

Secondo semestre 2026

Squadra che vince...

Global Outlook – Secondo semestre

SQUADRA CHE VINCE...

**Fabio Fois**Head of Investment
Research & Advisoryfabio.fois@animasgr.it

QUELLO CHE POTEVA ANDARE BENE È ANDATO BENE, IL RESTO CONTINUERÀ A FARLO

Rispetto alle attese del nostro scenario centrale di inizio anno, i primi sei mesi del 2026 sono stati ricchi di conferme da un lato, e portatori di qualche disturbo dall'altro.

In termini di implicazioni per lo scenario del secondo semestre, le conferme hanno più rilevanza, e meritano un approfondimento. I fattori di disturbo, invece, sembrano una mera turbolenza di passaggio.

La rivoluzione “gattopardiana” all'interno della funzione di produzione - tesa a soddisfare una domanda di consumo che rimane forte, ma con un diverso mix di fattori produttivi che vede gli investimenti in intelligenza artificiale (AI) dominare la componente occupazionale - mantiene lo slancio, principalmente negli Stati Uniti e in modo meno marcato in Europa.

Nella prima parte dell'anno, infatti, i consumi privati hanno contribuito per 0,4 punti percentuali (pp) alla crescita americana, a fronte di un supporto di 1,3 pp derivante dagli investimenti in AI. Nei due anni precedenti, il contributo medio apportato dalle due componenti è stato rispettivamente di 1,9 e 0,5 pp. **Ci aspettiamo** che il copione si ripeta, e **che la crescita rimanga intorno al potenziale negli USA, poco sotto in Area Euro.**

L'inflazione *core* ha continuato il suo lento processo di declino: seppur disturbati dalle pressioni delle materie prime derivanti dalla guerra in Medio Oriente, **i prezzi di beni e servizi hanno continuato a convergere verso i target delle Banche centrali. Rimaniamo convinti che il trend si consoliderà.**

Del resto, è difficile da immaginare un'accelerazione inflativa simile a quella che si verificò nel 2022, sulla scorta dello shock causato dalla guerra in Ucraina. Il contesto macro, infatti, è molto diverso. I risparmi accumulati, la politica fiscale e il tasso di crescita dei salari - le tre forze che hanno permesso ai consumi di continuare ad alimentare la trasmissione dello shock pandemico e bellico ai prezzi al consumo, pur in presenza di tassi in rialzo - oggi non sono più una forza propulsiva capace di mettere sotto pressione l'output gap; al massimo, di accompagnarlo.

A fronte di questo contesto macro, **confermiamo uno scenario centrale che vede le Banche centrali ancora orientate verso un ammorbidimento della loro azione restrittiva.** La guerra in Medio Oriente e il cambio di leadership alla Federal Reserve avranno con ogni probabilità l'effetto di rallentare il percorso di riduzione “disinflativa” del livello dei tassi. Tuttavia, restiamo dell'idea che il ciclo dei tagli riprenderà, se non già alla fine di quest'anno, nel 2027.

Con riferimento ai rischi macro, uno è invariato, uno esce dai radar e uno entra di diritto nel nostro framework. Manteniamo la convinzione che il pericolo più grande sia che la crescita americana si riveli troppo robusta, e cioè che si stabilizzi sopra potenziale, scatenando una spirale prezzi-salari alla quale la Fed

non potrebbe che rispondere con un ciclo di rialzi aggressivo. Il rischio inflativo derivante da un trasferimento tardivo delle tariffe, invece, sembra rientrato; la sentenza della Corte Suprema sulle tariffe IEEPA e l'approssimarsi delle elezioni di *mid term*, che con ogni probabilità vedranno i repubblicani perdere almeno una camera, suggeriscono che è difficile che si riacutizzi. Infine, il rischio nuovo è che l'Area Euro registri un rallentamento importante dell'economia, specie se il tanto atteso supporto fiscale tedesco dovesse venire ulteriormente posticipato nella componente degli investimenti, o addirittura eliminato.

CRESCITA E INFLAZIONE

Stati Uniti - A potenziale

Negli Stati Uniti, la crescita continua a essere sostenuta dalla solidità della domanda interna. Il flusso di dati relativo al mese di aprile recentemente pubblicato dipinge un'economia in espansione a un tasso prossimo al potenziale, mentre i rischi di surriscaldamento rimangono limitati. La leadership fra i motori di crescita si sta gradualmente spostando dai consumi al capex, con gli investimenti legati all'intelligenza artificiale che continuano a offrire ulteriori margini di crescita, generando, per il momento, ripercussioni limitate sull'inflazione. Infatti, i trend più recenti sulla dinamica sottostante dei prezzi restano coerenti con un quadro di allentamento delle pressioni.

Ciò detto, i potenziali rischi di surriscaldamento continuano a richiedere un attento monitoraggio, specie in riferimento alla distribuzione del reddito per fasce di popolazione. Le famiglie più abbienti, infatti, restano quelle che sperimentano la crescita salariale più robusta, ma quelle con reddito medio-basso stanno iniziando a recuperare terreno. La riduzione del divario è alimentata in parte da una domanda di lavoro solida, ma il miglioramento è preliminare e necessita di ulteriori conferme.

La crescita resta sostenuta dalla domanda. La seconda stima pubblicata dal Bureau of Economic Analysis sull'andamento del PIL reale nel primo trimestre è risultata pari all'1,6% su base trimestrale (tasso annuale destagionalizzato, SAAR), 0,4 punti percentuali in meno rispetto al dato preliminare. La spesa per consumi è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali, all'1,4% su base trimestrale, prevalentemente a causa delle revisioni della spesa sanitaria derivanti dall'integrazione dei dati dell'Indagine trimestrale sui servizi (QSS). Al contrario, le categorie di spesa per i servizi discrezionali non hanno subito revisioni e hanno mantenuto una dinamica costruttiva.

La crescita degli investimenti fissi delle imprese è stata rivista leggermente al ribasso (-0,4 punti percentuali), pur confermandosi solida al +10,1% su base trimestrale (SAAR); si tratta del livello più alto dal secondo trimestre del 2023, e si spiega con un aumento significativo degli investimenti in attrezzature e prodotti di proprietà intellettuale, che a sua volta deriva dall'impennata delle spese in conto capitale degli hyperscaler. Nel complesso, nonostante lievi revisioni al ribasso, l'indicatore delle vendite finali agli acquirenti privati domestici (una delle metriche più affidabili per valutare lo stato di salute della domanda interna) si conferma robusto al 2,4%, in linea con la variazione registrata nel quarto trimestre 2025 in rapporto al quarto trimestre 2024.

Il flusso di dati relativo al mese di aprile conferma il quadro di una crescita prossima al potenziale.

- La spesa in termini di PCE reale (*Personal Consumption Expenditures*, o Spesa per consumi personali) è cresciuta dello 0,1% nel mese di aprile, in calo dallo 0,3% di marzo. Scomponendo il dato, si osserva che il rallentamento su base mensile è interamente ascrivibile alla spesa per beni (passata dallo 0,8% di marzo al -0,1% di aprile). A nostro avviso, la flessione riflette un rallentamento fisiologico dopo due dati consecutivi molto forti, +0,8%, ben al di sopra del tasso medio registrato nell'ultimo anno. Nello stesso tempo, la spesa in servizi è salita da +0,1% di marzo a +0,2%, trainata principalmente dalle categorie discrezionali. Si nota infatti che la spesa per servizi ricreativi in termini di PCE reale è salita dallo 0,2% di marzo all'1,0% su base mensile, mentre quella per i servizi di ristorazione è passata da 0% a +0,3%.

- Il reddito personale ha registrato un calo pronunciato in aprile, da +0,5% a 0,0%. Tuttavia, la rilevazione è stata influenzata in modo sproporzionato da una singola componente, ovvero il reddito dei titolari di imprese con rettifiche relative alla valutazione delle scorte (IVA) e all'impiego di capitale, calato del 2,7% a causa della riduzione dei pagamenti agli agricoltori nell'ambito del Farmer Bridge Assistance Program. Tale componente è solita sperimentare contrazioni anche pronunciate, che tuttavia in genere vengono interamente recuperate nel mese successivo. Le categorie più importanti del reddito personale, ovvero salari e stipendi e i proventi da attività patrimoniali, sono rimaste resilienti e hanno registrato aumenti rispettivamente di 0,2% e 0,3%.
- Con la spesa che ha superato la crescita del reddito, il tasso di risparmio è sceso al 2,6% nel mese di aprile. Restiamo dell'idea che il calo sotto quota 3,0% si rivelerà temporaneo, dal momento che il reddito personale aggregato dovrebbe registrare un rimbalzo nel mese successivo.
- Sul fronte degli investimenti, gli ordinativi all'industria sono rimasti solidi, con le spedizioni di beni strumentali in aumento dello 0,4% su base mensile, invariate rispetto a marzo.

