ANIMAResearch



OUTLOOK 2026

L'anno del Gattopardo

ANIMA

L'anno del Gattopardo



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

SOMMARIO

02 OVERVIEW

MACRO OUTLOOK

05 CRESCITA E INFLAZIONE
19 POLITICHE MONETARIE

MERCATI OBBLIGAZIONARI

23 GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI
27 OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO *INVESTMENT GRADE*
30 OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO *HIGH YIELD*

MERCATI AZIONARI

34 AZIONARIO PAESI SVILUPPATI
37 AZIONARIO PAESI EMERGENTI

41 ORO
44 CRIPTOVALUTE
47 PRIVATE CAPITAL

OVERVIEW - SE VOGLIAMO CHE TUTTO RIMANGA COM'È, BISOGNA CHE TUTTO CAMBI

Ormai non si contano più gli anni che si sono conclusi senza una recessione americana che era invece stata ampiamente predetta da analisti e investitori. Così è stato nel 2025 e così sarà, a nostro modo di vedere, anche nel 2026.
Se alla fine dell'anno scorso le previsioni erano condizionate dall'aspettativa che le tariffe avrebbero trascinato l'economia americana in una spirale stagflativa (scenario che non si è realizzato, come avevamo correttamente ipotizzato), il 2025 si sta concludendo con un rallentamento del mercato del lavoro, che ha fatto gridare: "Questa volta ci siamo!" alle Cassandre più incallite.
Noi manteniamo la convinzione che l'economia americana riuscirà ad evitare la recessione anche nel 2026. Infatti, a fronte di una domanda che, seppur sbilanciata dalla parte dei consumatori a più alto reddito, rimane stabile, i dati mostrano chiaramente che gli imprenditori americani hanno riequilibrato la composizione dei fattori produttivi a favore degli investimenti in intelligenza artificiale, altamente produttivi e incentivati fiscalmente, e a scapito del fattore lavoro. La disoccupazione, però, non è aumentata in modo allarmante, complici le politiche migratorie dell'amministrazione Trump, che hanno ridotto notevolmente l'offerta di lavoro e hanno spinto le imprese a trattenere, per quanto possibile, i propri collaboratori.
In questo senso, pensiamo che negli Stati Uniti sia in atto una rivoluzione "gattopardiana" all'interno della funzione di produzione, che si conferma tesa a soddisfare una domanda di consumo che rimane forte, ma con un diverso mix di fattori produttivi.
In un certo senso, lo stesso principio gattopardiano può applicarsi all'Area Euro e alla Cina, ma con una differenza sostanziale: condizione necessaria perché le due economie riprendano ad accelerare ed evitino la recessione, come da nostro scenario base, è che la Germania riesca ad implementare l'ambizioso piano fiscale che è stato approvato, e la Cina continui a varare riforme e stimoli per supportare la domanda domestica.
Il nostro quadro macro prospettico rimane coerente con un andamento dell'inflazione orientato verso il target sia negli Stati Uniti che in Area Euro, mentre in Cina ci attendiamo che la dinamica dei prezzi continui a muoversi ben al di sotto degli obiettivi della Banca centrale. Questo dovrebbe essere sufficiente a mantenere Federal Reserve e Banca Centrale Europea sulla strada di un allentamento delle condizioni finanziarie per ragioni disinflative, per quanto più marcato negli USA, per via di pressioni politiche destinate a crescere con l'avvicinarsi delle elezioni di medio termine. Anche la Banca centrale cinese collaborerà tagliando i tassi, ma la chiave di volta per uscire dalla trappola disinflativa rimane un potenziamento molto importante degli stimoli fiscali o l'adozione di politiche monetarie non convenzionali: uno scenario, quest'ultimo, che non riteniamo probabile nel 2026.

FOREWORD – ASSET ALLOCATION

***MERCATI OBBLIGAZIONARI – Siamo moderatamente costruttivi sui mercati obbligazionari nel 2026. Ci aspettiamo che le performance dei titoli governativi siano sostenute dai livelli storicamente elevati dei rendimenti, mentre lo spazio per una discesa dei tassi è molto limitato in tutte le aree geografiche**. Negli Stati Uniti, in particolare, la crescita solida, i possibili rischi al rialzo per l'inflazione derivanti dalle tariffe, una Fed eccessivamente accomodante e il probabile aumento del premio al rischio politico costituiscono fattori che potrebbero incidere negativamente sulle performance. In Area Euro, la possibile accelerazione della crescita trimestrale e un aumento dell'offerta di titoli governativi in Germania, seppur a fronte di una domanda robusta, potrebbero spingere i rendimenti dei Bund su livelli più alti di quelli attuali. **Le performance dei BTP saranno pressoché in linea con quelle dei Bund**: i margini di ulteriore compressione del differenziale BTP-Bund non sono significativi.*

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.
Completato: Novembre 2025

MERCATI AZIONARI – Nel 2026, le prospettive per i mercati azionari globali restano positive: *ci attendiamo che i principali benchmark registrino nuovi massimi, principalmente con il traino della crescita degli utili. Infatti, le valutazioni piene, seppur non estreme, limitano i margini di apprezzamento derivanti dall'espansione dei multipli, principale motore della ripresa nel 2024.*
A livello settoriale, continuiamo a preferire i comparti ciclici rispetto ai difensivi, con un orientamento più costruttivo verso i titoli Growth. Dal punto di vista regionale, privilegiamo gli Stati Uniti rispetto al resto dei mercati sviluppati*, per la preminenza nel settore dell'intelligenza artificiale, ma riteniamo che anche Europa e Giappone registreranno performance positive, con il sostegno dei piani di stimolo fiscale locali. Manteniamo una view costruttiva sui mercati emergenti, in virtù del supporto derivante da una combinazione di fattori strutturali e ciclici.*

Cosa potrebbe cambiare per il nostro scenario

Per quanto possa sembrare paradossale, pensiamo che il rischio macro più importante sia un surriscaldamento dell'economia americana. Stante la scarsa offerta di lavoratori, un'accelerazione della domanda sopra potenziale potrebbe portare le aziende americane ad alzare i salari allo scopo di trattenere i lavoratori o cercarne di nuovi. Questo scenario potrebbe rivelarsi positivo per i mercati azionari (quantomeno nel breve periodo), ma penalizzante per l'obbligazionario: l'aumento del tasso di crescita del costo del lavoro, infatti, alimenterebbe pressioni al rialzo sui tassi. La situazione potrebbe aggravarsi qualora le tariffe dovessero essere abolite e non ripristinate in tempi brevi e/o l'amministrazione Trump dovesse decidere di approvare misure fiscali espansive, quali i tariff check ventilati recentemente. Nel primo caso, infatti, a fronte di maggiori consumi, verosimilmente motivati dal desiderio di approfittare della finestra di assenza delle tariffe, si registrerebbe un aumento della domanda. Allo stesso tempo verrebbe offerta alle imprese, non più gravate dai dazi, la possibilità di alzare i salari, seppur temporaneamente, senza ottenere benefici in termini di disinflazione, dal momento che le tariffe in prima battuta hanno generato pressioni sui prezzi molto limitate. Nel secondo caso, invece, ci sarebbe una maggiore domanda per consumi concentrata proprio nella fascia meno abbiente, quella che finora ha contribuito in misura più limitata al supporto che i consumi stanno dando alla crescita americana.
Un altro rischio macro, che peserebbe principalmente sul mercato azionario, è rappresentato da un'integrazione dell'intelligenza artificiale nel sistema produttivo più veloce e pervasiva di quanto incorporato nel nostro scenario: un aumento della disoccupazione ridurrebbe i consumi, potenzialmente anche quelli delle fasce più abbienti, facendo scendere salari e dividendi. In questo caso, a fronte di un mercato azionario in sofferenza, i titoli obbligazionari governativi finirebbero sugli scudi. Lo stesso copione sarebbe replicato qualora il mercato del credito o il settore tecnologico dovesse sperimentare un'improvvisa crisi di liquidità, anche ingiustificata, o essere l'epicentro di eventi sistemici.
Infine, per quanto concerne i rischi (geo)politici, monitoriamo i rapporti fra Cina e Stati Uniti, gli sviluppi in Medio Oriente e il fragile equilibrio in Francia. Se quest'ultimo dovesse rompersi e portare alle dimissioni del Presidente Macron, il rischio è che gli investitori stranieri, ancora molto presenti sul mercato domestico, possano abbandonarlo in attesa che la BCE stabilizzi il sistema: si potrebbero profilare ottime opportunità di ingresso con orizzonte di medio termine, ma la volatilità sarebbe importante.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

ANIMAResearch

Macro Outlook



ANIMA

CRESCITA E INFLAZIONE

Stati Uniti – Ruggente anno 20(25)

Ci aspettiamo che l'economia statunitense eviti la recessione nel 2026. Il flusso di dati macro e le politiche economiche implementate negli ultimi anni sono coerenti con un'economia che ha conservato un buono stato di salute, dopo aver fronteggiato le minacce poste dall'inasprimento della politica commerciale e dalla stretta sull'immigrazione decise dall'Amministrazione Trump.

Ci aspettiamo una riaccelerazione del momentum della crescita statunitense a partire dal primo trimestre 2026

I dati sulla domanda interna hanno mostrato segni di miglioramento. Dopo l'impennata dell'incertezza causata dalle politiche dell'Amministrazione Trump, sia la spesa dei consumatori che quella delle imprese hanno registrato un aumento nel secondo trimestre. Gli indicatori relativi al terzo trimestre, come le vendite al dettaglio, la spesa personale e gli ordinativi, suggeriscono un proseguimento della crescita in entrambe le categorie. In aggiunta, nonostante il blocco delle attività governative non essenziali (*shutdown*), le nostre aspettative trovano conferma sia nei sondaggi sull'attività economica che negli indicatori alternativi relativi al quarto trimestre.

In prospettiva, restiamo convinti che gli stimoli fiscali, una politica monetaria e condizioni di finanziamento più accomodanti (**Grafici 1 e 2**), unitamente a bilanci delle famiglie ancora solidi, continueranno a sostenere la domanda interna privata.

Grafico 1

L'allentamento monetario entra in gioco

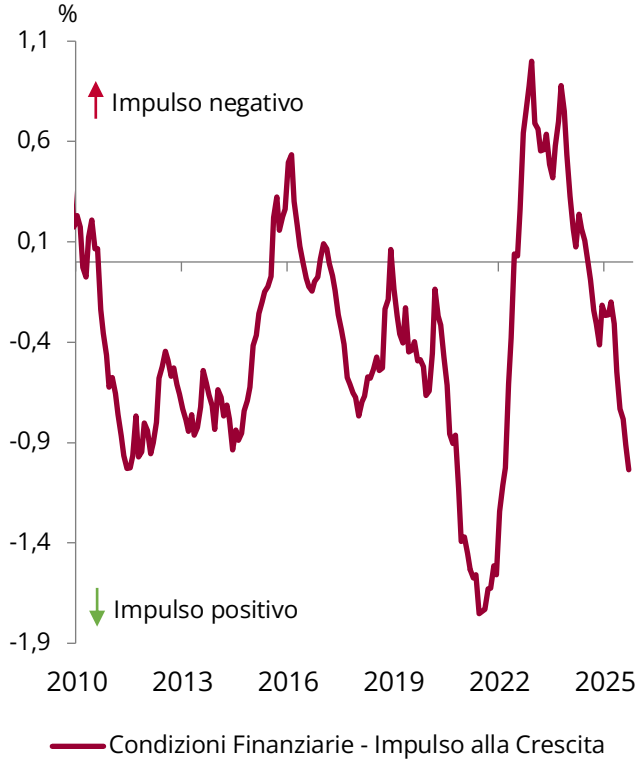
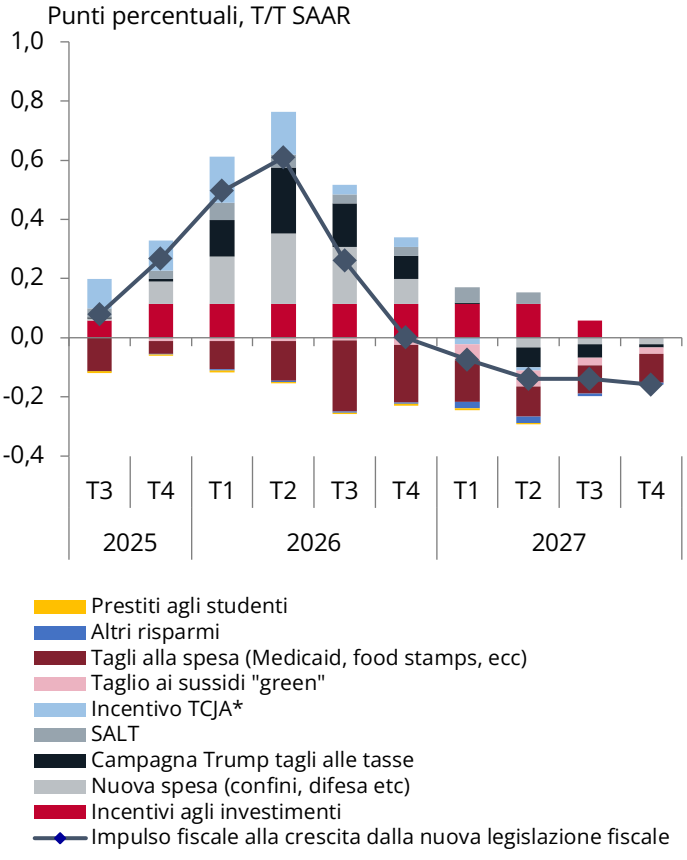


Grafico 2

Lo stimolo fiscale offre supporto nel 2026



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

**Tax Cut and Jobs Act.*

Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

JOLTS
(Job Openings and Labor Turnover Survey) - Sondaggio condotto dal Bureau of Labor Statistics fra le aziende statunitensi. Elabora stime utili per monitorare l'andamento della domanda di lavoro, con particolare riferimento a posizioni aperte, assunzioni e licenziamenti.

In equilibrio tra bassi livelli di assunzioni e licenziamenti. Il tasso di disoccupazione relativamente basso e i dati di JOLTS stabili segnalano che non ci sono condizioni di eccesso di offerta sul mercato del lavoro, e spiegano perché un modesto aumento dei nuovi posti di lavoro può ancora essere compatibile con la piena occupazione. Senza dubbio, anche la contrazione della forza lavoro provocata dalle nuove misure sull'immigrazione ha avuto un impatto su questo fronte.

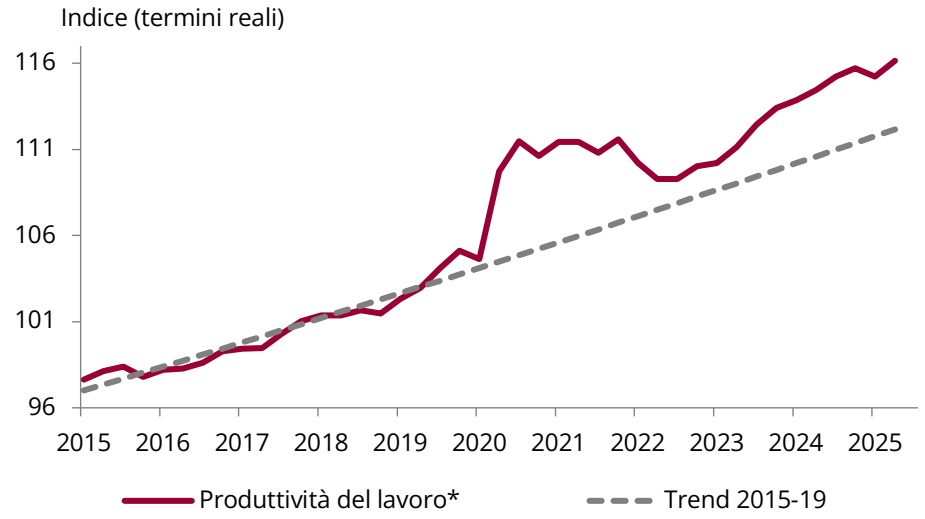
I rischi di un imminente aumento della disoccupazione rimangono limitati. Le richieste di sussidi di disoccupazione restano allineate alla media degli ultimi anni e le richieste continuative si confermano ben al di sotto dei livelli registrati durante le precedenti recessioni cicliche. Le indicazioni provenienti dai dati a livello statale – su cui si è fatto affidamento in assenza dei report non pubblicati a causa dello *shutdown* – sembrano confermare questa situazione. Nello stesso tempo, gli sforzi tesi a trattenere la manodopera proseguono. Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è rimasto superiore a 1 per qualche tempo, mentre le assunzioni nette (assunzioni meno licenziamenti) sono rimaste prossime a zero.

Manteniamo la convinzione che il mercato del lavoro sia un indicatore ritardato. Pur ritenendo che vada monitorato, non pensiamo che il rallentamento del ritmo delle nuove assunzioni sia sufficiente per giustificare un *outlook* negativo sull'economia statunitense nel 2026, il nostro orizzonte di previsione.

Siamo consapevoli che in apparenza un contesto economico contraddistinto da un livello di nuovi impieghi più basso non è incoraggiante, ma ci sono importanti aspetti positivi da sottolineare.

Un cambio di paradigma nel sistema produttivo statunitense. Un pilastro fondamentale della nostra *view* per il 2026 è l'ipotesi che l'economia statunitense stia attraversando una trasformazione strutturale. In un quadro di funzione di produzione Cobb-Douglas, riteniamo che le imprese nazionali stiano rispondendo all'aumento della produttività totale dei fattori (TFP) guidato dall'intelligenza artificiale, riallocando i pesi relativi degli input di produzione (**Grafico 3**).

Grafico 3
Prevediamo che le aziende continueranno a sfruttare i vantaggi derivanti dall'intelligenza artificiale



**Output reale per ora lavorata - Nonfarm Business Sector*
Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Con spazi ridotti per ulteriori aumenti dei prezzi a livello dei consumatori, le aziende sembrano aver optato per una forte riduzione delle assunzioni (minore contributo della manodopera).

Nello stesso tempo, al fine di preservare i livelli produttivi, sono stati sfruttati i miglioramenti in termini di produttività totale dei fattori derivanti dall'intelligenza artificiale, incrementando gli investimenti in questo ambito.

Le aziende stanno riallocando le risorse fra capitale e lavoro, complici le agevolazioni fiscali agli investimenti e l'aumento della produttività derivante dall'AI

Il contesto politico ha favorito questo cambio di direzione:

1. Da una parte, regimi fiscali favorevoli, tra cui il CHIPS Act (2025) e il Big Beautiful Bill (2025), hanno facilitato la transizione delle imprese verso una funzione produttiva a più alta intensità di capitale. Il rallentamento delle assunzioni, scivolato nel 2024 sotto la media pre-Covid, è sintomatico di un'economia in cui: (1) la spesa dei consumatori rimane resiliente, ma lo spazio per ulteriori aumenti dei prezzi è limitato; (2) le imprese mantengono forti incentivi fiscali a sostituire la manodopera con investimenti in tecnologia;

2. Dall'altra parte, la guerra commerciale ha esacerbato il *trade-off* tra aumenti dei prezzi e riduzione dei margini affrontato dalle aziende e ha intensificato la pressione sul mercato del lavoro statunitense, complici spazi di manovra limitati e la scarsa propensione di consumatori e imprese ad assorbire lo shock delle tariffe.

