

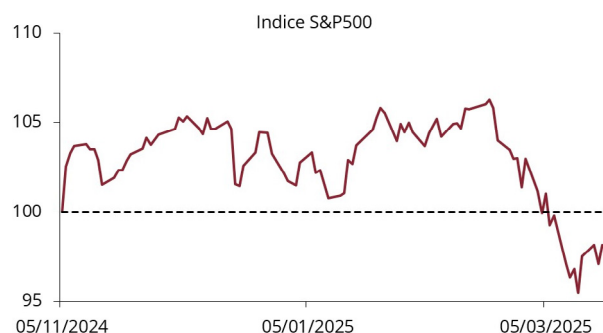
## Azioni e reazioni

Negli Stati Uniti la crescita è in rallentamento, a causa dell'incertezza sugli effetti delle politiche di Trump e del deterioramento del mercato del lavoro, mentre in Area Euro resta anemica. Il trend disinflazionistico prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina, la situazione macro è invariata, in attesa degli stimoli annunciati dalle Autorità. In questo scenario, restiamo moderatamente costruttivi sui titoli di Stato dei mercati sviluppati, mentre adottiamo un approccio neutrale sull'azionario

L'incertezza generata dalle conseguenze dei dazi globali annunciati da Trump continua a esercitare una notevole influenza sui mercati globali, sui quali si è scatenata una forte ondata di volatilità. Nonostante le rassicurazioni, la mancanza di chiarezza sulle politiche commerciali crea un clima di preoccupazione tra consumatori, investitori e imprese. Questo contesto di incertezza ha portato all'annullamento di tutti i guadagni registrati dal mercato azionario statunitense dopo l'elezione di Donald Trump alla presidenza (**Grafico 1**).

Il flusso di dati, eventi e notizie delle ultime settimane ha avuto un impatto significativo sulla situazione ma-

**Grafico 1:** I guadagni di Wall Street, dalla elezione di Trump ad oggi, si sono annullati



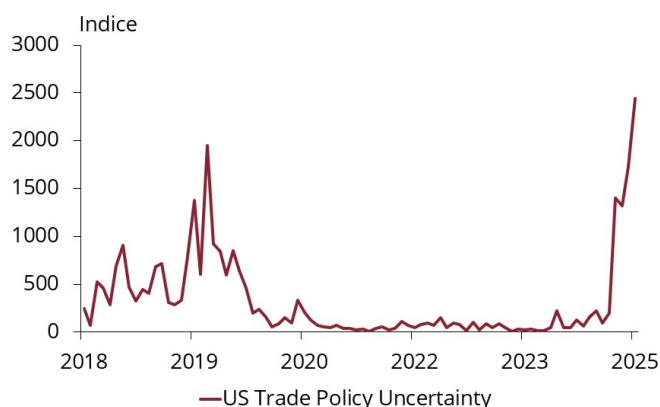
Fonte: *Bloomberg*, ANIMA Research. Dati dal 05/11/2024 al 21/03/2025.

croeconomica, le politiche monetarie e la strategia di *asset allocation*. Dal punto di vista della **crescita economica**, si è osservato un **ribilanciamento dei rischi**: in Area Euro i rischi si sono orientati al rialzo, mentre negli Stati Uniti sono aumentate le preoccupazioni di un rallentamento più pronunciato, pur senza portarci ad ipotizzare una recessione. Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, i dati di febbraio hanno confermato un **consolidamento del processo disinflazionistico**, supportando la nostra aspettativa di una convergenza del PCE *core* negli Stati Uniti e del CPI *core* in Area Euro al *target* delle Banche centrali entro fine anno. Tuttavia, sia la Federal Reserve (Fed) che il consenso sono più pessimisti sulla possibilità di raggiungere questo obiettivo: ora ci aspettiamo che la Fed possa potenzialmente arrivare fino a 4 tagli dei tassi entro l'anno, mentre la Banca Centrale Europea (BCE) potrebbe optare per una pausa a partire da aprile. In Cina, sebbene le Autorità abbiano riconosciuto la necessità di introdurre misure a supporto dei consumi nel medio periodo, i dettagli riguardanti tali misure sono ancora limitati.