Manteniamo la convinzione che i rischi di surriscaldamento dell'economia rimangano limitati, per due ragioni principali.

In primo luogo, i consumi sono resilienti ma non in fermento. Dall'inizio dell'anno, il trend di spesa misurato dal PCE reale si è attestato in media all'1,7% (variazione percentuale a 6 mesi SAAR), un numero coerente con una crescita dell'economia prossima al potenziale. Questo implica un profilo di consumi decisamente meno esuberante rispetto al 2024 (3,3%) e al 2025 (2,4%).

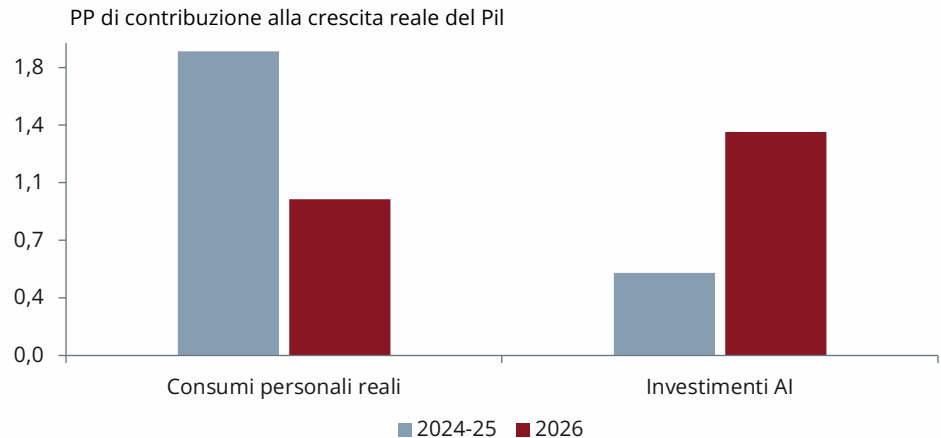
La moderazione è particolarmente evidente nelle categorie più discrezionali. A titolo di esempio, il tasso di crescita a sei mesi annualizzato e destagionalizzato (6m SAAR) dei servizi ricreativi in termini PCE si è attestato in media all'1,5% nel 2026, rispetto a una media del 2,2% nel biennio 2024-25. Analogamente, il tasso di crescita a sei mesi annualizzato e destagionalizzato delle vendite nei servizi di ristorazione e nei locali destinati alla somministrazione di bevande si attesta all'1,5%, ben al di sotto della media del 4,9% osservata nel periodo 2024-25.

In secondo luogo, l'economia statunitense è in fase di transizione da un modello di crescita incentrato sui consumi a uno basato sul capex (Grafico 1). Gli investimenti legati all'intelligenza artificiale - che spaziano dai computer alle periferiche, dai data center al software - hanno contribuito per 1,2 punti percentuali alla crescita del PIL in termini di spesa nel primo trimestre 2026: un massimo storico. Sulla base dei segnali in arrivo dagli ordini mensili di beni strumentali e dalle indicazioni prospettiche sugli investimenti in capitale fisso fornite dagli hyperscaler, i margini di rialzo per la categoria restano significativi. Tuttavia, non ci aspettiamo che questa crescita possa tradursi in pressioni al rialzo sull'inflazione, dato che le categorie di prezzi legate all'AI rappresentano solo una quota marginale del PCE core (circa lo 0,2%).

La rotazione verso una crescita trainata dagli investimenti trova sempre più riscontro nel mercato del lavoro. L'aumento degli impieghi nel settore manifatturiero legato all'IT (PC e prodotti elettronici) è un trend che ha preso slancio, con il tasso di crescita a sei mesi annualizzato pari allo 0,8%, a fronte di una contrazione media del -2,5% nel biennio 2024-25. Al contrario, la crescita dell'occupazione nei settori del tempo libero e dell'ospitalità rimane sostanzialmente invariata.

Grafico 1

Transizione fra i motori di crescita: da consumi a capex



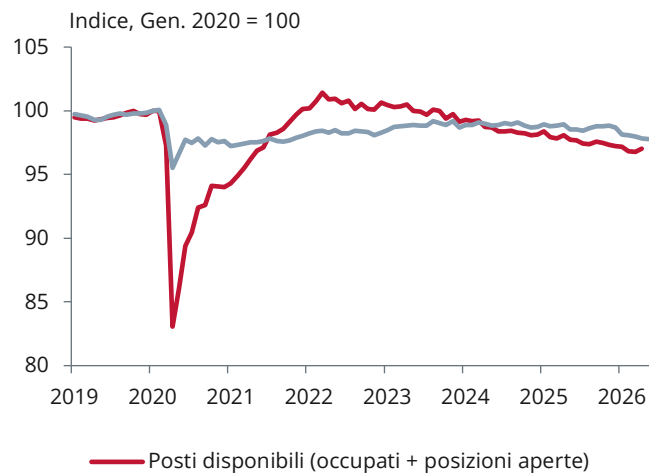
Fonte: Haver Analytics, Anima Research

La divergenza si riflette anche nelle dinamiche salariali. La retribuzione oraria media (AHE) nei servizi informatici sta attualmente crescendo a un ritmo prossimo al 6,4% (6 mesi SAAR), in aumento rispetto a una media del 4,0% nel periodo 2024–25, mentre la crescita salariale nei settori del tempo libero e dell’ospitalità si conferma sostanzialmente invariata rispetto al tasso registrato nei due anni precedenti.

Più in generale, anche altri indicatori sulle pressioni salariali continuano a indebolirsi (**Grafici 2 e 3**), a conferma che l’eccesso di offerta di lavoro limita i margini di aumenti retributivi. In particolare, nel mese di aprile l’Atlanta Fed Wage Tracker ha evidenziato la crescita mediana dei salari delle persone che hanno cambiato lavoro più lenta dal secondo trimestre del 2021, mentre i costi unitari del lavoro relativi al primo trimestre 2026 hanno registrato la rilevazione più bassa dal terzo trimestre del 2019.

Grafico 2

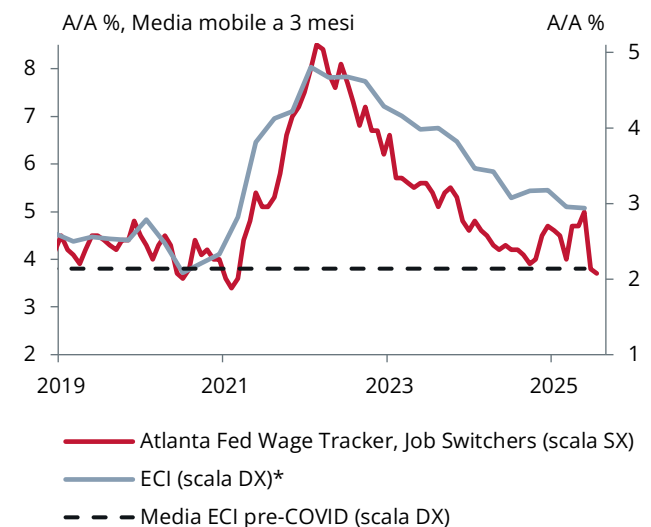
Permane una condizione di eccesso di manodopera...



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Grafico 3

...che pone un freno alle pressioni salariali



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

*Employment Cost Index, la misura maggiormente attenzionata dalla Fed per monitorare la crescita salariale

Nel complesso, dunque, è improbabile che questo cambiamento strutturale possa intensificare le pressioni sui prezzi. I dati più recenti sull'inflazione *core* restano compatibili con il trend disinflazionistico in atto, che presenta ancora margini di estensione.

Ciò detto, continuiamo a monitorare attentamente le potenziali fonti di surriscaldamento. Finora, l'assenza di segnali di surriscaldamento nei trend di consumo potrebbe aver riflesso in parte la disomogeneità delle pressioni salariali fra fasce di reddito: le famiglie più abbienti hanno registrato la crescita più robusta, mentre quelle a reddito medio-basso gli aumenti più contenuti.

Analizzando i dati ad alta frequenza sulle carte di credito forniti dal BofA Institute, si osserva come, pur in presenza di un divario considerevole tra la crescita salariale al netto delle imposte delle famiglie a reddito più elevato e quella delle famiglie a reddito medio-basso, queste ultime hanno registrato i primi segnali di miglioramento, a partire da maggio. Nello specifico, le famiglie a reddito più elevato hanno beneficiato di una crescita salariale al netto delle imposte del 5,6% su base annua, in calo rispetto al 5,9% di aprile, ma ancora superiore rispetto agli ultimi tre anni. I tassi di crescita per le famiglie a reddito medio e basso si attestano su livelli più contenuti, ma stanno gradualmente recuperando terreno, con variazioni rispettivamente pari al 3,5% e 3,1% su base annua (quest'ultimo un massimo da gennaio 2025). Il gap, dunque, resta significativo, ma si è ridotto al livello più basso da luglio 2025.