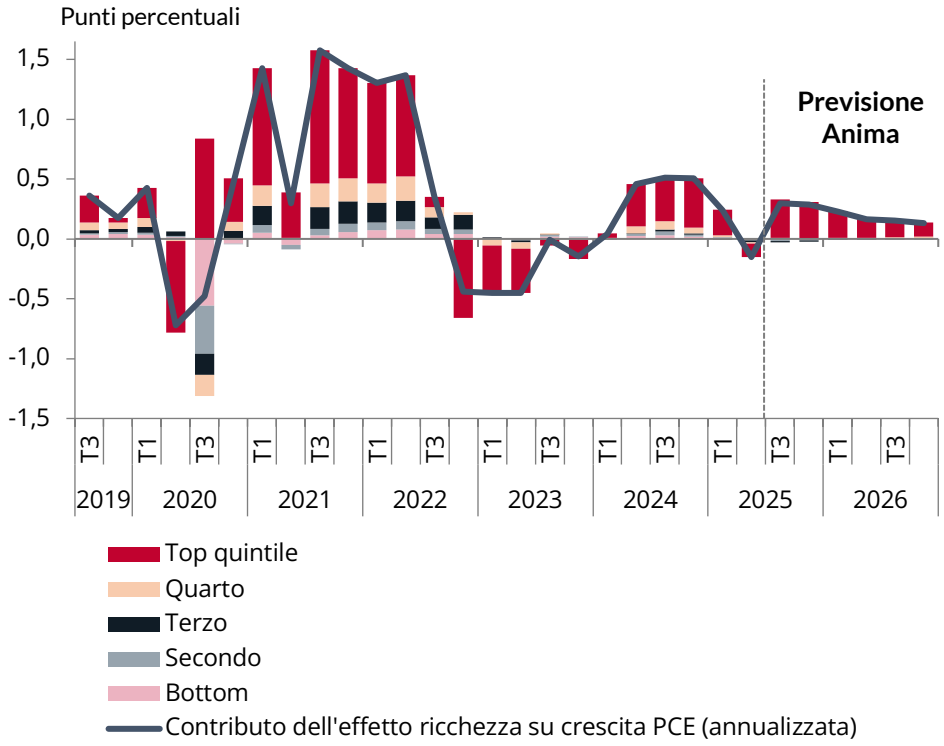
Ciliegina sulla torta. In questo contesto, gli aumenti di produttività osservati a partire dal primo trimestre 2023 testimoniano che la scelta delle aziende di far leva sui miglioramenti della produttività totale dei fattori guidati dall'intelligenza artificiale è stata corretta.

Nel frattempo, i consumatori restano saldamente alla guida. I guadagni sui mercati azionari continuano a sostenere la ricchezza delle famiglie più abbienti e quest'ultima, insieme ai tassi più bassi, supporta la spesa per consumi. Nel corso dell'anno, infatti, il combinato disposto di apprezzamenti significativi dei corsi azionari e rialzi, modesti ma continui, dei prezzi delle case ha aumentato il patrimonio netto in rapporto al reddito per i soggetti appartenenti ai due quintili con reddito più elevato. Restiamo dell'avviso che saranno in gran parte questi ultimi (che già oggi contribuiscono per circa il 60% ai consumi aggregati) a trainare la spesa delle famiglie (**Grafico 4**). Infatti, gli individui con redditi più elevati riservano una quota maggiore dei consumi a beni e servizi discrezionali (**Grafico 5**), come viaggi e automobili (che hanno un peso relativamente alto nel *basket* utilizzato per calcolare la spesa totale per consumi personali), e una quota inferiore a beni essenziali come cibo, energia, abitazione e assistenza sanitaria.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 4

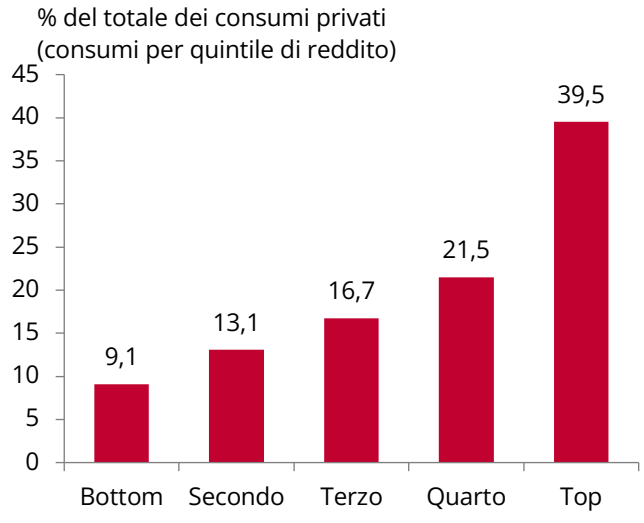
I più ricchi supportano la spesa privata

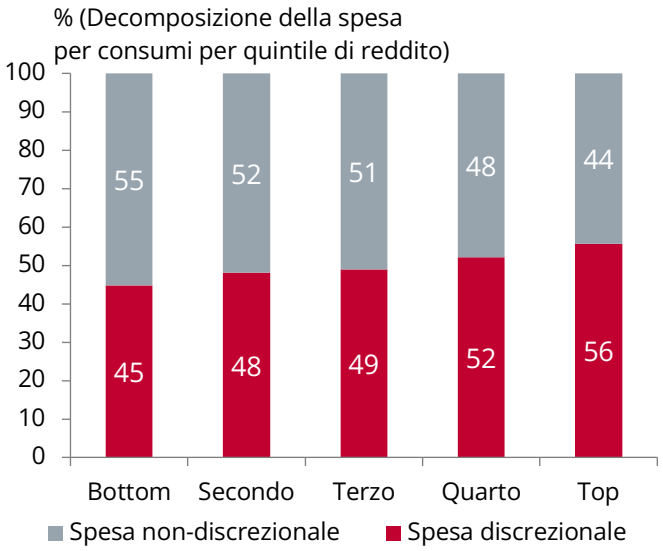


Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025. Utilizziamo un modello vector auto-regressive per stimare l'orizzonte temporale in cui si manifestano gli effetti della ricchezza sui consumi. Utilizzando i parametri di impulse response function, possiamo stimare l'impatto dei recenti cambia-menti nell'effetto ricchezza (housing/wealth) sulla spesa dei consumatori.

Grafico 5

La spesa discrezionale ha spazio per rimanere resiliente





Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

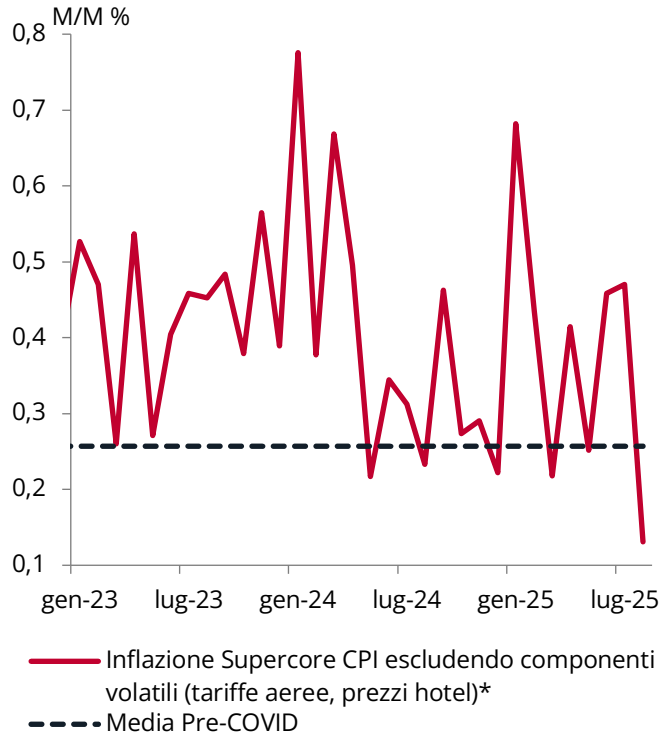
Il processo disinflazionistico è destinato a consolidarsi, una volta rientrate le pressioni temporanee legate ai dazi

L'allentamento delle condizioni finanziarie sta cominciando a prendere forma. Con la moderazione dei tassi sui mutui, si rileva un aumento delle richieste di rifinanziamento. Dal momento che la maggior parte dei rifinanziamenti sono *cash-out* (nel secondo trimestre il dato era pari al 64,5% del totale) e considerando l'elevata correlazione con la spesa in beni durevoli, ci aspettiamo che i consumi possano beneficiare anche della spinta di un incremento della spesa in beni durevoli, che potrebbe contribuire a compensare gli effetti negativi degli aumenti dei prezzi legati ai dazi.

Per quanto riguarda l'inflazione, riteniamo che il *target* della Fed possa essere in vista a metà 2026, per diversi motivi:

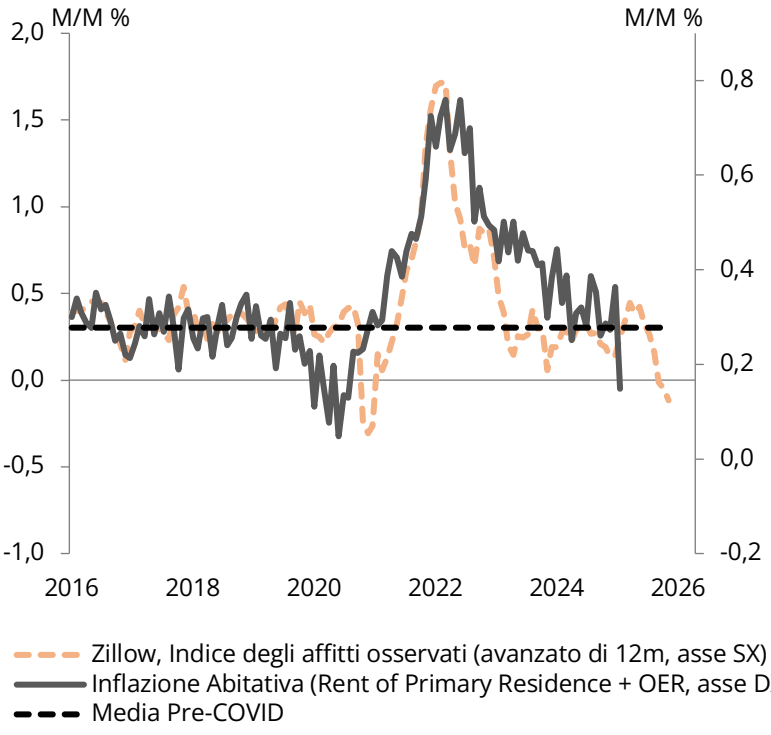
1. L'output gap (divario tra crescita effettiva e potenziale) dovrebbe rimanere marginale per tutto il 2026. Pur anticipando un miglioramento del *momentum* della crescita a partire dal quarto trimestre del 2025, siamo convinti che alla fine del prossimo anno il ritmo di espansione dell'attività economica sarà marginalmente in linea con il potenziale;
2. Ci aspettiamo che quello derivante dalle tariffe rimanga uno shock temporaneo: il flusso di dati lungo la catena dei prezzi dei beni e dei servizi continua a indicare una graduale moderazione delle pressioni tariffarie, che riteniamo compatibile con le difficoltà delle imprese nel trasferire interamente i dazi ai consumatori;
3. La disinflazione nel comparto dei servizi è destinata a proseguire, sia nella componente dei servizi connessi al settore residenziale che in quella dei servizi non connessi al settore residenziale; infatti, è improbabile che la crescita dei salari riprenda slancio in un mercato del lavoro che non manifesta segnali di disequilibrio (**Grafici 6 e 7**)

Grafico 6
Le pressioni inflative nei servizi si attenuano



**Inflazione dei servizi di base al netto delle componenti volatili.*
Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Grafico 7
L'inflazione abitativa prosegue nel suo tragitto



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Lo scenario base di Anima. Con riferimento alla crescita, ci aspettiamo che il Prodotto Interno Lordo del terzo trimestre si espanda a un ritmo del 2,7% su base trimestrale (tasso annuo destagionalizzato); seguirà un rallentamento all'1,6% nel quarto trimestre, sulla scorta di un modesto assestamento negli investimenti in attrezzature dopo tre trimestri consecutivi di crescita superiore alla media, che lascerà il tasso di espansione annuo all'1,9%. Nel 2026, ci aspettiamo che la crescita su base trimestrale si attesti rispettivamente all'1,7% nel primo trimestre, 1,8%, 2,0% e 2,1% nei tre trimestri successivi, con la media annua al 2,0%.

Relativamente all'inflazione, ci aspettiamo un CPI *core* al 3,1% nel quarto trimestre 2025, coerente con una media annua del 3,0%. Nel 2026, riteniamo che i prezzi al consumo *core* si attesteranno in media al 2,8% nel primo semestre e 2,4% nel secondo, con la media annua al 2,6%. Restiamo convinti che, in termini di variazione annua, il CPI *core* raggiungerà il 2% alla fine del terzo trimestre 2026. Il PCE *core* dovrebbe attestarsi al 3,0% su base annua nel terzo trimestre 2025 e 3,3% nel quarto, coerentemente con una media annua del 2,9%. Nel 2026, ci attendiamo un allenamento delle pressioni, con dati medi del 2,6% nel primo semestre e 2,3% nel secondo, e la media annua al 2,5%.

Area Euro – Fino a prova contraria

Manteniamo la convinzione che nel corso del 2026 la Germania rilancerà la dinamica di crescita dell'Area Euro. Nonostante in questa fase giungano segnali contrastanti o leggermente positivi, permangono rischi al ribasso legati alla qualità e all'attuazione delle misure di spesa e delle riforme annunciate. Sospendiamo il giudizio, visto che ad oggi il flusso di dati indica che l'ottimismo sulle misure fiscali e le riforme non si è ancora concretizzato. Con riferimento alla dinamica dei prezzi, l'ampio trend di disinflazione nella componente core *è destinato a consolidarsi, con il supporto della moderazione delle pressioni salariali.*

Resilienza apparente. Nonostante le criticità derivanti dai dazi statunitensi, dagli effetti di compensazione e dalla continua incertezza, i dati preliminari sul PIL relativi al terzo trimestre sono stati migliori del previsto: la crescita si è attestata allo 0,2% su base trimestrale, in miglioramento dallo 0,1% precedente e sopra lo 0,0% atteso dal consenso.

Tuttavia, manteniamo la convinzione che la qualità della crescita in Area Euro resterà mediocre fino alla fine del 2025, per diverse ragioni:

1. Gran parte della sorpresa al rialzo è venuta dalla Francia, dove la crescita è aumentata dello 0,5% rispetto al secondo trimestre, a fronte di una stima di consenso di 0,2%. Il flusso di dati indica che il *momentum* dell'economia è stato sostenuto dalla componente del commercio netto (+3,4 punti percentuali), con un forte aumento delle esportazioni. Tuttavia, non pensiamo che questa dinamica costruttiva possa consolidarsi: la domanda estera non è mai stata la spina dorsale della crescita francese, né ci aspettiamo che possa diventarlo da oggi;
2. Nel resto dell'Area Euro, i dati disponibili indicano una dinamica di crescita sottostante fiacca e consumi privati deboli;
3. I sondaggi lasciano presagire un'espansione modesta dell'attività economica. I dati preliminari sulla fiducia delle imprese relativi al mese di ottobre suggeriscono una leggera ripresa, ma il *momentum* resta prossimo a 0,2% nel migliore dei casi, considerando l'inevitabile normalizzazione della crescita francese

In Area Euro l'attività economica resta fiacca, ma dovrebbe guadagnare slancio nel 2026, sostenuta dall'impulso fiscale tedesco

Le nostre aspettative. Manteniamo la convinzione che la crescita guadagnerà slancio nel corso del 2026: l'attività economica dovrebbe espandersi a un ritmo dello 0,3% nel primo semestre e 0,4% nel secondo semestre, in termini di medie trimestrali.

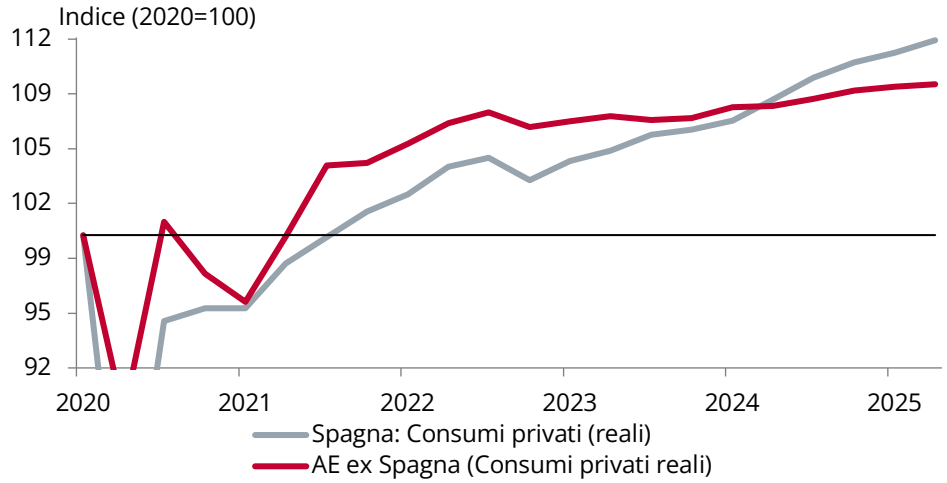
Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Il nostro scenario centrale si fonda su due ipotesi principali:

1. **La Spagna continuerà a sovraperformare.** Tra i quattro grandi Paesi dell'Area Euro, i flussi migratori spagnoli rimangono i più elevati in termini relativi, e sostengono una robusta crescita demografica. La produttività si è dimostrata resiliente, in particolare su base oraria, con i primi segnali di adozione dell'intelligenza artificiale nel settore industriale. Inoltre, gli sviluppi appaiono costruttivi sia sul fronte dell'offerta che su quello della domanda. Dal lato dell'offerta, a partire dal periodo post-Covid la Spagna ha registrato una crescita degli investimenti (escluso il settore delle costruzioni) più dinamica rispetto alla maggior parte dell'Area Euro. Dal lato della domanda, la spesa per consumi ha registrato un tasso di crescita medio sequenziale dello 0,9% dal 2024, a fronte di un ben più modesto 0,3% nel resto dell'Area Euro (**Grafico 8**).

