La View di Fideuram

Edizione 09.2025

Scenario Macroeconomico

Il nostro scenario continua a prospettare che una parte dell'impatto negativo dei dazi imposti dagli USA debba ancora emergere nei dati e, in generale, prevediamo un andamento piuttosto dimesso della crescita a livello globale nella seconda parte dell'anno, con un successivo moderato recupero nel corso del prossimo. Nel corso dell'estate si è registrato un marcato e inatteso deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro negli USA, che ha indotto la Fed a procedere ad un taglio di 25 pb nella riunione di settembre. Abbiamo aggiunto al nostro scenario un altro taglio della Fed nella prossima riunione di ottobre, mantenendo quello previsto per dicembre. Abbiamo invece spostato il taglio di 25 pb della BCE previsto per la riunione di dicembre all'inizio del prossimo anno, ma con un livello di confidenza inferiore.

Mercati Azionari

Abbiamo ridotto l'esposizione azionaria complessiva avvicinandola a livelli prossimi alla neutralità. Dopo il forte rialzo dei mercati, e in un contesto in cui pensiamo che la crescita USA possa decelerare un po' e l'inflazione temporaneamente aumentare per effetto dei dazi, riteniamo opportuno abbassare il rischio nel breve periodo. Manteniamo tuttavia una visione di fondo costruttiva, sostenuta dalla continuità della crescita attesa degli utili, e siamo pronti ad incrementare l'esposizione in presenza di eventuali fasi di debolezza. A livello geografico l'area dei paesi emergenti rimane nelle nostre preferenze, con un favore in particolare per la parte asiatica. Quest'area è sostenuta da un mix di riduzione dei tassi di interesse da parte della Fed, debolezza del dollaro e valutazioni ancora interessanti. A livello settoriale abbiamo rafforzato la convinzione a favore del comparto healthcare tra i difensivi e ampliato l'esposizione verso società a minore capitalizzazione.

Europa

Stati Uniti

Giappone

Emergenti

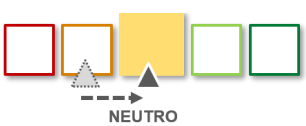
Mercati Obbligazionari

La componente obbligazionaria dei portafogli mantiene un peso dei titoli di stato e una duration in linea con i benchmark, ma con una preferenza in termini di posizionamento di curva per le scadenze intermedie. La curva americana trova supporto nella fase di riduzione dei tassi ufficiali da parte della Fed, ma la limitata percezione del rischio recessivo crea condizioni di maggiore volatilità per le parti della curva a più lunga scadenza. In Europa gli spazi di ulteriore riduzione dei tassi da parte della BCE sono limitati, anche per l'impatto prospettico dello stimolo fiscale tedesco. Sul credito siamo sostanzialmente neutrali, con una forte preferenza per le componenti di maggiore qualità del credito societario, investment grade e subordinazione finanziaria. Tuttavia, ritorniamo neutrali sulla componente high yield, precedentemente sottopesata e che finanziava una esposizione azionaria superiore. Nel mondo emergente siamo neutrali ma con un favore per la componente in valuta locale (contro dollaro), rispetto al segmento in valuta forte.

Governativo

Corporate

High Yield



Emergenti

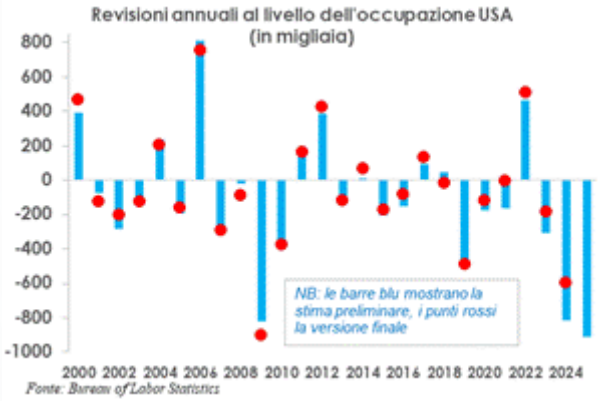
dati aggiornati al 23 settembre 2025

SCENARIO MACRO

USA: La Fed risponde al marcato rallentamento dell'occupazione

Nel corso dell'estate si è registrato un marcato e inatteso deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro, anche se le indicazioni relative alla domanda interna (e *in primis* ai consumi) sono rimaste abbastanza vivaci. Le revisioni ai dati mostrano che la crescita dell'occupazione ha rallentato decisamente rispetto a inizio anno (appena 30 mila nuovi addetti in media al mese tra giugno a agosto) e il tasso di disoccupazione è aumentato sia in luglio sia in agosto. **L'impatto delle tariffe sui prezzi dei beni, d'altro lato, rimane per ora molto contenuto**. Sulla base di queste considerazioni, la Fed in settembre ha deciso di tagliare i tassi di 25 pb e **il nostro scenario contempla ora un taglio anche nella prossima riunione di ottobre e non solo in quella di dicembre**.

