

SCENARIO MACROECONOMICO

La crescita dell'economia globale prosegue su ritmi relativamente vivaci, nonostante lo *shock* energetico dovuto al conflitto nel Golfo Persico, sul cui esito finale l'incertezza permane elevata. Le stime di crescita di Fideuram non sono state modificate in misura significativa nelle ultime settimane e anche la restrizione delle condizioni finanziarie dovuta all'aumento dei tassi a lunga negli ultimi mesi è piuttosto modesta e per ora non impatta sulle prospettive dell'attività economica. Rischi più significativi si registrano invece sul versante dell'inflazione, in particolare negli USA dopo il forte aumento dei prezzi in settembre. Lo scenario di Fideuram continua a prospettare che dopo i rialzi attesi in dicembre, Fed e BCE rimangano ferme nel corso del 2027, ma i rischi nella direzione di ulteriori rialzi a inizio 2027 sono aumentati.

MERCATI AZIONARI



Si mantiene un limitato sovrappeso azionario perché il restringimento delle condizioni finanziarie in corso crea condizioni per una maggiore volatilità degli asset rischiosi. La visione resta positiva grazie alla forza degli utili e alla loro revisione al rialzo non solo per il 2026 ma anche per il prossimo anno. In termini geografici si continua a preferire gli USA, perché la crescita degli utili è migliore e il ciclo di investimenti tecnologici più forte, a fronte di una neutralità nelle altre aree geografiche principali. A livello settoriale, alla tecnologia nei portafogli sono affiancati temi più difensivi (come i *dividend aristocrats*) a scapito di quelli ciclici e delle capitalizzazioni inferiori. Viene ridotto a neutrale il settore finanziario europeo perché nonostante i fondamentali forti, la volatilità degli spread suggerisce maggiore cautela nel breve. In prospettiva, la stabilizzazione dei rendimenti obbligazionari è condizione per un riposizionamento a favore delle componenti attualmente sottopesate.

EUROPA



STATI UNITI



GIAPPONE



EMERGENTI



MERCATI OBBLIGAZIONARI



È stata aumentata nel corso delle ultime settimane l'esposizione ai tassi governativi, principalmente attraverso i titoli di stato americani e nel complesso il posizionamento è ora moderatamente sovrappeso di duration rispetto ai benchmark. Le ragioni di questo posizionamento sono: (1) il livello raggiunto dai tassi governativi, (2) l'evoluzione restrittiva della politica monetaria e (3) l'obiettivo di stabilizzazione della parte a medio / lungo termine della curva americana per consentire continuità dell'attività di finanziamento degli investimenti tecnologici. Nel breve periodo il livello dei rendimenti obbligazionari e l'evoluzione restrittiva della politica monetaria creano una fase di peggioramento delle condizioni finanziarie che suggerisce di mantenere il posizionamento neutrale sul credito, e di ridurre l'esposizione alle obbligazioni finanziarie, a lungo favorite. Si mantiene una visione favorevole nei confronti del debito emergente, in particolare nella componente in valuta locale, e nel credito societario si conferma la preferenza relativa per i segmenti di maggiore qualità.

GOVERNATIVO



CORPORATE



HIGH YIELD



EMERGENTI



dati aggiornati al 26 ottobre 2026

USA: Un altro rialzo per la Fed in dicembre

Nella riunione di settembre la Fed ha alzato i tassi di 25 pb, come del resto annunciato nel discorso del Presidente Warsh a Jackson Hole a fine agosto. Il mercato ha poi prezzato con un'elevata probabilità un altro rialzo anche nella riunione di fine ottobre, prima che gli interventi del Presidente della Fed di New York Williams e del Vice-Presidente del Board Jefferson chiarissero che non esiste un tale senso di urgenza, nonostante l'inflazione in settembre sia stata molto sopra le attese. **Lo scenario di Fideuram rimane per un altro rialzo della Fed in dicembre** e non prevede, a differenza del mercato, una prosecuzione dei rialzi nella prima parte del 2027. **E' improbabile che le elezioni di Midterm abbiano un impatto significativo sulla politica economica** anche nel caso di un'affermazione dei Democratici in entrambe le Camere.

Area Euro: Autunno caldo

L'Area Euro ha finora mostrato resilienza, ma in ottobre la fiducia delle imprese è peggiorata in particolare nel settore dei servizi. **Lo *shock* energetico si sta infatti protraendo e spinge l'inflazione**, salita al 3.8% a settembre dal 3.2% di agosto, riducendo i margini di profitto ed il reddito disponibile, mentre la politica fiscale non ha molto spazio di supporto. Il rialzo dei tassi a medio-lungo termine nei mercati obbligazionari dei paesi avanzati sta inoltre riportando l'attenzione degli investitori sulle economie ad alto debito pubblico, in particolare sulla Francia, in vista delle elezioni presidenziali del prossimo anno. La BCE, a fronte del ritorno all'allargamento degli spread sui tassi sovrani, ha rimarcato che **il peggioramento delle condizioni finanziarie riduce la restrizione monetaria necessaria** per riportare l'inflazione all'obiettivo: ci aspettiamo tassi invariati ad ottobre ed un ultimo rialzo a dicembre.

