



# LA VIEW DI FIDEURAM

EDIZIONE 05.2026

## SCENARIO MACROECONOMICO

Anche nel caso in cui un accordo sia raggiunto a breve tra USA e Iran l'impatto della prolungata chiusura dello Stretto di Hormuz peserà sull'attività economica a livello globale ancora per mesi. L'impatto della crisi si sta inoltre confermando asimmetrico: l'economia USA, in particolare, nonostante il significativo aumento dell'inflazione, sta riaccelerando, grazie anche al notevole sostegno degli investimenti legati all'AI. Inoltre, il mercato del lavoro negli USA negli ultimi tre mesi è risultato decisamente più solido delle attese. Abbiamo pertanto spostato il taglio dei tassi della Fed precedentemente atteso per fine anno all'inizio del 2027, ma il rischio che i tassi rimangano invariati sull'orizzonte di previsione è molto aumentato. Almeno due rialzi di 25 pb sono invece molto probabili per la BCE, con il primo a giugno.

## MERCATI AZIONARI



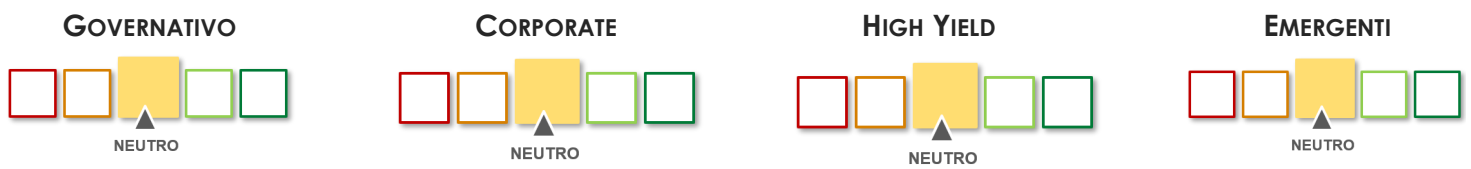
L'esposizione azionaria si mantiene in sovrappeso, pur con un'intensità inferiore rispetto alle scorse settimane, per via della forza con la quale i mercati sono saliti e della persistenza di situazioni di incertezza. Nel bilanciamento tra forze geopolitiche e fondamentali, si ritiene che siano queste ultime, legate alla dinamica dei profitti, a prevalere. Il sostegno offerto dalla crescita degli utili è particolarmente solido, soprattutto negli Stati Uniti e nei mercati emergenti. Gli investimenti in intelligenza artificiale continuano a rappresentare l'elemento trainante, con benefici che si estendono oltre il settore tecnologico coinvolgendo una pluralità di segmenti di mercato. Dal punto di vista geografico, il sovrappeso resta concentrato su Stati Uniti ed emergenti, mentre su Europa e Giappone si mantiene un posizionamento neutrale. A livello settoriale, pur in presenza di un'esposizione non distante dalla composizione dei principali indici, permane una preferenza per le componenti tecnologiche / growth e per il tema dei materiali rispetto ai settori più difensivi.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



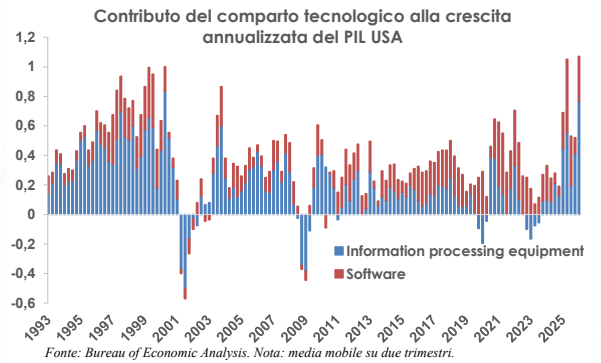
I portafogli mantengono una duration leggermente superiore alla neutralità, principalmente attraverso l'esposizione ai titoli di stato europei, nel tratto 5-10 anni. All'interno della componente governativa si conferma un orientamento favorevole verso le scadenze intermedie in Europa e verso i titoli inflation linked negli Stati Uniti. La preferenza per i governativi europei riflette la valutazione che il mercato stia sovrastimando il grado di restrizione monetaria atteso oppure, qualora tale scenario si realizzasse, non incorpori pienamente i rischi di indebolimento ciclico associati. Negli Stati Uniti, pur in presenza di aspettative di graduale rientro dell'inflazione nei prossimi trimestri, il livello ancora elevato dei prezzi energetici, la resilienza dell'economia e il ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale possono creare sorprese al rialzo sull'inflazione nel breve termine. L'esposizione al credito societario resta neutrale, con una preferenza per le emissioni di maggiore qualità (investment grade e subordinazione finanziaria).



