



# LA VIEW DI FIDEURAM

EDIZIONE 03.2026

## SCENARIO MACROECONOMICO

La guerra in Medio Oriente rappresenta un importante elemento di incertezza per lo scenario economico a livello globale, che, prima dell'inizio del conflitto, era caratterizzato da prospettive di crescita piuttosto vivaci in assenza di sostanziali pressioni inflazionistiche. Il nostro scenario a livello globale per il momento non è cambiato in modo significativo, pur con un profilo temporaneamente più elevato per l'inflazione nel breve periodo e lievemente al ribasso per la crescita. Si devono però segnalare i rischi per l'economia globale nel caso in cui il conflitto dovesse determinare uno shock di offerta prolungato, principalmente attraverso il blocco del transito dallo Stretto di Hormuz. Anche le attese di politica monetaria non sono per il momento cambiate, con BCE ferma e tagli della Fed entro fine anno.

## MERCATI AZIONARI



La volatilità legata al conflitto in Iran non modifica l'impostazione complessiva dei portafogli, che mantengono un moderato sovrappeso azionario sostenuto da una continuità della crescita economica e degli utili. Dal punto di vista geografico permane il sovrappeso per Stati Uniti ed emergenti, mentre Europa e Giappone restano più vicini alla neutralità. Vengono modificate le scelte granulari in risposta ai rischi che emergono dal conflitto. In USA si chiude l'esposizione verso le componenti più cicliche, value e a minore capitalizzazione, a favore di soluzioni più vicine alla struttura dei principali indici, con un parziale aumento anche dei temi tecnologici. Tra gli emergenti si riduce la preferenza per quelli asiatici con un riposizionamento verso esposizioni più diversificate.

### EUROPA



NEUTRO

### STATI UNITI



ABBASTANZA  
POSITIVO

### GIAPPONE



NEUTRO

### EMERGENTI



ABBASTANZA  
POSITIVO

## MERCATI OBBLIGAZIONARI



Il posizionamento obbligazionario è stato recentemente modificato attraverso una riduzione del rischio di credito, ricondotto a neutrale dal precedente sovrappeso, in parte a favore della componente governativa europea nelle scadenze medie e medio-lunghe. La duration complessiva rimane sostanzialmente allineata ai benchmark. Il contesto di mercato più volatile rende opportuno ridurre l'esposizione al credito investment grade e alla subordinazione bancaria. Queste ultime sono soluzioni più efficienti in contesti di maggiore stabilità e ora esposte all'incremento dei rischi geopolitici e in USA all'aumento delle emissioni e ad episodi di volatilità nel credito privato. Il posizionamento verso i bond emergenti si mantiene neutrale, con un favore per la componente in valuta locale.

### GOVERNATIVO



NEUTRO

### CORPORATE



NEUTRO

### HIGH YIELD



NEUTRO

### EMERGENTI

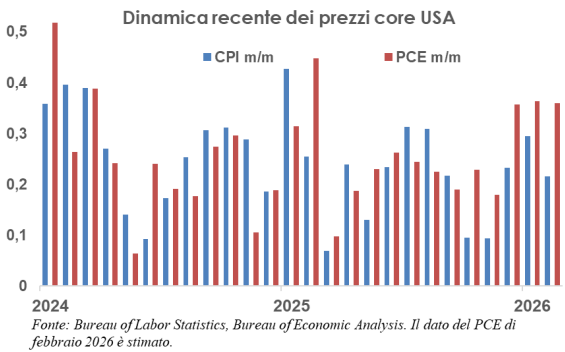


NEUTRO

USA: UN'ECONOMIA RELATIVAMENTE ISOLATA DAL CONFLITTO IN MEDIO ORIENTE

Le implicazioni della guerra in Medio Oriente sull'economia USA dovrebbero risultare relativamente contenute. Il prezzo della benzina ha già iniziato ad aumentare in misura significativa, ma l'impatto sull'inflazione dovrebbe essere nel complesso modesto e temporaneo. Anche le ricadute sull'attività economica (e, *in primis*, sui consumi privati) dovrebbero essere relativamente limitate e la crescita del PIL dovrebbe mantenersi decisamente sopra potenziale nella prima parte dell'anno. Nonostante la solidità della crescita la dinamica dell'occupazione rimane anemica, a conferma dell'accelerazione della produttività. Le incertezze legate al conflitto potrebbero determinare un posticipo dei tagli della Fed rispetto alle nostre attese, ma continuiamo a prevedere due tagli dei tassi entro fine anno.