Qual è il motivo del recupero? A nostro avviso, parte del miglioramento è attribuibile alla maggiore creazione di impieghi osservata negli ultimi mesi e all'aumento delle offerte di lavoro evidenziato dall'ultimo rapporto JOLTS. Tuttavia, guardiamo con cautela alla variazione registrata, dato che nel breve termine le fluttuazioni potrebbero essere giustificate da fattori tecnici, come le differenze nel numero di buste paga: occorreranno ulteriori dati per confermare la sostenibilità del trend.

Il flusso di dati più recente sulla dinamica dei prezzi avvalorava la nostra tesi di una prosecuzione del trend disinflazionistico dell'economia statunitense, con il traino di tre fattori chiave: (1) il trasferimento tardivo dei dazi temuto dalla Federal Reserve guidata da Powell non si è materializzato; (2) le pressioni sui prezzi derivanti dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale rimangono contenute, e in ogni caso sono limitate a una ristretta serie di componenti con peso ridotto all'interno del paniere del CPI; (3) gli effetti indiretti dello shock petrolifero sono rimasti contenuti, almeno per il momento.

Più in dettaglio, la variazione mensile del CPI (Consumer Price Index) *core* ha subito un rallentamento, passando dallo 0,38% di aprile allo 0,21%. Il momentum dell'inflazione sui beni *core* è sceso sotto i livelli pre-Liberation Day e pre-Covid, con diverse categorie sensibili ai dazi in vera e propria deflazione. Escludendo le auto usate e le componenti legate all'intelligenza artificiale, la dinamica del CPI *core* mostra poche differenze rispetto all'indice aggregato, a conferma dell'assenza di un trasferimento tardivo dei dazi e di una sostanziale compensazione degli effetti derivanti dall'intelligenza artificiale.

Anche l'inflazione misurata dall'indice *supercore* (servizi *core* non legati al settore residenziale) ha rallentato dallo 0,4% di aprile allo 0,3%. Escludendo le componenti più volatili esposte alle oscillazioni del prezzo del petrolio – in particolare le tariffe aeree influenzate dai costi del carburante – il momentum

si è ulteriormente indebolito, passando da 0,25% a 0,20%. Nel complesso, l'inflazione *supercore* si è ormai normalizzata rispetto alla media pre-Covid. Per finire, come ampiamente atteso, l'anomalia tecnica emersa nel mese di aprile nel dato di inflazione sui servizi legati al settore residenziale è rientrata.

Lo scenario base di Anima. La nostra stima di crescita annua per il 2026 si attesta al 2,1%.

Sul fronte dell'inflazione, ci aspettiamo che il CPI *core* si attesti in media al 2,5% nel 2026. Con riferimento al PCE *core*, tenendo conto che da gennaio 2026 il differenziale tra PCE *core* e CPI *core* ha cambiato segno (l'inflazione misurata dal PCE *core* è salita sopra quella misurata dal CPI *core*) e si è ampliato in modo inusuale, prevediamo che la media annua dell'inflazione in termini di PCE *core* sarà pari al 2,7% nel 2026.

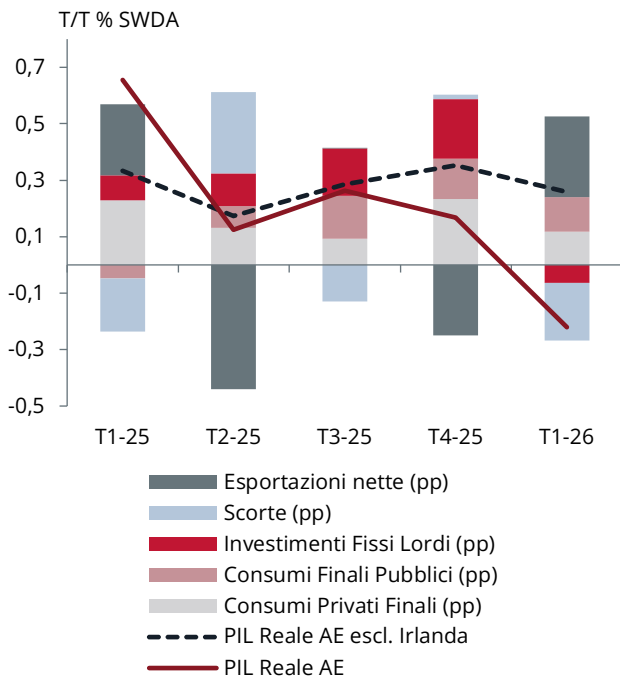
Area Euro – Prospettive in chiaroscuro

In Area Euro, il dato sulla crescita del PIL nel primo trimestre è stato rivisto al ribasso a -0,2% su base trimestrale, in gran parte a causa delle distorsioni provocate dall'Irlanda attraverso il canale delle esportazioni. Escludendo l'Irlanda, l'attività economica si è dimostrata più resiliente, con il ritmo dell'espansione in area 0,3% su base trimestrale, ma la domanda interna è rimasta anemica, sia a livello aggregato che al netto del contributo dell'Irlanda. Ci aspettiamo che il momentum si confermi debole nel secondo trimestre e che il vento contrario degli alti prezzi dell'energia continui a soffiare nel secondo semestre, pur senza sfociare in una recessione, in parte a causa degli stimoli fiscali tedeschi.

La debolezza della fase ciclica dovrebbe limitare il trasferimento delle pressioni al rialzo sulle quotazioni energetiche al livello generale dei prezzi. La trasmissione degli shock energetici all'inflazione core, infatti, dipende in modo determinante dalle condizioni macroeconomiche iniziali: in genere, il trasferimento delle pressioni è tanto più forte quanto più l'inflazione è elevata, la domanda robusta, il mercato del lavoro teso e le politiche economiche espansive: tutti fattori che oggi sono assenti.

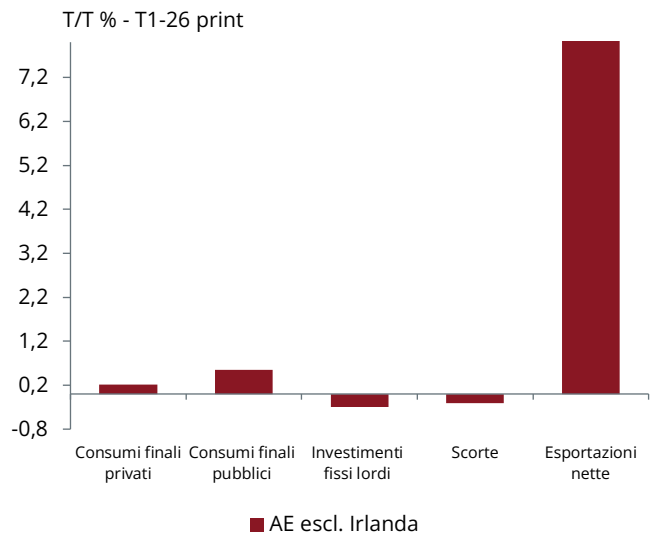
Prospettive cupe, con alcune precisazioni. L'ultima stima sul ritmo di espansione del PIL dell'Area Euro nel primo trimestre è stata rivista al ribasso a -0,2% su base trimestrale, a fronte di una stima precedente di +0,1% e di un dato di +0,2% rilevato nel quarto trimestre 2025. La revisione riflette un drastico aggiustamento al ribasso del tasso di crescita dell'Irlanda, dal -2% della stima preliminare al -12,1% di quella definitiva; dal momento che l'Irlanda rappresenta il 4% dell'Area, il contributo negativo alla crescita aggregata è stato di circa 45 punti base. I dati sul PIL irlandese sono tipicamente volatili a causa delle forti oscillazioni negli investimenti in proprietà intellettuale, che riflettono l'attività delle multinazionali. Tuttavia, una scomposizione del dato per tipologia di spese segnala che nel primo trimestre la distorsione è derivata interamente dal canale commerciale (le esportazioni sono diminuite del 7,0% su base trimestrale, mentre le importazioni sono aumentate del 4,2%) e non dal consueto canale degli investimenti (**Grafici 4 e 5**).

Grafico 4
PIL del 1° trimestre influenzato negativamente dal dato irlandese...