**Crescita. Negli Stati Uniti i rischi al ribasso per la crescita sono in aumento, anche se i segnali di un rallentamento significativo restano limitati.** L'indice ISM di fiducia delle imprese di servizi, indicativo dello stato di salute della domanda interna, ha mostrato un'accelerazione, rimanendo in territorio espansivo. La **propensione al consumo resta elevata e il tasso di risparmio è storicamente basso**. Il *momentum* del reddito disponibile è sostenuto e in accelerazione e la ripresa del settore manifatturiero continua, con la produzione industriale che ha mostrato dinamiche costruttive negli ultimi 3 mesi.

Nonostante questi segnali di resilienza, **l'aumento dell'incertezza legata alle politiche economiche dell'amministrazione Trump rappresenta una preoccupazione crescente**, con gli indici di incertezza che hanno raggiunto livelli record, in particolare per la politica commerciale (**Grafico 2**). Le ragioni principali per un aumento dei rischi al ribasso sono principalmente due: il calo della fiducia dei consumatori, che interessa tutte le fasce di reddito, e il deterioramento del mercato del lavoro, con il numero di nuovi posti di lavoro che, per il secondo mese consecutivo, è sceso al di sotto dei livelli pre-pandemici. Si stanno anche manifestando i primi segnali degli effetti delle politiche di tagli volute da Elon Musk, come confermato dal contributo ridotto del governo alla creazione di occupazione, che ha registrato uno dei tassi di crescita più bassi sin dall'inizio della pandemia.

**Grafico 2:** USA, l'indice di incertezza della politica commerciale ha raggiunto livelli record



Note: L'US Trade Policy Uncertainty (TPU) Index è calcolato utilizzando un metodo basato su ricerche testuali automatizzate negli archivi elettronici di sette giornali principali: Boston Globe, Chicago Tribune, Guardian, Los Angeles Times, New York Times, Wall Street Journal e Washington Post. Questo metodo permette di monitorare le variazioni nell'incertezza della politica commerciale nel tempo. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 21/03/25.

Infine, è importante notare la **debolezza "tecnica"** della crescita nel primo trimestre, dovuta all'aumento delle importazioni in previsione dell'applicazione dei dazi.

**In Area Euro, il PIL ha registrato una crescita anemica** dello 0,1% nel quarto trimestre del 2024 (escludendo l'Irlanda), con un indebolimento della domanda interna. Questo *momentum* mediocre sembra destinato a continuare nel primo trimestre del 2025: **il sentiment di consumatori e imprese rimane dimesso** e i dati dell'economia reale non mostrano slancio.

Le prospettive per la seconda metà dell'anno sono, invece, più costruttive. Inizieranno, infatti, ad essere implementati i massicci programmi di spesa per infrastrutture e difesa approvati in Germania, insieme al piano di riarmo europeo, anche se i benefici a breve termine saranno modesti.

**Inflazione. Negli Stati Uniti**, i dati di febbraio hanno confermato **il consolidamento del processo disinflazionistico**, rafforzando la nostra aspettativa di una convergenza del PCE *core* al target della Fed. Tuttavia, sia la Fed che il consenso si sono dimostrati più pessimisti sul raggiungimento dell'obiettivo. Nel dettaglio, **l'indice supercore** dei servizi non residenziali **ha rallentato**, e la variazione mensile dei prezzi dei beni core e dei servizi legati al settore residenziale si è allineata al trend pre-Covid.

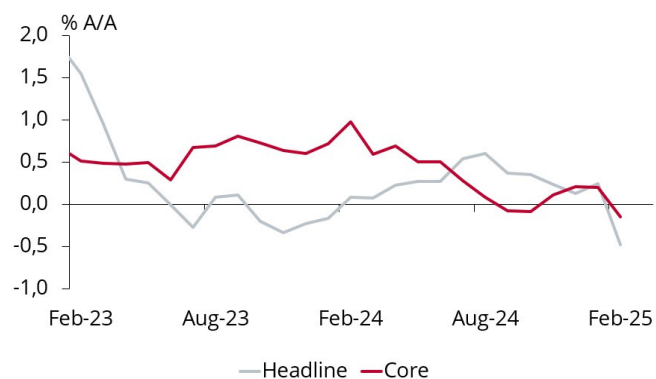
Nel nostro scenario centrale, **le stime verranno**

**aggiornate sulla base delle decisioni dell'Amministrazione Trump sui dazi verso il Canada e il Messico, prevista per il 2 aprile.** Tuttavia, ci aspettiamo che l'impatto di tali misure sia contenuto, con un *pass-through* (incidenza delle tariffe sulla dinamica dei prezzi dei beni coinvolti) limitato al 20%. Di conseguenza, prevediamo un percorso di inflazione che, pur potendo essere leggermente più elevato, rimarrà comunque sotto controllo.

