



LA VIEW DI FIDEURAM

EDIZIONE 09.2026

SCENARIO MACROECONOMICO

In presenza di una crescita che negli ultimi sei mesi è rimasta nel complesso resiliente a livello globale all'impatto del notevole shock energetico legato al conflitto in Medio Oriente, la cui mancata risoluzione si riflette però nel perdurare più del previsto di pressioni al rialzo sui prezzi, il mercato prezza ora che il ciclo restrittivo della Fed (appena iniziato con il rialzo deciso a metà settembre) e, ancor più, della BCE prosegua anche nel corso del 2027. Lo scenario di Fideuram è al riguardo più cauto e, per il momento, non prospetta rialzi dei tassi nel corso del prossimo anno, ma i rischi appaiono piuttosto elevati data la notevole dipendenza delle scelte delle banche centrali dall'andamento del conflitto tra USA e Iran, rispetto al quale appare problematico fare previsioni.

MERCATI AZIONARI



Si mantiene un modesto sovrappeso azionario, sostenuto dalla forza degli utili e dalle revisioni al rialzo per l'anno in corso e il successivo. Geograficamente, la preferenza è ancora nei confronti degli USA per la maggiore crescita degli utili e la forza degli investimenti tecnologici. Si mantiene una sostanziale neutralità verso le altre principali aree. Il sovrappeso è limitato a pochi punti percentuali, poiché il rischio di restringimento delle condizioni finanziarie potrebbe aumentare la volatilità degli asset rischiosi. Tuttavia si ritiene che limitati rialzi della Fed potrebbero contribuire a sostenere il mercato, favorendo la stabilizzazione dei rendimenti a medio-lungo termine e riducendo il rischio di ricadute negative sulle azioni. A livello settoriale nei portafogli alla tecnologia vengono affiancati quindi temi difensivi, come i *dividend aristocrats*, mentre vengono ridotte le società a minore capitalizzazione e i segmenti ciclici, più vulnerabili alla dinamica di tassi e inflazione.

EUROPA



NEUTRO

STATI UNITI



ABBASTANZA
POSITIVO

GIAPPONE



NEUTRO

EMERGENTI



NEUTRO

MERCATI OBBLIGAZIONARI



Il livello raggiunto dai tassi governativi e l'evoluzione della politica monetaria favoriscono un progressivo aumento della duration. Dopo aver privilegiato le scadenze intermedie, ora che la reintroduzione dei premi per il rischio sui tratti medio-lunghi è più avanzata, risulta più favorevole il profilo rischio-rendimento dei titoli di Stato, soprattutto dei Treasury. L'interventismo di Bessent e la disponibilità di Warsh ad alzare i Fed Fund mirano a contenere le aspettative d'inflazione e stabilizzare i rendimenti a medio-lungo termine, pur con il rischio di un restringimento delle condizioni finanziarie. Anche la BCE mantiene un atteggiamento restrittivo, nonostante la minore crescita attesa in Europa. Nel credito societario il posizionamento resta prossimo alla neutralità, con preferenza per le componenti di maggiore qualità, in particolare per la subordinazione finanziaria. Resta positiva la visione nei confronti del debito emergente, in particolare verso il comparto in valuta locale.