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Grafico 5
...ma non per le consuete ragioni

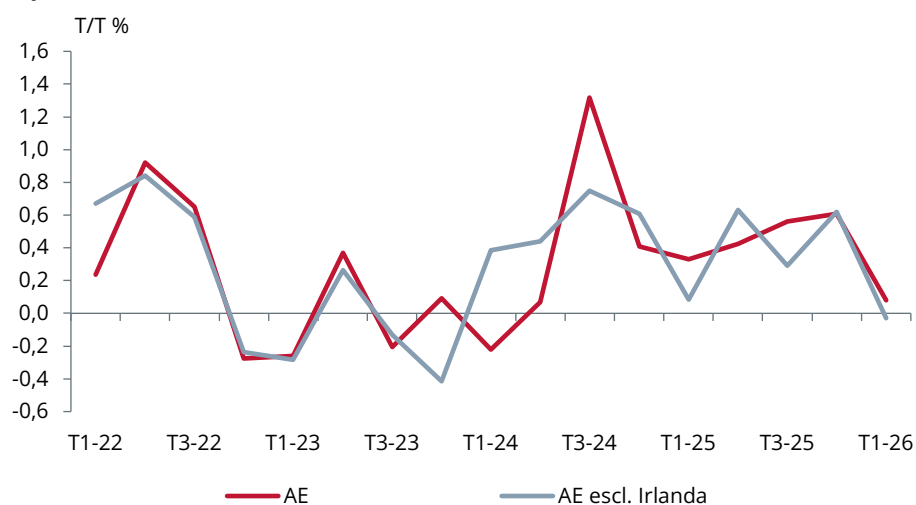


Fonte: Haver Analytics, Anima Research

I dettagli non sono incoraggianti. Escludendo l'Irlanda, il dato aggregato per l'Area Euro si è attestato a +0,3% su base trimestrale dal precedente +0,4%. Tuttavia, si tratta di un segnale da interpretare con cautela, poiché sia la scomposizione del dato aggregato che quella del dato calcolato escludendo l'Irlanda indicano un rallentamento della domanda sottostante. La nostra rilevazione delle vendite finali agli acquirenti domestici (consumi privati + spesa pubblica + investimenti fissi) ha registrato un rallentamento da +0,6% a +0,2%, sia su base aggregata che escludendo l'Irlanda, mentre la domanda interna finale (consumi privati + spesa pubblica + investimenti fissi + scorte) è scesa rispettivamente a +0,1% (dato aggregato) e 0,0% (esclusa l'Irlanda) dallo 0,6% del quarto trimestre 2025 (con e senza Irlanda) - **(Grafico 6)**. Le esportazioni nette hanno frenato la crescita del PIL reale per 0,3 punti percentuali, ma non possono essere considerate responsabili della dinamica deludente dei dati sull'attività economica nel primo trimestre, dal momento che forniscono un contributo negativo alla crescita dal secondo trimestre del 2025. Inoltre, il momentum delle importazioni è rimasto marginalmente positivo, sebbene in calo; a nostro avviso, questo potrebbe rappresentare un ulteriore segnale di indebolimento della domanda, soprattutto ora che lo shock tariffario è stato pienamente scontato nella funzione di reazione delle imprese.

Grafico 6

Anche escludendo il dato irlandese, la domanda domestica ha faticato nel primo trimestre



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

I due Paesi più importanti stanno attraversando un periodo di difficoltà.

- In Germania, la crescita del PIL reale ha raggiunto lo 0,3% su base trimestrale, in aumento rispetto allo 0,2% del quarto trimestre 2025. Tuttavia, gran parte dell'incremento è stato guidato dai consumi delle amministrazioni pubbliche (+1,1%). I consumi privati, al contrario, hanno subito una stagnazione e gli investimenti fissi lordi hanno registrato una contrazione dell'1,5%. Benché gli investimenti nel settore delle costruzioni abbiano sottratto circa 0,2 punti percentuali alla crescita del PIL - a causa delle condizioni meteorologiche avverse registrate a gennaio e febbraio - anche la spesa per macchinari e attrezzature ha perso slancio, passando da +1,2% a 0,0%, a testimonianza delle difficoltà riscontrate anche dagli investimenti di base all'inizio dell'anno.
- In Francia, la crescita del PIL reale si è attestata a -0,1% rispetto al +0,2% del quarto trimestre 2025. I consumi privati e gli investimenti fissi lordi si sono contratti a un ritmo rispettivamente del -0,2% e -0,6%, a fronte di un'espansione dello 0,3% e 0,2% registrata nel quarto trimestre 2025.

Cosa aspettarsi nel secondo trimestre?

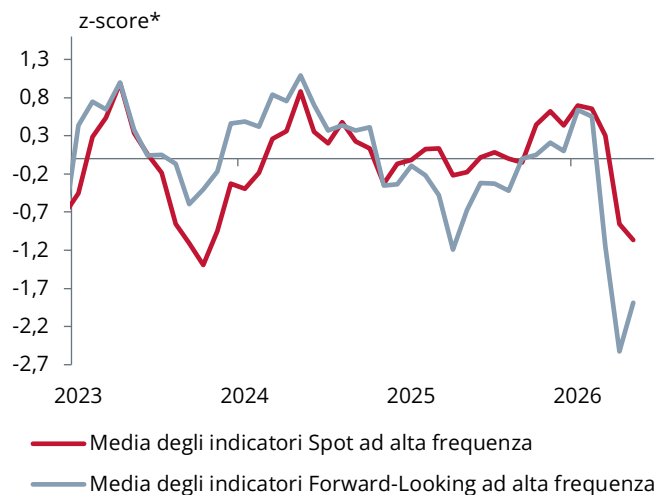
A nostro avviso, il momentum si confermerà tiepido (Grafici 7 e 8). Più in dettaglio, con riferimento ai diversi driver, riteniamo che:

1. I dati trimestrali dell'Irlanda sono difficili da prevedere, ma ci aspettiamo che la ripresa delle esportazioni nette sia marginale nel secondo trimestre. Pensiamo infatti che il canale delle esportazioni abbia subito una correzione al ribasso nel primo trimestre, dopo aver ricevuto una spinta eccezionale nel 2025 in alcuni settori (prodotti chimici e farmaceutici) a causa dei cambiamenti della politica commerciale statunitense. Pertanto, se un'anticipazione delle esportazioni ha sostenuto il PIL irlandese nel 2025, è piuttosto improbabile che quest'anno si registrino ulteriori aumenti significativi.
2. Gli investimenti nel settore edile in Germania dovrebbero registrare una ripresa dopo essere stati penalizzati dalle condizioni meteorologiche sfavorevoli nel primo trimestre. I dati mensili sulla produzione nel comparto delle costruzioni avallano questa tesi.

3. La domanda interna rimane debole. I report sulle vendite al dettaglio relativi al mese di aprile indicano che il momentum resta fiacco, con la serie aggregata in calo dello 0,4% su base mensile e quella core dello 0,2%. Inoltre, il trend sul fronte degli investimenti è molto incerto a causa dell'inasprimento delle condizioni creditizie e finanziarie e delle persistenti tensioni geopolitiche che gravano sui prezzi dell'energia; una conferma arriva dalla debolezza degli ordini manifatturieri di base in Germania nel mese di aprile.

Grafico 7

Prospettive non entusiasmanti per il secondo trimestre...

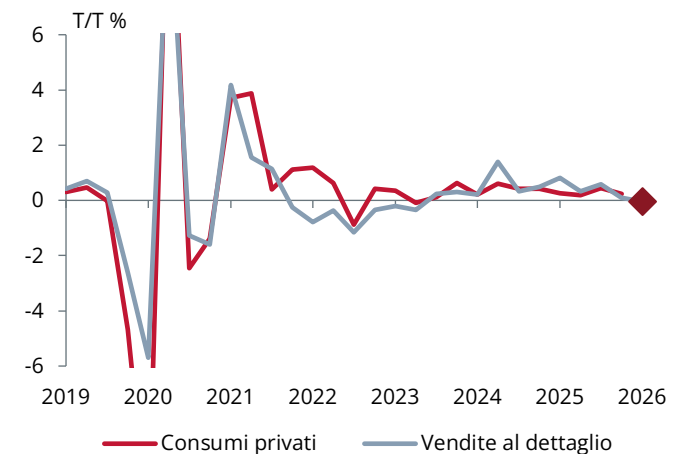


Fonte: Haver Analytics, Anima Research

* Riportiamo la media normalizzata delle componenti correnti e attese per: 1) PMI Composito, 2) indagine della Commissione Europea sulla fiducia dei consumatori, 3) media delle indagini di fiducia delle imprese CE (industria, commercio al dettaglio, servizi), ponderata per il valore aggiunto lordo.