Segnali temporaneamente contrastanti dagli indicatori d'inflazione



AREA EURO: UN NUOVO SHOCK ENERGETICO

L'Europa affronta un nuovo shock energetico a causa della guerra tra USA/Israele e Iran. Nell'ipotesi che le operazioni belliche abbiano breve durata, si tratterebbe di un impatto sicuramente meno rilevante rispetto a quello causato dalla guerra tra Russia e Ucraina, quando venne meno il 70% di forniture di gas russo nell'arco di pochi mesi. Abbiamo rivisto lievemente al rialzo il profilo dell'inflazione e al ribasso quello del PIL, ma un'ulteriore correzione delle stime non può essere esclusa perché la situazione è molto incerta, con il rischio di una chiusura prolungata dello stretto di Hormuz. La BCE è molto preoccupata per le conseguenze sulle aspettative di inflazione e nella riunione di marzo dovrebbe segnalare di essere vigile e pronta ad intervenire con un rialzo dei tassi, se la guerra dovesse persistere e l'impatto sull'inflazione risultare più elevato.

CINA: CRESCITA ROBUSTA A INIZIO ANNO

I dati di gennaio e febbraio sono stati superiori alle attese e confermano un'economia trainata dalle esportazioni e che dovrebbe accelerare leggermente nel primo trimestre. In particolare, gli investimenti hanno sorpreso positivamente con una ripresa che ha interessato tutti i settori sebbene nel settore residenziale la crescita a/a continui a rimanere molto negativa. La ripresa dei consumi potrebbe essere dovuta alle festività del Capodanno, più lunghe di un giorno quest'anno rispetto al 2025, e potrebbe correggere già a marzo. Il Congresso del Partito Comunista si è concluso con l'annuncio di una riduzione dell'obiettivo di crescita per quest'anno (tra il 4.5% e il 5%) e con un sostegno dalla politica fiscale inferiore alle attese.

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       | 2,2  | 2,8   | 2,4   | 2,7        | 2,7   | 2,3   | 3,63                                    | 3,13  | 3,13  |
| Area Euro | 1,5  | 1,1   | 1,4   | 2,1        | 2,2   | 1,8   | 2,00                                    | 2,00  | 2,25  |
| Giappone  | 1,2  | 0,8   | 0,8   | 3,2        | 1,8   | 2,2   | 0,75                                    | 1,25  | 1,50  |
| Cina      | 5,0  | 4,8   | 4,3   | 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 Fideuram S.p.A.

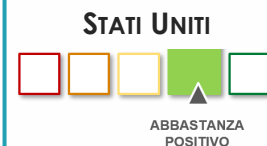
## MERCATI AZIONARI

La crescita attesa degli utili resta inferiore a quella statunitense, ma nella fase pre-bellica ha mostrato segnali di graduale miglioramento, mentre le valutazioni rimangono relativamente attraenti. Nel breve termine, tuttavia, la vicinanza geografica agli eventi bellici e la maggiore dipendenza energetica dell'area introducono elementi di rischio. L'entità e la durata delle tensioni sui prezzi energetici sono rilevanti ai fini dell'evoluzione ciclica e degli utili.

Si mantiene il sovrappeso verso l'azionario USA, ma l'aumento dei rischi geopolitici ha portato a ridurre tatticamente l'esposizione ai settori più ciclici e *value* e alle capitalizzazioni inferiori in favore di un posizionamento più vicino alla struttura degli indici principali. Dal punto di vista micro l'incertezza sull'impatto dell'AI in alcuni comparti tecnologici viene mitigata dall'aumento della produttività e dalla forza degli utili. Dal punto di vista macro nonostante gli ultimi dati di inflazione siano stati meno positivi, non si ravvisano ancora ragioni sufficienti per un restringimento delle condizioni finanziarie da parte della Fed.

L'esposizione rimane neutrale 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.

