

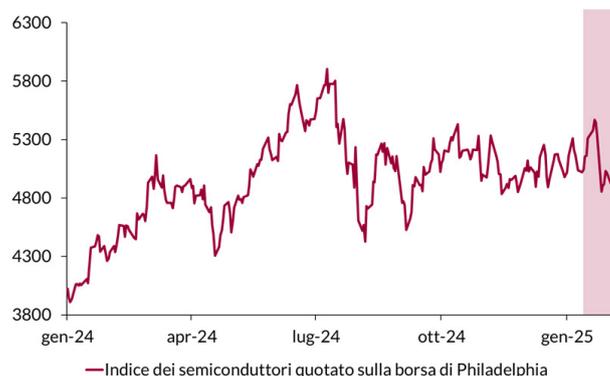


## Tenere la rotta tra le secche

Negli Stati Uniti la crescita continua a rallentare in modo misurato, mentre in Area Euro rimane fiacca e sotto potenziale. Su entrambe le sponde dell'Atlantico ci aspettiamo un ulteriore calo dell'inflazione. In Cina lo scenario è invariato, in attesa di stimoli da parte delle Autorità e degli sviluppi sulla politica commerciale statunitense. In questo contesto, confermiamo la nostra *view* costruttiva sulle obbligazioni governative e il giudizio positivo sulle azioni di Europa e Italia

**L'ultima settimana di gennaio ha registrato un'impennata di volatilità sui mercati finanziari – in particolare nel settore tech – dovuta all'emergere di Deepseek, società cinese che ha sviluppato un software di intelligenza artificiale a costi molto inferiori rispetto ai principali colossi tecnologici statunitensi. Il fenomeno potrebbe segnare un cambio di rotta nell'equilibrio globale, sollevando timori in merito alla supremazia tecnologica degli Stati Uniti, che hanno tradizionalmente dominato l'innovazione nel campo dell'AI. Tuttavia, nonostante l'inaspettata pressione sui mercati (Grafico 1), lo scenario macroeconomico a livello globale rimane sostanzialmente invariato.**

**Grafico 1:** L'effetto Deepseek sull'indice dei semiconduttori



— Indice dei semiconduttori quotato sulla borsa di Philadelphia  
Fonte: Fonte: Bloomberg, ANIMA Research. Dati al 05/02/2025

Nel dettaglio, per quanto riguarda la crescita, i dati pubblicati nelle ultime settimane confermano uno **scenario di tipo Goldilocks per gli Stati Uniti**, con la crescita che rallenta gradualmente ma senza pressioni inflazionistiche. **Nell'Area Euro**, l'attività economica **resta debole**, senza rischi immediati di recessione, ma anche priva di segnali di un'imminente ripresa. **In Cina**, l'attività economica è destinata a indebolirsi ulteriormente, con una domanda interna anemica e un supporto alle esportazioni, dovuto principalmente all'anticipazione degli ordini per fronteggiare i dazi, che potrebbe essere temporaneo.

Con riferimento all'andamento dei prezzi, confermiamo la nostra previsione che il **processo di disinflazione negli Stati Uniti si consoliderà nel 2025**, sebbene a un ritmo graduale e non lineare. Anche **in Area Euro** manteniamo le aspettative di un ulteriore **calo dell'inflazione**. **In Cina**, le forze disinflazionistiche continuano a prevalere e, in assenza di un intervento delle Autorità governative, è improbabile che lo scenario possa mutare.

A livello di politiche monetarie, a gennaio la **Federal Reserve ha mantenuto un atteggiamento cauto e ha lasciato i tassi di interesse invariati**. Ci aspettiamo ora 3-4 tagli ai tassi nel 2025, a partire dal secondo trimestre. In Area Euro, la **Banca Centrale Europea ha proseguito sulla strada dell'allentamento, tagliando i tassi di interesse di 25 punti base a gennaio**. Ci aspettiamo altri quattro tagli da 25 punti base nei prossimi meeting, che porteranno il tasso di deposito leggermente al di sotto della soglia di neutralità entro il terzo trimestre. In Cina, infine, la **Banca Popolare Cinese continuerà a supportare l'economia** mediante stimoli fiscali e politiche di allentamento monetario, al fine di rafforzare il sostegno alla crescita.

