il nuovo livello tariffario medio che è stato concordato, 55%, è prossimo al 48% in vigore durante la precedente tregua di 90 giorni, e non si escludono ulteriori riduzioni delle aliquote, in base agli sviluppi politici e al rispetto dei termini concordati.

Nonostante la de-escalation, però, nel corso dell'anno il commercio con l'estero è destinato a deludere. Infatti, benché una parte significativa delle tariffe sia stata rimossa a maggio, i dati sul commercio aggregato cinese per il secondo trimestre hanno mostrato una certa debolezza. A maggio, la crescita delle esportazioni è scesa all'1,7% su base annua, dall'8,3% del 2024, principalmente a causa del crollo delle spedizioni verso gli Stati Uniti, in calo di oltre il 10% da inizio anno e addirittura del 34% rispetto all'anno scorso (**Grafico 8**). Le esportazioni verso altre regioni, invece, sono rimaste relativamente stabili. La debolezza è emersa anche sul fronte delle importazioni, con una contrazione del 3% su base annua, a fronte di un rialzo dell'1,3% nel 2024. Anche in questo caso gran parte del calo è riconducibile alla riduzione delle importazioni dagli Stati Uniti, che probabilmente riflette sia i blocchi alle forniture che un rallentamento della domanda interna. Nonostante il quadro di debolezza degli scambi commerciali, il surplus della Cina ha continuato ad espandersi del 12% da inizio anno (seppur più lentamente rispetto al 32% del 2024), e di nuovo in gran parte a causa della guerra commerciale con gli Stati Uniti.

Grafico 8**Le esportazioni dagli Stati Uniti sono collassate in seguito alla guerra commerciale**

Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Gli squilibri strutturali persistono e continuano a esercitare pressioni sulla politica fiscale e sulle Autorità. Nonostante alcune aree di forza nel comparto industriale, l'economia interna cinese continua a lottare con squilibri strutturali di lunga data. La disparità tra produzione, consumi e investimenti rimane pronunciata, contribuendo alla debolezza della domanda e alle persistenti pressioni deflazionistiche. Il deflatore del PIL è rimasto negativo dal secondo trimestre del 2023, spingendo le Autorità a dare priorità all'aumento dei consumi interni. Nel 2023, i consumi delle famiglie rappresentavano solo il 39% del PIL, ben al di sotto della media globale del 56%. Al contrario, gli investimenti (41%) e i risparmi (44%) si attestano su livelli elevati in rapporto al PIL. Questo modello, caratterizzato da alti investimenti e bassi consumi, ha alimentato la crescita, ma ha contribuito alla creazione di squilibri strutturali. La portata di queste sfide evidenzia l'importanza di mantenere, e potenzialmente ampliare, le misure di sostegno fiscale. A nostro avviso, la domanda interna è destinata a rimanere fragile nei prossimi trimestri, e il settore immobiliare mostrerà ulteriori segni di debolezza nel secondo trimestre. Le carenze più gravi si registrano nel consumo di servizi: mentre il consumo di beni è ora in linea con le medie globali, quello di servizi è significativamente sotto-rappresentato (18% del PIL in Cina contro il 46% negli Stati Uniti), in parte a causa del sottosviluppo dei settori dell'assistenza sanitaria, dell'istruzione e dei servizi legali e finanziari. Senza un supporto delle Autorità più proattivo e orientato allo sviluppo dei servizi, il rischio di un rallentamento economico prolungato aumenta, a maggior ragione se la domanda estera continua a vacillare. Un'eventuale espansione del settore dei servizi offrirebbe un duplice vantaggio: sostenere la creazione di posti di lavoro e alimentare il reddito, soprattutto perché molti servizi sono ad alta intensità di lavoro, a differenza dell'industria manifatturiera avanzata, che è ad alta intensità di capitale e genera meno posti di lavoro ben retribuiti.

Un intervento delle Autorità, dunque, si profila come decisivo per sostenere la crescita fino al 2026. Sebbene la leadership cinese abbia riconosciuto queste priorità, come testimoniano i recenti incontri politici, i progressi registrati sono lenti a causa dell'inerzia istituzionale. Anche se il sostegno ai consumi cresce, le politiche rimangono orientate a favorire gli investimenti. Una transizione duratura fra i motori di crescita, dagli investimenti ai consumi, richiede un ripensamento del ruolo delle Autorità, che si

orienti dal governo della crescita alla fornitura di servizi pubblici. Benché sia in atto una graduale liberalizzazione, è necessaria una maggiore incisività nell'azione per sbloccare integralmente il potenziale latente del settore dei servizi.

In prospettiva, ci aspettiamo che nella seconda metà dell'anno il freno delle esportazioni sulla crescita complessiva si attenui. Nonostante la debolezza dei dati attuali sul commercio, riteniamo che verso la fine del terzo trimestre inizieranno ad emergere i primi segnali di una ripresa delle esportazioni verso gli Stati Uniti, a patto che le condizioni attuali rimangano stabili e si concretizzino ulteriori alleggerimenti tariffari.

Lo scenario base di Anima. In questo contesto, ci aspettiamo un rallentamento del PIL al 4,9% annuo nel secondo trimestre del 2025, cui seguirà un ulteriore calo al 4,5% nel terzo trimestre e una ripresa al 4,7% nel quarto. Nel complesso, la crescita annua dovrebbe dunque attestarsi nel 2025 allo stesso livello del 2024, cioè al 4,9%.