GOVERNATIVO



NEUTRO

CORPORATE



NEUTRO

HIGH YIELD



NEUTRO

EMERGENTI



ABBASTANZA
POSITIVO

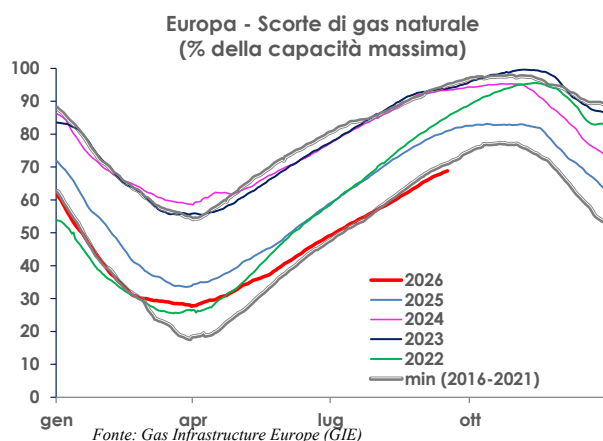
USA: PER LA FED I FATTI DOPO LE PAROLE

Dopo che il mercato aveva interpretato come troppo “morbido” il messaggio mandato nella riunione della Fed di fine luglio, il Presidente Warsh ha deciso di cambiare decisamente tono nel discorso a Jackson Hole di fine agosto, che ha sostanzialmente preannunciato un rialzo dei tassi nella riunione del FOMC di metà settembre. Alla luce della mutata “funzione di reazione” della Fed abbiamo deciso, dopo Jackson Hole, nonostante uno scenario di previsione sull’inflazione largamente invariato, di **inserire due rialzi dei tassi entro fine anno (uno già deciso in settembre), con tassi poi fermi nel corso del 2027. Il rischio, come prezzato dal mercato, è che la Fed sia ancora più aggressiva con una prosecuzione dei rialzi nel 2027 (e forse anche un rialzo a fine ottobre, nonostante la prossimità con le elezioni di midterm).**

AREA EURO: LO SHOCK ENERGETICO PEGGIORA, LA BCE ALZA ANCORA I TASSI

La crescita del PIL nella prima metà del 2026 è stata superiore alle attese, a dispetto dello shock energetico, e l’impatto positivo dello stimolo fiscale in Germania è sempre più visibile. La recrudescenza del conflitto in Medio Oriente ha però **innalzato significativamente durante i mesi estivi i prezzi del gas naturale**. L’inflazione è pertanto attesa aumentare ancora e dal 3.2% di agosto salire verso il 3.8% ad inizio del 2027. Quanto più lo shock energetico si protrae, tanto maggiori i rischi di effetti di “seconda battuta”, ovvero di una trasmissione anche ai salari. **I prezzi energetici saranno la variabile chiave per la BCE** per calibrare la prosecuzione del ciclo restrittivo. A settembre la Banca Centrale ha alzato i tassi al 2.5%. Attendiamo un ultimo rialzo a dicembre, ma se la crisi in Medio Oriente non dovesse risolversi, la BCE alzerà i tassi anche nel 2027.

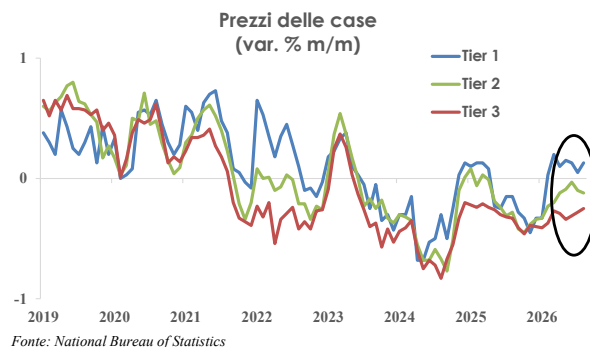
Le scorte di gas naturale in Europa sono ai minimi degli ultimi anni



CINA: ECONOMIA A DUE VELOCITÀ

I dati sono stati particolarmente deboli ed inferiori alle aspettative sia in luglio sia in agosto con l’unica eccezione delle esportazioni e della produzione industriale (ma solo nel mese di agosto). **Abbiamo rivisto leggermente al ribasso le attese di crescita per il terzo trimestre dal 4.3% al 3.9% annualizzato** (con la crescita dell’anno che resta però confermata al 4.6%), a seguito della revisione al rialzo per il quarto trimestre, quando dovrebbero manifestarsi gli effetti positivi di alcune politiche varate dal Governo a favore degli investimenti. Nessun segnale di ripresa invece dal settore immobiliare che continua a pesare negativamente sulla crescita. La PBoC rimarrà ferma per il momento, ma potrebbe decidere di tagliare i tassi verso fine anno.

È proseguita anche in agosto la crescita sequenziale dei prezzi delle case nelle città grandi (Tier 1)



PREVISIONI FIDEURAM SUL QUADRO MACROECONOMICO

Previsioni Fideuram sul quadro macroeconomico

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2025	2026*	2027*	2025	2026*	2027*	2025	2026*	2027*
USA	2,1	2,4	2,6	2,7	3,2	1,8	3,63	3,63	3,13
Area Euro	1,5	0,3	1,1	2,1	2,8	2,4	2,00	2,50	2,50
Giappone	1,1	0,6	0,8	3,2	2,0	2,7	0,75	1,25	1,50
Cina	5,0	4,6	4,3	0,1	1,0	1,2	1,40	1,30	1,30

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso depo per BCE.