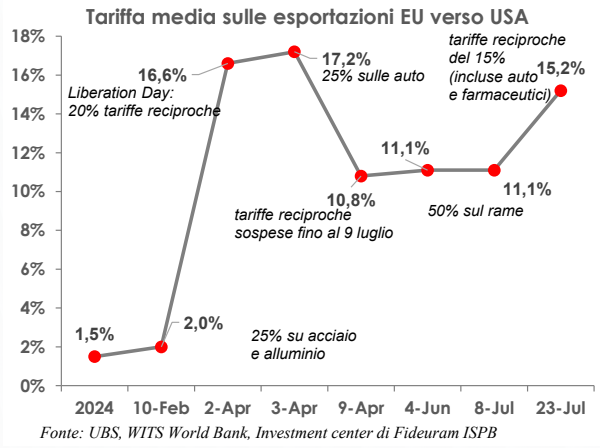
Anche quest'anno il livello dell'occupazione è stato rivisto pesantemente al ribasso



Area Euro: BCE soddisfatta delle condizioni cicliche

A fine luglio UE e USA hanno raggiunto un accordo sui dazi, che ha ridotto in buona parte l'incertezza economica sulle prospettive di crescita. **Nella prima metà dell'anno la crescita del PIL è peraltro risultata più robusta delle attese**, proprio a causa dell'anticipo di ordini, scorte ed esportazioni per ovviare al rischio tariffe, ma attendiamo ora una seconda metà dell'anno stagnante. L'inflazione è stabile all'obiettivo del 2% da circa tre mesi, mentre anche l'inflazione *core* sta scendendo. La BCE pertanto ritiene di essere "ben posizionata": nella riunione di settembre ha sorpreso per i toni piuttosto aggressivi e **sembra non essere più propensa a tagliare i tassi. Manteniamo comunque nel nostro scenario centrale un ultimo taglio** dei tassi ad inizio 2026, in considerazione delle incertezze che ancora gravano sullo scenario.

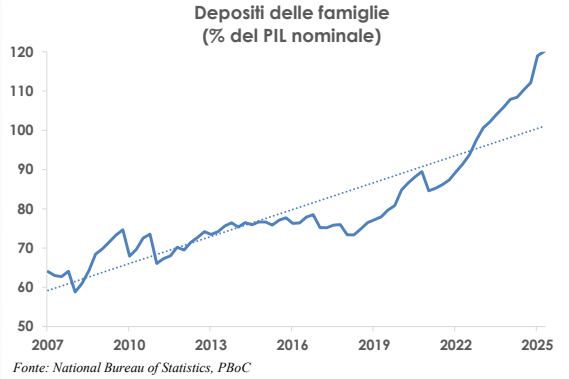
Le tariffe verso gli USA sono aumentate significativamente: non ne abbiamo ancora visto l'impatto complessivo



Cina: Crescita in frenata

Nei mesi estivi l'attività economica in Cina ha rallentato principalmente a causa della debolezza della domanda interna. Deludente l'andamento degli investimenti, che hanno registrato il dato più debole dal periodo del Covid, con un ulteriore peggioramento del settore residenziale. I dati sono in linea con le nostre attese di un marcato rallentamento della crescita nel terzo trimestre, dal 4.5% al 2.0% annualizzato. La pausa di ulteriori 90 giorni concessa dall'Amministrazione USA agli aumenti delle tariffe ha ridotto l'incertezza legata alle politiche commerciali. **La campagna di riduzione dell'eccesso di capacità produttiva annunciata dal Governo potrebbe avere un effetto negativo sulla crescita**, ma permettere di ridurre in parte le pressioni deflazionistiche.