Grafico 8

La Spagna continua a sovraperformare



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

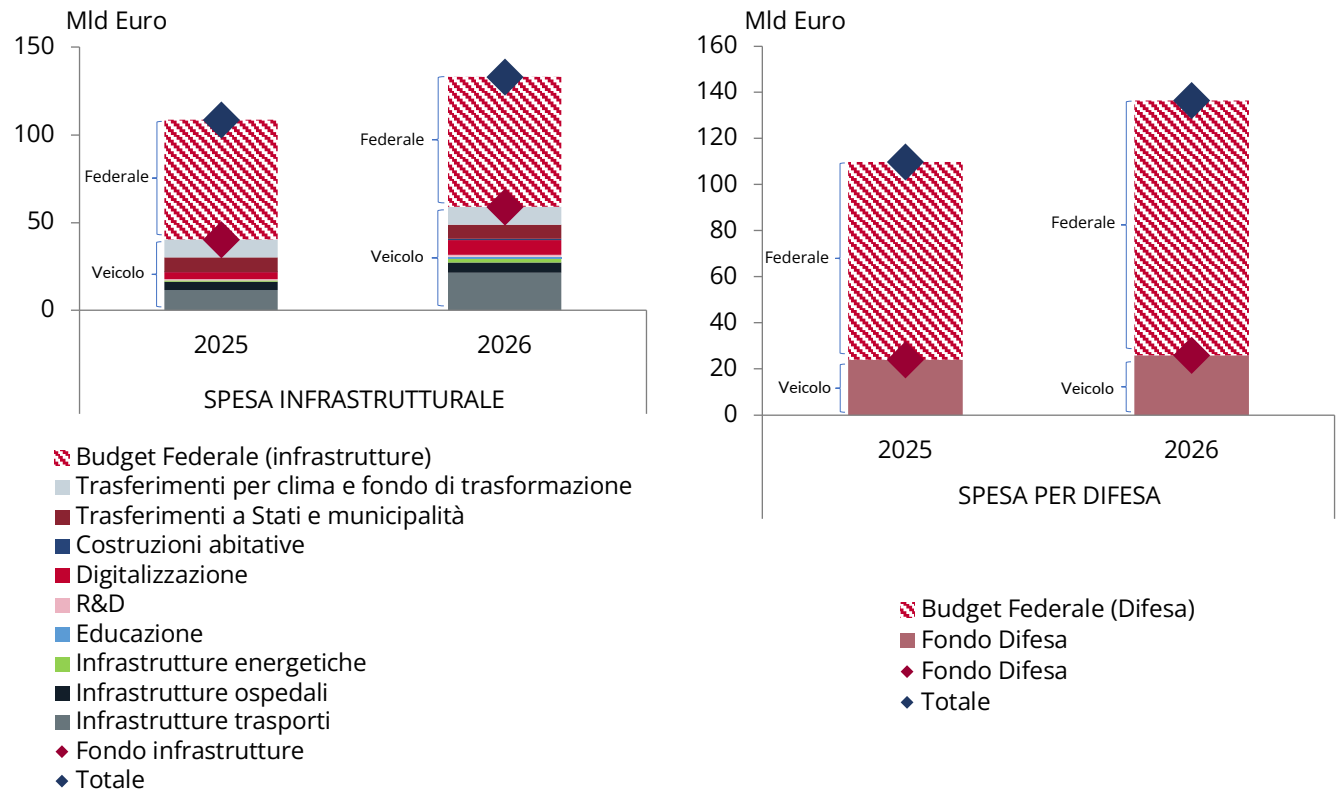
2. **La Germania attuerà il piano di stimoli fiscali e riforme (Grafico 9).** Tuttavia, riconosciamo l'esistenza di alcune forze che potrebbero complicare la fase di implementazione:

   A) Il piano di espansione della spesa federale è ambizioso e non interamente orientato alla crescita. Rispetto al 2024, la spesa pubblica dovrebbe aumentare di circa €45 miliardi (1,0% del PIL) nel 2025 e di oltre €90 miliardi (1,8% del PIL) nel 2026. Sebbene l'incremento sia sostanziale, solo circa metà di queste risorse è associata al moltiplicatore più elevato. Gli investimenti in infrastrutture e i sussidi energetici per le imprese dovrebbero aumentare rispettivamente di €25 miliardi e €10 miliardi, mentre la quota maggiore della spesa per investimenti riguarda la difesa (€40 miliardi) e la spesa sociale (€26 miliardi), che tendono ad avere un impatto limitato sulla crescita;

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 9

La spesa fiscale entra in gioco nel 2026



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

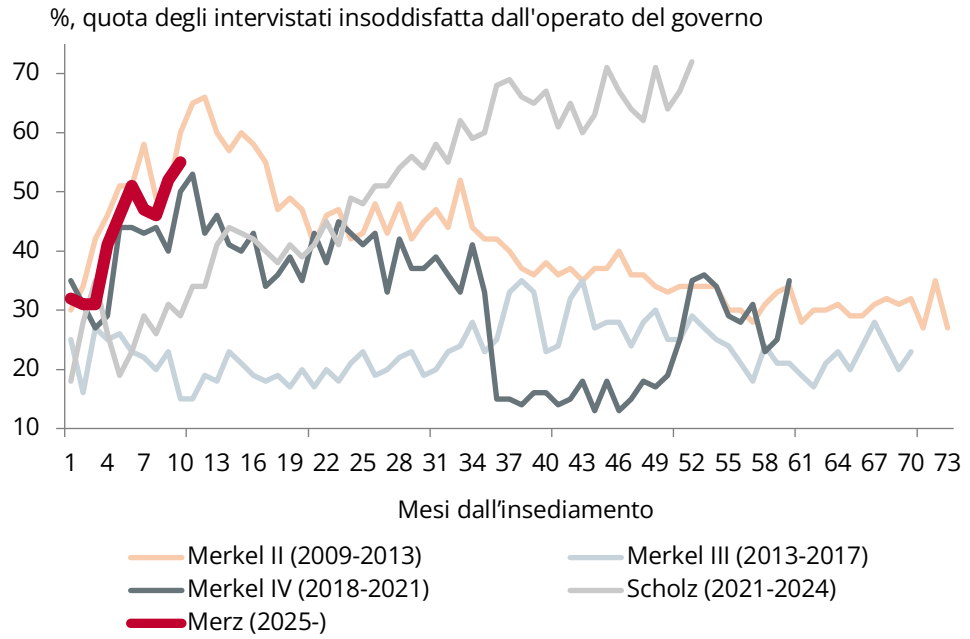
B) Nonostante alcuni segnali positivi, permangono rischi di attuazione della manovra fiscale. Sia la spesa sociale che i sussidi alle imprese (in gran parte legati al prezzo dell'elettricità) sono già entrati nella fase esecutiva. La legge sull'accelerazione degli appalti militari, prevista nelle prossime settimane, dovrebbe a propria volta sostenere le spese per la difesa. Al contrario, gli investimenti per infrastrutture rappresentano a nostro avviso un'area soggetta a rischi di mancato raggiungimento degli obiettivi, considerando che i dati evidenziano un significativo sottoutilizzo delle risorse negli ultimi anni. A meno di un intervento efficace sui colli di bottiglia dal lato dell'offerta, la lentezza della pianificazione, le procedure di autorizzazione poco efficaci e gli ostacoli amministrativi potrebbero ritardare l'impiego dei fondi stanziati per infrastrutture e amministrazioni locali. Allo stesso modo, l'incremento di €10 miliardi nel sostegno agli investimenti regionali potrebbe non tradursi pienamente in un aumento della spesa pubblica generale;

C) L'incertezza politica in Germania resta elevata. Disaccordi, manovre politiche e un aumento del tasso di insoddisfazione per l'operato del governo potrebbero ostacolare l'attuazione del piano di bilancio (**Grafico 10**). Il dibattito sull'austerità, anche dopo la sospensione della regola sul freno all'indebitamento, pesa sulla fiducia. In effetti, l'incertezza sulla politica economica rimane ai massimi storici, ben al di sopra dei livelli degli altri Paesi europei (Francia inclusa), e rischia di minare l'attuazione delle riforme dal lato dell'offerta, essenziali per favorire la crescita.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 10

I rischi di implementazione incombono



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

D) Le imprese e i consumatori sembrano avere poca fiducia nella capacità del governo di portare a termine i suoi progetti. L'economia tedesca pare intrappolata in un paradosso. Il *sentiment* sta migliorando, ma l'attività reale no. Sebbene la componente delle aspettative nell'indice di fiducia IFO stia descrivendo un trend rialzista da gennaio 2025, il giudizio sulle condizioni correnti è rimasto invariato. Si tratta di una dicotomia emblematica delle difficoltà della Germania: gli indicatori anticipatori sono sostenuti dalle promesse fiscali, mentre l'attività reale rimane stagnante. Infatti, i dati sulle vendite al dettaglio segnalano che la spesa per consumi discrezionali resta anemica: nel mese di settembre, le vendite nei negozi specializzati (compresi abbigliamento e calzature) hanno registrato una contrazione dell'1,6% su base mensile, dopo quella di 0,6% del mese precedente, mentre le vendite di arredi per la casa sono scese dell'1,4% su base mensile, dopo essere rimaste invariate in agosto.

Monitorare i rischi di implementazione del piano di stimoli e riforme varato in Germania sarà cruciale

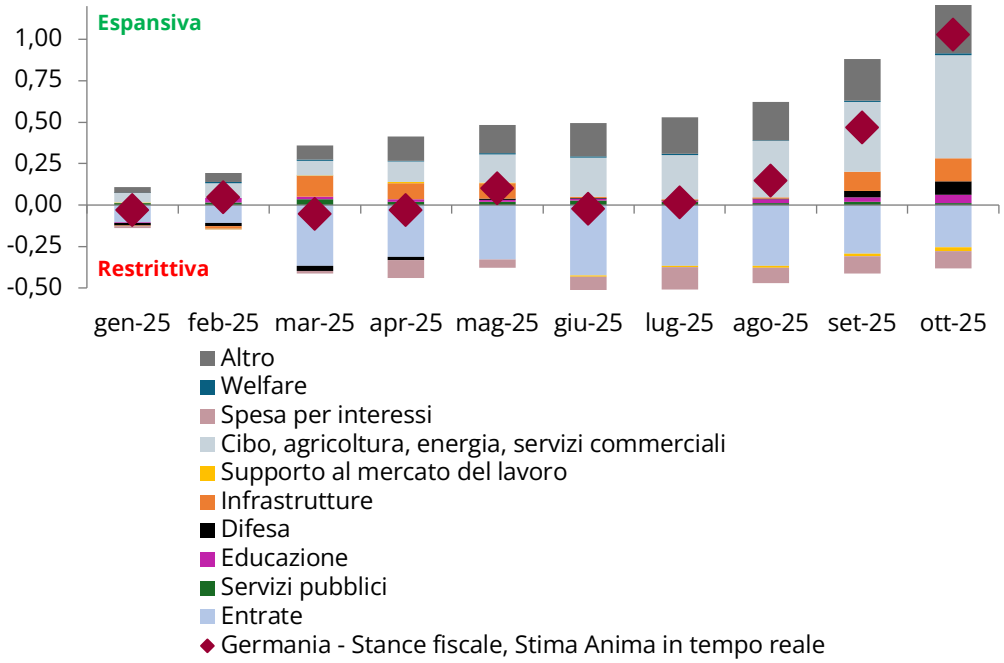
Tenendo sotto controllo le promesse. Per monitorare la capacità del governo tedesco di realizzare l'ambizioso piano fiscale che è stato approvato, abbiamo creato un *tracker* in tempo reale della politica fiscale (**Grafico 11**). Si tratta di uno strumento che consente di verificare l'esecuzione dei piani di spesa del governo tedesco, poiché tiene conto sia dell'evoluzione della politica fiscale (la variazione del saldo di bilancio in rapporto al PIL nominale), sia del contributo delle singole categorie di spesa (cioè le spese federali per funzione), su base mensile.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 11

I segnali di un'accelerazione della spesa fiscale sono incoraggianti

Stance fiscale cumulativa da inizio anno (core budget)



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025. La stance è calcolata come variazione dei saldi di bilancio federali (% del PIL) su base annua e non tiene conto dei fattori ciclici.

Sulla buona strada... per ora. Nonostante la legge di bilancio 2025 sia stata approvata solo a settembre e ci siano dati limitati sul fondo infrastrutturale SVIK, i report più aggiornati indicano che il governo sta rapidamente impiegando la componente più importante della spesa stanziata. Secondo il nostro *tracker*, da agosto a ottobre la politica fiscale è diventata più espansiva di 0,8 punti percentuali, con contributi positivi provenienti in larga parte da sussidi energetici, infrastrutture e spese per la difesa. Continueremo a monitorare attentamente l'andamento del nostro *tracker* nel quarto trimestre, per capire quanto le Autorità siano determinate a raggiungere gli obiettivi fissati.

Il bicchiere, per ora, è mezzo pieno. In questo contesto, manteniamo la convinzione che la crescita tedesca guadagnerà slancio, anche se i rischi al ribasso permangono: i segnali di accelerazione della spesa fiscale sono incoraggianti, ma la qualità della spesa e le strozzature dal lato dell'offerta lasciano aperti alcuni interrogativi.

La disinflazione proseguirà anche in Area Euro, con il traino dei prezzi dei servizi. L'indice core scivolerà sotto il target della BCE già dal secondo trimestre

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, la disinflazione continua. I report sui prezzi al consumo di agosto, settembre e ottobre non hanno fornito evidenze che giustifichino un cambiamento sostanziale delle nostre stime. Nonostante la volatilità nel flusso di dati mensile relativo alla componente dei servizi, restiamo convinti che il trend generalizzato di allentamento delle pressioni inflazionistiche si consoliderà. La crescita dei salari continua a normalizzarsi verso livelli compatibili con la stabilità dei prezzi. Infatti, come dimostrano i dati di contabilità nazionale, il contributo del costo del lavoro all'inflazione generata internamente si sta moderando e l'espansione dei profitti ha subito un forte rallentamento negli ultimi trimestri.

Sotto target. Ci aspettiamo che a partire da dicembre 2025 l'inflazione complessiva scenda sotto il *target* della BCE, con il traino dei prezzi dell'energia, in calo in media del 4,6% lungo la curva dei prezzi all'ingrosso. Questo dovrebbe contribuire a mantenere la componente energetica dell'inflazione in territorio deflazionistico per la maggior parte del nostro orizzonte previsionale, complici gli effetti base favorevoli. Al contrario, l'inflazione sulla componente alimentare resterà vischiosa fino a fine anno, come emerge da

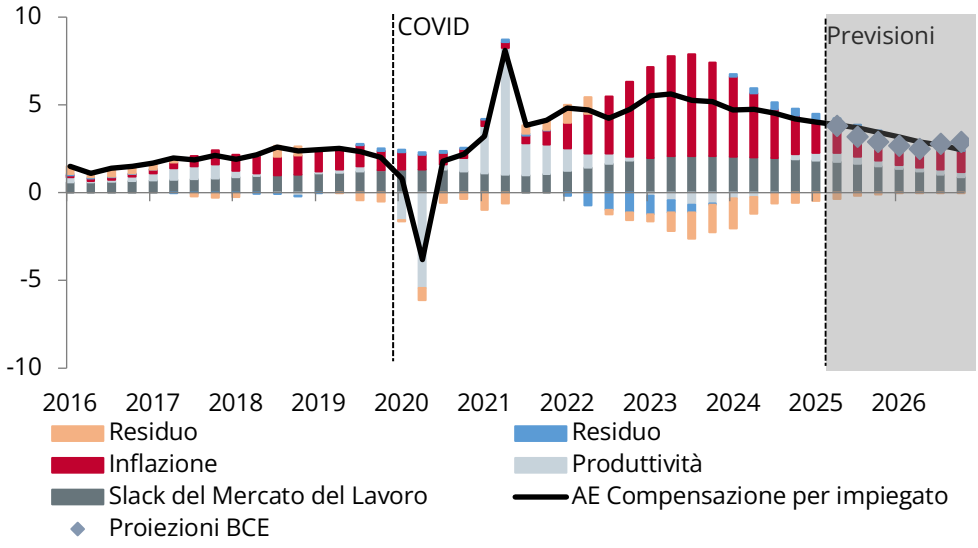
Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

diversi indicatori anticipatori (prezzi dei prodotti alimentari a monte, PMI e aspettative sui prezzi di vendita dell'indagine della Commissione Europea), per poi rallentare nel corso del 2026. Manteniamo l'aspettativa che l'inflazione *core* si attesti in termini di media annua al 2,3% nel 2025 e 1,8% nel 2026. Le pressioni sui prezzi dei beni industriali non-energetici resteranno in linea con la media pre-pandemica, complice il supporto derivante dal reindirizzamento delle esportazioni cinesi verso l'Europa. Ancor più importante, però, ribadiamo le attese di un proseguimento della disinflazione nel comparto dei servizi: salari e margini di profitto si stanno normalizzando (**Grafici 12 e 13**), e riteniamo che nel 2026 il processo di rivalutazione annuale dei prezzi dei servizi regolamentati fornirà un'ulteriore spinta al ribasso.

Grafico 12

La crescita salariale continua a moderarsi

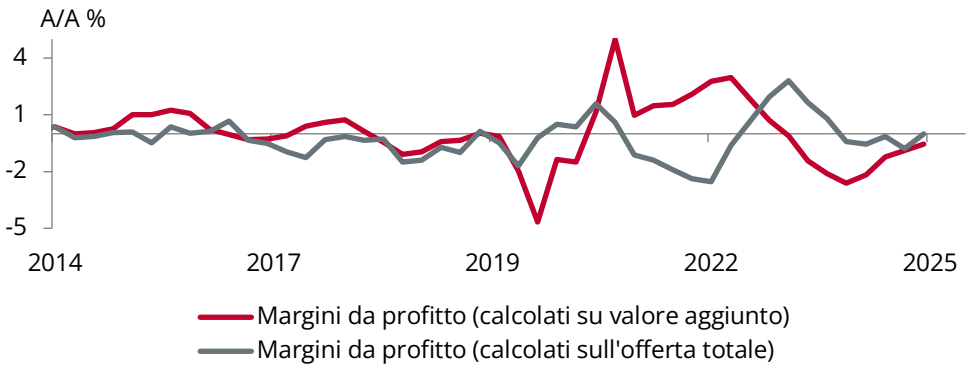
A/A %, contribuzioni in punti percentuali (deviazione dalla media implicita del modello)



Modello basato su una curva di Phillips aumentata che mette in relazione la crescita sequenziale della retribuzione per dipendente con le misure di rallentamento del mercato del lavoro, il recupero dell'inflazione e altri fattori (tra cui la crescita salariale ritardata e la produttività tendenziale per persona occupata). Il recupero salariale reale (divario rispetto al trend) misura il livello salariale giustificato dalla produttività del lavoro.
Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Grafico 13

I margini da profitto si sono normalizzati



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Lo scenario base di Anima. Nel quarto trimestre 2025, la crescita del PIL reale dovrebbe attestarsi allo 0,2% su base trimestrale, con la media annua all'1,4%. Nel 2026, ci aspettiamo una crescita dello 0,3% nel primo semestre (media trimestrale) e 0,4% nel secondo semestre, coerenti con una stima dell'1,0% per l'intero 2026, leggermente al di sotto della proiezione di 1,1% del consenso.

Con riferimento alla dinamica dei prezzi, ci aspettiamo un CPI core al 2,1% nel quarto trimestre del 2025, che lascia invariate le nostre aspettative di una media annua al 2,3% per il 2025. Nel 2026, ci attendiamo una decelerazione all'1,9% nel primo semestre e 1,8% nel secondo semestre, coerenti con una media annua all'1,8%.

Cina – L'anno del Draghetto

La domanda domestica resta debole all'inizio del quarto trimestre 2025; nonostante il prolungamento delle festività legate alla Golden Week, i ricavi al botteghino sono diminuiti di circa il 30% in ottobre rispetto all'anno scorso. Anche le esportazioni hanno deluso le aspettative. Tuttavia, i dati ad alta frequenza sulle spedizioni hanno mostrato segni di ripresa a inizio novembre, il che induce a pensare che la sofferenza dell'export in ottobre sia da attribuire a una normalizzazione fisiologica dopo i dati positivi di settembre. La nostra view *di lungo termine non cambia: restiamo dell'avviso che misure quali sussidi mirati e allentamento fiscale forniranno solo un sostegno marginale, sufficiente a mantenere lo slancio della crescita nel periodo 2025-2026 ma non a risolvere le sfide strutturali quali la debolezza dei consumi, le pressioni deflazionistiche e la stagnazione del settore immobiliare.*

La deflazione dovrebbe persistere fino a metà 2026, anche se gli effetti base favorevoli potrebbero spingere meccanicamente l'inflazione al rialzo verso l'1%, contribuendo a stabilizzare i prezzi nel corso del 2026.