INFLAZIONE

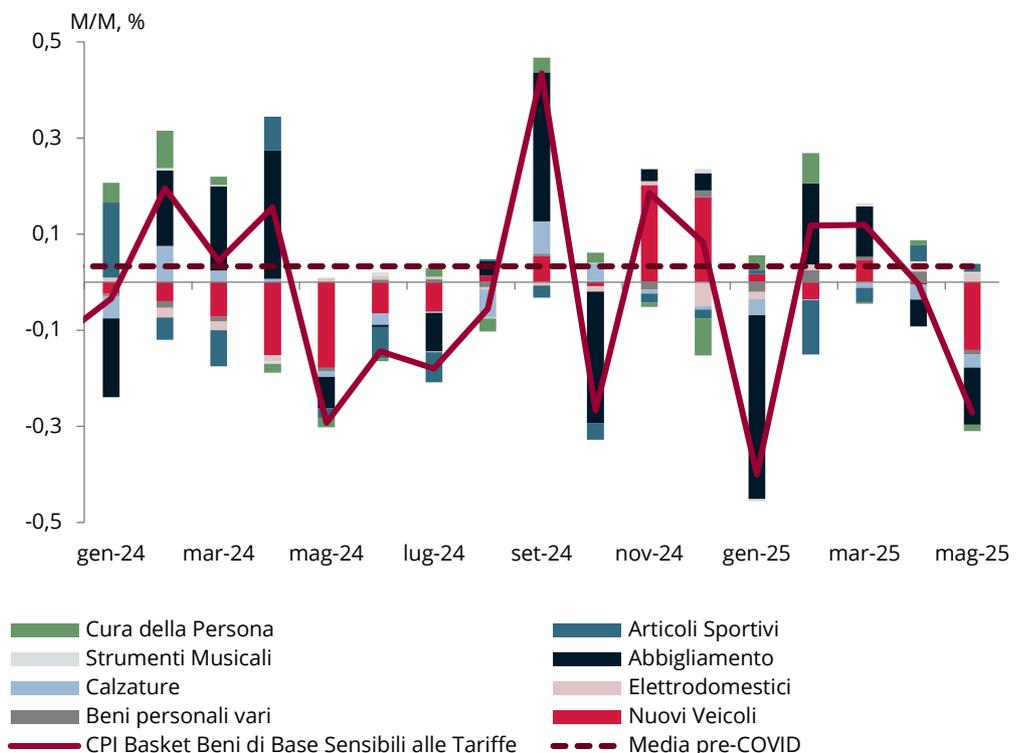
Stati Uniti - Trasferimento delle pressioni tariffarie non ancora pervenuto

Fino a maggio non è stata riportata alcuna evidenza significativa di trasferimento delle tariffe ai prezzi al consumo finali, in linea con la nostra previsione che il trend disinflazionistico sarebbe proseguito fino all'estate, sostenuto dall'accumulazione di scorte nel primo trimestre. Continuiamo ad aspettarci che le pressioni sui prezzi derivanti dalle tariffe si intensifichino a giugno e raggiungano il picco durante l'estate, quando le aziende esauriranno le scorte accumulate prima dell'entrata in vigore dei dazi. Restiamo però convinti che l'aumento dell'inflazione sui beni sarà temporaneo. In aggiunta, ci attendiamo che la disinflazione sui servizi core assuma nuovamente un ruolo dominante per lo scenario dei prezzi a partire dal quarto trimestre e spinga l'inflazione headline all'obiettivo di policy entro il secondo trimestre del prossimo anno.

In attesa di pressioni tariffarie sui prezzi. Il report statunitense sui prezzi al consumo di maggio non mostra alcuna evidenza significativa di trasferimento delle tariffe ai prezzi al consumo (**Grafico 9**). I primi dazi annunciati a gennaio, febbraio e marzo, quindi, non hanno ancora avuto un effetto misurabile sui prezzi a livello di CPI (Indice dei prezzi al consumo), in linea con la nostra assunzione che il trend disinflazionistico sarebbe proseguito fino all'estate.

Grafico 9

Fino a maggio, l'effetto delle tariffe non si è fatto sentire



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Nota: le voci più sensibili alle tariffe sono state classificate utilizzando una metodologia di tabella Input-Output (convertendo i codici NAICS industry/commodity con i bridge-PCE-data della BEA).

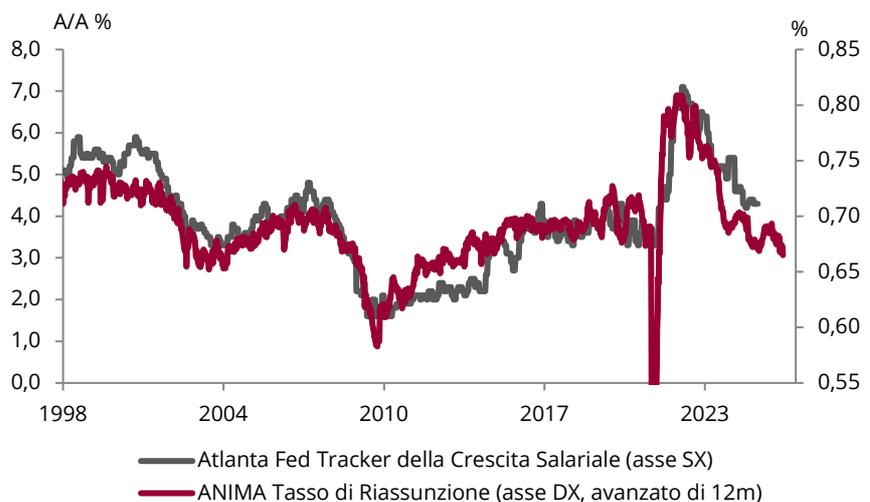
Il trasferimento delle tariffe ai prezzi al dettaglio raggiungerà il picco durante l'estate. Tariffe effettive a un livello medio ponderato del 14-15% per gli Stati Uniti sono di gran lunga più alte del 2,5% in vigore fino all'anno scorso: di conseguenza, ci aspettiamo un'accelerazione dell'inflazione legata alle tariffe nel mese di giugno, e il raggiungimento del picco durante l'estate.