L'incertezza sulle prospettive di salari e occupazione impedisce la ripresa dei consumi



Previsioni Fideuram sul quadro macroeconomico

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2024	2025*	2026*	2024	2025*	2026*	2024	2025*	2026*
USA	2,8	1,8	1,9	3,0	2,9	3,3	4,38	3,63	2,88
Area Euro	0,9	1,2	1,0	2,4	2,1	1,8	3,00	2,00	1,75
Giappone	0,1	1,3	0,6	2,7	3,0	2,0	0,25	0,75	1,00
Cina	5,0	4,6	4,0	0,2	-0,1	0,8	1,50	1,20	1,20

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso depo per BCE. ** Previsioni Fideuram S.p.A.*

FIDEURAM INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING

INDICAZIONI TATTICHE

Mercati Azionari

L'Europa è supportata da utili in miglioramento e valutazioni attraenti. Lo stimolo fiscale tedesco sostiene il comparto industriale e in parte riduce l'impatto dei dazi e dell'apprezzamento dell'euro. La crescita degli utili attesi è tuttavia inferiore rispetto a quella USA mentre il differenziale di performance da inizio anno riflette già alcuni elementi di supporto. Manteniamo un focus sul settore finanziario, sebbene inferiore rispetto al passato, grazie a fondamentali solidi e una remunerazione per gli azionisti elevata.

Europa

Manteniamo l'esposizione neutrale, entrando in una fase più complessa dal punto di vista macro, con crescita sotto al potenziale e inflazione temporaneamente in aumento. Tuttavia, riteniamo che il percorso di crescita degli utili possa proseguire, e manteniamo un approccio costruttivo in caso di correzioni. I fondamentali rimangono solidi e il ciclo dei tagli della Fed limita lo spazio di correzione delle valutazioni. Abbiamo allargato l'investimento anche nei confronti di segmenti di capitalizzazione inferiore e componenti più cicliche / value.

Stati Uniti

La minore crescita degli utili rispetto agli USA, il quadro macro meno favorevole e l'incertezza politica interna limitano il favore verso il Giappone. Inoltre, il rialzo dei tassi di interesse beneficia il settore finanziario ma l'elevata volatilità dei bond a lunga scadenza rende il mercato vulnerabile alla reintroduzione di premio per il rischio. Tuttavia, le valutazioni sono nel complesso relativamente basse e trovano supporto nell'aumento della redditività aziendale grazie al contributo della ristrutturazione dei bilanci.

Giappone

Siamo sovrappeso verso gli emergenti, in particolare verso l'area asiatica. Il mix di tassi in discesa, dollaro debole e la minore tensione tariffaria tra Cina e USA toglie, almeno temporaneamente, pressione sull'area migliorandone la prospettiva di crescita. Anche le divise beneficiano di un miglioramento nella percezione di rischio. Confermiamo il sovrappeso sulla Cina, per un maggiore supporto del governo nei confronti del settore privato, in particolare nella tecnologia, e dove ci attendiamo una politica fiscale più espansiva.

Emergenti

Mercati Obbligazionari

Governativo

L'esposizione ai titoli di stato e la duration sono in linea con i benchmark, ma con una preferenza in termini di posizionamento di curva per le scadenze intermedie. La curva americana trova supporto nella ripresa del ciclo di ribassi dei tassi della Fed, ma la limitata percezione del rischio recessivo crea condizioni di maggiore volatilità per le parti della curva a lunga scadenza. In Europa gli spazi di ulteriore riduzione dei tassi da parte della BCE sono limitati, anche per l'impatto prospettico dello stimolo fiscale tedesco.

Corporate

Le obbligazioni societarie di alta qualità restano una fonte relativamente attraente di extra -rendimento rispetto ai titoli di stato, nonostante l'incertezza macroeconomica e politica e gli spread relativamente stretti. In particolare, la componente europea beneficia del supporto della politica fiscale tedesca e di un contesto reddituale complessivamente in miglioramento. Il settore finanziario continua ad essere un segmento nel quale abbiamo una visione di favore, anche nelle componenti subordinate.

High Yield

Riportiamo a neutrale la componente high yield, precedentemente sottopesata e che finanziava la maggiore esposizione azionaria. Con la riduzione del peso azionario colmiamo il sottopeso nella componente più speculativa del credito societario. Gli spread di credito sono stretti, ma crediamo anche supportati da limitati tassi di default, dalla ripresa del ciclo di ribassi dei tassi da parte della Fed e dalla tenuta ciclica.