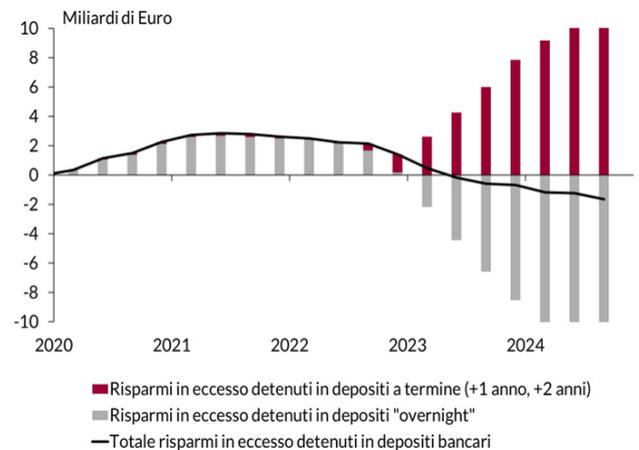
**Crescita. Negli Stati Uniti, il principale motore della crescita, ovvero il reddito, continua a mantenersi solido.** La nostra misura del reddito da lavoro registra incrementi mensili superiori alla media pre-pandemica, mentre il reddito personale disponibile si mantiene su un trend significativamente più elevato rispetto ai livelli pre-Covid. La spesa per consumi personali ha accelerato a novembre come evidenziato dal PCE, ed è proseguita anche nel mese di dicembre con le vendite al consumo. Inoltre, gli indicatori di fiducia delle imprese nei settori dei servizi suggeriscono un consolidamento del *momentum* positivo.

I rischi per il nostro scenario restano bilanciati: i **risparmi in eccesso, accumulati durante la pandemia, potrebbero esaurirsi tra il 2025 e il 2026**, ma la revisione al rialzo dei dati di contabilità nazionale effettuata a

settembre ha spiegato retrospettivamente la resilienza della crescita nel secondo e terzo trimestre 2024, e non si può escludere che tale dinamica si ripeta nel 2025.

**In Area Euro**, la debolezza degli indicatori di fiducia delle imprese si conferma coerente con uno scenario di **crescita in consolidamento, ma inferiore al potenziale**. A differenza degli Stati Uniti, infatti, **manca il supporto dei risparmi**: le risorse in eccesso, accumulate durante la pandemia e depositate in conti bancari, sono pressoché esaurite (**Grafico 2**). Inoltre, l'incremento della quota di depositi vincolati riduce il potenziale di sostegno dei risparmi alla spesa.

**Grafico 2:** In Area Euro, i risparmi accumulati durante la pandemia sono pressoché esauriti



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 20/01/2025.

A complicare ulteriormente il quadro, si stanno accumulando **numerosi rischi al ribasso**: i bilanci aziendali stanno diventando progressivamente più fragili, i sondaggi sulle intenzioni di assunzione da parte dei datori di lavoro mostrano un deterioramento continuo, e gli indici di incertezza riguardo le politiche commerciali di Trump hanno raggiunto livelli record. Infine, il nostro indicatore proprietario sulla domanda globale evidenzia un trend di indebolimento persistente.

**Inflazione. Negli Stati Uniti il processo di disinflazione dovrebbe consolidarsi nel 2025, seppur con un ritmo lento e non lineare (Tabella 1).** L'inflazione *core* continua a scendere, con una variazione mensile negativa, al netto delle auto usate. L'*indice supercore* ha registrato una variazione mensile dello 0,2%, inferiore alla media dello 0,3% dei quattro mesi precedenti e **in linea con il trend pre-Covid**. Si prevede che, nei prossimi mesi, gli effetti base contribuiranno a ridurre ulteriormente l'inflazione.

**Tabella 1:** USA, la disinflazione dovrebbe consolidarsi nel 2025, con un ritmo lento e non lineare

	CPI Core	CPI Core	PCE Core	PCE Core
	US ANIMA	US Consensus	US ANIMA	US Consensus
	Y/Y %	Y/Y %	Y/Y %	Y/Y %
Q4 24	3.2	3.2	2.7	2.8
<b>2024</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>
Q1 25	3.0	3.0	2.4	2.5 ↑
Q2 25	2.8	2.9 ↑	2.3	2.5 ↑
Q3 25	2.8	3.1 ↑	2.3	2.5 ↑
Q4 25	2.6	2.9 ↑	2.1	2.4 ↑
<b>2025</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0 ↑</b>	<b>2.2</b>	<b>2.5 ↑</b>

Note: Il Consensus CPI Core per gli Stati Uniti non è disponibile; utilizziamo un indice calcolato internamente (aggregando GS, UBS, Barclays, BofA). Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 20/01/2025.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, si osserva un ribilanciamento, con una riduzione delle pressioni salariali, in particolare per i lavoratori *blue collar*, ovvero i lavoratori manuali. Gli indicatori della Fed di Atlanta sulle retribuzioni mostrano una tendenza ribassista sia per i lavori qualificati che non qualificati.

