

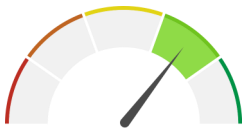
LA VIEW DI FIDEURAM

EDIZIONE 04.2026

SCENARIO MACROECONOMICO

Il prolungarsi del blocco dello Stretto di Hormuz, nonostante la tregua tra USA e Iran, ed il conseguente shock energetico continuano ad amplificare l'impatto del conflitto in Medio Oriente. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo le previsioni di inflazione e al ribasso quelle di crescita, ma in misura diversa tra le diverse aree dell'economia globale in ragione della dipendenza energetica (con una revisione più marcata per l'Europa e invece con un impatto decisamente meno rilevante per gli USA, dove pure l'inflazione sta aumentando in maniera significativa). E' altrettanto probabile che anche la risposta della politica monetaria sarà asimmetrica: abbiamo inserito due rialzi dei tassi da parte della BCE nei prossimi mesi e manteniamo invece un taglio dei tassi nello scenario per la Fed (ma spostato ora a fine anno).

MERCATI AZIONARI



Nonostante la volatilità indotta dalla guerra in Iran, si mantiene il sovrappeso azionario, sostenuto dalla crescita degli utili. Si ritiene che la reporting season in corso confermi i buoni fondamentali aziendali e che, nonostante la prevedibile cautela legata all'evoluzione della guerra che le società useranno per l'outlook per i prossimi trimestri, la dinamica robusta dei profitti continuerà ad essere di supporto. Ovviamente questo aspetto di tenuta degli utili sarà da testare nel tempo, ma al momento non si rileva evidenza di deterioramento non solo a livello aggregato, ma anche settoriale. Dal punto di vista geografico si conferma

la preferenza per USA ed emergenti, con Europa e Giappone più vicine alla neutralità. A livello del conflitto in Medio Oriente, nell'esposizione verso gli USA, sono state ridotte le componenti più cicliche e value in favore di un posizionamento più vicino alla struttura dei principali indici, con maggiore rilevanza della tecnologia. Più di recente sono state ridotti i segmenti più difensivi.

EUROPA



NEUTRO

STATI UNITI



ABBASTANZA
POSITIVO

GIAPPONE



NEUTRO

EMERGENTI



ABBASTANZA
POSITIVO

MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli aumentano la duration al di sopra dei benchmark, principalmente per il favore nei confronti dei titoli di stato europei nel tratto di curva per le scadenze medie e medio-lunghe. Il rialzo dei rendimenti, legato all'aumento del rischio inflattivo per effetto della guerra in Medio Oriente, ha portato la curva europea a riprezzare in modo significativamente più restrittivo le aspettative di politica monetaria da parte della BCE. Lo scenario di riferimento di Fideuram contempla un restringimento monetario inferiore. Anche qualora la BCE alzasse più delle stime Fideuram la curva scontrerebbe un

rischio di indebolimento ciclico. L'esposizione al credito societario è neutrale, con preferenza per il comparto corporate investment grade e la subordinazione finanziaria. Questa indicazione, dopo un lungo periodo di sovrappeso, non riflette l'aspettativa di deterioramento della qualità del credito o aumento dei default, ma una migliore opportunità offerta dalla combinazione di rischio azionario e duration governativa (a seguito di un movimento che è stato prevalentemente di tasso e non di spread).

GOVERNATIVO



NEUTRO

CORPORATE



NEUTRO

HIGH YIELD



NEUTRO

EMERGENTI



NEUTRO

USA: IMPATTO CONTENUTO DELLO SHOCK

ENERGETICO

Come ampiamente atteso in marzo si è registrato un forte aumento dell'inflazione (dal 2.4% al 3.3%), in risposta allo shock energetico determinato dalla guerra in Medio Oriente e un ulteriore aumento è previsto anche per il mese di aprile. La stima di crescita per il 2026 è stata ridotta di quasi mezzo punto percentuale, non solo per l'impatto della guerra, ma anche per l'andamento più debole del previsto dell'attività economica (*in primis* i consumi privati) a fine 2025 e a inizio anno. Nel complesso però l'impatto del conflitto (e, in particolare, del blocco dello Stretto di Hormuz) sull'economia USA si sta confermando piuttosto limitato, anche se l'impatto sui prezzi prolungherà probabilmente l'atteggiamento "attendista" della Fed e abbiamo pertanto posticipato il prossimo taglio dei tassi a dicembre.

AREA EURO: UN DIFFICILE EQUILIBRIO PER LA BCE

Il prolungarsi del conflitto in Medio Oriente aumenta i rischi di stagflazione, come evidenziato anche dall'andamento della fiducia delle imprese in aprile. Abbiamo ridotto la previsione di crescita (ora allo 0.8% in media nel 2026 e all'1.2% nel 2027) e aumentato quella per l'inflazione, che è attesa salire dal 2.6% di marzo (a sua volta in aumento dall'1.9% di febbraio) fino ad un picco intorno al 3.5% nel secondo trimestre, con l'inflazione che poi resterà sopra il 3% fino alla prossima primavera. I rischi sono al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita, in dipendenza dal protrarsi del blocco dello stretto di Hormuz. La BCE si trova in una situazione difficile, dovendo reagire ad uno shock da offerta la cui dimensione non è nota. Ci aspettiamo un rialzo di 25 punti base a giugno e uno a luglio, ma l'incertezza è alta e le decisioni della BCE dipenderanno in modo cruciale dall'evoluzione del conflitto.