Cina: Obiettivo di crescita sempre più vicino

La crescita del terzo trimestre ha sorpreso positivamente le attese accelerando dal 3.6% al 4.9% ann. rendendo ora facilmente raggiungibile l'obiettivo di crescita per il 2026, fissato dal Governo nell'intervallo compreso tra il 4.5% e il 5%. A trainare la crescita sono state ancora una volta le esportazioni, mentre è proseguita la debolezza della domanda interna, sebbene qualche segnale di miglioramento sia giunto nel mese di settembre, mentre il mercato immobiliare rimane in crisi. Dopo le misure di stimolo adottate a fine settembre, tra cui il taglio dello 0.25% sui PSL (lo strumento con il quale la banca centrale fornisce finanziamenti a lungo termine alle banche cinesi), **riteniamo ora poco probabile un taglio dei tassi entro fine anno.**

La forza della domanda estera è amplificata dall'accelerazione dei prezzi



Fonte: China Custom

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	2,3	2,3	2,5	2,7	3,4	2,4	3,63	4,13	4,13
Area Euro	1,3	0,9	1,2	2,1	3,1	3,1	2,00	2,75	2,75
Giappone	1,2	0,9	0,8	3,2	1,9	2,5	0,75	1,50	2,00
Cina	5,0	4,6	4,4	0,1	0,9	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

Mercati Azionari

Per quanto l'andamento degli utili sia in miglioramento, si mantiene un posizionamento neutrale in Europa privilegiando l'esposizione in USA dove la crescita dei profitti è superiore, grazie anche al differente contributo del settore tecnologico. Inoltre, la recente volatilità sugli spread periferici e l'incertezza legata alle prossime elezioni politiche riduce gli spazi di espansione delle valutazioni. Si riporta a neutrale il settore finanziario dopo un lungo sovrappeso. I fondamentali restano di supporto, ma le tensioni sugli spread (in particolare francesi) suggeriscono maggiore cautela.

Europa



Si mantiene il sovrappeso di azioni USA, sostenuto dalla forza degli utili e dalle revisioni al rialzo per il resto dell'anno, con un contributo centrale degli investimenti in tecnologia e infrastruttura AI. La Fed più restrittiva induce a favorire le capitalizzazioni maggiori e una combinazione di settori tecnologico e difensivi, a scapito di quelli ciclici e delle capitalizzazioni inferiori. In prospettiva, la stabilizzazione dei rendimenti obbligazionari è una condizione rilevante per un riposizionamento sulle componenti attualmente sottopesate.

Stati Uniti



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 processo di ristrutturazione dei bilanci.

Giappone



Si conferma un posizionamento neutrale sull'azionario emergente dopo un lungo periodo di sovrappeso. Nel breve, il rischio di restringimento delle condizioni finanziarie e la volatilità indotta dalla concentrazione degli indici in poche società suggerisce maggiore cautela ed un investimento più diversificato nell'area emergente. Prospetticamente, l'area asiatica e le società leader del settore tecnologico godono di una crescita degli utili più robusta, ma il mercato è entrato in una fase di maggiore scrutinio delle componenti AI sia in termini di crescita degli utili che di entrata di possibili *competitor*.

Emergenti



Mercati Obbligazionari

Governativo



Viene aumentata a moderato sovrappeso l'esposizione al Treasury USA, dopo il graduale aumento operato nelle scorse settimane. Le ragioni sono il livello attrattivo dei tassi, il percorso di rialzi della Fed scontato dal mercato ritenuto eccessivo secondo lo scenario Fideuram e l'effetto restrittivo dei rendimenti obbligazionari sulle componenti più indebitate/cicliche e finanche su alcune componenti tecnologiche. Sul governativo europeo si mantiene la neutralità. I rendimenti sono attraenti, ma le tensioni francesi e l'incertezza politica (per le elezioni in diversi paesi nei prossimi mesi) limitano il potenziale di restringimento degli spread periferici.

Corporate



Sul comparto *investment grade* il posizionamento resta prossimo alla neutralità. La forza reddituale del mondo corporate resta un elemento di supporto, ma in questa fase gli spread risentono della volatilità indotta dal restringimento delle condizioni finanziarie e dall'aumento delle emissioni del settore tecnologico. Con il progressivo aumento dell'esposizione ai titoli governativi, in particolare ai Treasury USA, si è nel contempo limitata quella al credito. Il comparto resta comunque la scelta più difensiva nell'ambito del credito societario.