Grafico 8

...con domanda privata in stagnazione (nell'ipotesi migliore)



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Nel complesso, in coerenza con il segnale offerto dagli indicatori di fiducia, ci aspettiamo una crescita relativamente modesta in Area Euro nel secondo trimestre 2026, pari allo 0,2% su base trimestrale (0,15% arrotondando al secondo decimale): il dato rifletterebbe un'espansione fiacca, prossima allo 0,05% su base trimestrale, dell'indice aggregato esclusa l'Irlanda, e un leggero miglioramento di quest'ultima (ovvero, una correzione parziale del forte calo recente), che fornirebbe un contributo di circa 10 punti base al dato totale.

Guardando al secondo semestre 2026, riteniamo che l'economia dell'Area Euro continuerà a fronteggiare la sfida rappresentata da prezzi dell'energia elevati, ma non ci aspettiamo una recessione. La ragione fondamentale è l'orientamento nettamente espansivo della politica fiscale tedesca. Mentre l'implementazione del piano per le infrastrutture procede nella giusta direzione, la spesa per la difesa sta aumentando rapidamente e sembra orientata verso la produzione domestica: l'attività nell'industria della difesa tedesca ha registrato una forte ripresa, in termini di ordinativi, produzione e fatturato delle imprese coinvolte. Nel resto d'Europa l'accelerazione della spesa per la difesa è molto più modesta, ma ci aspettiamo che la politica fiscale tedesca fornisca un contributo positivo alla crescita del Paese di circa mezzo punto percentuale, e rappresenti un motore fondamentale di resilienza per l'intera Area euro.

Analizzare la dinamica dell'inflazione core con la giusta prospettiva. Nel mese di maggio, l'inflazione *core* è salita al 2,5% su base annua (in aumento di 0,3 punti percentuali rispetto ad aprile), trainata principalmente dalla componente dei servizi. Tuttavia, è importante sottolineare che la riaccelerazione è stata in parte meccanica, poiché gli effetti base negativi sulle componenti volatili (pacchetti vacanze, alberghi e servizi di trasporto) legati alla Pasqua avevano depresso artificialmente il dato dei servizi in aprile.

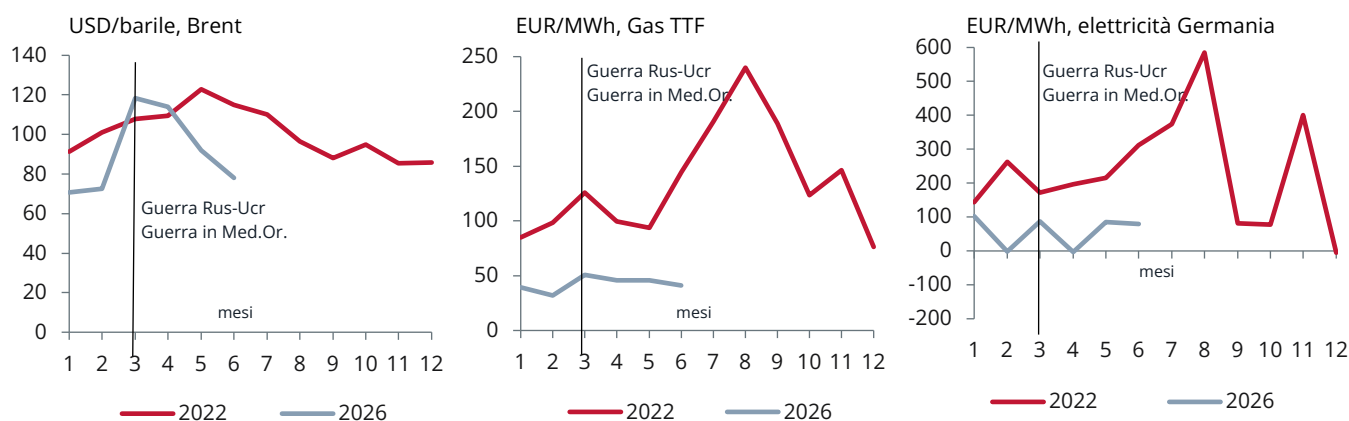
Per il momento, non si osserva alcun trasferimento significativo dei prezzi dell'energia nell'inflazione core. Ad esempio, un'analisi più approfondita dei dati regionali tedeschi mostra che il tasso di crescita mensile non stagionalizzato delle tariffe aeree è sceso del -17% nel mese di maggio. In teoria, le tariffe aeree dovrebbero essere una delle componenti del paniere *core* più rapidamente influenzate dalle quotazioni delle materie prime energetiche, attraverso il canale del prezzo del carburante. Tuttavia, ci sono ampie evidenze che le compagnie aeree europee non stanno aumentando i prezzi dei biglietti per preservare la domanda in vista della stagione estiva, grazie a varie strategie di copertura implementate negli ultimi anni. Ad esempio, Ryanair ha riferito di aver coperto l'80% del proprio fabbisogno di carburante a \$67 al barile, mentre Lufthansa, IAG e EasyJet hanno dichiarato di coprire in media circa il 70% del fabbisogno.

Non ci aspettiamo effetti di second'ordine sull'inflazione. A nostro avviso, le attuali condizioni dell'economia europea non presentano il momentum necessario per generare effetti di second'ordine significativi sull'inflazione sottostante.

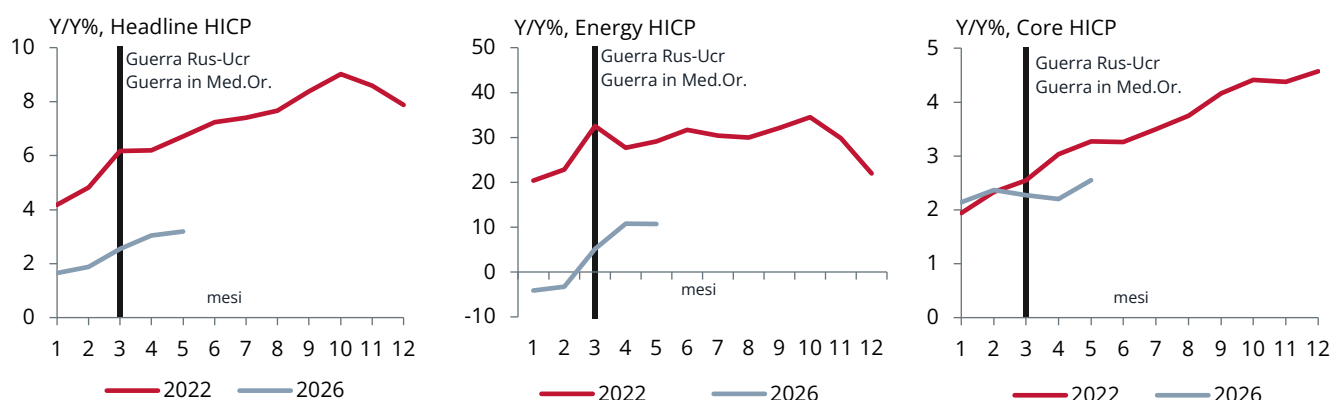
È improbabile che possa ripetersi il copione andato in scena nel 2022. Riteniamo che, al di là della natura dello shock stesso, il contesto economico-finanziario di partenza svolga un ruolo chiave nella propagazione di uno shock energetico all'inflazione *core*. I dati dimostrano che il *pass-through* tende ad essere tanto più forte quanto più il livello di inflazione è elevato, le condizioni della domanda robuste, il mercato del lavoro teso e le politiche fiscali e monetarie espansive. Su ciascuno di questi fronti, il punto di partenza odierno differisce in modo sostanziale da quello di inizio 2022 (**Grafici 9 e 10**).

Grafico 9

Shock energetici a confronto: questa volta è diverso



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

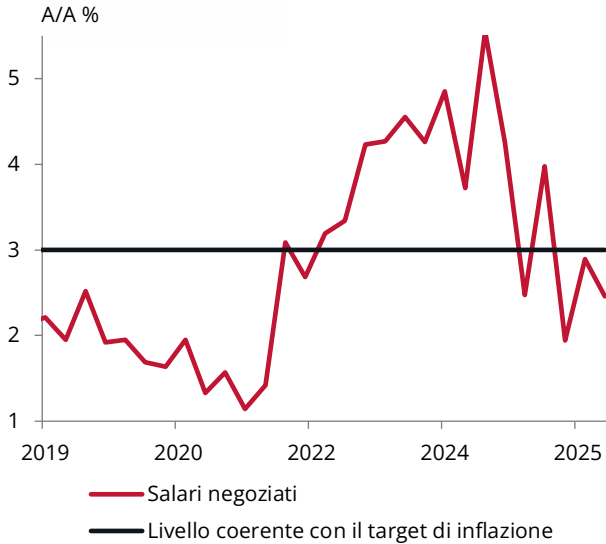
Grafico 10**Il livello di partenza dell'inflazione è rilevante**