Si conferma una visione favorevole sugli emergenti sia per ragioni cicliche che fondamentali. Tuttavia, in risposta ai rischi che emergono dal conflitto viene ridotta la precedente preferenza per la componente asiatica a 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.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



L'esposizione ai titoli governativi nei portafogli rimane complessivamente neutrale. La duration è sostanzialmente allineata ai benchmark, con una preferenza per le scadenze intermedie rispetto alle parti più lunghe della curva. A seguito della riduzione del rischio di credito, è stata in parte aumentata la parte media e medio-lunga in Europa in un contesto caratterizzato dall'aumento della percezione di rischio ciclico e con il mercato monetario che ha incorporato una risposta aggressiva da parte della BCE (due rialzi scontati per fine anno). Tra i governativi permane un favore per i titoli britannici anche in termini relativi rispetto al Treasury.

### CORPORATE



Il posizionamento sul credito è stato recentemente ricondotto a neutrale dal precedente sovrappeso. I fondamentali societari restano complessivamente solidi ma l'aumento dell'incertezza indotto dallo scoppio della guerra riflette un contesto meno favorevole per l'asset class, più adatta a condizioni di maggiore stabilità. L'allargamento degli spread è per il momento contenuto rispetto a episodi analoghi del passato e i premi per il rischio sono compressi e quindi esposti rispetto ai possibili elementi di volatilità (geopolitica, aumento emissioni in USA e episodi di tensione nei mercati privati).

### HIGH YIELD



Manteniamo un atteggiamento prudente in quanto gli spread ancora storicamente compressi risultano esposti alla maggiore incertezza derivante dal conflitto in Medio Oriente. Le situazioni di difficoltà nel credito privato sono attese rimanere circoscritte a casi specifici e gli eventi bellici non dovrebbero far deragliare l'economia in recessione, ma possono generare fasi di allargamento degli spread e una minore liquidità di mercato.

### EMERGENTI



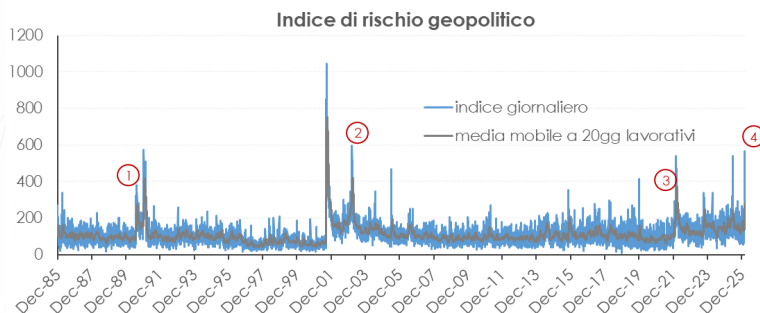
Il posizionamento verso i bond emergenti rimane complessivamente neutrale. Permane tuttavia un favore per il debito emergente in valuta locale, nonostante la volatilità indotta dal conflitto e il recente rafforzamento del dollaro. Nel debito esterno in valuta forte gli spread risultano relativamente interessanti rispetto ai corrispondenti segmenti di credito societario, in particolare nella componente high yield.

## PRESE DI PROFITTO SULLE ESPOSIZIONI CICLICHE

L'intervento militare americano e israeliano in Iran introduce elementi di ulteriore volatilità e incertezza sui mercati. Nel recente passato situazioni come quella attuale hanno visto i mercati reagire immediatamente con una correzione degli asset rischiosi, una reazione comprensibile tenuto conto del livello di incertezza introdotto e della natura degli eventi. Con il passare del tempo e l'aumento di informazioni e visibilità, l'incertezza e la volatilità tendono a scendere, quantomeno parzialmente, e a questo corrisponde un recupero dei mercati.

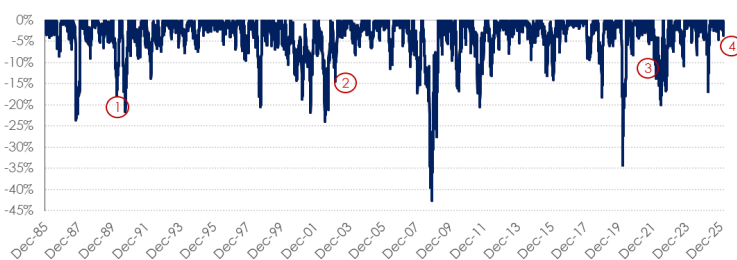
È presto per dire se anche questa volta sarà così. Inoltre, al momento della scrittura la **correzione dei mercati non è particolarmente profonda e nel complesso appare più composta rispetto a situazioni simili del passato**. Nelle scelte di *asset allocation* questa impostazione rimane comunque quella di riferimento.