Ci sono diverse ragioni per cui la trasmissione delle tariffe ai prezzi finali sarà differita rispetto al momento della loro entrata in vigore. In primo luogo, come evidenziato dai dati sul PIL del primo trimestre, c'è stato un cospicuo aumento delle importazioni di beni di consumo in anticipazione dei dazi, fino a marzo. Alcune di queste importazioni hanno provocato un aumento delle scorte, mentre il resto probabilmente è confluito direttamente nella spesa dei consumatori o negli investimenti in attrezzature. Dal momento che le aziende mantengono una discreta riserva di scorte, riteniamo che la trasmissione delle tariffe ai prezzi finali potrebbe essere ritardata. In secondo luogo, anche la spesa dei consumatori è stata fortemente anticipata nel primo trimestre, in particolare per quanto riguarda i beni durevoli. Quindi, presumibilmente, nei mesi a venire la domanda di tali beni andrà calando, il che dovrebbe contribuire ad allentare le pressioni sui prezzi. Infine, alcune aziende hanno scelto di mantenere un approccio attendista almeno fino all'inizio di luglio, quando terminerà la moratoria sulle tariffe bilaterali differenziate, e sono quindi riluttanti ad apportare modifiche al listino prezzi. Nello stesso tempo però, l'ultimo *Beige Book* della Federal Reserve relativo al periodo 15 aprile - 23 maggio sottolineava che *"le aziende che prevedono di trasferire gli aumenti tariffari si aspettano di farlo entro i prossimi tre mesi; quindi, se ci sarà un impatto, dovrebbe avvenire presto"*.

Prospettive ancora favorevoli per i servizi core. Al di là dell'inflazione dei beni *core*, confermiamo l'aspettativa di un consolidamento del processo disinflativo sulla componente abitativa (affitti primari e figurativi - *OER* e *rent of primary residence*): ci aspettiamo che questa componente converga al trend pre-pandemico di circa 0,25% su base sequenziale nel 2025, e che mantenga questo tasso nel 2026, in coerenza con i *leading indicators* sugli affitti privati, che hanno registrato una tendenza al ribasso a causa di un aumento dell'offerta di unità multifamiliari. L'inflazione *supercore* (che include i servizi *core* non abitativi) ha registrato un notevole rallentamento tra il primo e il secondo trimestre di quest'anno (dall'inizio del 2024 a metà del secondo trimestre 2025 la decelerazione è stata di circa 0,6 punti percentuali). Restiamo convinti che il processo di piena normalizzazione di questa componente verso la media pre-COVID si completerà nel corso dell'anno, complice un graduale rallentamento della crescita salariale (**Grafico 10**).

Grafico 10

Le pressioni sulla crescita salariale continuano ad allentarsi



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Nota: Tasso di Riassunzione = (Totale Initial Claims negli ultimi 6 mesi - Initial Claims in corso) / (Totale Initial Claims negli ultimi 6 mesi).

Lo scenario base di Anima. Ci aspettiamo che il CPI core si attesi al 3,0% nel 2025 in termini di media annua, con tassi sequenziali del 2,8% nel secondo trimestre, 3,1% nel terzo trimestre e 3,0% nel quarto.

Area Euro – Disinflazione core in atto

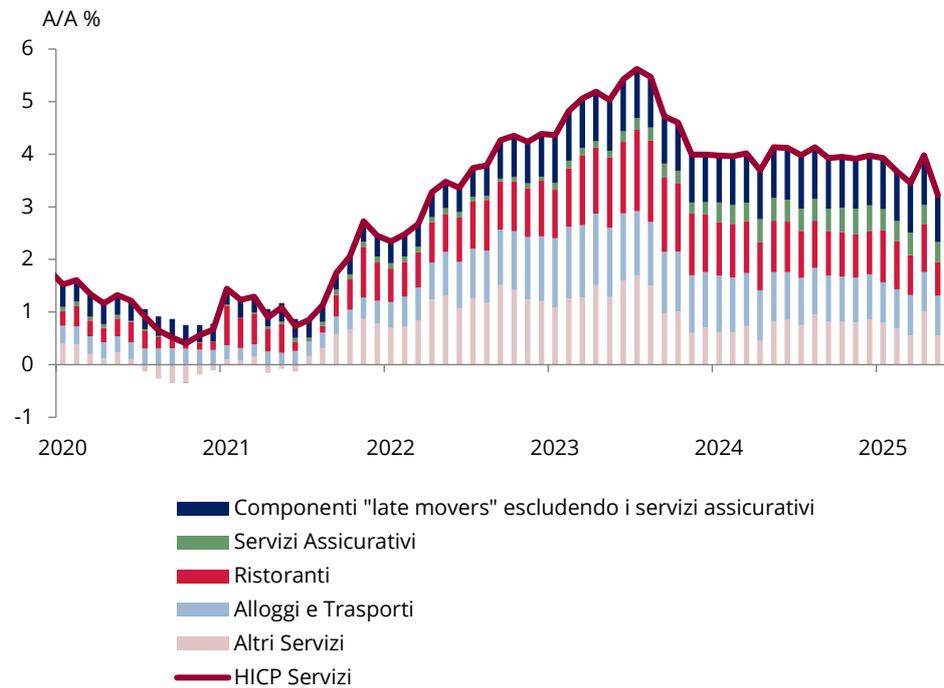
L'inflazione headline ha registrato una decelerazione sostanziale durante la prima metà di quest'anno, allineandosi nel mese di giugno al target della Banca Centrale Europea. In prospettiva, ci aspettiamo una certa volatilità, dal momento che l'escalation delle tensioni in Medio Oriente ha generato un aumento dei prezzi sul mercato dell'energia che si trasmetterà all'indice HICP complessivo. Nello stesso tempo, però, l'inflazione core ha ripreso saldamente il trend discendente. I beni core si sono ormai normalizzati sulla media pre-COVID, mentre per l'inflazione dei servizi – al netto del picco legato alla Pasqua – si prospetta un sentiero di allentamento più esteso e generalizzato. Numerosi indicatori continuano infatti a far presagire un consolidamento del trend disinflativo. In questo contesto, manteniamo invariato il nostro scenario centrale, secondo cui l'inflazione core convergerà al target della BCE entro dicembre 2025.