CINA: SI ALLONTANA IL RISCHIO DEFLAZIONE

La crescita del PIL nel primo trimestre ha superato le attese accelerando al 5.0% a/a dal 4.5% del trimestre precedente, ancora una volta trainata dalle esportazioni e dagli investimenti, mentre i consumi hanno continuato a rimanere deboli. Le prospettive di crescita futura, su cui pesa l'incertezza legata alle decisioni sulle tariffe commerciali, risultano ulteriormente complicate dal conflitto in Medio Oriente e dal conseguente shock energetico. Abbiamo rivisto al ribasso del -0.2% la crescita media attesa per l'anno in corso, portandola al 4.6% per tenere conto degli effetti negativi del conflitto. La variazione a/a dei prezzi alla produzione è tornata positiva in marzo dopo oltre tre anni, grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime.

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	2,3	2,4	2,7	3,2	2,0	3,63	3,38	3,13
Area Euro	1,5	0,8	1,2	2,1	3,0	2,3	2,00	2,50	2,50
Giappone	1,2	0,5	0,7	3,2	2,1	2,3	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 Fideuram S.p.A.

MERCATI AZIONARI

Il mercato europeo è più vulnerabile di altri all'impatto del conflitto in Medio Oriente e, nonostante la negoziazione in corso, i rischi di revisione al ribasso degli utili sono superiori rispetto agli USA. Inoltre, la funzione di reazione della BCE porta con sé un rischio di restringimento delle condizioni finanziarie superiore. La recente correzione fa valutare però con maggiore favore alcuni settori, come quello finanziario, il cui profilo reddituale rimane forte e in crescita.

Il recupero del mercato riflette la speranza di una soluzione del conflitto in Iran, ma anche fondamentali aziendali forti e utili che crescono. Gli eventi bellici hanno portato a ridurre il precedente favore per i settori più ciclici e value verso un posizionamento più vicino a quello dell'indice di mercato, con un aumento anche della tecnologia. Per quanto riguarda le tematiche legate all'IA, nonostante l'incertezza sugli effetti in specifici comparti tecnologici, è atteso un incremento di produttività e conseguente impatto positivo sugli utili.

L'esposizione rimane tra neutrale e lieve sottopeso dopo i recenti rialzi di mercato. Questo riflette la volatilità dei tassi governativi a lunga scadenza e la sensibilità dell'economia all'aumento dei prezzi energetici. Le valutazioni restano relativamente contenute e supportate dal miglioramento della redditività aziendale e dalla ristrutturazione dei bilanci. Lo yen debole favorisce la crescita degli utili. Cresce tuttavia il rischio di interazioni negative tra azioni, livello del cambio e tassi, oltre che la possibilità di interventi volti alla loro stabilizzazione.

Si conferma una visione favorevole sugli emergenti sia per ragioni cicliche che fondamentali. In risposta ai rischi emersi dal conflitto nelle settimane precedenti è stata ridotta la preferenza per l'area asiatica in favore di investimenti più diversificati. Nel caso della Cina viene valutato positivamente il supporto del governo nei confronti del settore privato ed in particolare di quello tecnologico. Più in generale, le stime continuano ad indicare utili in forte crescita.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



L'esposizione ai titoli governativi europei è stata aumentata nel tratto di curva a medio e medio-lunga scadenza. Il mercato è arrivato a scontare rialzi molto aggressivi da parte della BCE, non coerenti con lo scenario di riferimento; anche qualora di realizzassero, implicherebbero un rischio di rallentamento non pienamente nei prezzi. Negli USA, il restringimento delle condizioni finanziarie indotto dagli eventi bellici riduce il rischio di surriscaldamento e limita gli spazi di risalita dei rendimenti. Il posizionamento sui Treasury resta più neutrale, con preferenza per i TIPS.

CORPORATE



L'allargamento degli spread di credito indotto dallo scoppio della guerra è per il momento contenuto a testimonianza dei forti fondamentali aziendali, anche nel settore finanziario. Tuttavia, i rischi del conflitto e l'opportunità che si evidenziano nel comparto governativo limitano in questa fase l'esposizione nel comparto investment grade, che rimane però un settore rispetto al quale si continua ad avere una visione complessivamente favorevole, in particolare nella componente europea.

HIGH YIELD



Il posizionamento resta neutrale. Sebbene le valutazioni siano nel complesso supportate da fondamentali societari solidi e da livelli di attività economica ancora favorevoli, l'aumento del premio per il rischio indotto dalla guerra e le incertezze sul credito privato limitano il posizionamento in questo segmento. Al momento anche le situazioni di difficoltà nel credito privato sembrano circoscritte ad episodi specifici, ma possono generare volatilità con impatto sugli spread che rimangono storicamente compressi.