In Cina la domanda interna resta anemica, complice la mancanza di fiducia fra i consumatori

Consumi ancora deboli in avvio di quarto trimestre. Gli indicatori ad alta frequenza segnalano un rallentamento del tasso di crescita delle vendite di automobili, in calo al 6% su base annua in ottobre, dal 6,4% di settembre. Questa moderazione riflette probabilmente l'applicazione più rigorosa dei sussidi per la permuta di auto a livello locale, nonché una correzione fisiologica della forte domanda registrata a inizio anno (nel primo semestre del 2025 le vendite sono aumentate dell'11% su base annua). Parallelamente, i consumi di servizi non mostrano segni di ripresa. Nonostante il prolungamento delle vacanze della Golden Week, nel mese di ottobre gli incassi al botteghino sono diminuiti di circa il 30% su base annua; l'indebolimento dei consumi deriva probabilmente dal deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, con la disoccupazione giovanile che rimane elevata, intorno al 18%.

Il canale dell'export si è preso una pausa. Le esportazioni sono state più deboli del previsto in ottobre, registrando una contrazione dell'1,1% su base annua dopo aver archiviato un rialzo dell'8,3% nel mese di settembre. La correzione profonda della crescita complessiva delle esportazioni, pari a 9,4 punti percentuali, ha interessato tutti i principali partner commerciali, a testimonianza di una perdita di slancio diffusa. Il trend si è deteriorato anche in termini sequenziali: il dato destagionalizzato aggregato ha ceduto l'1,2% nei tre mesi fino a ottobre, rispetto a un calo dello 0,3% in settembre. La dinamica delle importazioni ha mostrato analoga debolezza, suggerendo una perdita di slancio generalizzata della domanda interna.

Il forte rallentamento della crescita delle esportazioni solleva preoccupazioni per la sostenibilità del momentum della crescita cinese, specie considerando che la domanda estera ha svolto un ruolo fondamentale nel compensare le debolezze interne. Nei primi tre trimestri del 2025, le esportazioni nette hanno contribuito per 1,5 punti percentuali alla crescita complessiva del PIL di 5,2%, rappresentando di fatto quasi il 30% del totale.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Se il commercio con l'estero dovesse continuare a vacillare, l'economia potrebbe trovarsi ad affrontare pressioni su tre fronti – una prolungata recessione nel settore immobiliare, una crescita fiacca dei consumi privati e l'indebolimento della domanda estera –, che metterebbero seriamente a rischio il mantenimento di una traiettoria di crescita stabile.

Ciò detto, riteniamo che sia troppo presto per incorporare questi fattori di rischio nel nostro scenario centrale. A inizio novembre, infatti, i dati ad alta frequenza sulle spedizioni hanno mostrato segnali di una ripresa delle esportazioni; pertanto, ottobre potrebbe anche rappresentare una correzione fisiologica rispetto ai buoni dati di settembre.

Nel 2026, le Autorità continueranno a calibrare gli stimoli fiscali in misura sufficiente a raggiungere i target ufficiali di crescita, ma inadeguata rispetto alla portata delle sfide strutturali in atto

In questo contesto, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime di crescita del PIL per il quarto trimestre 2025, dal 4,9% al 4,3% su base annua, rispetto al 4,8% del terzo trimestre.

La *view* di lungo periodo resta invariata. Le prospettive per la domanda interna rimangono deboli, mentre il canale commerciale dovrebbe continuare a sostenere la crescita, nonostante la correzione di ottobre. Allungando l'orizzonte temporale delle valutazioni, alcuni dei principali esportatori del settore automobilistico si sono dichiarati ottimisti sulle prospettive per l'export nel 2026, grazie alla competitività dei prodotti *high-tech* cinesi. La China Passenger Car Association (CPCA) stima che la Cina esporterà 10 milioni di automobili all'anno entro il 2030, rispetto agli attuali 6,5 milioni.

Stimoli fiscali ancora necessari. Nel corso dell'estate, i nuovi sussidi mirati per le famiglie e le imprese del settore dei servizi hanno fornito un sostegno incrementale, seppur limitato, a un settore dei servizi in fase di raffreddamento e alla spesa per consumi. Nel frattempo, il "programma di permuta" (cioè l'iniziativa governativa che mira a stimolare la domanda interna attraverso lo scambio di beni usati con prodotti nuovi) lanciato lo scorso anno è scaduto a settembre. Nel complesso, riteniamo che l'impatto delle nuove misure sia modesto e insufficiente a generare un'accelerazione significativa della crescita del PIL nel 2025/26. A nostro avviso, l'allentamento fiscale continuerà a offrire un sostegno solo marginale alla domanda interna, supportando il momentum economico in un contesto di persistenti sfide strutturali (squilibri tra produzione e consumo, pressioni deflazionistiche, crisi nel settore *real estate*). Per arginare la crisi immobiliare e migliorare il *sentiment* delle famiglie, le Autorità dovrebbero indirizzare le imprese statali ad acquistare dai costruttori in difficoltà le scorte di alloggi invenduti.

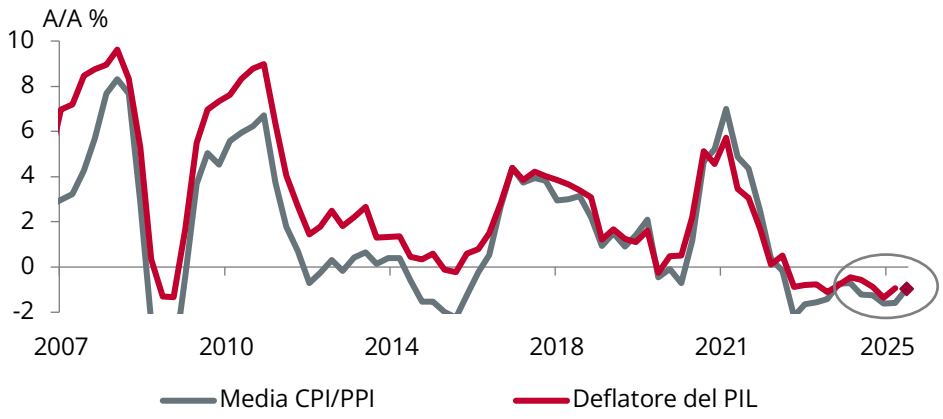
Le pressioni sui prezzi sono state pressoché assenti nel 2025, e si accumuleranno in modo molto graduale nel 2026

Nel mese di ottobre l'inflazione *headline* è salita, per la prima volta da luglio. L'incremento, tuttavia, è ascrivibile a due fattori: 1) l'allungamento della Golden Week, che ha gonfiato la domanda e l'inflazione sui servizi (viaggi, trasporti) e sui beni alimentari; 2) il continuo aumento dei prezzi di oro e platino. Nonostante l'inattesa, marginale accelerazione degli indici sui prezzi al consumo, manteniamo la convinzione che le pressioni deflazionistiche si intensificheranno nel quarto trimestre del 2025 e continueranno a pesare nel primo semestre del 2026, complici la persistente debolezza della domanda delle famiglie, il limitato potere di determinazione dei prezzi di beni e servizi e l'eccesso di capacità produttiva nel settore manifatturiero: tutti fattori che probabilmente manterranno l'inflazione contenuta il prossimo anno. Ciò detto, un effetto base favorevole dovrebbe spingere al rialzo le variazioni degli indici su base annua tra il quarto trimestre 2025 e il primo trimestre 2026, portando gradualmente l'inflazione *headline* verso l'1% e contribuendo a stabilire un livello minimo per la crescita dei prezzi nel resto dell'anno (**Grafico 14**).

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 14

Le pressioni al ribasso sui prezzi rimangono radicate



Fonte: Haver Analytics, Anima Research - Dati a novembre 2025

Lo scenario base di Anima. Abbiamo rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL nel quarto trimestre 2025, dal 4,9% al 4,4% su base annua, a fronte di un dato del 4,8% registrato nel trimestre precedente. Nel complesso, il PIL dovrebbe espandersi a un ritmo del 4,9% nel 2025 e stabilizzarsi al 5% nel 2026.

Sul fronte dell'inflazione, ci aspettiamo che il CPI si fermi a zero nel 2025, in calo dallo 0,1% del 2024, con tassi sequenziali di -0,3% nel terzo trimestre 2025, +0,3% nel quarto e +0,8% nel primo trimestre 2026. L'inflazione *headline* dovrebbe risalire allo 0,8% nel 2026, principalmente grazie al contributo degli effetti base favorevoli.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

POLITICHE MONETARIE

Fed avanti con i tagli, BCE più cauta

Nel 2025, sia la Fed che la BCE hanno mantenuto un orientamento accomodante, pur con tempistiche diverse. La BCE ha concluso il ciclo di tagli iniziato a metà 2024 e ha riportato i tassi in territorio neutrale, dal momento che la crescita in Area Euro è rimasta debole, soprattutto nei Paesi core, mentre l'inflazione, in particolare quella dei servizi, è scesa in modo piuttosto pronunciato. Dal canto suo, la Fed, dopo aver portato il tasso sui Fed funds al 4,25-4,50% nel dicembre 2024, ha iniziato una lunga pausa, prolungatasi fino a settembre. Infatti, i rischi al rialzo per l'inflazione derivanti dalla resilienza dell'economia e dal drastico aumento del livello medio dei dazi doganali hanno spinto la Banca centrale americana a mantenere i tassi in territorio restrittivo fino a dopo l'estate. Successivamente, però, il cambiamento nel bilanciamento dei rischi (ma anche, a nostro avviso, considerazioni di natura politica) ha giustificato un riavvio del ciclo di tagli. Nel 2026, ci aspettiamo che la Fed continui a propendere per un orientamento accomodante e tagli i tassi di ulteriori 75-100 punti base, portando il livello dei Fed funds leggermente al di sotto della neutralità (2,75-3%). La BCE, invece, dovrebbe effettuare un solo taglio a marzo, portando il tasso di deposito a 1,75%, con il rischio di un ulteriore intervento nel caso in cui l'attuazione del pacchetto fiscale tedesco dovesse deludere le attese.

I tassi ufficiali scenderanno ancora sia in USA che in Area Euro, raggiungendo livelli prossimi o lievemente inferiori alla neutralità

Fed – Ritorno a livelli (leggermente inferiori) alla neutralità

Ci aspettiamo che il tasso sui Fed funds scenda leggermente al di sotto della fascia di neutralità (2,75-3%) entro la fine del terzo trimestre 2026, in parte per la rinnovata tendenza disinflazionistica dopo il picco delle pressioni collegate ai dazi, in parte a causa di un orientamento accomodante della Fed, potenzialmente riconducibile anche a interferenze di natura politica.

Dopo aver ridotto il costo del denaro di 100 punti base tra settembre e dicembre 2024, portando il tasso sui Fed funds a 4,25-4,50%, la Fed è rimasta in pausa per i primi nove mesi del 2025, sulla scorta di:

1. Una crescita resiliente, nonostante le difficoltà legate ai dazi, che ha indotto alcuni membri del FOMC a chiedersi se, dopo i tagli effettuati, la politica monetaria fosse ancora significativamente restrittiva;
2. Una parziale inversione del trend disinflativo da aprile, che, insieme con l'incertezza circa le pressioni sui prezzi derivanti dai dazi, ha reso la Fed più cauta nel ricondurre i tassi su livelli prossimi alla neutralità;
3. L'incertezza sugli impatti economici delle politiche dell'amministrazione Trump. Oltre ai dazi, le restrizioni all'immigrazione e la politica fiscale (One Big Beautifull Bill) hanno reso le prospettive macro ancora più incerte

Doppio mandato
Duplice obiettivo assegnato alla Federal Reserve nella gestione della politica monetaria: mantenere la stabilità dei prezzi e promuovere la piena occupazione.

Nel mese di settembre, la Fed ha ripreso in modo piuttosto sorprendente il ciclo di tagli e li ha ridotti ulteriormente in ottobre, portando il *target* sui Fed funds a 3,75-4,0%. La Banca centrale ha giustificato gli interventi sostenendo che l'equilibrio dei rischi intorno al doppio mandato si è alterato: i rischi al ribasso per il mercato del lavoro hanno acquisito maggiore rilevanza rispetto ai rischi al rialzo per l'inflazione; in questo contesto, l'orientamento della politica monetaria avrebbe dovuto spostarsi verso la neutralità. Tuttavia, l'improvviso cambio di rotta della Fed, nonostante la resilienza dell'economia e un mercato del lavoro che è entrato in un nuovo equilibrio caratterizzato da bassi livelli di assunzioni e licenziamenti, segnala che considerazioni di natura politica stanno influenzando la Banca centrale e il focus è ovviamente sulle pressioni esercitate dall'Amministrazione Trump. Questa tesi trova conferma nel fatto che da settembre le stime dei membri del FOMC su crescita e inflazione, nonché le aspettative sull'orientamento della politica monetaria, hanno iniziato a divergere in modo significativo.

In prospettiva, ci aspettiamo che il tasso sui Fed funds scenda leggermente al di sotto della fascia di neutralità (2,75-3%) entro la fine del terzo trimestre 2026. Nello specifico,

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Quantitative Tightening
Definizione Misura di politica monetaria restrittiva, finalizzata a ridurre l'offerta di moneta in modo organizzato e programmatico (ad esempio, attraverso il mancato reinvestimento dei rimborsi o la vendita dei titoli sul bilancio della Banca centrale)

ci attendiamo un taglio di 25 punti base tra dicembre e gennaio, seguito da altri tre tagli di 25 punti base a marzo, giugno e settembre.

Il proseguimento del ciclo di allentamento monetario troverà in parte giustificazione nella rinnovata tendenza disinflazionistica che si consoliderà dopo il picco delle pressioni legate ai dazi (riteniamo che l'inflazione convergerà verso l'obiettivo della Fed verso la fine del 2026), nonostante la riaccelerazione della crescita, ma sarà anche, almeno in parte, il risultato di un orientamento accomodante all'interno della Fed, potenzialmente innescato dalle interferenze di natura politica.

A questo proposito, riteniamo che la Fed interromperà il ciclo di tagli solo nel momento in cui l'attività economica dovesse registrare una forte sorpresa al rialzo, sollevando rischi di surriscaldamento ciclico (che però, al momento, non è il nostro scenario centrale).

Nel frattempo, il *Quantitative Tightening* terminerà all'inizio di dicembre 2025, un mese prima del previsto. Sebbene una decisione definitiva sulla composizione del bilancio a lungo termine non sia stata presa, a partire da dicembre la Fed reinvestirà i rimborsi dei titoli di Stato nelle aste dei Treasury, mentre reinvestirà i titoli delle agenzie federali in scadenza e i titoli garantiti da ipoteca (MBS) in titoli di Stato a breve termine acquistati sul mercato secondario. Lo scopo è duplice: 1) nel lungo termine, il bilancio della Fed sarà composto principalmente da Treasury; 2) la scadenza dei titoli di Stato detenuti dalla Fed diminuirà molto gradualmente, convergendo verso la scadenza media del debito negoziabile statunitense.

BCE – In pausa fino a prova contraria

Ci aspettiamo che la BCE effettui un ulteriore taglio a marzo e porti il tasso di deposito a 1,75% – limite inferiore dell'intervallo di neutralità – per poi lasciarlo invariato per tutto l'anno, con rischi orientati verso un'ulteriore misura espansiva nel corso del 2026.

Nel 2025, la BCE ha proseguito il ciclo di tagli iniziato a metà 2024, portando il tasso di deposito in territorio neutrale (2%) nel mese di giugno. La crescita debole, soprattutto nei Paesi *core*, e il forte calo dell'inflazione sui servizi hanno sostenuto l'allentamento della politica monetaria. A partire da luglio, l'Istituto di Francoforte ha lasciato i tassi invariati, offrendo messaggi molto costruttivi sulle prospettive di crescita e inflazione dell'Area Euro e sostenendo che la Banca centrale è "in buona posizione".

Nonostante l'orientamento costruttivo del Consiglio direttivo (GC) e il dato sul PIL del terzo trimestre migliore del previsto, restiamo convinti che l'economia necessiti di ulteriore supporto monetario, per diverse ragioni:

1. La solidità del dato sul PIL del terzo trimestre trova giustificazione principalmente nel risultato migliore delle attese in Francia, dove il commercio netto ha svolto un ruolo preponderante;
2. I rischi per la crescita e l'inflazione restano orientati al ribasso. In aggiunta a quelli ben noti (dazi, tassi di risparmio storicamente elevati, debolezza emergente sul mercato del lavoro), l'aumento dell'incertezza politica in Francia rappresenta un ulteriore fattore che potrebbe pesare sulle prospettive di crescita dell'Area Euro;
3. Il pacchetto fiscale tedesco inizierà a sostenere la crescita nella migliore delle ipotesi a partire dalla seconda metà del 2026. Se poi l'implementazione dovesse essere difficoltosa, la crescita rischierebbe di scendere al di sotto del potenziale

In questo contesto, ci aspettiamo che la BCE tagli i tassi a marzo portando il tasso di deposito a 1,75% - limite inferiore della fascia di neutralità - per poi mantenere un approccio attendista nel resto dell'anno; i rischi sono orientati in direzione di un'ulteriore misura espansiva nell'orizzonte di previsione.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

PBOC – 2026 con orientamento accomodante

Dopo l'allentamento monetario del secondo trimestre e la pausa del terzo, ci aspettiamo che la PBoC effettui un ulteriore taglio entro fine anno, per gettare le basi di una crescita solida nel 2026.

Politica monetaria ancora moderatamente accomodante entrando nel 2026. Dopo l'allentamento monetario del secondo trimestre e la pausa del terzo trimestre, ci aspettiamo che la Banca Popolare Cinese mantenga un approccio attendista e posticipi il potenziamento degli stimoli alla fine del quarto trimestre, dato che i rischi per l'obiettivo di crescita del 2025 sono diminuiti. Prevediamo 40 punti base di taglio del tasso di riferimento per i prestiti e potenzialmente una riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria, per garantire basi solide alla crescita del 2026.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

ANIMAResearch

Mercati obbligazionari



ANIMA

GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI

Il *carry* è il re

Il 2025 è stato un anno positivo per i titoli governativi statunitensi, discreto per i BTP e mediocre per i Bund: prendendo come riferimento i prezzi del 15 novembre, la performance complessiva da inizio anno sfiora il 6% per i Treasury, è pari al 3,2% per i BTP e a -0,9% per i Bund.

Term premium
Rendimento addizionale che gli investitori richiedono per detenere obbligazioni a lungo termine invece che a breve termine.

Negli Stati Uniti, durante la prima parte dell'anno il rendimento dei Treasury a lungo termine è rimasto confinato in un *range* compreso tra 4% e 4,8%; i movimenti sono stati guidati da una parte dall'aumento del *term premium* riconducibile alle politiche non convenzionali dell'Amministrazione Trump, e dall'altra dalle aspettative di una crescita economica debole a causa dall'inasprimento dei dazi. A fine maggio, i rendimenti decennali hanno iniziato a scendere dal massimo relativo del 4,60%, sulla scorta dei crescenti rischi al ribasso per il mercato del lavoro che, agli occhi degli investitori, costituivano una minaccia per la resilienza della crescita statunitense.