L'inflazione headline ha subito una netta decelerazione, ma ci aspettiamo ora una certa volatilità. Nel mese di giugno, l'inflazione *headline* su base annua si è attestata in linea con il target. Nel corso dell'estate prevediamo una certa volatilità, in quanto l'escalation delle tensioni in Medio Oriente ha generato un aumento dei prezzi *spot* sul mercato energetico che dovrebbe ripercuotersi sull'indice HICP energetico. L'inflazione sulla componente alimentare dovrebbe invece mantenersi relativamente stabile nei prossimi mesi, in linea con il sondaggio della Commissione Europea sulle aspettative dei prezzi di vendita di alimenti e bevande, che presenta una buona correlazione con i dati dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato, e continua a indicare un discreto *momentum* su questo segmento.

Disinflazione core in corso. Il trend di allentamento delle pressioni sui prezzi *core* si è consolidato tra l'ultimo trimestre del 2024 e la metà del secondo trimestre del 2025, e la decelerazione è stata diffusa. Da una parte, l'inflazione sui beni *core* si è completamente normalizzata rispetto al ritmo pre-COVID, e la dinamica dovrebbe proseguire inalterata per il resto dell'anno. L'unico sviluppo che potrebbe sparigliare le carte sarebbe una significativa ritorsione dell'UE di fonte alle tariffe annunciate dal Presidente Trump, ma si tratta di un evento che consideriamo al momento improbabile. Dall'altra parte, l'inflazione dei servizi, nonostante un inizio d'anno volatile, nel secondo trimestre di quest'anno ha raggiunto il livello più basso dalla prima metà del 2022. Nonostante gran parte di questo recente calo è stato guidato da alcune sottocomponenti notoriamente volatili, come ad esempio i pacchetti vacanze e i servizi di alloggio e trasporto, che riflettono l'inversione dei rincari connessi alla Pasqua, la discesa dell'inflazione sui servizi sembra estendersi ben oltre (**Grafico 11**). I dati suggeriscono la ripresa di un movimento di moderazione ampia e generalizzata all'interno del comparto, a testimonianza di un trend disinflazionistico più organico.

Questa debolezza dovrebbe contribuire a fugare alcuni dubbi sulla forza sottostante dell'inflazione sui servizi che è emersa quest'anno (inizialmente dovuta al reset annuale dei prezzi e successivamente alle distorsioni connesse alla tempistica della Pasqua), e conferma che un trend di moderazione è effettivamente in atto.

Grafico 11
L'inflazione dei servizi retrocede



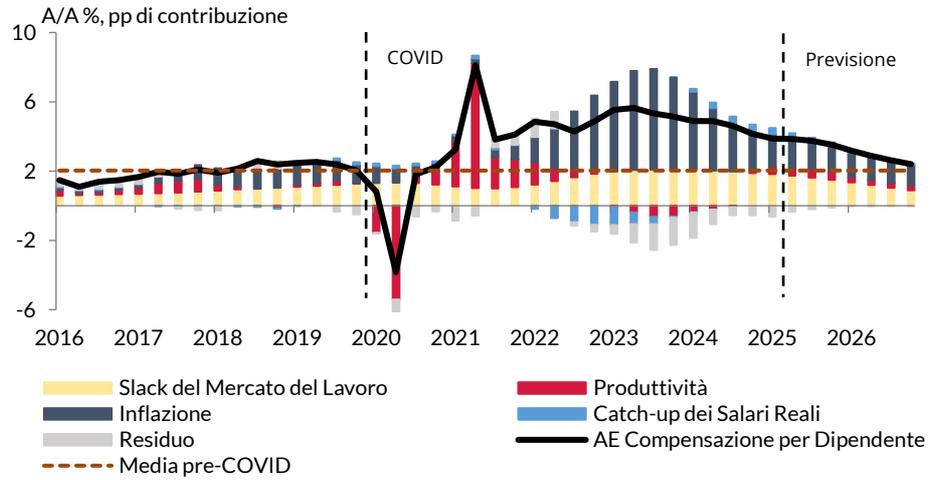
Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Nota: Decomposizione basata su: F. Panetta (2024): "Monetary policy after a perfect storm: festina lente", 26 giugno 2024, Helsinki. Il basket dei "late-movers" è composto da componenti a-cicliche e retrospettive, che comprendono affitti e assicurazioni, nonché servizi forniti direttamente dal settore pubblico (sanità, istruzione, servizi postali).

I presupposti per un allentamento ancora più pronunciato delle pressioni sottostanti sono certamente presenti. I salari reali si sono assestati su livelli leggermente superiori alla produttività del lavoro e, insieme con il calo dei prezzi al consumo, argineranno la crescita dei salari nominali. Pertanto, riteniamo che le prospettive di una normalizzazione della crescita salariale a medio termine rimangano incoraggianti (**Grafico 12**). Ci aspettiamo un tasso di crescita delle retribuzioni in calo al 3,4% entro la fine del 2025 e al 2,4% entro la fine del 2026. Anche le pressioni inflazionistiche domestiche si stanno attenuando: i margini di profitto continuano a ridursi, insieme ai prezzi degli input. Infine, il recente apprezzamento dell'euro potrebbe fornire ulteriore supporto. Diversi studi accademici confermano l'attendibilità della regola empirica secondo cui un apprezzamento dell'euro dell'1% si traduce tipicamente in una riduzione dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato (HICP) *headline* di circa 0,1% nell'arco di 6/8 trimestri (**Grafico 13**).

Lo scenario base di Anima. Ci aspettiamo che l'HICP *core* chiuda il 2025 al 2,2%, con la media annua al 2,4%, e tassi sequenziali rispettivamente del 2,4% nel secondo trimestre e 2,2% nel terzo e quarto trimestre.