Fonte: Haver Analytics, Anima Research

- Nel 2022, l'inflazione complessiva cresceva a un ritmo compreso tra il 5% e il 6% su base annua ed era in accelerazione. L'inflazione energetica, a propria volta, era già in forte ascesa, essendo passata dal 15% circa di metà 2021 a poco più del 30% nel febbraio 2022, a causa della combinazione di un'impennata della domanda post-pandemica e della riduzione delle forniture di gas da parte della Russia in vista dell'invasione dell'Ucraina. Quando lo shock energetico in corso si è palesato alla fine di febbraio 2026, l'inflazione complessiva si attestava leggermente al di sotto del 2%, in prossimità del *target* di medio termine della Banca Centrale Europea, e l'inflazione sia energetica che *core* erano a livelli moderati. Le evidenze empiriche dimostrano che una situazione di inflazione vicina al *target* riduce il rischio che il picco iniziale dei prezzi dell'energia inneschi una reazione sproporzionata da parte di chi fissa prezzi e salari.
- Nel 2022 la domanda interna era chiaramente in fase di surriscaldamento: in termini reali, aveva registrato in media un tasso di crescita dell'1,1% su base sequenziale nel biennio 2021-2022, con il traino dei consumi privati; oggi, quel tasso si attesta a 0,1%.
- Il mercato del lavoro è resiliente, ma mostra segni di rallentamento: la crescita dell'occupazione è fiacca (+0,1% nel primo trimestre del 2026), il rapporto posti vacanti/disoccupati è in calo e si registra un leggero aumento della disoccupazione (ad esempio, in Francia).
- Sebbene alcuni indicatori anticipatori sulle dinamiche salariali siano aumentati (come le aspettative sull'andamento delle retribuzioni rilevate nell'indagine telefonica della BCE fra le imprese), la tendenza per la crescita di salari e stipendi resta quella di una convergenza verso l'intervallo 2,5-3,0%, che giudichiamo coerente con un'inflazione al *target*. In effetti, il tasso di variazione dei salari negoziati ha registrato un rallentamento, passando dal 2,9% del quarto trimestre 2025 al 2,5% del primo trimestre 2026. Si tratta di un dato inferiore al 3% di crescita salariale complessiva che la BCE ritiene coerente con la stabilità dei prezzi, tenuto conto di un obiettivo di inflazione al 2% e di una crescita della produttività a lungo termine pari a circa l'1% (**Grafici 11 e 12**). Inoltre, il dato relativo al primo trimestre 2026 sulle retribuzioni pro capite (l'indicatore più completo della crescita salariale) è sceso al 3,4% su base annua nel primo trimestre del 2026, dal 3,6% del quarto trimestre, e gli indicatori anticipatori suggeriscono ulteriore moderazione.

Grafico 11

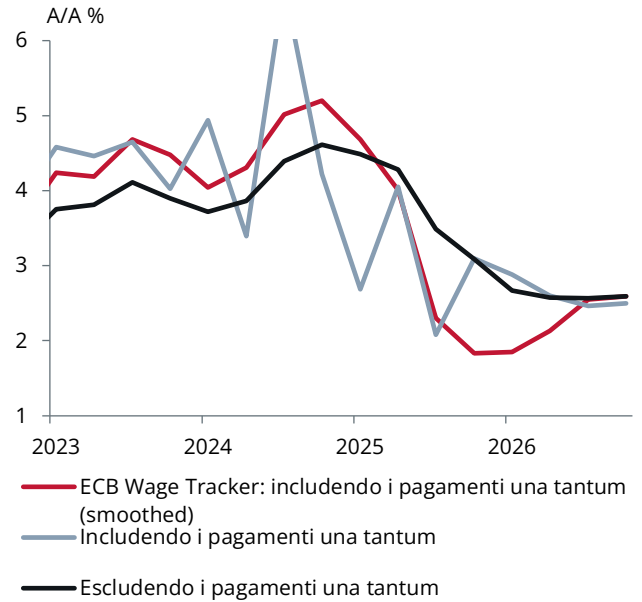
Crescita salariale inferiore al livello compatibile con il target di inflazione al 2%



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Grafico 12

Prospettive di ulteriore moderazione



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Lo scenario base di Anima. Incorporando meccanicamente la revisione al ribasso del dato definitivo sul PIL del primo trimestre nei nostri modelli, la stima di crescita annua per il 2026 scende a +0,3%. In termini di dinamica sequenziale, ci aspettiamo che il PIL reale si espanda a un ritmo dello 0,2% su base trimestrale nel secondo trimestre, 0,2% nel terzo e 0,3% nel quarto trimestre.

Con riferimento alla dinamica dei prezzi, ci aspettiamo che l'inflazione *core* si attesti al 2,3% nel secondo trimestre, 2,2% nel terzo e 2,1% nel quarto, coerenti con una media annua per il 2026 invariata al 2,2%.

Cina – Quadro inalterato

La nostra visione sulla Cina non cambia. L'economia continua a evolversi secondo il vecchio modello: la crescita resta trainata dalle esportazioni, mentre la domanda interna rimane fiacca. Prosegue anche la "giapponesizzazione": l'inflazione core resta molto contenuta, nonostante il contesto di aumento dei prezzi del petrolio.

Crescita in rallentamento e andamenti divergenti. Dopo il rallentamento generalizzato di aprile, gli indicatori di fiducia delle imprese relativi al mese di maggio e i dati ad alta frequenza suggeriscono un ulteriore indebolimento del momentum macro, provocato principalmente da una domanda interna più debole e da alcune interruzioni dell'offerta nei settori petrolchimici.

- Il PMI manifatturiero cinese calcolato dall'Ufficio Nazionale di Statistica (NBS) è sceso a 50,0 in maggio dal 50,3 di aprile. Il rallentamento è stato guidato dai settori dei beni di consumo e petrolchimico.
- Il PMI manifatturiero di RatingDog, che copre un maggior numero di imprese orientate all'esportazione, si è attestato a 51,8 nel mese di maggio, in calo dal massimo quinquennale di 52,2 registrato in aprile.

Questi dati sono coerenti con il nostro scenario centrale, che assume una crescita del PIL reale del 4,7% su base annua nel secondo trimestre del 2026, in calo dal 5,0% registrato nel primo trimestre.

Il motore del commercio è ancora attivo. La crescita dei flussi commerciali ha registrato una forte accelerazione nel mese di maggio: le esportazioni sono aumentate del 19,4% su base annua, rispetto al 14,1% di aprile. Sul fronte delle destinazioni, sono stati registrati incrementi dei flussi verso tutti i principali partner commerciali, con l'eccezione di UE e America Latina. In termini di categorie e su base sequenziale, il valore delle esportazioni è salito in modo generalizzato fra aprile e maggio, con i prodotti legati alla tecnologia che hanno registrato l'incremento maggiore, seguiti dai metalli e dai prodotti legati all'edilizia residenziale.

Manteniamo la convinzione che le esportazioni nette continueranno a contribuire per circa il 30% alla crescita del PIL nel 2026 (il dato relativo al 2025 è stato del 32%), ovvero per 1,5 punti percentuali a fronte di una stima complessiva per il 2026 del 4,9%. La forza delle esportazioni è in gran parte legata ai prodotti legati alle tecnologie verdi e all'intelligenza artificiale.

Prezzi alla produzione in rialzo, ma con trasmissione debole. I dati sulla dinamica dei prezzi nel mese di maggio segnalano che l'aumento delle quotazioni del petrolio ha continuato a trascinare al rialzo l'indice dei prezzi alla produzione (PPI) e la componente energetica dell'indice dei prezzi al consumo (CPI), mentre l'inflazione core e quella dei servizi sono rimaste sostanzialmente inalterate, a conferma del carattere limitato degli effetti di second'ordine. In termini sequenziali, il PPI ha mostrato segni di normalizzazione sulla scorta del lieve calo dei prezzi del petrolio, rimasti però su livelli elevati. Sono stati registrati cali dei prezzi nelle attività di estrazione di greggio e gas, mentre gli aumenti nei settori chimico, delle fibre, della gomma e della plastica si sono moderati.