EMERGENTI



All'interno di un posizionamento ancora prossimo alla neutralità si è iniziato ad aumentare l'investimento nel debito emergente, sia in valuta forte che in valuta locale. Il debito hard currency offre un extra-rendimento favorevole rispetto alla componente societaria high yield, mentre la parte in valuta locale beneficia della minore volatilità che emerge dalle negoziazioni USA-Iran. In alcuni portafogli l'investimento in valuta locale si realizza con la copertura euro-dollaro, mantenendo l'esposizione al rischio tra valute emergenti e dollaro.

AUMENTO DELLA DURATION E CONFERMA DELL'ESPOSIZIONE AZIONARIA

Il recupero delle azioni degli ultimi giorni e il superamento di quota 7000 punti da parte dell'S&P 500 testimonia l'aspettativa da parte del mercato di una **soluzione negoziale al conflitto in Medio Oriente in tempi relativamente brevi**, e dunque un **impatto complessivo che non modifica le tendenze di fondo**, nonostante la maggiore incertezza di breve periodo. Tendenze di fondo che riguardano il percorso di crescita degli utili che rimane robusto e continuo, supportato dall'aumento della produttività e dallo stimolo fiscale del governo USA.

Si ritiene che **la stagione degli utili in corso possa confermare questi aspetti**, nonostante la prevedibile cautela legata all'evoluzione della guerra che le società useranno per l'*outlook* per i prossimi trimestri. Questo aspetto di tenuta degli utili è quello che sarà necessario testare e verificare nel corso del tempo ma al momento **non si ha evidenza di un deterioramento visibile a seguito degli eventi non solo a livello aggregato, ma anche settoriale**.

Dal punto di vista geografico si conferma la **preferenza per USA ed emergenti**, con **Europa e Giappone più vicine alla neutralità**.

Sul **fronte obbligazionario** i portafogli hanno **aumentato la duration al di sopra di quella dei benchmark** principalmente per il tramite dei titoli di stato europei, e riportato più vicina alla neutralità l'esposizione al rischio di credito.

L'aumento del prezzo delle materie prime energetiche ha provocato una **modifica delle aspettative di mercato sul comportamento delle banche centrali**, arrivando nelle fasi più acute del conflitto fino ad annullare la precedente attesa di ulteriori ribassi da parte della Fed nel 2026 e addirittura a scontare tre rialzi da parte della BCE.

Per questo motivo è stata **aumentata la duration e il peso dei titoli di stato europei** in particolare nel tratto compreso tra 5 e 10 anche in quanto si continua a pensare che la BCE non rialzerà i tassi in quel modo. Dunque o la BCE alza davvero i tassi così tanto e la curva non incorpora un rischio di indebolimento ciclico, oppure il mercato sta sovrastimando l'attività di rialzo della banca centrale europea. In entrambi i casi il tratto di curva che è stato individuato appare quindi interessante.

La **preferenza relativa è nei confronti dei titoli di stato europei rispetto a quelli americani** sulla base dell'aspettativa che la Fed possa comunque tagliare i tassi entro l'anno e la restrizione di politica monetaria in Eurozona sia inferiore rispetto a quanto prezzato dal mercato.

La **riduzione del credito di alta qualità** (*investment grade* e subordinazione finanziaria) **non riflette timori di deterioramento della qualità del credito e un aumento di default** ma semplicemente il fatto che **il movimento di correzione** che ha interessato il mondo obbligazionario è **prevalentemente di tasso** mentre **l'allargamento degli spread** è stato **relativamente contenuto**. Poiché l'aumento di duration appare in grado di beneficiare i portafogli sia in caso di evoluzione positiva che negativa dello scenario, si preferisce in questa fase affiancare al sovrappeso azionario una maggiore esposizione ai titoli di stato rispetto alle obbligazioni societarie.

Nei **bond emergenti** il posizionamento nel complesso non si discosta molto dalla neutralità ma **l'investimento in questo spazio sta aumentando**, sia nella componente in valuta forte (dove gli spread rispetto della componente high yield rispetto ai corrispondenti corporate sono più attraenti) sia nella parte in valuta locale.

Nel complesso, **viene mantenuta una esposizione attiva alle materie prime**, pur avendo ridotto le posizioni diversificate in modo da evitare eccessi di sensibilità al prezzo delle materie prime energetiche a seguito delle negoziazioni in corso tra USA e Iran. **Vari portafogli mantengono comunque limitate esposizioni** (tendenzialmente fuori benchmark) ad alcune materie prime industriali o legate a forme di energia alternativa.

In ultimo, si conferma un moderato **sottopeso nel dollaro**, per riflettere la volontà politica americana di avere una valuta più debole e perché, dopo la protezione offerta dalla divisa americana successivamente allo scoppio delle ostilità, l'apertura di una trattativa porta con sé spazi di aggiustamento in direzione opposta. Tuttavia, la persistenza di un contesto incerto limita la dimensione del sottopeso.

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