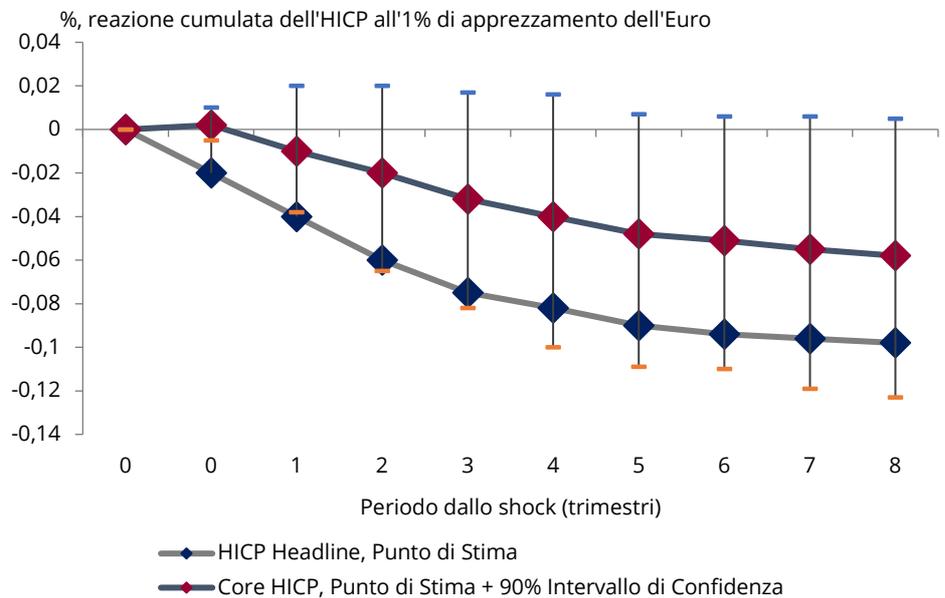
Grafico 12
La crescita dei salari procede a normalizzarsi



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Nota: Modello basato su una curva di Phillips aumentata che mette in relazione la crescita sequenziale della retribuzione per dipendente con misure di allentamento del mercato del lavoro, recupero dell'inflazione e altri fattori (tra cui la crescita ritardata dei salari, la produttività tendenziale del lavoro per persona occupata). Il catch-up dei salari reali (gap rispetto al trend) misura il livello salariale giustificato dalla produttività del lavoro.

Grafico 13
Il recente apprezzamento dell'Euro offre ulteriore supporto alla disinflazione



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Nota: "Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries" (ECB, No 241 / Aprile 2020).

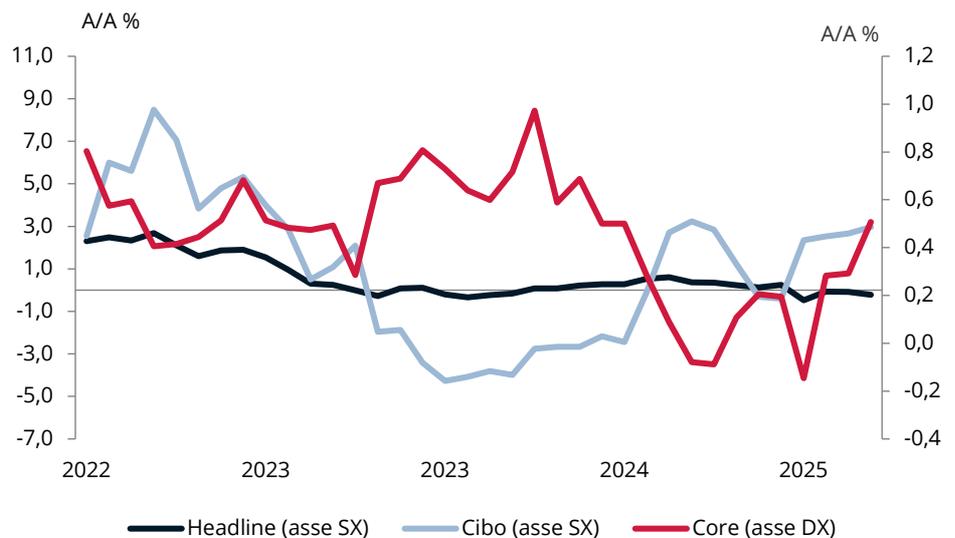
Cina - Deflazione senza fine

In Cina le pressioni deflazionistiche persistono, con l'inflazione *headline* relativa al secondo trimestre a -0,1% su base annua e l'inflazione *core* solo leggermente superiore a 0,5%, sostenuta da sussidi temporanei. I prezzi alla produzione sono scesi ulteriormente, riflesso della debolezza del morale delle imprese e dell'incertezza commerciale. La domanda interna rimane anemica e i venti contrari esterni, quali le elevate tariffe imposte dagli Stati Uniti, continuano a pesare sulla dinamica dei prezzi. Il settore immobiliare si conferma il maggior freno deflazionistico, con quotazioni in calo, vendite deboli e scorte elevate. Nonostante le misure di stimolo approvate in passato, il momentum si è deteriorato e il processo di riduzione delle scorte è lento. A nostro giudizio, le tendenze deflazionistiche sono destinate a protrarsi per il resto del 2025, complici il reindirizzamento delle esportazioni e la persistente sovraccapacità manifatturiera.

Il nostro scenario centrale resta invariato, vista la persistenza delle pressioni deflazionistiche. Le forze che spingono al ribasso i prezzi sono radicate nella struttura dell'economia. Nei primi cinque mesi del 2025, l'inflazione *headline* si è attestata in media a -0,1% su base annua, leggermente inferiore allo 0,1% registrato nello stesso periodo del 2024. Contestualmente, l'inflazione sui prezzi al consumo *core* ha registrato una media dello 0,2% su base annua, in netto calo rispetto alla media dello 0,7% dell'anno precedente. A maggio, l'inflazione *headline* è rimasta in territorio negativo a -0,2%, a testimonianza della persistente debolezza nel livello generale dei prezzi. L'inflazione *core*, invece, è salita a 0,5% dal precedente 0,3%, in gran parte a causa di un aumento temporaneo dei sussidi governativi al commercio (**Grafico 14**). Parallelamente, è stato registrato un peggioramento della deflazione sui prezzi alla produzione, con un calo dell'Indice dei prezzi alla produzione (PPI) del -3,3% su base annua rispetto al -2,7% del mese precedente. Questo riflette un deterioramento della fiducia delle imprese, la persistente incertezza sulle relazioni Cina-Stati Uniti e il calo dei prezzi energetici globali.