**In Area Euro, a febbraio, l'inflazione core ha registrato il primo calo da settembre, e l'inflazione sui servizi è scesa sotto il range 3,9%-4,1%,** che perdurava da 13 mesi. In linea con gli indicatori anticipatori, ci aspettiamo che le pressioni sui prezzi dei servizi continuino ad allentarsi nei prossimi mesi. Questo trend disinflazionistico sarà sostenuto dal progressivo rientro dei fattori tecnici e idiosincratichi che hanno mantenuto elevata l'inflazione negli ultimi trimestri, dalla moderazione delle pressioni salariali e dall'esaurimento della spinta generata dall'aumento dei margini di profitto aziendali durante la pandemia.

**In Cina, la situazione rimane sostanzialmente invariata: la crescita resta debole e sotto il potenziale,** con la domanda interna rimasta anemica anche durante le festività del Capodanno Lunare. **Le forze disinflazionistiche continuano a prevalere,** con gli indici CPI headline e il CPI core entrambi scesi in territorio negativo a febbraio (**Grafico 3**). Inoltre, i dazi americani sono stati ulteriormente inaspriti, aggravando la situazione.

**Grafico 3:** USA, la disinflazione dovrebbe consolidarsi nel 2025, con un ritmo lento e non lineare



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 21/03/2025.

In questo contesto, **le Autorità cinesi hanno rinnovato l'impegno a potenziare ulteriormente gli stimoli,** concentrandosi principalmente sul supporto ai consumi. Tuttavia, i dettagli su queste misure restano

al momento limitati.

**Politiche monetarie.** Manteniamo la nostra view secondo cui la **Fed continuerà un ciclo di tagli disinflazionistico,** sebbene con un **approccio precauzionale e attendista.** Nonostante il quadro macroeconomico abbia assunto connotati stagflazionistici, **la stima mediana dei tagli attesi per il 2025 non è stata modificata.** Se lo scenario economico dovesse peggiorare, la Fed potrebbe allentare la politica monetaria in maniera più aggressiva, con un totale di 4 tagli entro l'anno, rispetto ai 2-3 previsti nel nostro scenario centrale.

**Nell'Area Euro,** manteniamo la previsione di **3 tagli di 25 punti base da parte della BCE entro la fine dell'anno,** rispetto alle aspettative di mercato che prevedono meno di 2 tagli. Tuttavia, non possiamo escludere completamente una pausa ad aprile, a causa dell'incertezza sulle conseguenze delle politiche commerciali degli Stati Uniti, che potrebbe influenzare le decisioni della BCE.

**In Cina, la Banca Popolare Cinese (PBoC) continuerà a contrastare l'impatto negativo dei dazi con politiche di allentamento monetario.** Prevediamo 2 tagli di 25 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria nel primo e terzo trimestre, e due riduzioni di 20 punti base del tasso di riferimento per i prestiti nel secondo e quarto trimestre. Tuttavia, gli stimoli potrebbero aumentare se il quadro economico peggiorasse.

Nel contesto macroeconomico attuale, abbiamo rivisto le nostre indicazioni di asset allocation, adottando **una posizione neutrale sull'intero settore azionario.**

Sui **Treasury manteniamo un atteggiamento moderatamente costruttivo:** non ci aspettiamo una recessione nell'orizzonte di previsione, né un abbassamento dei tassi da parte della Fed al di sotto della soglia di neutralità. Invariato il giudizio sui **Bund:** i pacchetti di stimolo e le riforme varati in Germania, insieme agli investimenti in difesa dell'UE, stimoleranno il potenziale di crescita, e l'emissione di Bund e titoli governativi in Euro raggiungerà nuovi massimi storici. Una visione simile si applica anche ai **BTP,** che hanno dimostrato una buona tenuta durante il *sell-off* dei Bund, motivo per il quale ci attendiamo che possano **replicarne fedelmente l'andamento.**

L'approccio verso i mercati del credito rimane improntato alla selettività, a causa della compressione dei premi al rischio.

**Sul comparto azionario, riteniamo opportuno ripristinare una posizione neutrale.** L'aumento dell'incertezza riguardo alle politiche dell'amministrazione Trump, insieme alla possibilità di scelte di discontinuità radicale, sia a livello domestico che internazionale, giustifica un approccio più prudente.