## USA: MERCATO DEL LAVORO PIÙ TONICO DELLE ATTESE

Dopo il rallentamento nei due trimestri a cavallo tra 2025 e 2026, prevediamo che la crescita del PIL torni ad accelerare dal trimestre in corso, grazie anche al contributo significativo degli investimenti in tecnologia legati all'AI, nonostante l'impatto sui consumi del forte aumento dell'inflazione dovuto allo shock energetico determinato dal conflitto in Medio Oriente. Nel corso degli ultimi tre mesi si è inoltre registrato un andamento dell'occupazione molto più robusto delle attese. Abbiamo pertanto spostato da fine anno a inizio 2027 il taglio dei tassi atteso da parte della Fed, sulla base della previsione di una graduale discesa dell'inflazione core, ma è molto aumentato il rischio che i tassi rimangano invariati ancora a lungo. Il mercato invece sconta un rialzo dei tassi già entro fine 2026.

### Elevato contributo alla crescita del PIL dagli investimenti in tecnologia legati all'AI



## AREA EURO: BCE PRONTA AD ALZARE I TASSI

Lo shock energetico dovuto alla crisi in Medio Oriente si sta trasmettendo rapidamente all'economia: la fiducia delle imprese ha subito un netto deterioramento nel secondo trimestre. Il PIL, peraltro, è già sceso nel primo trimestre (-0.9% t/t ann.), ma solo come conseguenza di una pesante revisione al ribasso del PIL in Irlanda. Al netto dell'Irlanda, l'Eurozona nel primo trimestre è cresciuta del +0.9% ann., ma dovrebbe appunto rallentare in modo significativo nel secondo. L'inflazione continua a salire e a maggio si è attestata al 3.2%: sebbene il rialzo sia stato inferiore alle attese, sia nostre sia di consenso, l'inflazione core (ovvero al netto di alimentari ed energia) ha sorpreso al rialzo salendo al 2.5% dal 2.2%. Ci aspettiamo che la BCE alzi il tasso sui depositi di 25 pb nella riunione dell'11 giugno e che effettui un altro rialzo a luglio o a settembre, per poi fermarsi.

## CINA: BRUSCA FRENATA DELLA CRESCITA IN APRILE

Dopo un inizio d'anno positivo i dati di aprile hanno invece deluso significativamente le attese mostrando un rallentamento più marcato a causa sia dello shock energetico dovuto al conflitto in Medio Oriente sia all'eccesso di capacità produttiva. Gli investimenti si sono indeboliti significativamente e i consumi hanno rallentato, mentre la produzione industriale ha decelerato nonostante il buon andamento delle esportazioni. Confermiamo le attese di rallentamento della crescita nel secondo trimestre al 4% annualizzato (dopo il +5.3% del primo trimestre). Una sorpresa positiva è giunta invece dall'inflazione che ha continuato ad accelerare per l'aumento dei prezzi della componente energetica. Per il momento la PBoC rimarrà ferma, ma non escludiamo un taglio dei tassi e della riserva obbligatoria entro fine anno.

## 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	2,5	2,7	3,6	2,2	3,63	3,63	3,13
Area Euro	1,5	0,2	1,1	2,1	3,2	2,4	2,00	2,50	2,50
Giappone	1,1	0,6	0,7	3,2	2,1	2,6	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 di Fideuram ISPB

## MERCATI AZIONARI

Il mercato europeo ha una sensibilità superiore di altri all'impatto del conflitto mediorientale 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. Tuttavia, dal punto di vista tattico, il concretizzarsi di un accordo tra USA-Israele-Iran favorirebbe un recupero dell'area nel breve periodo.