Grafico 14

Le pressioni deflazionistiche inchiodano l'inflazione complessiva a zero



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Il settore immobiliare si conferma la principale fonte di deflazione, poiché l'eccesso di scorte è ancora elevato. Nel secondo trimestre, i dati hanno mostrato che i prezzi delle case nuove in 70 città hanno continuato a scendere, così come i prezzi delle seconde case. In termini annuali, il calo delle quotazioni si è leggermente ridotto (-4,1% per le case nuove e -6,3% per le seconde case), ma i dati di inizio giugno forniti dall'ufficio di statistica cinese lasciano presagire un ulteriore calo dei prezzi delle seconde case. La debolezza è destinata a persistere, in quanto gli effetti degli stimoli del 2023 non sono ancora completamente rientrati e la spinta delle misure di supporto più recenti rimane limitata. Anche gli effetti base sono destinati a diventare meno favorevoli nel secondo semestre. Dal 2021, i nuovi cantieri sono in calo del 71,3% e le vendite del 53,5%. Le scorte rimangono elevate: le case in costruzione equivalgono a sei anni di vendite; le unità completate invendute coprono sei mesi; e i terreni non sviluppati ulteriori sei anni di attività. Lo smaltimento delle scorte è essenziale per porre fine alla correzione, ma i progressi sono lenti a causa della debolezza degli incentivi e degli squilibri tra domanda e offerta. Gli sforzi a breve termine si concentreranno probabilmente sull'acquisto di terreni inattivi, finanziati da obbligazioni *ad hoc* dei governi locali e volti principalmente a sostenere le aziende statali locali. In prospettiva, restiamo convinti che il settore immobiliare continuerà a pesare sulla dinamica dei prezzi per tutto il 2026.

In questo contesto, ci aspettiamo che le ampie pressioni deflazionistiche interne si protraggano per il resto dell'anno. Sebbene un certo sostegno alla dinamica dei prezzi possa provenire dagli sforzi finalizzati a reindirizzare le esportazioni verso mercati alternativi agli Stati Uniti, è improbabile che questo possa ridurre in modo significativo la crescente capacità produttiva in eccesso del settore manifatturiero. Di conseguenza, per il resto dell'anno le pressioni ribassiste resteranno sostenute sia sui prezzi al consumo che sui prezzi alla produzione.

Lo scenario base di Anima. Nel complesso, il nostro scenario centrale resta invariato. Ci aspettiamo un'inflazione molto contenuta, allo 0,3% annuo nel 2025, dallo 0,2% del 2024, con tassi sequenziali di -0,1% nel secondo trimestre, 0,2% nel terzo trimestre e 1,2% nel quarto trimestre.

POLITICA MONETARIA

FED – Tra Scilla e Cariddi

Nella riunione di giugno, la Fed ha mantenuto i tassi invariati per la quarta riunione consecutiva. Da un lato, il Presidente Powell ha suscitato l'impressione che i progressi sulla disinflazione potrebbero essere sufficienti a giustificare la ripresa del ciclo di tagli dei tassi disinflazionistici; dall'altro, la forte convinzione all'interno del Comitato che l'inflazione subirà pressioni al rialzo per via delle tariffe sembra tenere in allerta il FOMC. Restiamo convinti che la Fed taglierà due volte quest'anno, a partire dal terzo trimestre.

Nella riunione di giugno, la Fed ha mantenuto i tassi sui Fed Funds invariati al 4,25-4,50%, per la quarta volta consecutiva. Da una parte, l'orientamento espansivo si è rafforzato a fronte di crescenti evidenze che l'inflazione sta andando nella giusta direzione; dall'altra parte, la forte convinzione che le pressioni sui prezzi aumenteranno nei prossimi mesi a causa dei dazi e delle condizioni economiche favorevoli hanno spinto la Banca centrale a mantenere un approccio attendista.

Il FOMC rimane ottimista sull'andamento dell'economia e ha segnalato che, a prescindere dalle oscillazioni delle esportazioni nette, la dinamica di fondo della crescita si conferma solida, come indicato dai dati sulla domanda interna finale nel primo trimestre. Inoltre, il presidente Powell ha sottolineato che le condizioni del mercato del lavoro restano buone, con domanda e offerta in equilibrio, e che gli indicatori di fiducia, sebbene ancora su livelli depressi, stanno migliorando.

Il livello generale di incertezza è ancora elevato, ma in calo dai picchi del 2 aprile, e recentemente i rischi di stagflazione sono diminuiti in modo considerevole.

Powell è parso anche molto soddisfatto dei progressi compiuti in materia di inflazione: ha osservato che i dati degli ultimi tre mesi sono stati favorevoli e l'inflazione aggregata dei servizi è sostanzialmente tornata al *target*. A nostro avviso, in assenza di dazi, questo livello di fiducia nell'avanzamento del processo di disinflazione avrebbe probabilmente giustificato un riavvio del ciclo di tagli dei tassi "disinflazionistico" già in questa riunione. Tuttavia, le aspettative di aumento delle pressioni sui prezzi a causa dei dazi tengono il FOMC in allerta. A questo proposito, apparentemente, l'unica incertezza che la Banca centrale deve affrontare è la portata della natura temporanea dello shock (che per il momento è l'ipotesi di base), ma si ritiene che nei prossimi mesi, in particolare durante l'estate, emergeranno molte informazioni sia sui dazi, sia sul loro impatto sull'inflazione.