Fino a questo momento, la correzione dei listini statunitensi è stata principalmente il risultato di un aggiustamento degli eccessi di posizionamento e delle valutazioni. Tuttavia, se l'incertezza, l'aggressività e l'apparente insensibilità dell'Amministrazione Trump ai trend di mercato dovessero persistere, gli investitori potrebbero iniziare a prezzare un deterioramento più significativo del quadro ciclico, con ripercussioni negative per i corsi azionari.

## Mercati obbligazionari

### Moderatamente costruttivi

Con tariffe in via di definizione, piani di stimolo fiscale europei approvati, e benefici di una possibile ricostruzione in Ucraina ancora lontani, **non si intravedono molti catalizzatori che possano danneggiare ulteriormente i bond.**

Inoltre, il progressivo spostamento dell'attenzione degli investitori dall'inflazione alla crescita è un fattore di supporto.

Di conseguenza, restiamo **moderatamente costruttivi sull'obbligazionario**, sebbene le **preferenze** tra le due sponde dell'Atlantico siano cambiate. All'inizio dell'anno, ci si aspettava un allentamento monetario limitato da parte della Fed e un approccio molto più aggressivo da parte della BCE; oggi, il mercato prevede quasi 3 tagli dei tassi negli Stati Uniti (uno scenario plausibile) e circa 2 in Area Euro, una stima che appare troppo prudente. Allo stesso modo, le aspettative di crescita in Europa sono passate da un eccesso di pessimismo a un eccesso di ottimismo, mentre negli Stati Uniti i tassi a 5 anni, 5 anni *forward*, sono scesi di 50 punti base, riducendo così l'appel per i Treasury. Pertanto, la preferenza per i *Treasury*, deve ora essere riequilibrata a favore dei governativi in euro.

## Mercati azionari

### Europa: la sovraperformance continua

Nell'ultimo mese il mercato azionario europeo, nonostante una breve correzione, ha continuato a sovraperformare quello statunitense. Il trend positivo

è supportato da diversi fattori, tra cui il maxi-stimolo fiscale tedesco da €500 miliardi, e le prospettive di una possibile cessazione delle ostilità tra Ucraina e Russia. In termini settoriali, siamo positivi sugli industriali, i materiali di base e i bancari; neutrali sui consumi discrezionali e i *tech*; negativi su *utilities*, energetici e sanitari.

### Italia: il mercato resta a sconto

In uno scenario incerto e volatile a causa dei dazi americani, la valutazione relativa del mercato italiano rispetto a quello europeo è ancora a sconto e sembra avvicinarsi alla media di lungo periodo. A livello settoriale, siamo in sovrappeso su finanziari, lusso, servizi di comunicazione e tecnologia. Al contrario, siamo negativi sugli industriali, sulle società indebitate e su quelle con forte esposizione al mercato statunitense.

### USA: annullati i guadagni post-elezioni

Il mercato azionario statunitense ha annullato tutti i guadagni registrati dopo l'elezione di Donald Trump alla presidenza. L'incertezza riguardo agli effetti dei piani tariffari dell'amministrazione Trump e l'assenza di chiarezza, nonostante le ripetute rassicurazioni, stanno generando preoccupazioni tra consumatori, investitori e imprese. In questo contesto, abbiamo ridotto il beta dei portafogli: manteniamo un approccio selettivo nel settore tecnologico, insieme al sovrappeso nei settori dei consumi non ciclici e finanziario.

### Emergenti: riduzione del sottopeso in Cina

Nel corso del mese di febbraio l'indice globale è stato penalizzato dalle preoccupazioni per l'impatto dei dazi e da dati economici statunitensi più deboli del previsto. Da un punto di vista geografico, confermiamo i movimenti degli ultimi mesi: una significativa riduzione del sottopeso sulla Cina, dove le Autorità hanno confermato la volontà di raggiungere l'obiettivo di crescita economica di almeno il 5%, anche attraverso stimoli fiscali, con un'enfasi particolare sui consumi privati e l'adozione di nuove tecnologie come AI e robotica; una progressiva riduzione dell'esposizione all'India e un marginale, ma continuo, incremento dell'esposizione ai Paesi del Golfo.

*Nota: la presente analisi è stata svolta in data 21 marzo 2025.*