Emergenti

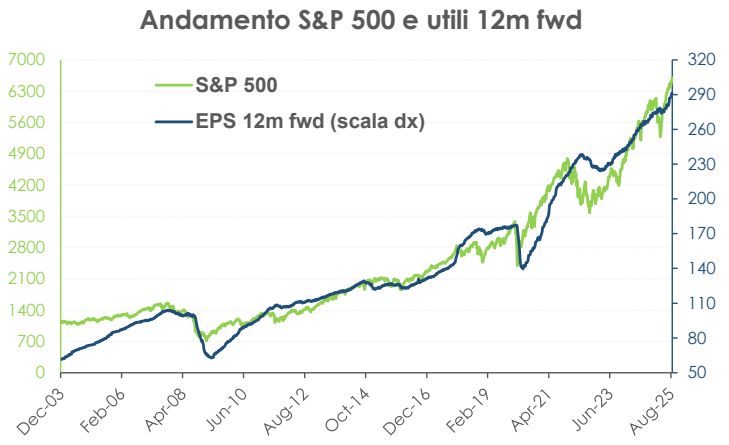
L'evoluzione più favorevole delle relazioni con la Cina sulle tariffe ci fa preferire l'esposizione al debito emergente in valuta locale, principalmente nell'area asiatica. Il contenimento del rischio tariffario e di tenuta ciclica suggerisce una stabilizzazione delle valute e un'attrattività del carry offerto dal debito locale. In termini relativi, preferiamo la componente locale (coprendo il cambio dollaro-euro e lasciano aperta la posizione emergente contro dollaro) a quella in valuta forte.

FIDEURAM INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING

MACRO PIÙ INCERTA, MA CONTINUITÀ DI CRESCITA DEGLI UTILI

L'esposizione azionaria complessiva è stata riportata su livelli prossimi alla neutralità. La decisione riflette il forte rialzo degli ultimi mesi, dopo l'opportunità di acquisto sfruttata in primavera intorno a quota 5000 dell'S&P 500. In un contesto di crescita attesa in graduale rallentamento e inflazione temporaneamente in risalita, riteniamo opportuno abbassare il rischio nel breve. Rimane però un orientamento **favorevole agli asset rischiosi, sostenuto dalla continuità della crescita degli utili**. In caso di nuove fasi di debolezza, l'inclinazione resta quella di aumentare nuovamente l'esposizione. **L'unica area in sovrappeso rimane quella emergente, con focus sull'Asia.**

La continuità della crescita degli utili attesi rimane un supporto per gli indici azionari

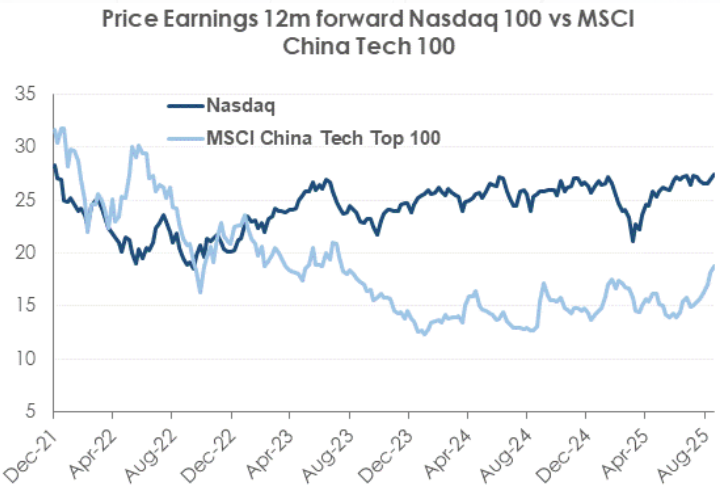


Fonte: LSEG, Ibes, Investment Center di Fideuram ISBP

Negli Stati Uniti il supporto principale viene dalla solidità degli utili, con revisioni favorevoli anche al di fuori della tecnologia. La debolezza del dollaro ha contribuito in modo rilevante alla performance dell'S&P 500, ma i fondamentali aziendali rimangono robusti e i profitti sono attesi in crescita anche nei prossimi trimestri, pur in presenza di un'economia al di sotto del potenziale. La Fed, con il ciclo di tagli già avviato, riduce lo spazio di correzione delle valutazioni. Il mercato mostra segnali di allargamento a più settori e comparti, creando spazi di gestione attiva. A livello settoriale rafforziamo la preferenza per l'healthcare tra i difensivi e allarghiamo l'investimento verso società a minore capitalizzazione e a temi più value che affianchiamo al tech e al growth. Quest'ultimi mantengono la leadership degli utili, ma con gap inferiori agli anni precedenti e con una crescente attenzione su margini e sul ritorno dagli ingenti investimenti realizzati.