High Yield



Si mantiene un atteggiamento prudente nel comparto *high yield*. Pur supportati da fondamentali societari solidi e da un'attività economica favorevole, gli spread subiscono la volatilità legata al restringimento delle condizioni finanziarie, alle tensioni sulle società AI e alle incertezze sul credito privato. Vengono preferiti i meriti di credito superiori e il rischio azionario per l'*upside* offerto dalla revisione al rialzo della crescita degli utili.

Emergenti



Viene confermato il sovrappeso nei bond emergenti, in particolare nel comparto in valuta locale. Nello scenario di riferimento Fideuram, l'evoluzione della politica monetaria americana verso una maggiore stabilità dei rendimenti a media-lunga scadenza, insieme al graduale raffreddamento dell'inflazione, 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* (e maggiore duration).

FIDEURAM INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING

MERCATI AZIONARI

A SEGUITO DEI GRADUALI ACQUISTI NELLE ULTIME SETTIMANE VIENE ELEVATA A SOVRAPPESO L'ESPOSIZIONE AI TITOLI DI STATO USA

Nei portafogli è stata aumentata l'esposizione nel corso delle ultime settimane ai tassi governativi, principalmente attraverso i titoli di stato americani e nel complesso il posizionamento è ora moderatamente sovrappeso di duration rispetto ai benchmark.
Dopo molto tempo in cui le scelte obbligazionarie hanno privilegiato il *carry* e il rischio di credito rispetto alla duration, **la composizione attuale dei portafogli vede una struttura differente**, sebbene il **sovrappeso di duration non sia marcato** e, potenzialmente, ha **spazio di ulteriore aumento**.
Le ragioni di questo posizionamento sono: (1) **il livello raggiunto dai tassi governativi**, (2) **l'evoluzione restrittiva della politica monetaria** e (3) l'obiettivo di **stabilizzazione della parte a medio / lungo termine della curva americana** per consentire continuità dell'attività di finanziamento degli investimenti tecnologici.
Nel breve periodo queste condizioni di partenza e il perseguimento degli obiettivi di politica economica creano una fase di **restringimento delle condizioni finanziarie** che suggerisce un **posizionamento neutrale sul credito**.
Sui governativi europei, sebbene il livello assoluto dei tassi sia attraente, le tensioni in Francia e l'avvicinarsi di elezioni in una pluralità di paesi introducono **elementi di incertezza politica e volatilità negli spread periferici**. Le valutazioni dell'OAT e di altri titoli governativi a spread risultano congrue rispetto all'evoluzione attesa dei fondamentali, ma si ritiene che **l'incertezza sulle elezioni e gli equilibri politici futuri rappresentino un limite al potenziale di restringimento delle valutazioni e possano essere fonte di ulteriore volatilità**.
Si mantiene una **visione favorevole** nei confronti del **debito dei paesi emergenti**, in particolare nella componente in **valuta locale**, e nel **credito societario** si conferma la **preferenza per le componenti di maggiore qualità**.
Per le azioni si mantiene nei portafogli un livello di **investimento superiore ai benchmark**, sebbene la dimensione del sovrappeso sia limitata a pochi punti percentuali perché il restringimento delle condizioni finanziarie in corso crea condizioni per una **maggiore volatilità degli asset rischiosi**.
Tuttavia, la **visione resta positiva** grazie alla **forza degli utili** e alla loro **revisione al rialzo non solo per il 2026 ma anche per il prossimo anno**. In termini geografici continuano ad essere preferiti gli USA, perché la crescita degli utili è migliore e il ciclo di investimenti tecnologici più forte, mentre **il posizionamento è sostanzialmente neutrale nelle altre aree geografiche principali.**
A livello settoriale, **alla componente tecnologica si preferisce affiancare temi più difensivi** (come i *dividend aristocrats*) a scapito di quelli ciclici e alle capitalizzazioni inferiori. Si riporta a neutrale da sovrappeso l'esposizione al settore finanziario europeo perché nonostante i fondamentali siano forti, la volatilità degli spread suggerisce maggiore cautela in questa fase specifica.
In prospettiva, **la stabilizzazione dei rendimenti obbligazionari è vista come condizione** per un **riposizionamento a favore delle componenti attualmente sottopesate**.
Sul fronte valutario si mantiene il **sovrappeso sulle divise emergenti** e un **limitato sottopeso sul dollaro**.
Nonostante la volatilità sugli spread periferici europei e l'incertezza politica pesino sull'euro, **l'idea che la Fed non alzi i tassi tanto quanto scontato attualmente dal mercato e l'interventismo del Tesoro sulle parti a lunga della curva e sullo yen pongono un limite all'apprezzamento della divisa americana.**
Infine, i portafogli hanno una **esposizione favorevole** alle **materie prime** principalmente attraverso **strumenti diversificati** e **limitate posizioni nei metalli preziosi**.

FIDEURAM INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING

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