* Previsioni Investment Center Fideuram ISPB

MERCATI AZIONARI

Il percorso degli utili del mercato europeo, sebbene inferiore a quello USA, è atteso migliorare nei trimestri a venire sia per effetto base che per momento ciclico complessivamente di supporto. Si mantiene però un posizionamento neutrale per via della vulnerabilità al rialzo delle materie prime e all'impatto della politica monetaria restrittiva della BCE. In termini settoriali si mantiene l'esposizione ai finanziari (peraltro interessato anche da operazioni di M&A) mentre viene eliminata la preferenza per i consumi discrezionali.

Si mantiene il sovrappeso per via della forza degli utili e la loro revisione al rialzo grazie principalmente al contributo degli investimenti in tecnologia e infrastruttura AI. L'attesa di un comportamento più restrittivo della Fed porta a ridurre le capitalizzazioni inferiori e i settori ciclici, preferendo la combinazione di tecnologia e settori più difensivi (tra cui in termini tematici la componente *dividend aristocrats*). Il settore energetico rappresenta una fonte di diversificazione legata al perdurare delle tensioni tra USA e Iran.

Il peso delle azioni giapponesi nei portafogli è prossimo alla neutralità per riflettere un percorso di crescita degli utili meno brillante rispetto agli USA e ai Paesi Emergenti (ma comunque positivo) e la cautela indotta dall'elevata volatilità dello yen e dei tassi governativi a lunga scadenza. Tuttavia, le valutazioni sono nel complesso relativamente contenute e trovano supporto nell'aumento della redditività aziendale grazie al contributo della ristrutturazione dei bilanci.

I fondamentali aziendali restano robusti, in particolare tra i titoli tecnologici asiatici. Tuttavia, il rischio di restringimento delle condizioni finanziarie e la volatilità indotta dalla forte concentrazione degli indici in poche società suggeriscono, nel breve, il mantenimento di un'esposizione neutrale ed un investimento più diversificato nell'area. Prospettivamente si riconosce che l'area asiatica e le sue società leader del settore tecnologico godono di un percorso di crescita degli utili più robusto.

EUROPA



STATI UNITI



GIAPPONE



EMERGENTI



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



Il livello raggiunto dai tassi governativi e la fase avanzata di ricostituzione dei premi per il rischio sui tratti a medio-lungo termine portano ad aumentare la duration dei portafogli, in un'entità moderatamente superiore ai benchmark. Dopo aver privilegiato le scadenze intermedie, si sta implementando un graduale incremento della duration e dell'esposizione ai titoli governativi con una preferenza nei confronti dei Treasury, dove le azioni della Fed e del Tesoro mirano non solo a contenere l'inflazione, ma anche a stabilizzare i rendimenti più a lunga.

CORPORATE



La forza reddituale del mondo corporate tiene gli spread di credito a livelli contenuti e la performance dipendente dall'andamento dei tassi base. Si continua ad avere una visione favorevole sul comparto investment grade, ma viene mantenuto un posizionamento prossimo alla neutralità per il minore *upside* offerto dagli spread, l'aumento delle emissioni delle società tecnologiche americane e il rischio di restringimento delle condizioni finanziarie.

HIGH YIELD



Pur in presenza di valutazioni supportate da fondamentali societari solidi e da livelli di attività economica favorevoli, il rischio di restringimento delle condizioni finanziarie e le incertezze sul credito privato limitano il posizionamento nel segmento. Si preferisce l'investimento nel rischio azionario per la relazione più diretta con la crescita degli utili. Si ritiene che le situazioni di difficoltà nel credito privato possano restare circoscritte a situazioni specifiche, con un impatto complessivamente limitato.

EMERGENTI



Si mantiene un sovrappeso nelle obbligazioni emergenti, in particolare nel comparto in valuta locale. L'attesa di una politica monetaria americana orientata a una maggiore stabilità delle scadenze medio-lunghe, insieme al graduale raffreddamento dell'inflazione nello scenario di riferimento Fideuram, delinea un contesto macro ancora favorevole per gli emergenti e le valute locali. Il comparto in valuta forte offre un extra-rendimento ancora favorevole rispetto alla componente societaria high yield, a fronte di una maggiore duration.

DURATION IN AUMENTO, SOVRAPPESO AZIONARIO CONTENUTO

I portafogli mantengono un **modesto sovrappeso azionario** concentrato in via prioritaria sul mercato americano e usano il **rialzo dei rendimenti obbligazionari** per un iniziale aumento della duration governativa principalmente a favore del Treasury.