In Europa il gap con gli Stati Uniti si è riaperto per effetto dell'apprezzamento dell'euro e della revisione al ribasso degli utili. A ciò si aggiunge **l'instabilità politica in Francia, che rappresenta un potenziale elemento di volatilità. L'avvio del piano fiscale tedesco dovrebbe costituire un parziale contrappeso**, ma una nuova fase di recupero sul mercato europeo richiede un'interruzione del trend di revisioni negative sugli utili. **In Giappone, il catalyst principale è arrivato dalla riduzione del rischio tariffario e da un equilibrio commerciale raggiunto prima rispetto ad altri mercati**. Ciò ha favorito l'indice nonostante una debole dinamica degli utili e persistente incertezza politica. Restano tuttavia fattori di sostegno, come il miglioramento dei bilanci aziendali e il recupero dei salari reali, ma la volatilità della politica monetaria e la transizione di governo rimangono elementi di rischio.

Il settore tecnologico cinese è attrattivo dal punto di vista delle valutazioni



Fonte: Bloomberg, Investment Center di Fideuram ISPB

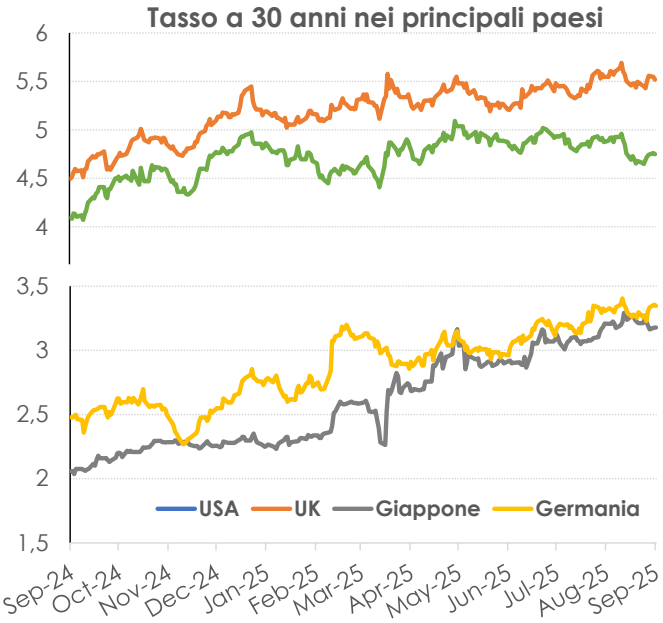
Sugli emergenti la combinazione di tassi in discesa, dollaro debole e minore incertezza tariffaria sostiene valute e mercati. **In Cina risultano favorevoli le valutazioni contenute, il ruolo di competitor tecnologico e un approccio più riformista del governo.**

ANCORA RICERCA DI CARRY NEL PORTAFOGLIO, E ANCORA VOLATILI LE PARTI A LUNGHISSIMA DELLE CURVE

L'esposizione obbligazionaria mantiene una duration in linea con i benchmark, ma con preferenza per le scadenze brevi e intermedie. Restiamo **neutrali sia** sui **governativi** che sul **credito**, anche **high yield**, in precedenza sottopesato per finanziare la precedente maggiore **esposizione azionaria** e ora riportati entrambi alla **neutralità**.

Per i **titoli governativi**, sui principali mercati del debito sovrano, si osserva la **ricostituzione** dei **premi** a **termine** lungo le curve, sostenuti dall'aumento della spesa fiscale e dalla bassa probabilità di eventi recessivi. **Nell'Area Euro**, il **Bund** ha **incorporato** in misura significativa **questo fenomeno**, riflettendo il maggior fabbisogno di finanziamento della Germania legato al nuovo corso di politica fiscale espansiva. Sul fronte periferico, l'instabilità politica francese ha spinto lo spread contro Bund su livelli prossimi a quelli italiani. Non si escludono possibili fasi di volatilità indotte dal protrarsi delle difficoltà istituzionali.