In linea con il tenore dei commenti, l'aggiornamento delle proiezioni economiche (SEP) di giugno ha evidenziato un'economia ancora solida e una visione ottimistica sull'inflazione. Le stime riviste indicano una crescita più lenta nel 2025 e nel 2026 rispetto a marzo, con il PIL in espansione a un ritmo dell'1,4% nel 2025 (in calo di 0,3 punti percentuali dall'1,7%) e 1,6% nel 2026 (in calo dall'1,8%), mentre la previsione per il 2027 è rimasta invariata all'1,8%. Ci attendiamo che il mercato del lavoro resti resiliente, stanti le marginali revisioni al rialzo del tasso di disoccupazione, ora previsto al 4,5% sia nel 2025 (+0,1 punti percentuali) che nel 2026 (+0,2 punti) e al 4,4% nel 2027 (+0,1 punti). Le previsioni sull'inflazione *core* sono state riviste leggermente al rialzo, al 3,1% nel 2025 (+0,3 punti), 2,4% nel 2026 (+0,2 punti) e 2,1% nel 2027 (+0,1 punti).

Il grafico a punti ("dots") di giugno continua a indicare due tagli dei tassi per l'anno in corso, mentre successivamente il ciclo di allentamento monetario rallenterà, con un solo intervento nel 2026 e uno nel 2027, quando il tasso sui Fed funds sarà ancora al di sopra del livello neutrale (3%, invariato rispetto a marzo). È interessante notare come dal grafico a punti emerga la divisione quasi equa del Comitato in due fazioni che chiedono rispettivamente zero o due tagli entro fine anno; tuttavia, il presidente Powell ha sottolineato che non c'è grande convinzione su tali previsioni, dato l'alto livello di incertezza.

In questo contesto, manteniamo l'aspettativa di due tagli nel 2025, a partire dal terzo trimestre.

BCE – (Non così) vicini alla fine del ciclo di politica monetaria

Nella riunione di giugno, la BCE ha tagliato i tassi di 25 punti base, portando il tasso di deposito al 2%. La Presidente Lagarde ha sottolineato che i tassi hanno raggiunto un livello appropriato, lasciando presagire che l'attuale ciclo di politica monetaria potrebbe essere prossimo alla conclusione. Restiamo convinti che le ipotesi sottostanti lo scenario macro della BCE siano eccessivamente ottimiste, poiché i dati disponibili indicano rischi al ribasso sia per la crescita che per l'inflazione, mentre la qualità della crescita del primo trimestre è discutibile. Pertanto, ribadiamo l'aspettativa di due ulteriori tagli per l'anno in corso, con rischi equilibrati, date le crescenti divisioni all'interno del Consiglio direttivo.

Come ampiamente atteso, nella riunione di giugno la BCE ha ridotto i tassi di 25 punti base, portando il tasso di deposito al 2%. Nello stesso tempo, però, la presidente Lagarde ha compiuto un'inversione di rotta sul fronte della retorica rispetto al mese di aprile, e ha sorpreso gli investitori affermando che la BCE potrebbe essere vicina alla fine del ciclo di allentamento.

Diversi argomenti supporterebbero questa tesi:

- La tenuta della crescita nel recente passato, con il traino di consumi privati e investimenti. La BCE si è detta fiduciosa anche sulle prospettive, poiché l'aumento dei salari reali e la politica fiscale espansiva legata al futuro aumento degli investimenti e della spesa per la difesa dovrebbero sostenere lo slancio dell'attività economica;
- La revisione al ribasso delle stime sull'inflazione headline di marzo deriva in gran parte dalla dinamica del prezzo del petrolio e dalle ipotesi sull'andamento dell'euro: le proiezioni sull'inflazione core sono rimaste sostanzialmente invariate;
- La BCE ha incorporato nello scenario centrale un prolungamento della tregua tariffaria tra Stati Uniti e Unione Europea oltre il 9 luglio.

Il nostro approccio, al contrario, è più cauto.

Sebbene di recente l'economia dell'Area Euro abbia mostrato una discreta tenuta, con una crescita sotto potenziale ma non in contrazione, siamo meno ottimisti sia sulle ragioni di tale andamento che sulle prospettive. Infatti, il flusso di dati pubblicato nelle ultime settimane, inclusi i report su PIL del primo trimestre, le vendite al dettaglio e i PMI, indica che la dinamica dei consumi privati e degli investimenti rimane debole in tutta la regione, mentre il contributo estremamente ridotto del commercio netto nel primo trimestre, che riflette un'anticipazione degli ordini delle imprese in vista dei dazi, è stato in gran parte compensato da un aumento delle scorte. Nel secondo trimestre la dinamica dovrebbe invertirsi, e infatti la stessa BCE non prevede un sentiero di crescita solido nei prossimi trimestri.

Nel medio termine, restiamo in attesa di sviluppi per quanto riguarda la politica fiscale. Non è ancora chiaro se diventerà decisamente espansiva, trainata dalla spesa per difesa e investimenti: incombono diversi rischi di implementazione, tra cui il livello del debito europeo e l'incertezza sul capitale politico dei governi e delle istituzioni che guidano tale espansione fiscale, in primis Germania e UE.

Con riferimento alla dinamica dei prezzi, le proiezioni della BCE secondo cui l'inflazione *headline* scenderà decisamente sotto *target* e l'inflazione *core* rimarrà al massimo vicino all'obiettivo introducono il rischio che la BCE possa non soddisfare il proprio mandato. Inoltre, la forte correzione dell'inflazione dei servizi registrata da dicembre dell'anno scorso (dal 4,0% al 3,2%) punta a un allentamento organico delle pressioni, piuttosto che a un semplice esaurimento dell'effetto base connesso alla tempistica della Pasqua.

Benché riteniamo che Stati Uniti e UE vogliano raggiungere un accordo sui dazi, potrebbe essere necessario più tempo rispetto ad altre giurisdizioni, data la frammentazione idiosincratica delle istituzioni politiche europee. In un contesto di scarso coordinamento tra i Paesi membri dell'UE, il rischio è che le tensioni sui dazi con gli Stati Uniti possano mantenersi sostenute durante il periodo estivo.