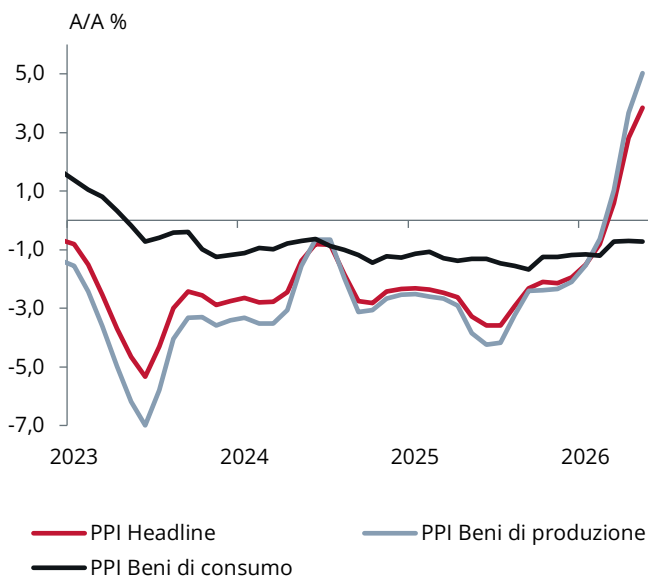
La scomposizione dell'indice PPI nel mese di maggio evidenzia effetti disomogenei del conflitto in Medio Oriente sulla dinamica dei prezzi. I segmenti a monte sono rimasti i principali motori delle pressioni, con i prezzi delle materie prime in aumento del 9,2% su base annua dal 7,1% di aprile e i prezzi nel settore minerario in crescita del 15,8% rispetto al 10,6% di aprile. Sebbene alcuni sottosectori manifatturieri – quali le macchine elettriche e l'elettronica – abbiano registrato aumenti, l'inflazione complessiva nel comparto manifatturiero è rimasta relativamente contenuta, al 2,3%

su base annua. Al contrario, i prezzi dei beni di consumo a valle hanno continuato a scendere, suggerendo la persistenza delle difficoltà nel trasferire i maggiori costi dei fattori di produzione lungo la catena del valore.

Non si intravedono effetti di second'ordine. Nel mese di maggio, l'indice dei prezzi al consumo (CPI) è rimasto invariato all'1,2% su base annua, con l'energia che ha fornito un contributo superiore rispetto ad aprile. Per il resto, sia il CPI *core* che quello dei servizi hanno registrato un leggero calo: la continua debolezza di affitti immobiliari e prezzi delle auto rinsalda la nostra idea che la debole domanda interna stia limitando la reflazione trainata dalla domanda e precluda la manifestazione di effetti di secondo ordine significativi (**Grafici 13 e 14**).

Grafico 13

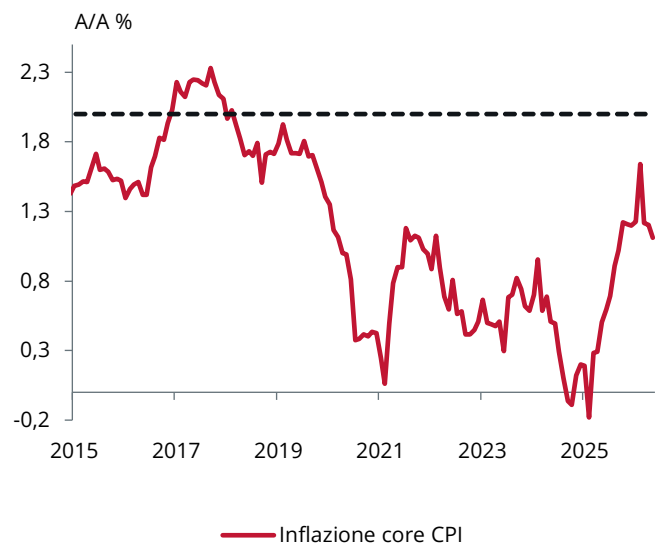
L'aumento dei prezzi del petrolio spinge al rialzo i prezzi alla produzione a monte...



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Grafico 14

...senza generare effetti sull'inflazione core



Fonte: Haver Analytics, Anima Research

Lo scenario base di Anima. La nostra stima di crescita per il 2026 si conferma invariata al 4,9%. Con riferimento all'inflazione, ci aspettiamo che la media annua per l'inflazione *headline* nel 2026 si attesti all'1,0%; permangono rischi al rialzo, stante la possibilità di ulteriori movimenti non lineari sui mercati dell'energia.

POLITICHE MONETARIE

Fed – Leggere le foglie di tè

Interpretare la funzione di reazione della Federal Reserve è diventato sempre più difficile. Il nuovo Presidente ha chiarito che i mercati dovranno dedurre l'orientamento della politica monetaria dal flusso di dati e dai provvedimenti dei policymaker, piuttosto che fare affidamento su una forward guidance esplicita.

Il punto è emerso con grande evidenza dalla prima riunione presieduta dal governatore Warsh. Sebbene il comunicato, l'aggiornamento delle proiezioni macro (Summary of Economic Projections, SEP) e il nuovo grafico a punti (dot plot) avessero tutti un bias inequivocabilmente restrittivo, i tassi non hanno subito variazioni. In aggiunta, scegliendo di non presentare la propria previsione sui tassi, Warsh ha segnalato che gli strumenti di comunicazione tradizionali utilizzati dalla Fed per guidare i mercati, incluso il dot plot, potrebbero avere un valore informativo inferiore rispetto al passato.

In questo contesto, le nostre previsioni sono state modificate per riflettere l'accresciuta incertezza. In particolare, abbiamo eliminato l'orientamento espansivo dallo scenario centrale, per tener conto dei segnali di un approccio restrittivo, e prevediamo ora che i tassi restino invariati fino alla fine dell'anno. Continuiamo però a pensare che un taglio sia più probabile che un rialzo, anche se entrambi rappresentano rischi di coda. A nostro avviso, le proiezioni del FOMC sull'inflazione misurata dal PCE sono troppo aggressive, specie a livello core; il mercato del lavoro è solido ma nel complesso equilibrato, la crescita non si sta surriscaldando e le pressioni sottostanti sull'inflazione continuano ad allentarsi, complici l'attenuazione dell'impatto dei dazi e le ripercussioni limitate dello shock energetico.

Tassi fermi, ma approccio restrittivo. Nella prima riunione guidata dal Presidente Warsh, il FOMC ha lasciato i tassi invariati al 3,50–3,75%. Sebbene il comunicato, l'aggiornamento delle proiezioni macro e il grafico a punti abbiano tutti espresso un orientamento decisamente restrittivo, il Comitato ha deciso all'unanimità di mantenere i tassi invariati e, secondo il presidente Warsh, non ha preso in considerazione proposte alternative, nonostante metà dei membri preveda almeno un aumento dei tassi entro la fine dell'anno e le stime sull'inflazione *core* siano state riviste al rialzo in modo significativo.

Fine del servizio di baby-sitting. Il comunicato è stato molto più breve rispetto a quelli diffusi durante l'era Powell, e sono state eliminate sia le indicazioni prospettiche (*forward guidance*) che qualunque spiegazione dettagliata della funzione di reazione. Nel complesso, i toni sono stati aggressivi, l'economia descritta come solida e l'inflazione ancora elevata, in parte a causa degli shock dal lato dell'offerta. È stato eliminato anche l'orientamento espansivo (*easing bias*).

SEP e dot plot restrittivi. L'aggiornamento delle proiezioni macro e del grafico a punti hanno trasmesso un messaggio ancora più restrittivo. Le stime di crescita del PIL sono state riviste solo leggermente al ribasso per il 2026, mentre le proiezioni sull'inflazione PCE sia *headline* che *core* sono state riviste marcatamente al rialzo (rispettivamente al 3,6% e 3,3%), con il dato *core* atteso restare sopra target fino al 2028. In questo contesto, metà dei membri del FOMC si aspetta almeno un aumento dei tassi per l'anno in corso, seguito da tagli nel 2027 e 2028. In coerenza con il suo scetticismo in tema di *forward guidance*, Warsh non ha presentato le proprie proiezioni.

Tuttavia, non è stato annunciato alcun rialzo. Nonostante le previsioni di inflazione più elevate e i rischi al rialzo che le accompagnano, il Consiglio non ha alzato i tassi, né

sembra aver seriamente considerato la possibilità di farlo. L'incongruenza tra l'*outlook* per l'inflazione e la decisione di politica monetaria è ragguardevole.

Un cambiamento significativo nel quadro di riferimento per la Fed. La decisione di lasciare i tassi invariati potrebbe riflettere gli ampi cambiamenti istituzionali a cui è stato fatto cenno. Il presidente Warsh, infatti, ha annunciato l'istituzione di cinque gruppi di lavoro incentrati su comunicazione, politica di bilancio, metodologia macroeconomica, produttività/intelligenza artificiale e *framework* dell'inflazione. Le loro conclusioni, attese entro fine anno, potrebbero ridefinire in modo significativo l'approccio della Banca centrale.

In questo contesto, le nostre previsioni sono state modificate per riflettere l'accresciuta incertezza. In particolare, abbiamo eliminato l'orientamento espansivo dallo scenario centrale, per tener conto dei segnali di un approccio restrittivo, e ora prevediamo che i tassi restino invariati fino a fine anno.