Le ultime settimane hanno visto una **accelerazione della fase di rialzo dei bond yield** dovuta all'**aumento del prezzo del petrolio**, ma soprattutto alla percezione del rischio inflattivo legato alla forza dell'economia USA e a temi di offerta corporate per finanziare gli investimenti in AI.

I livelli raggiunti dai tassi iniziano ad essere sensibili per i policymaker e hanno spinto Bessent ad appoggiare le autorità giapponesi negli interventi volti alla **stabilizzazione dello yen** e a **modificare le quote di buyback del Treasury a favore delle scadenze più lunghe**.

Anche la disponibilità di Warsh ad alzare i Fed Fund non appare spiegata solo dall'obiettivo di contenere le aspettative di inflazione ma anche finalizzata alla **stabilizzazione del rendimento dei bond a medio / lungo termine**.

La dimensione e la continuità degli investimenti direttamente o indirettamente legati all'AI allungano la percezione della durata del ciclo economico, creano **pressione sulle catene produttive** (in aggiunta agli effetti che originano dalle tensioni geopolitiche) e **spingono le banche centrali a rendere più restrittiva la politica monetaria**.

Se evitare stress nel mercato obbligazionario è importante per permettere la continuità dell'attuale contesto macro (perché volta, tra l'altro, a garantire la continuità del finanziamento degli investimenti AI ed evitare feedback negativi sulle valutazioni degli asset rischiosi), **nel breve perseguire questo obiettivo rischia di portare con sé una fase di restringimento delle condizioni finanziarie**, con il mercato che sconta più rialzi sia da parte della BCE che della Fed.

In questo contesto il livello raggiunto dai tassi governativi e l'evoluzione di politica monetaria porta ad un iniziale **aumento della duration dei portafogli**. Nel recente passato sono state privilegiate le scadenze intermedie, e ora che la fase di reintroduzione dei premi per il rischio sulle parti a medio / lunga delle curve è più avanzata si ritiene più favorevole il profilo di rischio rendimento offerto dai titoli di stato, in particolare nel caso del Treasury.

L'eventualità di una fase di restringimento delle condizioni finanziarie crea condizioni per una **maggiore volatilità azionaria**. Per questo motivo la dimensione del sovrappeso delle azioni nei portafogli è limitata a pochi punti percentuali. Tuttavia, si continua ad avere una **visione e un posizionamento positivi per l'investimento azionario legato alla forza degli utili** e alla loro **revisione al rialzo** non solo per l'anno in corso ma anche per il successivo. **Si mantiene l'orientamento ad aumentare il peso delle azioni in caso di una eventuale correzione**.

Tra i settori alla componente tecnologica si preferisce affiancare **temi più difensivi** (come i *dividend aristocrats*) mentre sono state **ridotte le capitalizzazioni inferiori** e alcune **componenti più cicliche e legate ai consumi** che ci appaiono più vulnerabili per via del comportamento dei tassi e della dinamica di inflazione.

In termini geografici **si continua a favorire gli USA**, perché **la crescita degli utili è migliore** e il **ciclo di investimenti tecnologici più forte**, a fronte di una sostanziale **neutralità nelle altre aree geografiche principali**.

Il dollaro continua ad essere sottopesato nei portafogli mentre le divise emergenti sono sovrappesate. Non si tratta di posizioni attive rilevanti, ma nel caso del dollaro **il sottopeso è superiore rispetto al recente passato**. Se da un lato le attese di rialzo dei tassi supportano la divisa americana, **l'interventismo del Tesoro sulle parti a lunga della curva e sullo yen suggeriscono cautela**.

Si mantiene esposizione alle materie prime principalmente attraverso strumenti diversificati. È stata avviata la **ricostituzione di limitate posizioni nei metalli preziosi**, finanziandole per il tramite della riduzione degli investimenti nelle commodity agricole.

DISCLAIMER:

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking S.p.A. ("Fideuram" o "Banca"), società iscritta all'albo delle banche, autorizzata da Banca d'Italia anche alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla Banca relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la Banca e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della Banca.



**FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING**

Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking S.p.A.

Piazza San Carlo, 156, 10121 Torino.

www.fideuram.it

Società del gruppo

INTESA  SANPAOLO