**L'attuale correzione dei mercati appare relativamente composta rispetto ad episodi passati di alto rischio geopolitico**



Fonte: indice di Caldara e Iacovello, <https://www.policyuncertainty.com/gpr.html>

**Discesa del mercato (indice MSCI World in dollari) rispetto al massimo del trimestre precedente**



1) invasione del Kuwait da parte dell'Iran il 2 agosto 1990 con conclusione il 17 gennaio 1991 con l'operazione "desert storm"; 2) Guerra in Iraq, di cui si avevano già le avvisaglie dalla fine del 2002; 3) guerra russo-ucraina; 4) attacco dell'Iran da USA e Israele del 28 febbraio 2026

Per questi motivi i **portafogli continuano ad avere un moderato sovrappeso azionario e un posizionamento di duration sostanzialmente in linea con i benchmark**, ma con una riduzione del rischio di credito, riportato verso la neutralità in parte a favore di un riposizionamento verso la componente governativa europea, in particolare sulle scadenze medie e meglio-lunghe, oltre ad un lieve sottopeso di dollaro e un sovrappeso di materie prime.

**Lato azionario sono state ridotte alcune posizioni di secondo livello**, realizzate come scelte più granulari all'interno delle singole asset class, con l'obiettivo di ridurre il contenuto ciclico dei portafogli. Questo si è tradotto, nell'allocazione emergente, in una riduzione degli investimenti dedicati all'area asiatica a favore di soluzioni più diversificate e, nel mercato americano, nella riduzione delle componenti più *value* e a minore capitalizzazione a favore di soluzioni più vicine alla struttura dei principali indici, con un parziale aumento anche dei temi tecnologici.

**La ragione di questi interventi è quella di ridurre il rischio legato a una durata del conflitto superiore alle attese** o, comunque, limitare la sensibilità dei portafogli ai settori più esposti al rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche e a possibili malfunzionamenti delle catene produttive. **La struttura azionaria degli investimenti continua a vedere sovrappesati i mercati statunitensi e quelli emergenti, mentre Europa e Giappone rimangono prossimi alla neutralità.**

Dal punto di vista fondamentale **il peso delle azioni trova supporto nella crescita degli utili**, che continua a essere robusta e caratterizzata da una maggiore diffusione geografica e dal contributo di una pluralità di settori.

**Sul fronte obbligazionario è stata recentemente ridotta a neutrale l'esposizione al credito di maggiore qualità** (investment grade e subordinazione finanziaria) in considerazione del mutato contesto generale.

**Gli effetti della guerra aumentano il rischio inflattivo** e, pur ritenendo ancora prematuro considerarlo come scenario di riferimento oltre il breve periodo, in questa fase specifica la capacità dei titoli di stato di assorbire la volatilità delle azioni appare limitata.

**La duration non è significativamente diversa da quella dei benchmark** e nel posizionamento sulla curva si conferma la preferenza per le scadenze medie e medio-lunghe in particolare europee.

**È presente un modesto sottopeso nel dollaro**, per riflettere la volontà politica americana di avere una valuta più debole. Tuttavia la dimensione del sottopeso rimane limitata alla luce di una visione favorevole del ciclo economico americano e della capacità del dollaro di assorbire la volatilità introdotta dallo scoppio della guerra nelle principali asset class.

**I portafogli mantengono inoltre un'esposizione favorevole alle materie prime principalmente attraverso posizioni diversificate**, con inclusione di quelle energetiche. In parte questa esposizione è stata aumentata a seguito della riduzione della componente industriale dopo i forti rialzi realizzati.

Lo scoppio della guerra in Iran rende al momento opportuno il mantenimento di queste forme di investimento come copertura rispetto ai rischi geopolitici e inflazionistici, pur nella consapevolezza che **la velocità dei rialzi di alcune materie prime richiederà anche un approccio tattico nella gestione di queste esposizioni**. Più limitata rimane l'esposizione ai metalli preziosi.

**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**