Del resto, nonostante alcuni rischi al rialzo, riteniamo che nel corso dell'anno le **politiche di Trump** avranno un impatto limitato sui prezzi. Se la nuova amministrazione seguirà un **approccio "verticale"** o bilaterale alle tariffe, simile a quello del primo mandato, l'impatto sull'inflazione sarà contenuto, grazie alle opzioni di ri-orientamento degli scambi commerciali e all'ampia capacità di assorbimento delle imprese. Tuttavia, nel caso in cui venisse adottato un **approccio "orizzontale"** o settoriale, come suggerito recentemente, l'effetto sui prezzi potrebbe essere più immediato e significativo, poiché le difese economiche sarebbero meno efficaci e i tempi di attuazione si allungherebbero, a causa della necessità di adottare misure specifiche per ciascun settore, soggette all'approvazione del Congresso.

**In Area Euro**, ci attendiamo un calo dell'inflazione. In particolare, l'inflazione *core* dovrebbe diminuire già a partire da inizio anno, grazie ai prezzi dei servizi. Più nel dettaglio, i due principali fattori di allentamento delle pressioni inflazionistiche saranno: **l'aggiustamento conservativo dei prezzi** che solitamente vengono aggiornati a gennaio, in risposta a un'inflazione significativamente più contenuta negli ultimi 12 mesi rispetto ai due anni precedenti, e gli effetti base favorevoli legati al **riassorbimento di fattori tecnici e idiosincra-**

**tici** che avevano gonfiato l'inflazione lo scorso anno.

**In Cina, il quadro economico è invariato.** L'obiettivo di crescita per il 2024 è stato raggiunto, grazie a un incremento temporaneo delle esportazioni, finalizzato a prevenire l'aumento delle tariffe da parte degli Stati Uniti. Tuttavia, la domanda interna resta debole, e i segnali di stabilizzazione dei prezzi immobiliari non sono sufficienti a stimolare la fiducia dei consumatori e le vendite al dettaglio. Le forze disinflazionistiche dominano ancora l'economia: **senza un intervento delle Autorità, sembra improbabile un'inversione di tendenza.**

**Politiche monetarie.** Nella riunione di gennaio, la **Federal Reserve ha mantenuto un atteggiamento prudente, lasciando invariati i tassi d'interesse.** Di conseguenza, abbiamo rivisitato la nostra *view* e ora **ci aspettiamo che la Fed riduca i tassi di 3-4 volte nel 2025, a partire dal secondo trimestre, dai quattro tagli inizialmente previsti.**

**La Banca Centrale Europea a gennaio ha ridotto i tassi di interesse di 25 punti base, portando il tasso di deposito al 2,75%, e confermando così un orientamento dovish.** In base alle attuali condizioni economiche, ci aspettiamo quattro tagli da 25 punti base nel corso dei prossimi *meeting*, che porteranno il tasso di deposito a 1,75%, leggermente al di sotto della soglia di neutralità (2%), entro il terzo trimestre 2025.

In Cina, la **Banca Popolare Cinese continuerà a sostenere gli stimoli fiscali** con misure di allentamento monetario, per rafforzare il supporto all'economia. **Prevediamo due tagli da 25 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria nel primo e nel terzo trimestre, e due tagli di 20 punti base del tasso di riferimento per i prestiti nel secondo e quarto trimestre.**

In questo contesto macroeconomico, **la nostra *view* in materia di *asset allocation* non subisce variazioni.**

**Sui Treasury manteniamo un posizionamento costruttivo, alla luce delle attese di convergenza dell'inflazione verso il target e della forte incertezza sulle politiche economiche della nuova amministrazione. Il giudizio sui Bund rimane positivo, complice il mix crescita-inflazione, che potrebbe spingere la BCE a ridurre i tassi più di quanto atteso dal mercato. Anche sui BTP manteniamo una *view* positiva, supportata da diversi fattori, tra cui l'extra-rendimento rispetto ai titoli di Stato di altri Paesi europei, la convergenza macro tra Paesi periferici e *core*, la credibilità del consolidamento fiscale nei prossimi anni e la volatilità degli OAT (titoli di Stato francesi).**

L'approccio verso i **mercati del credito** continua ad essere caratterizzato dalla **selettività**, data la compressione dei premi al rischio.