In Area Euro, nonostante la crescita anemica e l'accelerazione del processo di disinflazione nel settore dei servizi, a inizio marzo i rendimenti dei Bund si sono mossi al rialzo, spostandosi in un *trading range* più alto (2,50-2,80% con un picco al 2,90%, a fronte del 2,40-2,60% dei primi due mesi dell'anno) in concomitanza con l'annuncio del governo tedesco di un pacchetto di stimoli fiscali pari a 20 punti percentuali di PIL.

Gli spread tra Paesi periferici e *core* si sono ulteriormente compressi a partire da maggio, a causa di diversi fattori: 1) un *sentiment* costruttivo nei confronti degli asset rischiosi; 2) il proseguimento della convergenza macro tra Paesi periferici e *core*; 3) le aspettative di ulteriori progressi nell'infrastruttura istituzionale europea.

Negli ultimi trimestri i rendimenti governativi decennali sono rimasti in trading range; degni di nota l'irripidimento delle curve globali e la sovraperformance dei Treasury

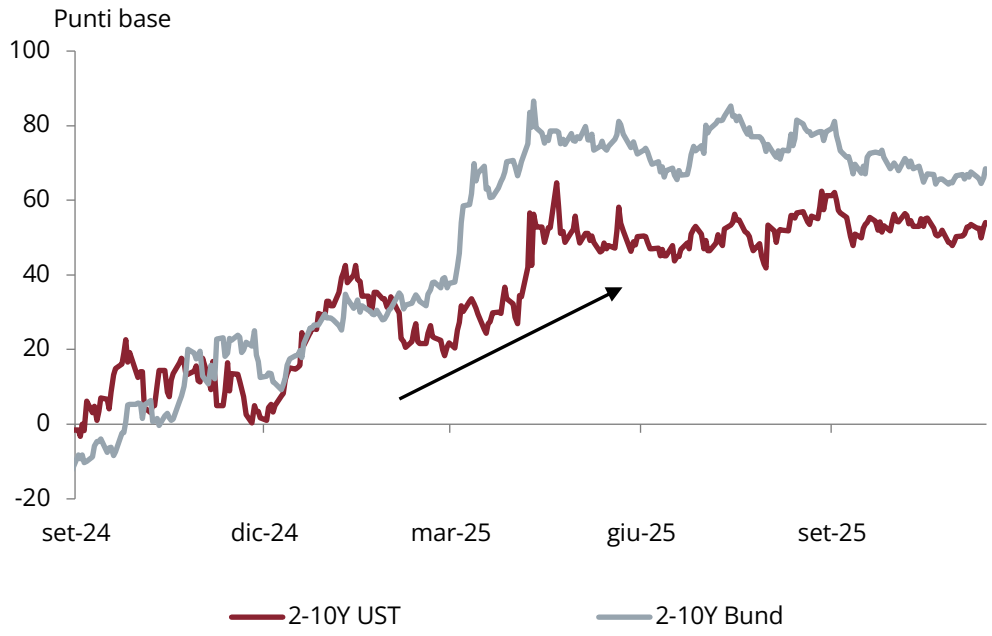
Più in dettaglio, **i trend più importanti registrati nel 2025** sono riconducibili ai seguenti punti:

1. **Le curve si sono irripidite, sia nel tratto 2-10 anni che 10-30 anni**, in particolare nel primo semestre (**Grafico 15**). Questa tendenza, comune a tutti i mercati sviluppati, si è sviluppata **per diversi motivi**:
   - **espansione fiscale e aumento del debito pubblico**. In un contesto già segnato da un livello elevato di debito pubblico a seguito delle misure di stimolo approvate durante il Covid, in tutte le regioni sviluppate sono state adottate politiche fiscali espansive. La situazione, peraltro, si è complicata a causa del forte aumento dei tassi di interesse dopo l'impennata dell'inflazione nel periodo post-pandemico;
   - **Disallineamento tra domanda e offerta di titoli governativi.** La domanda di titoli di Stato a lungo e lunghissimo termine è in calo in tutti i Paesi sviluppati, complici alcuni cambiamenti istituzionali (ad esempio la riforma delle pensioni olandese) e, semplicemente, le mutate preferenze degli investitori. La maggior parte degli enti preposti alla gestione del debito deve però ancora adeguarsi al nuovo contesto, riducendo la duration dei titoli emessi;
   - **L'atteggiamento accomodante delle Banche centrali** che, in un contesto di debito pubblico in aumento, ha causato un repricing del *term premium*. Negli Stati Uniti, dove gli investitori hanno iniziato a dubitare dell'indipendenza della Fed, si è anche assistito a episodi in cui i mercati hanno prezzato un premio per il rischio politico, altro fattore che ha mantenuto la curva dei rendimenti statunitensi su livelli elevati.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 15

Differenziale 2/10 anni per le curve US Treasury e Bund



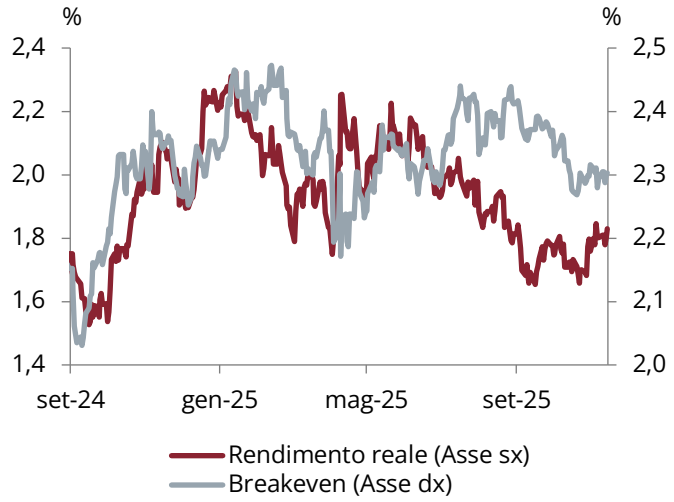
Fonte: Bloomberg, Anima Research - Dati al 14 novembre 2025

Break-even (Inflation) - Differenza tra il rendimento di un'obbligazione nominale convenzionale e quello di un'obbligazione indicizzata all'inflazione di pari scadenza; rappresenta una misura dell'inflazione attesa.

2. Su entrambe le sponde dell'Atlantico**, l'andamento dei rendimenti nominali ha rispecchiato quello dei rendimenti reali**; le *break-even* sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto ai livelli di inizio anno, a testimonianza di un **forte ancoraggio delle aspettative di inflazione, nonostante l'esplosione del debito pubblico** (**Grafico 16 e Grafico 17**);

Grafico 16

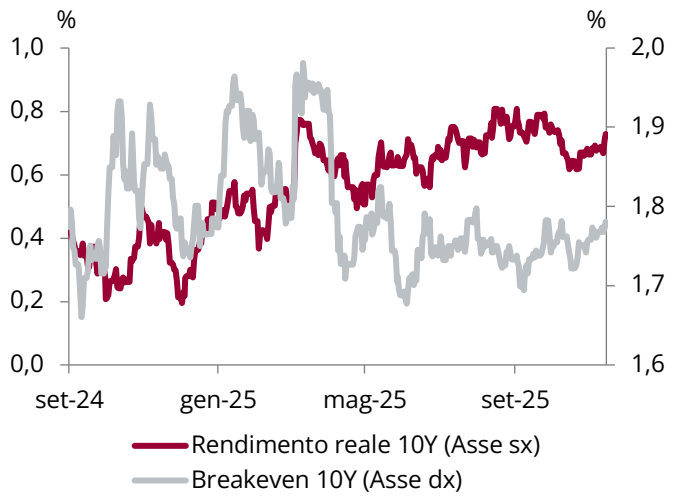
Rendimenti reali e breakeven a 10 anni, curva US Treasury



Fonte: Bloomberg, Anima Research - Dati al 14 novembre 2025

Grafico 17

Rendimenti reali e breakeven a 10 anni, curva Bund



Fonte: Bloomberg, Anima Research - Dati al 14 novembre 2025

3. C'è stata una **divergenza tra governativi statunitensi e Bund, con la netta sovraperformance dei primi**, su diverse scadenze (**Grafico 18).** La tendenza si

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

è concentrata nel mese di marzo e nel periodo giugno-settembre. I fattori scatenanti sono stati le attese di miglioramento della crescita europea, sostenute dall'approvazione di un pacchetto fiscale di portata storica in Germania, e i crescenti rischi al ribasso per il mercato del lavoro americano.

Grafico 18
Spread in restringimento fra US Treasury e Bund



Fonte: Bloomberg, Anima Research - Dati al 14 novembre 2025

Nel 2026, le performance saranno sostenute dal carry, in assenza di margini significativi di discesa dei tassi

Carry - Rendimento offerto da un titolo obbligazionario in condizioni di invarianza del livello generale di tassi e premi al rischio.

Nel corso del 2026, ci aspettiamo che le performance siano moderatamente positive e che il contributo principale arrivi dal *carry*: non prevediamo infatti cali significativi dei rendimenti, che potrebbero alimentare apprezzamenti robusti in conto capitale.

Negli Stati Uniti, in particolare, i tassi si mantengono a ridosso di livelli storicamente appetibili, ma **restiamo convinti che i margini per un calo pronunciato dai livelli attuali siano molto limitati**, se non nulli (fatto salvo il caso di un marcato rallentamento dell'economia, che ad oggi non rappresenta però il nostro scenario centrale). Le ragioni sono molteplici:

1. Ci aspettiamo una crescita solida nel 2026, con uno slancio prossimo al potenziale;
2. I rischi al rialzo per l'inflazione derivanti dalle tariffe dovranno essere prezzati, almeno nel primo semestre 2026;
3. La Fed dovrebbe mantenere un atteggiamento accomodante, portando i tassi leggermente al di sotto del livello neutrale entro il terzo trimestre del 2026. Un allentamento di questa portata appare più aggressivo di quanto giustificato dalle nostre proiezioni macro e potrebbe alimentare un incremento del *term-premium* sulla parte lunga della curva;
4. Manteniamo l'aspettativa di un aumento del premio per il rischio politico incorporato nei Treasury.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

I rischi per i rendimenti governativi statunitensi sono orientati al rialzo, nel caso in cui la Corte Suprema dovesse dichiarare illegali i dazi approvati ai sensi dello IEEPA[1] o se, in vista delle elezioni di medio termine, il presidente Trump decidesse di contrastare la perdita di popolarità con uno stimolo fiscale più aggressivo. In entrambi gli scenari, il deficit potrebbe superare il 7%.

In Area Euro, **i rendimenti dei Bund** si collocano nella fascia alta dell'intervallo che ha contraddistinto gli ultimi tre anni, ma **potrebbero spingersi fino al 3% nel medio termine**, per una combinazione di fattori:

- La riaccelerazione della crescita in Germania e Area Euro, con il traino del pacchetto fiscale tedesco. Secondo il nostro scenario centrale, la crescita dell'Area Euro dovrebbe attestarsi in media allo 0,3% su base trimestrale nel primo semestre del 2026, e 0,4% nel secondo;
- Il forte aumento dell'emissione di Bund. L'ammontare di emissioni nette potrebbe salire da €145 miliardi nel 2025 a circa €175 miliardi nel 2026, superando il 3,8% del PIL. Considerando il Quantitative Tightening della BCE, il volume dell'offerta netta in Germania potrebbe raggiungere i €275 miliardi. Ci aspettiamo un continuo aumento del flottante dei Bund, da meno del 60% nel 2025 al 70% entro la fine del 2026, e una prosecuzione della crescita negli anni successivi.

Le pressioni rialziste sui rendimenti dei Bund saranno in parte compensate dalla domanda sostenuta, soprattutto da parte di banche estere e domestiche.

I rischi per i rendimenti dei Bund sono bilanciati: i rischi al ribasso provengono dal fatto che l'attuazione del pacchetto fiscale tedesco potrebbe deludere le aspettative. I rischi al rialzo derivano da possibili effetti di contagio dai Treasury, nel caso in cui la Corte Suprema dovesse dichiarare illegali i dazi approvati ai sensi dello IEEPA o se il presidente Trump decidesse di contrastare la perdita di popolarità con uno stimolo fiscale più aggressivo in vista delle elezioni di medio termine.

Con riferimento alla dinamica dello spread tra Treasury e Bund, dopo il forte restringimento registrato nel 2025, ci aspettiamo una moderata sottoperformance dei governativi statunitensi, riflesso di un moderato allargamento del differenziale di tasso sulla parte lunga della curva.

I BTP replicheranno le dinamiche dei Bund tedeschi, ma manterranno il supporto dei trend fiscali favorevoli e della domanda forte degli investitori

Nel 2025 i BTP sono riusciti ad archiviare una performance positiva, nonostante la forte correlazione positiva con i Bund, grazie alla marcata compressione dello spread BTP-Bund registrata da maggio. La crisi politica francese ha favorito il movimento, portando il differenziale BTP-OAT in territorio leggermente negativo.

Nel 2026, ci aspettiamo una performance moderatamente positiva, sostenuta in larga parte dalla componente di *carry*. I motivi sono molteplici:

1. La correlazione alta e positiva con i Bund tedeschi suggerisce un orientamento al rialzo per i rendimenti dei BTP;
2. In assenza di un miglioramento decisivo dell'architettura istituzionale europea, non ci aspettiamo un ulteriore, marcato restringimento degli spread dei Paesi periferici, dal momento che la convergenza macro tra periferia e Paesi *core* dovrebbe rallentare;
3. La domanda sostenuta di BTP (grazie ai rendimenti interessanti e alla pendenza maggiore della curva) e il miglioramento dei trend fiscali dovrebbero compensare almeno in parte la pressione al rialzo sui rendimenti.

[1] L'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) è una legge federale statunitense promulgata nel 1977 che conferisce al Presidente il potere di identificare qualunque minaccia abbia origine al di fuori degli Stati Uniti.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO *INVESTMENT GRADE*

Fattori tecnici ancora a supporto, ma con premi al rischio compressi

Il 2025 è stato un altro anno positivo per il mondo del credito. Da una parte, i trend macro e di politica monetaria sono rimasti favorevoli: l'economia europea, al pari di quella globale, si è rivelata molto più resiliente del previsto di fronte alle minacce poste dall'inasprimento della politica commerciale americana, mentre il processo disinflazionistico si è consolidato e la BCE ha proseguito il ciclo di tagli avviato nel 2024, ripristinando condizioni di neutralità alla fine del primo semestre.

Dall'altra parte, gli aspetti tecnici hanno continuato a offrire supporto: con rendimenti governativi a medio termine poco direzionali, tassi monetari in calo e listini azionari in robusto apprezzamento, il comparto ha registrato flussi di sottoscrizione record, in particolare sui prodotti a breve scadenza. Il premio al rischio rispetto ai titoli governativi misurato dall'OAS (*Option Adjusted Spread*) dell'indice ICE BofA Euro Corporate si è ridotto di 20 punti base da inizio anno: il trend di compressione che ha contraddistinto gli ultimi mesi del 2024 è proseguito fra gennaio e febbraio, per poi subire una brusca interruzione in concomitanza con l'esplosione della volatilità provocata dal Liberation Day e riprendere con decisione nel periodo estivo; gli ultimi mesi dell'anno sono stati contraddistinti da una fase di consolidamento. Il restringimento è stato proporzionale al profilo di esposizione al rischio credito: gli indici rappresentativi delle fasce di *rating* inferiori hanno registrato i movimenti più marcati e offerto le performance migliori, complici il *carry* superiore e la minore esposizione al rischio tasso (rispetto ai livelli di inizio anno, i rendimenti governativi tedeschi sono scesi sulle scadenze brevi, ma saliti su quelle medie e lunghe). Nel complesso, **la performance da inizio anno del comparto Investment Grade si attesta su livelli prossimi al rendimento a scadenza di fine 2024, che a sua volta è largamente in linea con quello attuale** (**Tabella 1**).

Tabella 1

Andamento obbligazioni Corporate in euro da inizio anno

	Investment Grade	AAA	AA	A	BBB	High Yield	BB	B	CCC e inferiore
Spread vs Govt attuale (OAS), punti base	**81**	**50**	**53**	**73**	**93**	**283**	**186**	**380**	**1324**
Variazione OAS YTD, punti base	***-20***	*-10*	*-12*	*-19*	*-21*	***-28***	*-19*	*34*	*-37 (*)*
Media OAS ultimi 10 anni, punti base	***121***	*65*	*76*	*103*	*146*	***391***	*290*	*510*	*1182*
Rendimento a scadenza (YTM), %	**3,2**	**3,0**	**2,8**	**3,1**	**3,3**	**5,5**	**4,6**	**6,5**	**15,5**
Media YTM ultimi 10 anni, %	***1,8***	*1,4*	*1,3*	*1,6*	*2,1*	***4,9***	*3,8*	*6,1*	*13,2*
Performance YTD	**3,3%**	**1,4%**	**2,3%**	**3,1%**	**3,5%**	**4,7%**	**5,0%**	**4,9%**	**-2,5%**

(*) Dato condizionato dall'esclusione dagli indici di alcune emissioni distressed

Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, Anima Research - Dati al 12 novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

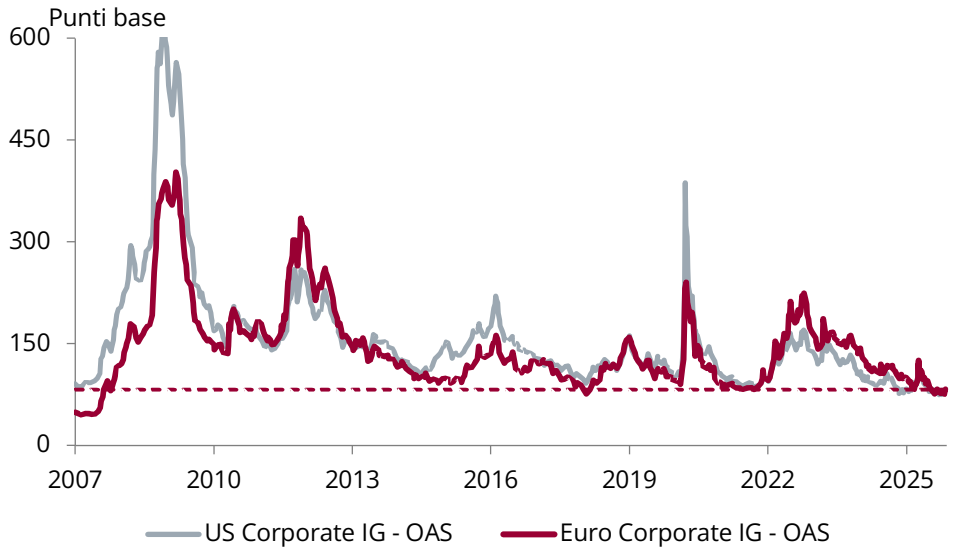
I trend macro e di politica monetaria, il quadro fondamentale e gli aspetti tecnici dovrebbero continuare a fornire supporto ai corporate investment grade, ma i premi al rischio sono molto compressi

Molti dei fattori che hanno offerto supporto all'*asset class* nel 2025 manterranno una connotazione positiva anche nel 2026. Il nostro scenario centrale prevede un miglioramento del *momentum* della crescita in Area Euro e una modesta accelerazione negli USA, la convergenza dell'inflazione *core* al target su entrambe le sponde dell'Atlantico (seppur con tempi e ritmi diversi) e un prolungamento dei cicli di tagli, con livelli di atterraggio per i tassi ufficiali lievemente inferiori alla neutralità.