Sulle azioni USA si mantiene il sovrappeso, sebbene di entità leggermente inferiore rispetto alle scorse settimane. Tale riduzione è dovuta alla velocità con la quale il mercato è salito e alla persistenza di situazioni di incertezza macro e geopolitica. La forza degli utili e le revisioni al rialzo delle aspettative per il resto dell'anno, sostenute principalmente dagli investimenti in tecnologia e infrastruttura legata all'AI, continuano a trainare il mercato. Tali dinamiche contribuiscono sia alla crescita dei profitti che ad alimentare aspettative di aumento della produttività.

L'esposizione è prossima 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 dei tassi governativi a lunga scadenza. Le valutazioni restano relativamente contenute e trovano supporto nell'aumento della redditività aziendale grazie al contributo della 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.

Nell'area emergente si conferma il sovrappeso, sostenuto dalla robusta crescita degli utili, alla quale contribuisce in misura significativa il settore tecnologico. L'elevata concentrazione delle performance che hanno guidato gli indici, riconducibile ad un numero limitato di titoli appartenenti al settore dei semiconduttori / memorie, introduce tuttavia elementi di volatilità. Anche per questo motivo sull'area è stato ridotto il sovrappeso rispetto alle scorse settimane.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



La *duration* resta leggermente superiore ai *benchmark*, con una preferenza per il tratto intermedio delle curve governative europee. Il mercato continua a scontare un percorso di politica monetaria più restrittivo rispetto allo scenario Fideuram, mentre si ritiene che i rischi di rallentamento economico non siano pienamente riflessi nei rendimenti attuali. Negli Stati Uniti viene confermata la preferenza per i titoli *inflation linked*, che offrono una protezione più efficace in una fase caratterizzata da pressioni inflazionistiche ancora elevate.

### CORPORATE



Il recupero degli spread a livelli prossimi al pre-guerra riflette la buona salute dei fondamentali aziendali. Si continua ad avere una visione favorevole sul comparto investment grade, e specificatamente della componente europea, ma il posizionamento complessivo è prossimo alla neutralità per il minore *upside* offerto dagli spread, l'aumento delle emissioni nel mercato americano ed elementi di rischio che emergono dal conflitto in Medio Oriente.

### HIGH YIELD



Per quanto le valutazioni siano nel complesso supportate sia da tassi di default di partenza bassi e da una dinamica economica favorevole, il rischio indotto dalla guerra e le incertezze sul credito privato limitano il posizionamento in questo segmento. Si preferisce il rischio azionario per l'*upside* offerto dalla revisione al rialzo della crescita degli utili. Con riferimento alle situazioni di difficoltà nel credito privato, si ritiene che queste possano rimanere circoscritte a situazioni specifiche con impatto complessivamente limitato.

### EMERGENTI



Nell'ambito di un posizionamento complessivamente neutrale sul debito emergente, l'approccio sta diventando progressivamente più costruttivo in alcuni portafogli. Il comparto in valuta forte continua a offrire un extra-rendimento interessante rispetto al credito High Yield. La componente in valuta locale può beneficiare di un contesto di volatilità più contenuta legato a maggiori spazi dalle negoziazioni in corso nel conflitto mediorientale.

## MERCATI ANCORA TRAINATI DA CRESCITA DEGLI UTILI E CICLO AI

Nonostante la chiusura dello stretto di Hormuz e (al momento della scrittura) l'assenza di un accordo tra USA e Iran tengano alta la tensione geopolitica e il prezzo del petrolio, **la forza degli utili e la loro revisione al rialzo spingono gli indici azionari a livelli massimi storici**, o in prossimità dei massimi.

Nel bilanciamento tra forze geopolitiche e fondamentali si ritiene che le seconde, legate alla dinamica dei profitti, siano quelle prevalenti e sulla base di queste sono state definite le scelte di asset allocation. Invece, **l'incertezza derivante dal Medio Oriente e gli effetti dello stress sui prezzi delle materie prime energetiche contribuiscono alla gestione tattica dell'esposizione e alla definizione dell'assunzione di rischio complessiva.**

Permane dunque ancora un **sovrappeso di azioni** per queste ragioni, e si ritiene che **il percorso dei profitti aziendali rimanga solido**, soprattutto negli Stati Uniti e negli emergenti. Gli investimenti in intelligenza artificiale sono l'elemento di fondo di questo percorso, che non si limita al settore tecnologico ma si allarga ad una pluralità di altri segmenti di mercato perché la costruzione dell'infrastruttura legata all'AI non richiede solo capacità computazionale e semiconduttori, ma anche energia, domanda di materiali, ingegneria, infrastruttura fisica, per citare alcuni esempi.