Benché il FOMC abbia espresso un orientamento restrittivo attraverso il comunicato, le proiezioni macro e il grafico a punti, il presidente Warsh è parso riluttante a esprimere il proprio punto di vista sull'attuale *stance* di politica monetaria: l'ha descritta come "disomogenea", restrittiva per alcuni settori dell'economia e accomodante per altri, e ha aggiunto che il lavoro delle *task force* fornirà maggiore chiarezza. A meno che nei prossimi mesi non si registri un cambiamento sostanziale dei trend macro, la nostra interpretazione è che la sua preferenza vada a tassi invariati nel resto dell'anno.

Nello stesso tempo, per tener conto della possibilità che altri fattori possano influenzare la funzione di reazione della nuova Fed – diversamente, i tassi sarebbero già stati alzati, considerando il segnale di SEP e *dot plot* - **continuiamo a pensare che un taglio sia più probabile che un rialzo, anche se entrambi gli scenari rimangono rischi di coda.**

Questa opinione si basa su diverse considerazioni:

1. Riteniamo che le proiezioni del FOMC sull'inflazione PCE core siano troppo aggressive e presuppongano effetti di second'ordine importanti, che non rientrano nel nostro scenario base. Il mercato del lavoro è solido ma nel complesso equilibrato, la crescita non si sta surriscaldando e le pressioni sottostanti l'inflazione continuano ad allentarsi, complici l'attenuazione dell'impatto dei dazi e le ripercussioni limitate dello shock energetico.
2. Il FOMC ha evitato persino di discutere l'opzione di un aumento dei tassi, nonostante le proiezioni sull'inflazione *core* siano state alzate a livelli che non si registravano da fine 2023: ciò suggerisce che l'asticella per un inasprimento della politica monetaria resti fissata a livelli eccezionalmente alti. In effetti, secondo il Presidente, l'unica discussione su un provvedimento alternativo al mantenimento dei tassi invariati ha riguardato la possibilità di un taglio.
3. Le proiezioni di inflazione elevate per il 2026 aumentano la probabilità di revisioni al ribasso nel corso dell'anno.
4. Il presidente Warsh ha sottolineato che una crescita forte accompagnata da una produttività più elevata costituirebbe uno sviluppo benvenuto. Evidentemente – in base alla nostra interpretazione delle sue osservazioni – questo scenario non sarebbe considerato intrinsecamente inflazionistico.

BCE – Ordinaria amministrazione

Continuiamo a prevedere che la BCE si limiterà a una gestione ordinaria dell'outlook per l'inflazione in Area Euro, piuttosto che imbarcarsi in una gestione straordinaria sulla falsariga di quella sperimentata nel 2022. Di conseguenza, non effettuerà un ciclo di rialzi aggressivo paragonabile a quello registrato allora, in un contesto di (1) indebolimento delle prospettive per la crescita, (2) perdurante allentamento delle pressioni sull'inflazione sottostante, (3) assenza di effetti di second'ordine sui salari.

Benché un intervento a settembre rimanga possibile (ne stimiamo la probabilità al 50%), restiamo dell'avviso che l'istituto di Francoforte non sarebbe in grado di consegnare un terzo ulteriore rialzo. Inoltre, continuiamo a pensare che con il passare del tempo - forse già nel quarto trimestre - occorrerà invertire la rotta e tagliare i tassi almeno una volta, se non di più, dato che i rischi al ribasso per la crescita si intensificheranno in modo tanto più pronunciato quanto più a lungo sarà mantenuto un approccio preventivo.

Il primo aumento dei tassi da settembre 2023. Come ampiamente atteso, la BCE ha alzato i tassi di 25 punti base, portando il tasso sui depositi al 2,25%. La decisione è stata unanime e non sono state discusse opzioni alternative, tra cui un aumento di 50 punti base o l'assenza di variazioni. Christine Lagarde si è astenuta dal fornire indicazioni sulle mosse future, limitandosi a dichiarare che, dopo l'intervento di giugno, la BCE si trova in buona posizione per affrontare l'incertezza derivante dalla guerra.

Prevenire è meglio che curare. Nonostante la Presidente abbia speso tempo per qualificare l'aumento come una decisione di politica monetaria ordinaria, dato che le pressioni al rialzo sulle quotazioni energetiche si stanno trasmettendo ad altre categorie di prezzi, restiamo convinti che quello effettuato sia un intervento preventivo, sulla base di diverse considerazioni:

1. Christine Lagarde ha segnalato che le aspettative di inflazione a medio termine rimangono ben ancorate e al momento non ci sono evidenze di effetti di second'ordine. Tuttavia, ha anche ribadito che quanto più a lungo persisterà lo shock energetico, tanto più aumenterà la probabilità che tali rischi si materializzino.
2. È stato sottolineato che nello scenario centrale il tasso di crescita dei salari resta contenuto intorno al 3,2% annuo per tutto l'orizzonte di previsione, il che implica l'assenza di effetti di second'ordine significativi. Questo nonostante l'ipotesi di base che i prezzi del petrolio raggiungano un picco sopra i 100 dollari/barile nel secondo trimestre 2026 e rimangano sopra la soglia di 80 dollari/barile per tutto il primo semestre del 2027.
3. La Presidente ha sottolineato a più riprese che l'aumento dei tassi è appropriato sotto una molteplicità di scenari, il che suggerisce che la Banca centrale abbia agito per proteggersi da esiti sfavorevoli.
4. Riteniamo che la BCE intenda inviare un messaggio chiaro ai mercati, ovvero che non ripeterà l'errore, commesso nel 2022, di rispondere troppo tardi alle pressioni sui prezzi.

Un ulteriore aumento resta possibile. Sebbene la Banca centrale resti focalizzata sui dati e mantenga il suo approccio "riunione per riunione", la retorica dell'ultima conferenza stampa segnala che la possibilità di un ulteriore rialzo resta sul tavolo. Infatti:

1. La Presidente ha dichiarato che, nonostante i rischi per l'attività economica rimangano orientati al ribasso, la crescita non è assente né gravemente minacciata in nessuno scenario: anche in quello avverso, il ritmo di espansione del PIL rimane tranquillamente in territorio positivo.
2. È stato fatto esplicito riferimento alla funzione di reazione trattenuta durante la conferenza con gli ECB Watchers di marzo. In quell'occasione, era stato segnalato che se lo shock sui prezzi dell'energia avesse generato uno scostamento significativo ma

temporaneo dell'inflazione dal target, sarebbe stato necessario "un aggiustamento misurato della strategia"; l'espressione utilizzata sembra rimandare a qualcosa di più che un solo rialzo dei tassi.

3. La Lagarde ha evitato di fare commenti sull'eventualità che la BCE possa portare i tassi in territorio restrittivo, sostenendo piuttosto che le stime sul livello del tasso neutrale sono molto incerte in presenza di shock di ampia portata.

Più facile a dirsi che a farsi. In questo contesto, pensiamo che il percorso dei tassi attualmente prezzato possa rappresentare un limite difficilmente superabile per la BCE, considerando che i rischi al ribasso per l'attività economica continuano ad accumularsi, la disinflazione a livello *core* prosegue e la crescita salariale resta in moderazione. Pertanto, manteniamo la convinzione che un secondo rialzo nel terzo trimestre sia possibile. La tempistica dipenderà anche dagli sviluppi in Medio Oriente (settembre sembra più probabile che luglio); non pensiamo però che ci sia spazio per un terzo aumento entro fine anno.

Le prospettive a medio termine non cambiano. In aggiunta, continuiamo a pensare che, con il passare del tempo - forse già nel quarto trimestre - la BCE dovrà invertire la rotta ed effettuare almeno un taglio, se non di più, a causa dell'aumento dei rischi al ribasso per la crescita. La probabilità che questo scenario si materializzi o meno dipenderà dall'entità della stretta addizionale che sarà effettuata e dagli sviluppi geopolitici, fra cui le modalità di riequilibrio del mercato del petrolio dopo la definizione dei dettagli dell'accordo sulla guerra in Medio Oriente.

PBoC – Nessuna novità

Ci aspettiamo che la PBoC mantenga un approccio moderatamente accomodante per tutto il 2026, con un orientamento espansivo finalizzato a sostenere la crescita, anche dopo le sorprese al rialzo arrivate dai dati sull'attività economica del primo trimestre.

Il nostro scenario centrale è invariato: manteniamo l'aspettativa di un taglio del tasso di riferimento di 10 punti base nel terzo trimestre e di una riduzione complessiva di 50 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria nel corso dell'anno.

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

Mattia Banin

Junior Macro Analyst
mattia.banin@animasgr.it

Chiara Cremonesi

Senior Rates Strategist
chiara.cremonesi@animasgr.it

Matteo Gallone

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

AVVERTENZE

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

Documento chiuso il 25 giugno 2026.