Ciò detto, le valutazioni hanno raggiunto livelli molto compressi: lo spread rispetto ai governativi dell'indice ICE BofA Euro Corporate ha recentemente sfiorato i minimi dal crack Lehman (74 punti base), che furono però segnati in un momento in cui la BCE era impegnata in aggressivi piani di acquisto di titoli; ancora più estremo il quadro negli USA, dove lo spread vs Govt dell'indice ICE BofA US Corporate ha raggiunto a settembre i minimi dal 1998 (**Grafico 19**). A questi livelli, il potenziale di ulteriore restringimento è molto limitato, o, quanto meno, **la distribuzione degli scenari per gli spread appare asimmetrica, anche se non si intravedono *catalyst* per un *repricing* immediato.**

Grafico 19

Corporate IG in USA e Area Euro - Spread vs Govt in prospettiva storica



Fonte: ICE, BofA ML, Bloomberg, Anima Research - Dati al 12 novembre 2025

I potenziali rischi sono numerosi e derivano tanto dagli sviluppi macro e geopolitici, quanto dalle politiche economiche e dai trend sui mercati finanziari (impennata del *term premium* sui Treasury, deterioramento del *sentiment* sulle prospettive dell'AI). **Uno dei più importanti, tuttavia, è di natura tecnica ed è rappresentato dall'aumento del volume di nuove emissioni:** considerando il contestuale incremento dell'offerta da parte degli Stati sovrani e il restringimento del bilancio della BCE, **non si possono escludere fasi di congestione, anche solo temporanee**. Infatti, non solo aumenteranno le necessità di rifinanziamento in scia al trend storico di crescita del comparto, ma è probabile un'accelerazione nel ciclo di M&A e in generale un aumento del numero di transazioni finanziate con emissione di debito, in un contesto di miglioramento della crescita, riduzione dell'incertezza e stabilizzazione delle condizioni di *funding*. Inoltre, il trend di spostamento dell'onere di finanziare la costruzione dell'infrastruttura per l'AI sui mercati dei capitali che sta emergendo negli Stati Uniti potrebbe consolidarsi e scaricarsi in parte anche sul mercato europeo che per gli emittenti americani rappresenta una fonte preziosa di liquidità a basso costo e diversificazione (già nel 2025, l'offerta di *Reverse Yankee* ha raggiunto un nuovo record, contribuendo per il 20% all'offerta totale di carta IG in euro).

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Calibriamo con attenzione l'esposizione a rischio credito e rischio tasso

In questo contesto, **restiamo investiti, ma manteniamo un approccio cauto: privilegiamo i segmenti di mercato in cui le valutazioni appaiono più interessanti, dedicando la massima attenzione alla selezione degli emittenti e monitorando i rischi al ribasso.** In particolare, **l'assunzione di rischio credito avviene preferibilmente attraverso scadenze brevi e intermedie**, che offrono maggiori garanzie in termini di visibilità sui fondamentali, **mentre l'esposizione al rischio tasso sulle scadenze più lunghe viene calibrata attraverso i titoli governativi**, più liquidi e adatti a una gestione anche tattica.

Il settore finanziario resta oggetto di un'attenzione peculiare in virtù della qualità dei fondamentali: il margine di interesse dovrebbe stabilizzarsi su livelli elevati (con il ciclo di tagli della BCE prossimo alla conclusione e i tassi a medio-lungo termine stabili o in lieve aumento), la qualità degli attivi è elevata e le attese per i ricavi delle attività di *investment banking* sono in accelerazione, mentre la pressione dal lato dell'offerta dovrebbe restare stabile. Permane tuttavia l'impostazione descritta in precedenza nella calibrazione dell'esposizione al rischio credito/tasso.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO *HIGH YIELD*

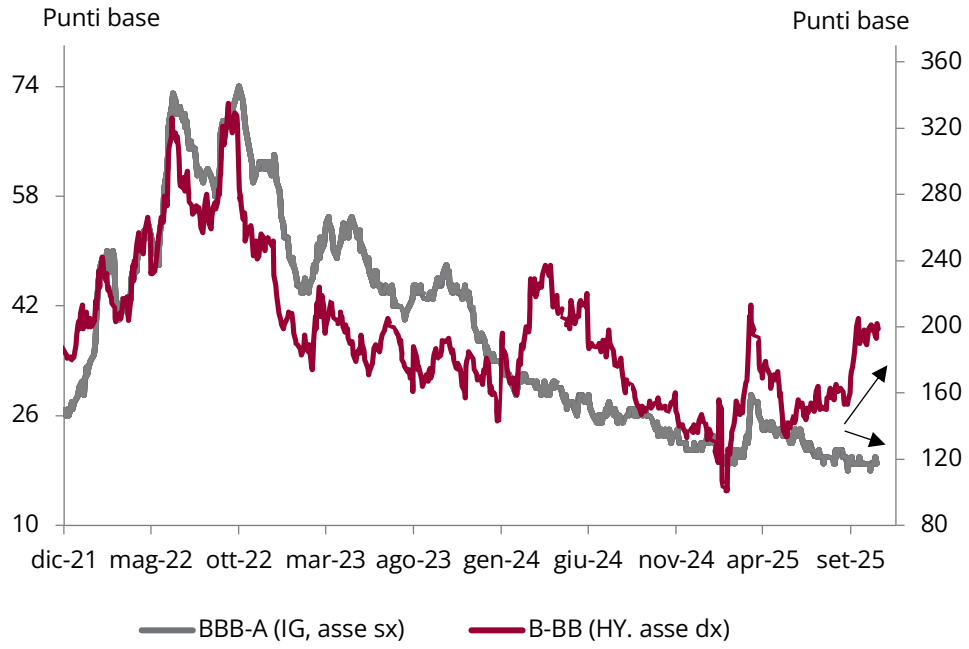
Approccio tattico e selettivo, con volatilità e dispersione in aumento

Il credito High Yield in euro ha registrato dinamiche peculiari nel 2025, scindendosi di fatto in due comparti ben distinti: gli indici rappresentativi delle fasce di *rating* di più alta qualità hanno archiviato un restringimento degli spread e offerto performance superiori al livello dei rendimenti a scadenza di fine 2024; i segmenti più speculativi, al contrario, hanno sofferto, sia sul piano dei fondamentali che in termini di performance di mercato, con la linea divisoria fra i due campi rappresentata dagli emittenti più deboli del comparto delle singole-B. La divergenza ha caratterizzato l'intero anno ma si è accentuata nel mese di ottobre, in concomitanza con alcuni episodi di stress avvenuti sul mercato statunitense (fallimenti di First Brands e Tricolor, annunci di accantonamenti straordinari per truffe e perdite sul portafoglio crediti da parte di alcune banche regionali). La performance da inizio anno del segmento delle emissioni con rating CCC è scesa in territorio negativo (il dato sulla variazione dell'OAS nella tabella 1 è condizionato dall'esclusione dagli indici di alcune emissioni *distressed*), ma i trend di aumento della dispersione e decompressione degli spread sono rimasti confinati alla fasce di *rating* più basse. **Il risultato è una combinazione piuttosto inusuale di ritorni positivi e discretamente solidi per l'*asset class* nel suo complesso e un allargamento dei premi al rischio lungo la scala dei *rating*, di cui non c'è traccia nel comparto Investment Grade** (**Grafico 20**).

Debito *distressed* - Strumenti finanziari il cui emittente versa in gravi difficoltà economiche e fronteggia un rischio di default.

Grafico 20

Corporate in euro, differenziali di Spread fra fasce di rating

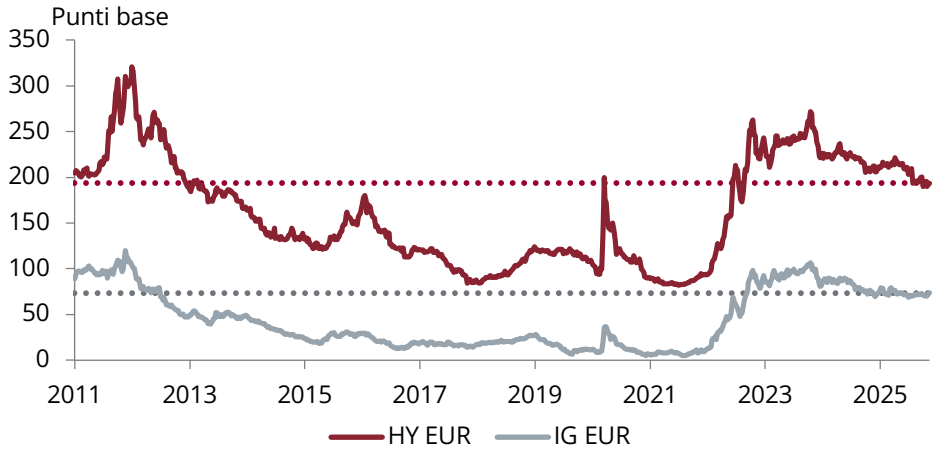


Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, Anima Research - Dati al 12 novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Guardando al 2026, l'interrogativo cruciale a cui occorre rispondere è se la debolezza sperimentata recentemente dai segmenti più speculativi sia sintomatica di problematiche diffuse – e quindi propedeutica a un *repricing* più importante e generalizzato - oppure debba essere archiviata come un'escalation del rischio idiosincratico. In linea teorica, **le condizioni per un'impennata dei tassi di *default* non sembrano essere presenti**, considerando le nostre attese sull'evoluzione del quadro macro, lo stock limitato di debito *distressed*, le ridotte necessità di rifinanziamento dei prossimi due anni e l'abbondanza della liquidità sui mercati sia pubblici che privati. Anche la domanda degli investitori sembra destinata a rimanere robusta, in assenza di un'escalation dell'avversione al rischio: i rendimenti assoluti e il *breakeven* (ovvero, la variazione dei tassi che provoca una perdita in conto capitale esattamente pari al *carry* offerto) rimangono su livelli storicamente elevati, benché inferiori al recente passato, e la volatilità è relativamente bassa (**Grafico 21**).

Grafico 21
Corporate in euro IG e High Yield - Breakeven a 12 mesi



Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, Anima Research - Dati al 12 novembre 2025
Nota: Breakeven = Rendimento a scadenza/Duration to worst

I rendimenti complessivi restano storicamente elevati, ma gli spread offrono poca protezione dai rischi

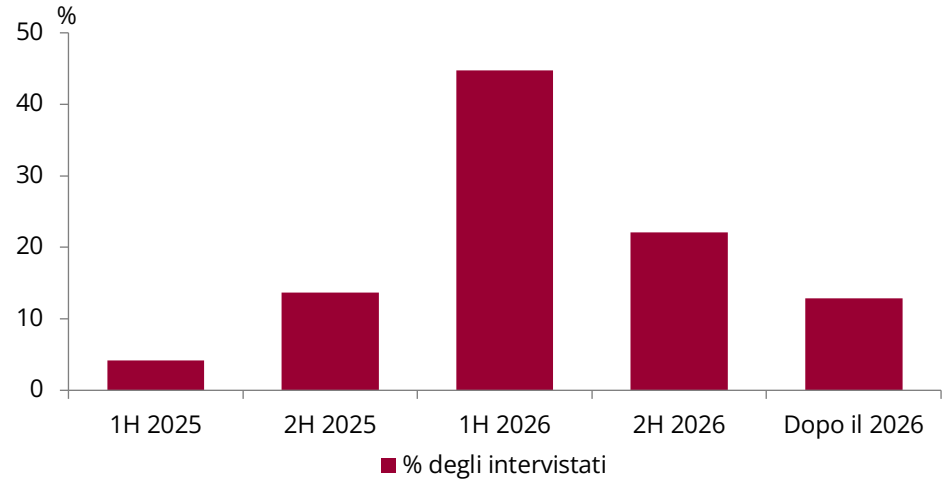
Tuttavia, **i premi al rischio sono estremamente compressi:** il livello attuale degli spread è inferiore alle medie di lungo periodo e in passato si è rivelato sostenibile solo per periodi relativamente brevi; inoltre, escludendo il 10% delle emissioni che presenta gli spread più elevati, il differenziale di tasso rispetto ai titoli governativi si colloca a pochi punti base dai minimi registrati dopo la Grande Crisi Finanziaria.

Se gli sviluppi sul fronte del quadro macro/fondamentale dovessero restare ottimali, gli spread potrebbero anche ridursi ulteriormente, con il traino di alcuni dei comparti ciclici più penalizzati in questi trimestri. Tuttavia, **i rischi paiono asimmetrici e non adeguatamente remunerati**: il ciclo del credito è destinato ad avanzare, in un contesto di riduzione dell'incertezza macroeconomica e politica e con condizioni finanziarie accomodanti, e **il *trading range* molto stretto in cui gli spread sono stati confinati negli ultimi mesi potrebbe anche spostarsi verso l'alto**. Inoltre, **la dispersione è destinata ad aumentare**: secondo un sondaggio fra operatori specializzati condotto da EY-Parthenon[2] (la divisione di consulenza strategica di Ernst & Young), l'attività di ristrutturazione del debito dovrebbe accelerare nei prossimi mesi in Europa, registrando un picco nel primo semestre 2026: diverse aziende sono in difficoltà a causa della stagnazione dell'economia, del rallentamento delle vendite e degli alti costi di energia e materiali, in particolare nei settori automobilistico, manifatturiero e delle costruzioni, e con l'incertezza in calo il ricorso a procedure di risanamento potrebbe aumentare (**Grafico 22**).

[2] *"Debt Restructurings in Europe to Peak in 2026, Banker Poll Shows", Bloomberg.com, November 13, 2025*

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 22
Attese sul picco dell'attività di ristrutturazione in Area Euro



Fonte: Bloomberg, EY-Parthenon. Sondaggio fra 191 professionisti del settore in Europa, Set 2025
Nota: Risposta alla domanda: "Quando si registrerà il maggior numero di ristrutturazioni in questo ciclo?"

L'approccio è tattico e selettivo; monitoriamo con attenzione i rischi

In questo contesto, **il 2026 si prefigura come un anno in cui le opportunità di estrarre valore dal comparto saranno più legate all'accumulazione del *carry* che non all'apprezzamento in conto capitale**. Sarà cruciale mantenere un approccio tattico, per sfruttare le opportunità derivanti da fasi di *escalation* della volatilità sui rendimenti governativi e/o sugli spread, e **massimizzare il focus sulla selezione degli emittenti, attraverso una solida analisi *bottom-up*. Al momento, il nostro approccio è prudente e contraddistinto da una preferenza relativa per lo *sweet spot* rappresentato dalle emissioni con rating BB e scadenza prossima a tre anni**. La cautela nell'esposizione alla parte lunga della curva, trasversalmente ai settori, rappresenterebbe una linea di difesa se dovesse materializzarsi lo scenario di rischio più importante che abbiamo individuato (un surriscaldamento dell'economia americana). Tuttavia, monitoriamo con attenzione tutti i rischi al ribasso.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

ANIMAResearch

Mercati azionari



ANIMA

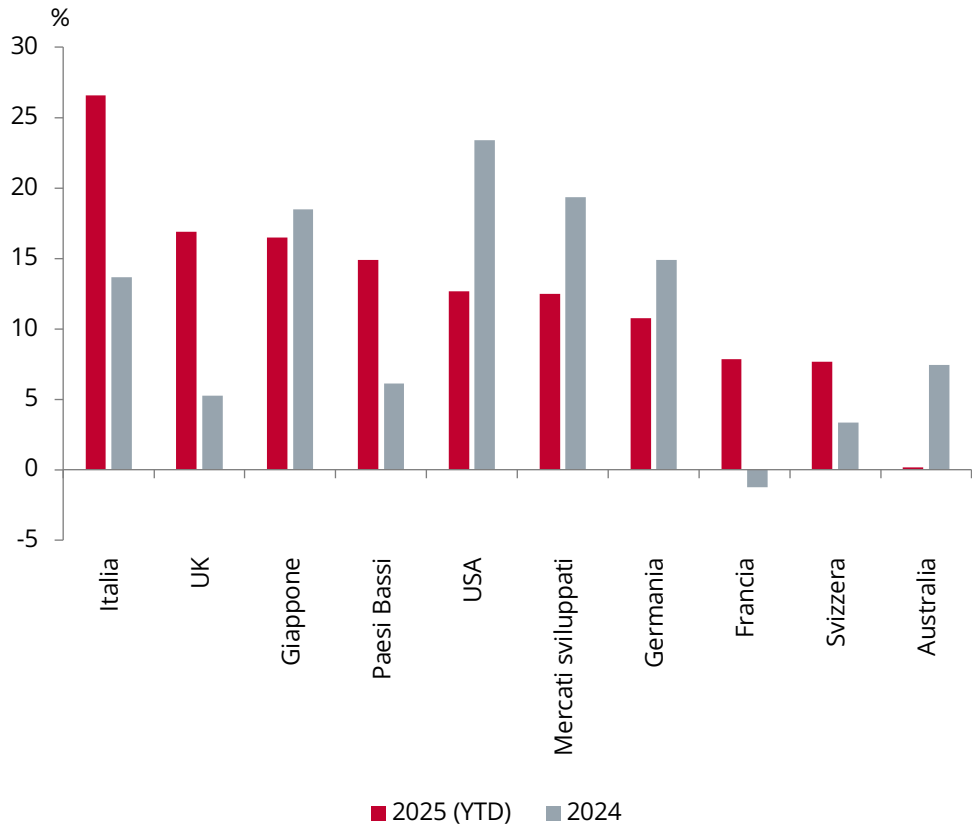
AZIONARIO PAESI SVILUPPATI

Verso nuovi massimi nel 2026

Dopo un 2024 molto positivo, **i principali mercati azionari stanno registrando robusti apprezzamenti anche nel 2025**: il listino italiano svetta in cima alla classifica, con una performance doppia rispetto a quella dell'indice statunitense (**Grafico 23**).

Grafico 23

Andamento dei mercati sviluppati nel 2024 e nel 2025



Fonte: MSCI, Anima Research - Dati al 19 novembre 2025

Nel 2026, i mercati azionari resteranno supportati dalla crescita degli utili; i margini di espansione dei multipli sono limitati

Ci aspettiamo che l'indice azionario globale continui a salire nel 2026 e raggiunga nuovi massimi, principalmente con il traino della crescita degli utili. Le valutazioni piene, infatti, limitano i margini di apprezzamento derivanti dall'espansione dei multipli, principale motore della ripresa lo scorso anno. Da un punto di vista macroeconomico, la resilienza dell'economia statunitense, sostenuta da politiche monetarie e fiscali accomodanti, lascia presagire che nel 2026 gli Stati Uniti continueranno a crescere ed eviteranno la recessione.