Restiamo convinti che l'Unione Europea farà tutto il possibile per evitare gravi rappresaglie, e che i dazi comportino rischi diversi per l'economia statunitense e quella dell'Area Euro. Per la Fed, le tariffe sono uno shock che colpisce l'inflazione e la crescita, ovvero entrambi i pilastri del suo mandato. Per la BCE, invece, si tratta di uno shock negativo (impatto di primo ordine) principalmente attraverso il canale della crescita: a meno che non si ipotizzino ritorsioni molto aggressive nei confronti degli Stati Uniti, le ripercussioni dei dazi per la crescita europea (negative) sarebbero molto maggiori di quelle sull'inflazione (positive).

Il tasso neutrale non è più considerato un punto di riferimento per l'orientamento della politica monetaria, tanto che il Consiglio direttivo non ne ha nemmeno discusso nell'ultima riunione; questo significa che la politica monetaria continuerà a dipendere dai dati, forse anche più che in passato.

In questo contesto, riteniamo che la BCE taglierà i tassi due volte entro fine anno, a settembre e dicembre, portando il tasso di deposito all'1,50%. I rischi relativi a questa previsione sono equilibrati, stanti le crescenti divisioni all'interno del Consiglio.

PBoC – Ancora accomodante, nonostante la de-escalation delle tensioni commerciali

Nel secondo trimestre, la Banca Popolare Cinese ha approvato ulteriori misure di stimolo, tagliando il coefficiente di riserva obbligatoria e il tasso d'interesse di riferimento per aumentare la liquidità e sostenere una ripresa ancora debole. Nonostante il significativo allentamento delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, la domanda interna resta debole e si prevedono ulteriori tagli dei tassi nel corso dell'anno. La PBoC potrebbe ampliare gli interventi, con misure mirate come i rifinanziamenti agevolati per sostenere settori chiave come la tecnologia, i consumi e le piccole imprese. Con una domanda di prestiti anemica e vendite di case deboli, uno stimolo robusto è ancora necessario. Ci aspettiamo che lo yuan si mantenga debole, in scia a una politica accomodante orientata a sostenere le esportazioni e la crescita.

Nel secondo trimestre, la PBoC ha adottato ulteriori misure accomodanti. All'inizio di maggio, la People's Bank of China ha significativamente allentato la *stance*, di politica monetaria, con un taglio di 50 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) e una riduzione del tasso d'interesse di riferimento per i prestiti di 10 punti base. Questi interventi sono stati finalizzati a stimolare la liquidità interna e sostenere l'economia in generale. Da allora, le tensioni nelle relazioni commerciali con gli Stati Uniti si sono ridimensionate.

Ci aspettiamo un ulteriore allentamento della politica monetaria. Il nostro scenario centrale prevede un ulteriore taglio dei tassi di riferimento di 40 punti base entro fine anno, mentre non ci attendiamo altre riduzioni del RRR nel corso dell'estate. La tempistica e l'entità delle future misure di stimolo saranno dettate dagli effetti economici delle tariffe statunitensi. In quest'ottica, la de-escalation che è stata registrata dovrebbe fornire alla Banca centrale maggiore flessibilità nel valutare gli sviluppi prima di decidere sui prossimi interventi. Oltre alle misure monetarie, riteniamo che la politica fiscale continuerà a svolgere un ruolo cruciale nella seconda metà dell'anno, man mano che l'impatto dei venti contrari esterni diventerà più evidente.

Proseguirà anche il sostegno mirato a diversi settori, con particolare attenzione a quello immobiliare. I dati sui prestiti bancari del secondo trimestre segnalano una domanda modesta, sostanzialmente piatta rispetto al primo trimestre. La crescita dei prestiti alle famiglie rimane fiacca, soprattutto in virtù della perdurante debolezza delle vendite di case. Nello stesso tempo, i prestiti a medio-lungo termine alle imprese crescono a un ritmo dimesso, riflettendo il calo degli investimenti. In questo contesto, ci aspettiamo che la PBOC intensifichi il ricorso a strumenti di politica monetaria mirati, o "strutturali", per sostenere settori specifici dell'economia; ne sono esempi i ri-finanziamenti agevolati per promuovere l'innovazione tecnologica e gli ammodernamenti delle attrezzature, i programmi di permuta per i beni di consumo, le misure di sostegno ai consumi in generale, l'assistenza agli anziani e il supporto alle piccole imprese e all'agricoltura. Negli ultimi anni, i prestiti garantiti da queste strutture di rifinanziamento sono cresciuti in misura più pronunciata del credito aggregato, evidenziando la loro crescente importanza nel sostegno a settori mirati.

Persistente debolezza dello yuan. Restiamo convinti che lo yuan subirà pressioni al ribasso per il resto dell'anno. L'atteggiamento accomodante della PBoC, con le annesse ulteriori riduzioni dei tassi di interesse, continuerà con ogni probabilità a pesare sulla valuta. Anche se l'impatto delle tariffe statunitensi potrebbe essere meno severo di quanto temuto in precedenza, la banca centrale non avrà alternative se non mantenere una stance accomodante e tollerare uno yuan più debole, per sostenere il settore delle esportazioni e compensare la debolezza della domanda interna.

Anima Investment Research & Advisory

Fabio Fois

Head of Investment
Research & Advisory
fabio.fois@animasgr.it

Miriam Berizzi

Head of Investment Advisory
miriam.berizzi@animasgr.it

Valerio Ceoloni

EM and FX Strategist
valerio.ceoloni@animasgr.it

Chiara Cremonesi

Senior Rates Strategist
chiara.cremonesi@animasgr.it

Matteo Gallone

Junior Macroeconomist
matteo.gallone@animasgr.it

Francesco Ponzano

Junior Equity Strategist
francesco.ponzano@animasgr.it

Cosimo Recchia

Senior Equity Strategist
cosimo.recchia@animasgr.it

Paolo Teruzzi

Investment Advisory
paolo.teruzzi@animasgr.it

*Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. Anima non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questo documento, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. Anima pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.
Documento chiuso l'8 luglio 2025.*