**Il capex continua ad essere aumentato oltre le precedenti aspettative**, anche per via degli incentivi fiscali offerti dall'amministrazione USA. Ad inizio anno questo aspetto era percepito prevalentemente dal punto di vista del rischio per la tenuta prospettica dei rendimenti sul maggiore capitale investito dalle società, ma si traduce anche in ricavi per chi ne beneficia e crea opportunità in un momento di discontinuità tecnologica.

Detto questo, **la dimensione complessiva del sovrappeso azionario viene mantenuto ad un livello leggermente inferiore a quello delle scorse settimane**, per riflettere la forza con la quale i mercati sono saliti e la persistenza di situazioni di incertezza.

Il raggiungimento di nuovi massimi storici suggerisce un'assunzione di rischio inferiore a quello massimo possibile, seppure in sovrappeso rispetto ai benchmark.

Dal punto di vista geografico **il sovrappeso è concentrato negli USA ed emergenti**, mentre **Giappone ed Europa sono neutrali**. Nel caso dei paesi emergenti occorre evidenziare che **l'elevata concentrazione degli indici azionari in pochi titoli appartenenti al settore dei semiconduttori** (superiore anche rispetto a USA) **introduce elementi di volatilità dei fondamentali**, oltre che di mercato, **superiore rispetto al passato**. La parziale riduzione del sovrappeso in quest'area dipende anche da questi aspetti.

Dal punto di vista dell'**approccio settoriale il posizionamento non è distante dalla struttura dei principali indici**, sebbene con una preferenza per le componenti tecnologiche / *growth* e per il tema dei materiali rispetto a quelle difensive.

Nella parte obbligazionaria dei portafogli **la duration è leggermente superiore a quella dei benchmark**. Tra i titoli di stato la preferenza è per le parti intermedie delle curve europee perché si ritiene che non incorporino compiutamente i rischi ciclici derivanti dal restringimento delle condizioni finanziarie legato al rialzo dei prezzi dell'energia e al ciclo di rialzo dei tassi prezzato per la BCE. **Nel comparto governativo USA la preferenza è ancora per i titoli inflation linked per via dei rischi al rialzo delle aspettative di breve periodo della dinamica dei prezzi.**

In generale, pur avendo nelle ultime settimane aumentato la duration, **si preferiscono le scadenze intermedie a quelle più lontane perché queste ultime sono più vulnerabili alla ricostituzione dei premi per il rischio a termine**. Inoltre, le aspettative sul comportamento dell'inflazione americana nei prossimi trimestri, oltre che le modifiche nella composizione del FOMC, portano a ritenere che **la banca centrale si mantenga più incline a tagliare i tassi, nonostante il pricing di mercato in questo momento sconti un rialzo.**

**L'esposizione al rischio di credito societario è neutrale con una preferenza per la componente di alta qualità e subordinazione finanziaria.** Questo atteggiamento un po' più cauto, dopo un lungo periodo di sovrappeso, non riflette l'aspettativa di deterioramento della qualità del credito o aumento dei default, ma semplicemente una superiore opportunità offerta dalle azioni e un equilibrio tra domanda e offerta meno favorevole nel breve per l'aumento delle emissioni in USA che finanziano il ciclo di capex.

**I portafogli mantengono un limitato sottopeso nel dollaro e una esposizione favorevole alle materie prime, tendenzialmente attraverso la somma di limitati investimenti in metalli industriali, terre rare, materie prime agricole o forme di energia alternativa.** Questi investimenti sono realizzati sia attraverso l'esposizione diretta alle materie prime (tramite ETF / ETC), sia tramite l'investimento azionario nelle società collegate. Le ragioni del nostro interesse sono un mix di effetti favorevoli derivanti dal conflitto mediorientale, domanda derivante dalla spesa per investimenti in AI e aspetti geopolitici.

**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](http://www.fideuram.it)

Società del gruppo

**INTESA**  **SANPAOLO**