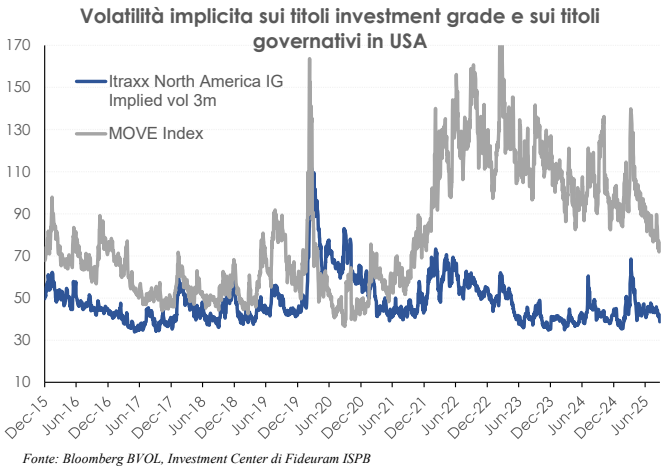
Ancora molto rischiose e volatili le parti a lunghissima delle curve governative dei principali paesi



Fonte: Bloomberg

I Treasury, coperti dal rischio di cambio, hanno riacquistato una funzione di protezione dal rischio ciclico, come evidenziato rispetto ai primi segnali di indebolimento del mercato del lavoro. Tuttavia, nei tratti a lunghissima scadenza della curva USA permane volatilità legata ai premi al rischio fiscali e politici.

Il credito di maggiore qualità rappresenta una fonte di extra-rendimento con una volatilità relativamente contenuta rispetto ai governativi



Fonte: Bloomberg BVOL, Investment Center di Fideuram ISPB

Non si modifica la preferenza per i segmenti di credito di più alta qualità che continuano a rappresentare una fonte di extra-rendimento, a cui si aggiunge una volatilità relativamente contenuta rispetto ai titoli di stato e una duration intermedia. **Manteniamo** un **favore** per la **parte finanziaria**, ma con **maggiore cautela** verso le **subordinazioni** più **spinte**, in un contesto di spread e tassi ormai sempre più compressi.

La **riduzione dell'esposizione azionaria** consente di **ricoprire** il **sottopeso sull'high yield**, riportandolo a neutralità. Non si tratta infatti di un cambio di view sull'asset class, ma dell'effetto di un diverso equilibrio rischio/rendimento all'interno del portafoglio complessivo, che precedentemente ci vedeva preferire una combinazione di credito investment grade, subordinazione finanziaria e azioni. Per l'high yield gli spread sono compressi, mentre i rendimenti sono ancora attraenti a fronte di una duration bassa. I tassi di default sono in graduale aumento rispetto ai livelli minimi, ma rimangono sotto le medie storiche.

Sugli emergenti confermiamo la **neutralità**, con preferenza sulla componente in valuta locale, dove possibile anche attraverso strumenti che coprono il cambio dollaro – euro e lasciando aperta la posizione emergente contro dollaro. La combinazione di dollaro debole, inflazione sotto controllo e margini di easing monetario delle banche centrali domestiche sostiene il posizionamento. **Siamo più cauti sulla componente in valuta forte che presenta valutazioni troppo strette e maggiori rischi idiosincratici.**

DISCLAIMER:

Autori

Flavio Rovida

Responsabile
Ricerca Macroeconomica
Fideuram S.p.A.

Francesca Pini

Analista

team Ricerca Macroeconomica di Fideuram S.p.A.

Ilaria Spinelli

Analista

team Ricerca Macroeconomica di Fideuram S.p.A.

Luca Vaiani

Responsabile
Gestione Prodotti Azionari, Obbligazioni e Soluzioni di investimento
Fideuram S.p.A.

Silvana Vergara

Analista team Gestione Prodotti Azionari, Obbligazioni e Soluzioni di investimento

di Fideuram S.p.A.

Alessandro Cipriani

Analista team

Gestione Prodotti Azionari, Obbligazioni e Soluzioni di investimento

di Fideuram S.p.A.

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

DISCLAIMER:

Il presente documento è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile. Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita o 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.

Fideuram declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente messaggio.

Tale documentazione non è stata depositata in Consob ai sensi dell'art. 101 del d.lgs. 58/98 e successive modifiche ("Testo Unico della Finanza").

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.