A livello microeconomico, questo scenario dovrebbe tradursi in un altro anno di forte crescita degli utili. La nostra stima è leggermente più conservativa rispetto alle previsioni degli analisti, che anticipano una crescita degli utili del 13% nei Paesi sviluppati sia nel 2026 che nel 2027 (**Grafico 24**). Ci aspettiamo quindi revisioni al ribasso delle stime di consenso, che potrebbero alimentare una certa volatilità, ma difficilmente faranno deragliare la traiettoria rialzista degli indici: storicamente, i prezzi delle azioni sono aumentati anche quando le stime di crescita degli utili sono state riviste al ribasso.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 24

Aspettative sulla crescita degli utili nel triennio 2025-2027

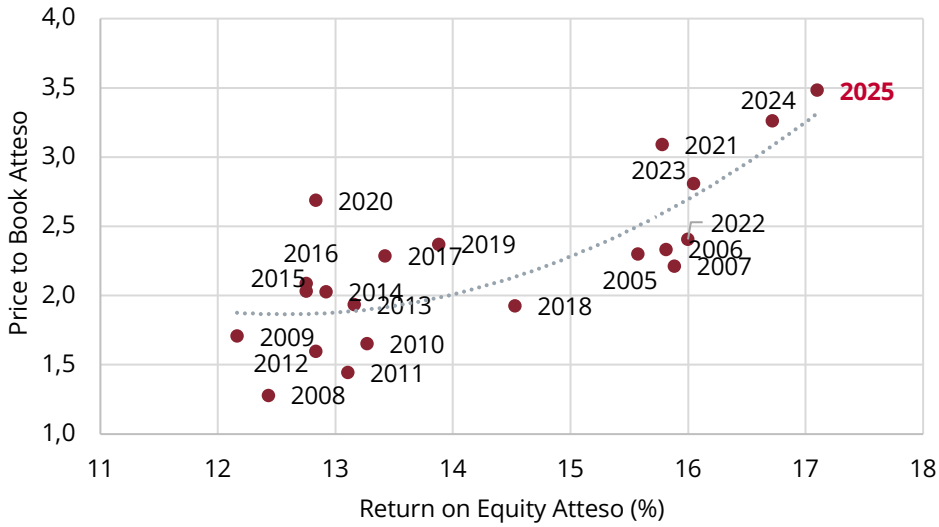


Fonte: MSCI, IBES, Anima Research - Dati al 14 novembre 2025

Le valutazioni sono ai massimi storici, ma le società hanno anche registrato una redditività elevata. L'indice MSCI World scambia attualmente a 3,5 volte il *Price-to-book forward*, con un *Return-on-Equity* del 17%, che appare corretto rispetto al passato (**Grafico 25**). In questo contesto, **le prospettive per i mercati azionari globali rimangono positive nel 2026 e riteniamo che eventuali correzioni rappresenteranno opportunità di acquisto.**

Grafico 25

Valutazioni e profittabilità



Fonte: MSCI, IBES, Anima Research - Dati al 31 ottobre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Continuiamo a privilegiare i comparti ciclici rispetto ai difensivi, e gli Stati Uniti rispetto agli altri paesi sviluppati

A livello settoriale, considerando il nostro *outlook* positivo, continuiamo a preferire i comparti ciclici rispetto ai difensivi, con un orientamento più costruttivo verso i titoli *Growth*, in coerenza con le nostre attese sulla crescita del PIL e sul calo dell'inflazione negli USA. Tuttavia, se l'economia dovesse surriscaldarsi o l'inflazione accelerare, la preferenza sarebbe dirottata verso titoli *Value* tradizionali e adotteremmo un approccio più selettivo verso i settori più sensibili alle variazioni dei tassi. **Sul piano geografico, privilegiamo gli Stati Uniti rispetto al resto dei mercati sviluppati, per la preminenza nel settore dell'intelligenza artificiale**. In termini assoluti, tuttavia, pensiamo che anche Europa e Giappone registreranno performance positive, con il sostegno dei piani di stimolo fiscale locali.

Tra **i principali fattori di rischio** per lo scenario descritto, sottolineiamo un potenziale **cambio di atteggiamento della Fed**, che potrebbe adottare un approccio meno accomodante in risposta a un eventuale focolaio inflativo, e un possibile **rallentamento della crescita statunitense**, con ripercussioni negative per l'economia globale e la dinamica degli utili societari. Il **rischio di un'escalation delle tensioni geopolitiche** persiste, seppur con probabilità inferiore rispetto agli anni precedenti. A livello settoriale, se i giganti della tecnologia dovessero deludere le attese degli analisti, si potrebbe verificare lo scoppio di quella che viene comunemente chiamata "**bolla dell'intelligenza artificiale**", con conseguente destabilizzanti per i mercati e un aggiustamento al ribasso delle valutazioni nei settori tecnologici.

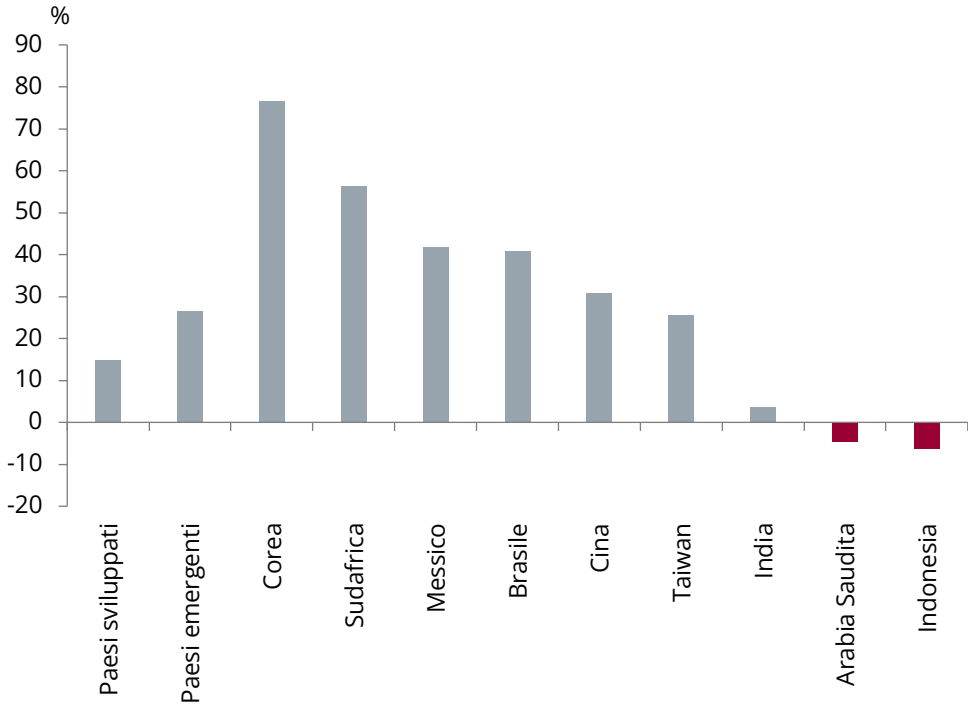
Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

AZIONARIO PAESI EMERGENTI

Asia al centro della ripartenza in uno scenario da consolidare

Nel corso del 2025, i mercati emergenti hanno sovraperformato quelli sviluppati per la prima volta dal 2020, offrendo un ritorno complessivo di circa il 30% rispetto al 17% dei mercati sviluppati. Sebbene i guadagni siano stati diffusi a livello regionale, **la componente asiatica si è distinta in positivo**, con il traino della Corea del Sud, che ha segnato un progresso di circa l'80% grazie alla forte esposizione al tema dei semiconduttori. Anche **la Cina**, che rappresenta quasi un terzo dell'indice, **ha registrato un robusto apprezzamento**, sulla scorta dell'allentamento della politica monetaria varato dalle Autorità, della *de-escalation* delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti e del suo ruolo sempre più centrale nel panorama dell'intelligenza artificiale (**Grafico 26**).

Grafico 26
Andamento dei mercati emergenti nel 2025



Fonte: MSCI, Anima Research - Dati al 18 novembre 2025

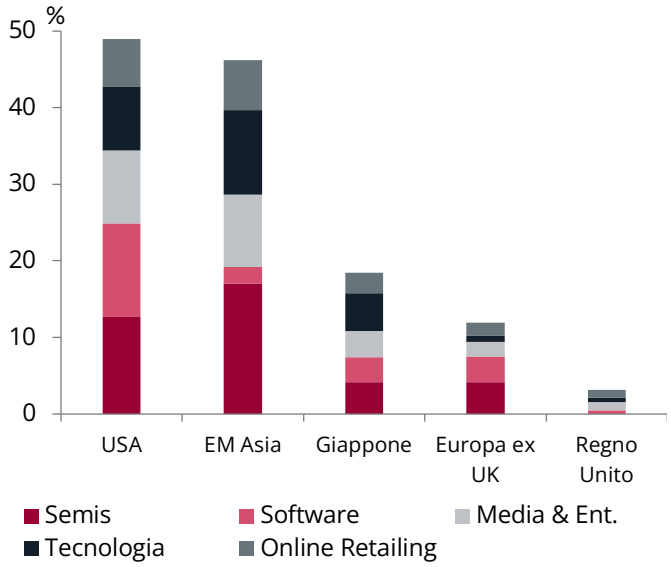
I Paesi emergenti resteranno sostenuti da una combinazione di fattori, fra cui l'esposizione all'AI, il miglioramento dei fondamentali in Cina e le valutazioni attraenti

Manteniamo una *view* costruttiva sui mercati emergenti, in virtù del supporto derivante da una combinazione di fattori strutturali e ciclici. Da una parte**, il ruolo di spicco nel comparto dell'intelligenza artificiale**, in particolare dell'Asia, si conferma un *driver* di crescita cruciale (**Grafico 27**). Dall'altra parte, l'universo emergente continua a beneficiare di un **trend di miglioramento della profittabilità**, guidato dalla Cina, che offre fondamentali solidi, leva finanziaria in calo e politiche fiscali e monetarie accomodanti (**Grafico 28**).

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 27

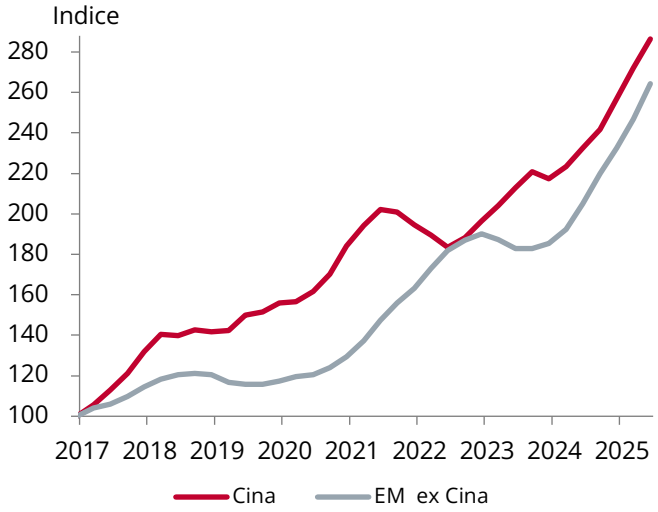
Peso della capitalizzazione di mercato dei settori esposti all'AI



Fonte: MSCI, IBES, Anima Research - Dati al 31 ottobre 2025

Grafico 28

Utile operativo in Cina e Paesi emergenti ex-Cina

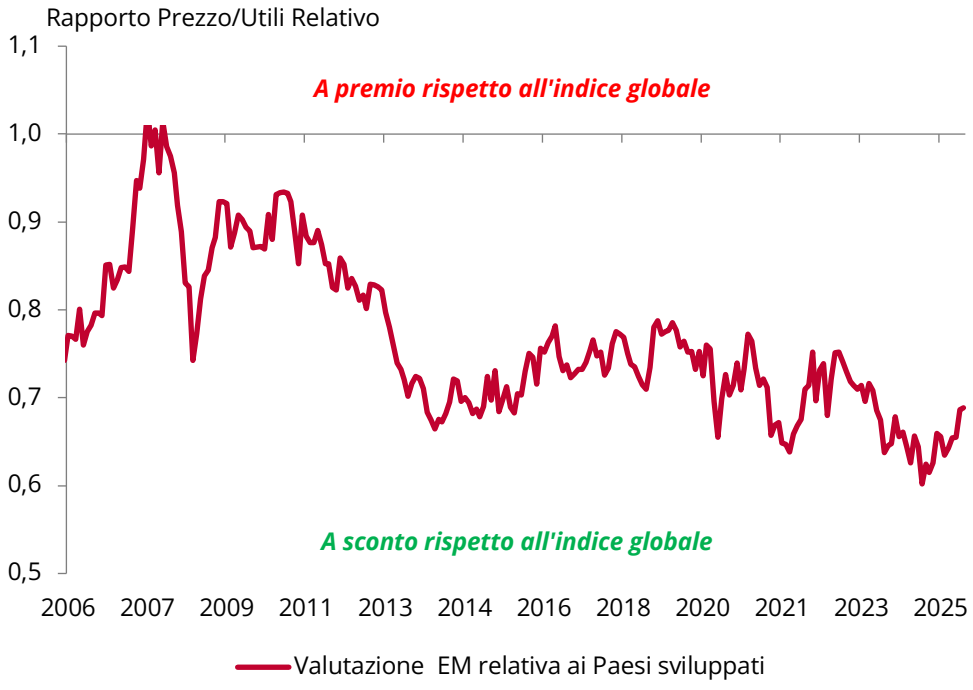


Fonte: MSCI, IBES, Anima Research - Dati al 30 giugno 2025

Dal punto di vista delle **valutazioni, i listini dei Paesi emergenti continuano a trattare su livelli significativamente a sconto rispetto ai Paesi sviluppati**, in un contesto globale in cui diverse regioni presentano valutazioni elevate (**Grafico 29**).

Grafico 29

Mercati emergenti - Valutazioni relative rispetto ai mercati sviluppati



Fonte: MSCI, Anima Research - Dati al 31 ottobre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Sotto il profilo settoriale, suggeriamo di aumentare l'esposizione ai settori legati alla tecnologia e a quelli più direttamente esposti allo sviluppo dell'intelligenza artificiale, che al momento costituisce una delle principali leve di crescita strutturale per i mercati emergenti.

Sul piano geografico, manteniamo un sovrappeso sull'Asia emergente, sostenuta dall'esposizione alla tecnologia e alle catene del valore legate all'intelligenza artificiale, nonché dal probabile indebolimento del dollaro. Al contrario, **restiamo cauti sull'America Latina e sull'Europa emergente**, dove il potenziale di crescita appare più limitato e il rischio politico è elevato.

Tra i **principali rischi** per lo scenario descritto, evidenziamo un **potenziale rallentamento della domanda globale di semiconduttori**, un **ritardo nell'efficacia delle misure di stimolo cinesi** e un **possibile inasprimento della politica monetaria statunitense**, che potrebbe invertire il *trend* di indebolimento del dollaro.

Per finire, gli **sviluppi geopolitici** richiedono ancora un attento monitoraggio, poiché qualsiasi deterioramento delle relazioni commerciali con gli Stati Uniti potrebbe innescare fasi di aumento della volatilità, e **la situazione di Taiwan** resta critica per le potenziali implicazioni non solo per i mercati emergenti, ma anche per l'economia globale.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

ANIMAResearch

Oro



ANIMA

ORO

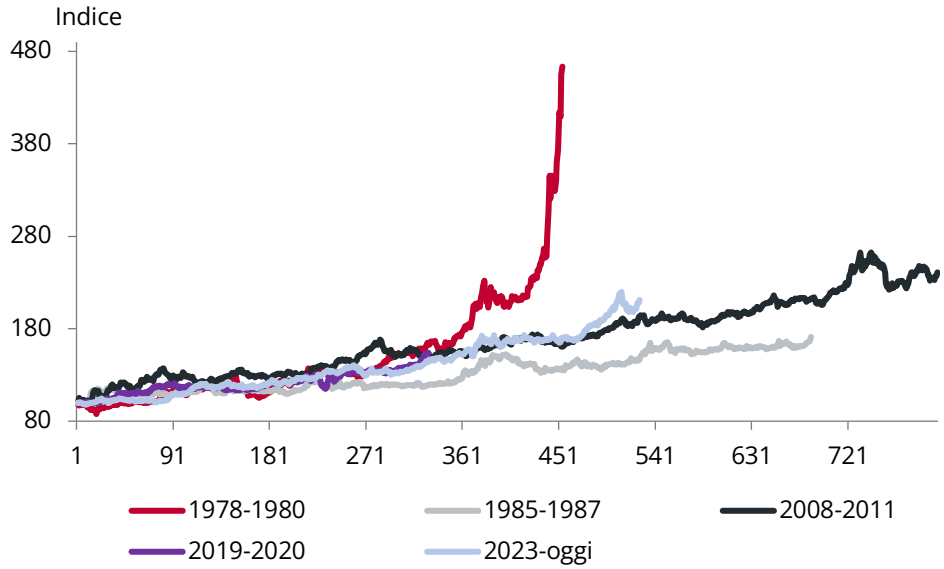
Domanda ancora a supporto

Nel corso del 2025, l'oro ha registrato un marcato apprezzamento, archiviando ripetutamente nuovi massimi storici. **Il *rally* dei prezzi è stato sostenuto principalmente dalla domanda per investimenti di natura finanziaria**, sulla scorta delle persistenti tensioni geopolitiche, dell'incertezza sul contesto macroeconomico e politico, della debolezza del dollaro e delle attese di allentamento monetario negli Stati Uniti, culminate con il riavvio del ciclo di tagli della Fed. Dopo un lungo periodo di consolidamento, nel corso del quale sono stati necessari 12 anni per veder raddoppiare le quotazioni dai 1.000 dollari/oncia del 2008 ai 2.000 dollari/oncia del 2020, i prezzi hanno impiegato poco più di 5 anni per raddoppiare nuovamente, con un *momentum* in costante accelerazione: l'ascesa tra 3.000 e 4.000 dollari/oncia ha infatti richiesto circa 200 giorni, quella da 3.300 a 4.300 dollari/oncia poco più di due mesi.

Da un punto di vista storico, l'ultimo apprezzamento significativo del metallo giallo si è verificato nel 1979-80, quando i prezzi arrivarono quasi a raddoppiare in un contesto di forte aumento dell'inflazione negli Stati Uniti, anche a causa degli shock petroliferi, indebolimento del dollaro e spiccate tensioni geopolitiche, con i conflitti in Medio Oriente e Afghanistan che alimentarono la domanda di beni rifugio **(Grafico 30)**. Il rally del 2025 è coinciso nuovamente con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche e l'indebolimento del dollaro, ma, a differenza che in passato, si è sviluppato in concomitanza di un calo delle pressioni sui prezzi e un mercato delle materie prime energetiche tendenzialmente privo di eccessi.

Grafico 30

I precedenti rally dell'oro a confronto



Fonte: Bloomberg, Anima Research - Dati al 31 ottobre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Over-the-counter (*OTC*) Espressione generalmente utilizzata per indicare mercati non regolamentati e decentralizzati, o strumenti negoziati su mercati non regolamentati.

ETP *(Exchange Traded Products)* Strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati che replicano l'andamento di un asset sottostante (indici, materie prime, valute, ecc.).