**Sul comparto azionario manteniamo una visione costruttiva o neutrale, a seconda delle diverse aree geografiche.** Nonostante la recente volatilità, ci aspettiamo che gli indici globali recuperino le perdite e raggiungano nuovi massimi, supportati da un quadro macroeconomico resiliente, politiche monetarie accomodanti e dalla probabile inversione del *trend* rialzista sui rendimenti governativi. In particolare, siamo convinti che gli Stati Uniti rappresentino la regione con il maggior potenziale, grazie alla solida crescita attesa degli utili, che dovrebbe registrare almeno un incremento del 10% nel 2025. Ribadiamo la **visione positiva per l'azionario europeo e italiano**. Sebbene abbiamo già registrato performance positive dall'inizio dell'anno, gli indici europei restano sotto detenuti e sottovalutati rispetto ai fondamentali, offrendo così un **ampio potenziale di recupero**; inoltre, sono esposti a diversi catalizzatori positivi che potrebbero supportarne ulteriori apprezzamenti.

## Mercati obbligazionari

### **Positivi nonostante il sell-off**

Il forte *sell-off* osservato sui mercati obbligazionari globali fino a metà gennaio ha creato opportunità di valutazione interessanti. Le aspettative degli investitori sull'allentamento monetario nel 2025 e sul tasso neutrale risultano particolarmente conservative, mentre i tassi nominali hanno raggiunto livelli superiori ai *fair value* stimati dai nostri modelli, sia negli Stati Uniti che nell'Area Euro, dove l'effetto trascinarsi dei *Treasury* ha avuto un impatto rilevante. Di conseguenza, manteniamo un **giudizio costruttivo e un moderato sovrappeso sui comparti governativi**, inclusi i BTP, che si sono dimostrati particolarmente resilienti durante la fase di debolezza dei mercati e continuano a beneficiare di molteplici fattori favorevoli, come la solidità della domanda e l'evoluzione della politica monetaria.

## Mercati azionari

### **Europa: segnali di recupero**

Il mercato azionario europeo ha mostrato segnali di recupero dopo il *sell-off* di metà dicembre. Nonostante i dati particolarmente robusti sul mercato del lavoro negli Stati Uniti, che hanno esercitato pressione al rialzo sul rendimento del *Treasury*, il miglioramento delle pro-

spettive di crescita in Cina e le speculazioni su un possibile rialzo delle tariffe da parte del governo Trump in settori selezionati hanno spinto l'indice europeo verso l'alto. Da un punto di vista settoriale, siamo positivi sui beni discrezionali, gli industriali, i materiali di base e i bancari; neutrali su *diversified financials* e *tech*; negativi su *utilities*, energetici e sanitari.

### **Italia: moderatamente costruttivi**

Anche dopo le performance positive del FTSE MIB nel 2024 (+18,9%), manteniamo un approccio moderatamente costruttivo: la politica monetaria meno restrittiva e il calo dell'inflazione creano un contesto favorevole a una crescita moderata, supportata dalla ripresa dei consumi. Sebbene le valutazioni siano meno attraenti dopo i rialzi degli ultimi 12 mesi, restano ragionevoli secondo molte metriche, e il mercato italiano continua a essere sottovalutato rispetto ai principali mercati europei. A livello settoriale, siamo in sovrappeso sui finanziari e i servizi di comunicazione, mentre su industriali e società indebitate restiamo in sottopeso.

### **USA: bias costruttivi su finanziari e beni di consumo**

Il *momentum* del mercato continua a essere sostenuto dalle revisioni positive delle stime sugli utili. In questo contesto, manteniamo una visione sostanzialmente invariata riguardo all'allocazione settoriale, con un bias costruttivo sui finanziari e sui beni di consumo (*consumer staples*). All'interno di quest'ultimi, infatti, possiamo individuare titoli che, pur avendo raggiunto massimi relativi, beneficiano delle revisioni al rialzo delle stime sugli utili, che ne supportano la valutazione e la crescita futura.

### **Emergenti: alla ricerca di fondamentali solidi e sostegno politico**

Il comparto continua a confrontarsi con un contesto particolarmente sfidante: l'orientamento della Fed e le potenziali ripercussioni delle politiche commerciali annunciate dall'amministrazione Trump contribuiscono a creare un quadro di scarsa chiarezza. In questo scenario, preferiamo focalizzarci su temi e settori che presentino fondamentali più robusti e che possano beneficiare di un sostegno politico. A livello operativo, abbiamo aumentato l'esposizione al settore tecnologico, includendo anche le sue implicazioni nel comparto industriale, e guadagnato esposizione sull'area dei Paesi del Golfo, un mercato che risente in misura minore della forza del dollaro, offrendo una maggiore protezione dai rischi legati alla valuta.