Secondo i dati del World Gold Council, la domanda aggregata di oro, inclusa quella sul mercato Over-the-counter, è aumentata dell'1% a 3.717 tonnellate su base annua, per un valore di $384 miliardi (+41% su base annua). Riteniamo che **gli acquisti di matrice strutturale registrati nel corso del 2025 si protrarranno anche nel 2026, con il traino di tutti i principali attori del settore:**

- **Banche centrali** | La domanda di oro da parte delle Banche centrali segue cicli pluriennali. Gli acquisti tendono a concentrarsi nelle fasi in cui le riserve tradizionali perdono appetibilità a seguito di preoccupazioni di natura monetaria o di sostenibilità fiscale, o con l'esplosione dei rischi geopolitici. Il ritmo degli acquisti ha subito una forte accelerazione, arrivando a quintuplicarsi, dopo il congelamento di $300 miliardi di riserve russe a seguito dell'invasione dell'Ucraina: le Banche centrali dei Paesi emergenti hanno fatto massiccio ricorso al metallo prezioso, poiché si tratta dell'unica riserva che, se detenuta a livello nazionale, non può essere congelata. Paesi come Cina, Russia, India, Turchia hanno aumentato in modo considerevole le proprie riserve auree e la Polonia le ha addirittura quadruplicate dal 2018. Questo incremento su ampia scala riflette un cambio di paradigma nella gestione delle riserve, in virtù del desiderio di diversificare maggiormente le esposizioni e ridurre il peso del dollaro, il cui ruolo appare in transizione da riserva di valore passiva a strumento attivo di gestione delle riserve sovrane;
- **ETP e asset manager** | Gli ETP a replica fisica esprimono la domanda di lungo periodo degli investitori occidentali, il cui posizionamento si caratterizza per una scarsa dinamicità e una sensibilità elevata alla dinamica dei tassi. Gli acquisti nel corso dei cicli di allentamento monetario tendono a essere graduali e non anticipatori, con flussi che si materializzano solo una volta che i tassi vengono effettivamente abbassati. Tuttavia, in periodi di recessione o crisi, le partecipazioni in ETP tendono a superare in modo persistente e significativo il livello teorico suggerito dai tassi. Il momentum dei flussi in acquisto in ETP e le analisi sul posizionamento segnalano che diversi investitori con orizzonte di lungo periodo, tra cui fondi sovrani, fondi pensione e gestori patrimoniali, potrebbero pianificare un incremento della propria esposizione al metallo giallo, finalizzato ad aumentare il grado di diversificazione strategica dei portafogli;
- **Operatori del settore della gioielleria** | Si tratta di una componente importante della domanda, caratterizzata da una correlazione negativa con i prezzi (il volume della domanda diminuisce se i prezzi salgono). Tuttavia, l'analisi empirica suggerisce che all'aumentare dei prezzi, la domanda derivante dagli investimenti di natura finanziaria si rafforza in misura pari, se non superiore, all'impatto depressivo sulla domanda netta di gioielli

Sul fronte dell'offerta, persistono strozzature: l'estrazione dell'oro ha costi fissi elevati, visto il bisogno di manodopera e l'assorbimento di energia, e la concentrazione del metallo giallo nel sottosuolo si è ridotta rispetto al passato: negli anni '50, la quantità che poteva essere estratta da una tonnellata di roccia ammontava a circa 12 grammi, mentre oggi è prossima a 3 grammi.

In questo contesto, sebbene il quadro sia molto incerto a causa della sensibilità agli sviluppi geopolitici e alle condizioni macroeconomiche, riteniamo che i rischi per l'oro siano orientati al rialzo. Qualsiasi ulteriore escalation delle tensioni commerciali o geopolitiche - così come fasi di avversione al rischio sui mercati finanziari, un surriscaldamento dell'economia statunitense o un aumento delle aspettative di inflazione, eventualmente anche a causa di un atteggiamento troppo accomodante della Fed – potrebbe innescare ulteriori acquisti.

I rischi sarebbero invece orientati al ribasso in presenza di una politica monetaria statunitense più restrittiva del previsto, di una disinflazione più rapida o di un allentamento duraturo delle tensioni geopolitiche, nonché in caso di rallentamento – anche temporaneo – degli acquisti da parte delle Banche centrali.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

ANIMAResearch

Criptovalute



ANIMA

CRIPTOVALUTE

Un mercato strutturalmente più maturo

Nel corso del 2025, il Bitcoin ha fatto registrare nuovi massimi storici in prossimità di 150.000 dollari (BBG Bitcoin Index), salvo poi ritracciare e consolidarsi in area 110.000 dollari. Il *rally* ha contribuito ad assicurare alle criptovalute un ruolo sempre più importante all'interno dei portafogli globali, ma elementi di supporto indispensabili sono stati un ecosistema più maturo, l'espansione degli strumenti regolamentati e un contesto normativo più stabile.

Accanto al Bitcoin, anche le *altcoin* - criptovalute spesso legate a ecosistemi tecnologici con destinazioni d'uso specifiche - stanno attraversando una fase evolutiva. L'adozione di un approccio votato a una maggiore selettività da parte degli investitori, volto a distinguere i progetti con applicazioni reali da quelli più speculativi, sta favorendo un profilo della domanda più razionale e strutturalmente solido.

Nel corso del 2025, l'ecosistema complessivo delle criptovalute è migliorato, con il traino di tre forze principali:

- **Maggiore chiarezza normativa** - Negli Stati Uniti, il GENIUS Act ha introdotto regole chiare per gli emittenti di stablecoin, mentre in Europa il regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets) è diventato pienamente operativo, armonizzando i requisiti per le piattaforme, i custodi e i fornitori di servizi di criptovalute. Il combinato disposto di questi due provvedimenti è stato una sostanziale riduzione dell'incertezza normativa;
- **Un'infrastruttura istituzionale più matura** - Gli strumenti di investimento regolamentati, in particolare gli ETP fisici su Bitcoin, hanno registrato forti afflussi, con masse gestite che si avvicinano a $150 miliardi. La custodia ad opera di soggetti professionali, le piazze di negoziazione conformi alle normative e una governance più trasparente hanno reso l'accesso alle criptovalute sempre più compatibile con i requisiti di investimento istituzionali;
- **Crescente utilità economica e integrazione nell'economia reale** - Protocolli come Ethereum e Solana continuano ad espandersi in applicazioni tangibili - stablecoin, pagamenti, giochi, infrastrutture digitali e tokenizzazione di attività finanziarie (che ora superano i $28 miliardi). Nello stesso tempo, la DeFi (Decentralized-Finance) di seconda generazione sta mostrando segni di maturazione, con molti protocolli che ora incorporano caratteristiche normative, controlli di identità o meccanismi autorizzati, rendendoli più adatti all'uso istituzionale.

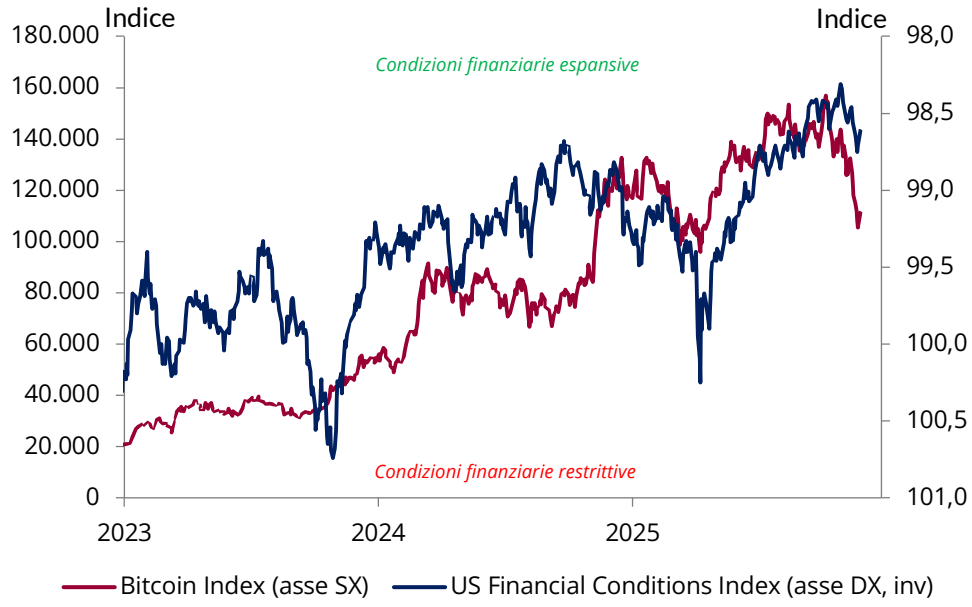
Ciò detto, le criptovalute restano fortemente influenzate dalle condizioni di liquidità globali, nonostante i significativi progressi strutturali conseguiti negli ultimi anni. I loro movimenti tendono a riflettere le variazioni di *momentum* delle condizioni finanziarie in maniera ancor più rapida e marcata rispetto alla maggior parte delle *asset class* tradizionali.

Questo spiega perché gli ***asset* digitali vengano spesso utilizzati come un indicatore della liquidità del mercato.** Periodi di abbondante liquidità e di condizioni finanziarie più accomodanti sono soliti accompagnarsi a un recupero di volumi e prezzi, mentre le fasi di inasprimento si caratterizzano per movimenti più rapidi e disordinati, associati a una maggiore volatilità (**Grafico 31**).

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Grafico 31

Indice condizioni finanziarie e Bitcoin (BBG Bitcoin Index)



Nota: Bitcoin = BBG Bitcoin Index
Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, Anima Research - Dati al 25 novembre 2025

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

ANIMAResearch

Private Capital



ANIMA



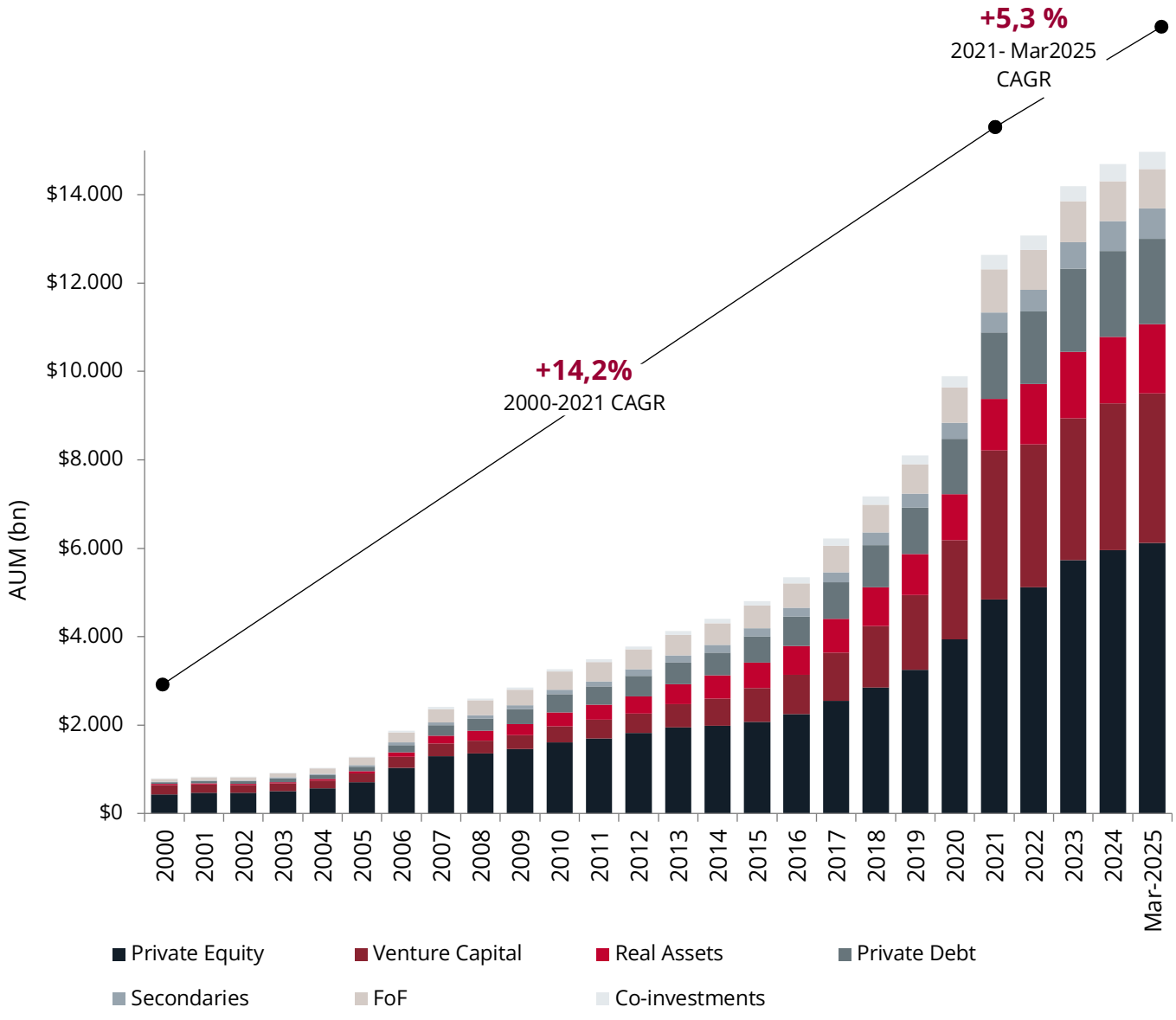
Philippe Minard
Direttore investimenti
Anima Alternative Sgr

PRIVATE CAPITAL

Un mercato in forte evoluzione

Nell'ultimo quarto di secolo, gli Asset under Management di *private capital* sono cresciuti in modo molto significativo passando da $783 miliardi a livello globale a $14.961 miliardi (**Grafico 32**), con un ventennio di forte crescita fino al 2021 ($CAGR_{00-21}$, o tasso annuo di crescita composto, del 21%) seguito da un periodo di stabilizzazione ($CAGR_{21-25}$ pari al 5%). Il ***private equity* è il principale strumento di *private capital* ma il suo peso è andando riducendosi** nel tempo, passando da più del 55% degli AuM di *private capital* complessivi nel 2000 al 41% oggi. Viceversa, **il peso del *private debt* è cresciuto** costantemente e rappresenta ora circa il 13% del totale.

Grafico 32
Evoluzione Globale AUM Private Capital (2000 – 1Q 2025; $mld)



Fonte: Pitchbook, Anima Alternative

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

Il recente rallentamento della crescita del *private capital* è in buona misura spiegato dalle difficoltà incontrate da alcuni gestori nella loro attività di *fundraising*. Queste difficoltà traggono origine dal fatto che alcuni dei maggiori investitori istituzionali internazionali hanno raggiunto il proprio obiettivo di allocazione in *private capital* in un momento in cui sono anche rallentate le distribuzioni a loro favore provenienti dai fondi di *private capital*. La coincidenza di questi due eventi riduce la disponibilità degli investitori a effettuare nuove sottoscrizioni in assenza di distribuzioni e a sostenere la crescita della dimensione dei fondi in raccolta. A propria volta, il rallentamento delle distribuzioni da parte di alcuni gestori è condizionato dalle difficoltà a dismettere investimenti completati nel periodo 2020-2022 a prezzi elevati a fronte di un contesto macroeconomico diventato piuttosto incerto.

In questo contesto**, l'attenzione degli investitori si sta più che mai concentrando sul cosiddetto *Distribution to Paid-In ratio***[3] ossia sulla capacità dei fondi non solo a generare ritorni "sulla carta" ma a realizzarli concretamente e distribuirli tempestivamente. Per i prossimi anni **ci si può aspettare una crescita del *fundraising* di fondi riservati alla clientela istituzionale solo a condizione che crescano anche i volumi delle distribuzioni di proventi da fondi precedenti**.

Viceversa, l'attività di *fundraising* beneficerà dell'accesso crescente di investitori non istituzionali a quest'*asset class*. Tuttavia, per i gestori di fondi questa tendenza implica un importante sforzo per adeguarsi alla complessità di gestione di una clientela meno sofisticata finanziariamente e con orizzonti di investimento meno predefiniti di quelli di un investitore istituzionale.

Per quanto riguarda più direttamente il **mercato italiano**, si può notare la presenza di **operatori domestici di dimensioni ridotte che investono in aziende piccole e medie**, mentre le operazioni di grandi dimensioni sono perlopiù appannaggio di fondi paneuropei o addirittura globali. Nei prossimi anni**, lo sviluppo del mercato italiano potrebbe beneficiare di una maggiore partecipazione di grandi investitori istituzionali domestici** (come compagnie assicurative, banche, casse di previdenza e fondi pensione) come è successo in altri Paesi europei (ad esempio in Francia), oltre che del crescente accesso al *private capital* dell'ingente risparmio privato e dell'integrazione fra *asset manager* tradizionali e gestori di *private capital*.

[3] *Per "Distributed to Paid In ratio" si intende il rapporto fra il valore degli investimenti realizzati e il valore investito.*

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

View strategiche *core* di mercato

AZIONI PAESI SVILUPPATI		Le prospettive per i mercati azionari globali restano positive: ci aspettiamo che gli indici principali registrino nuovi massimi, principalmente con il traino della crescita degli utili. Privilegiamo i comparti ciclici rispetto ai difensivi, con un *bias* più costruttivo sui titoli *Growth*, e gli Stati Uniti rispetto agli altri Paesi sviluppati.
AZIONI PAESI EMERGENTI		Manteniamo una *view* costruttiva sui mercati emergenti, che beneficiano del supporto di una combinazione di fattori: il ruolo di spicco dell'Asia nel comparto dell'intelligenza artificiale, il miglioramento dei fondamentali in Cina, valutazioni relative attraenti e un posizionamento ancora largamente sottopesato.
GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI		Siamo moderatamente costruttivi sui mercati obbligazionari dei Paesi sviluppati nel 2026. Ci aspettiamo che le performance dei titoli governativi siano sostenute dai livelli storicamente elevati dei rendimenti, mentre lo spazio per una discesa dei tassi è molto limitato in tutte le aree geografiche.
OBBLIGAZIONI CORPORATE EURO *INVESTMENT GRADE*		La cornice macro/fondamentale e i trend di politica monetaria restano favorevoli ma le valutazioni sono piene e l'offerta è in aumento: restiamo investiti, ma manteniamo un approccio cauto, privilegiando i segmenti di mercato in cui i rischi sono meglio remunerati.
OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO *HIGH YIELD*		Il 2026 si prefigura come un anno in cui le opportunità di estrarre valore dal comparto saranno più legate all'accumulazione del *carry* che non all'apprezzamento in conto capitale: sarà importante adottare un approccio tattico, massimizzare il focus sulla selezione degli emittenti e monitorare i rischi al ribasso.

Comunicazione di marketing. Materiale riservato ad operatori professionali.

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

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

Questo documento è prodotto a scopo esclusivamente informativo, non può in nessun caso essere interpretato come invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto, la vendita o la distribuzione di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio.
Analogamente, i contenuti del presente documento non costituiscono una consulenza finanziaria, legale o d'altro tipo e non va fatto affidamento sugli stessi nel prendere una decisione d'investimento o d'altro tipo. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento, la quale va presa solo dopo aver ottenuto un parere adeguato.
Le eventuali analisi contenute nel documento sono basate su fonti ritenute affidabili, ma non vi è garanzia sull'accuratezza e completezza di tali fonti e dei risultati rappresentati, questi ultimi e le esemplificazioni riportate potrebbero risultare non esaustivi. Le performance di qualsiasi natura e tipologia (passate, stimate, prospettiche, previste, indicative, esemplificative, ecc.) ivi riportate non sono rappresentative né garanzia di rendimenti futuri, né possono essere considerate un obiettivo di rendimento. Anima non rilascia alcuna garanzia ed assicurazione in relazione alle future performance.
Qualsiasi previsione, stima o valore indicato (in particolare con riferimento a performance/rendimenti/rischi) ha valore puramente indicativo, la sua validità/perseguibilità non è in alcun modo garantita e può essere modificata in qualsiasi momento senza preavviso.
Anima è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione del presente disclaimer e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza.
È vietata qualsiasi riproduzione o distribuzione, totale o parziale, così come qualsiasi divulgazione o utilizzo delle informazioni per scopi diversi da quelli previsti.

Documento chiuso il 25 novembre 2025