

LA VIEW DI FIDEURAM

EDIZIONE 10.2025

SCENARIO MACROECONOMICO

Nello scenario Fideuram viene confermata l'attesa di un'accelerazione della crescita dell'economia globale a partire dalla prima parte del prossimo anno e nel corso delle ultime settimane sono state riviste al rialzo le nostre stime di crescita sia per gli USA sia per la Cina. Le tensioni commerciali tra USA e Cina che erano nuovamente riemerse sembrano essere state ricomposte. Anche i rischi relativi all'indipendenza della Fed sembrano essere parzialmente rientrati. Nonostante la crescita piuttosto vivace la relativa debolezza del mercato del lavoro negli USA dovrebbe indurre la Fed a tagliare i tassi di 25 pb sia nella prossima riunione di fine ottobre sia in quella successiva di metà dicembre, come attualmente largamente scontato dai mercati, che nelle ultime settimane sono anche tornati a contemplare la possibilità di un ulteriore taglio della BCE nella prima parte del prossimo anno, in linea con lo scenario Fideuram.

MERCATI AZIONARI



La visione di fondo nei confronti dell'azionario si mantiene favorevole, supportata dalla continuità della crescita degli utili e da fondamentali complessivamente solidi. Tuttavia, sia per disciplina dopo i recenti forti rialzi, sia per la presenza di incertezza macroeconomica e politica, si preferisce mantenere il peso delle azioni vicino alla neutralità. Il percorso degli utili resta positivo e guidato dalla tecnologia ma con un contributo che si sta ampliando ad altri settori. Il ribasso dei tassi continua a fornire supporto alle valutazioni. L'inclinazione rimane quella di aumentare il peso azionario in presenza di momenti di correzione. L'area emergente è l'unica in sovrappeso, favorita dalla Fed più espansiva, debolezza del dollaro e valutazioni più contenute rispetto ai paesi sviluppati. A livello settoriale si conferma il sovrappeso nel farmaceutico e una maggiore esposizione verso segmenti a capitalizzazione inferiore.

EUROPA



NEUTRO

STATI UNITI



NEUTRO

GIAPPONE



NEUTRO

EMERGENTI



ABBASTANZA
POSITIVO

MERCATI OBBLIGAZIONARI



La componente obbligazionaria dei portafogli continua ad avere una duration sostanzialmente in linea con i benchmark, con preferenza per tratti di curva intermedi. Negli USA, queste trovano supporto dal percorso di riduzione dei tassi intrapreso dalla Fed, mentre in Europa, dove la BCE è attesa ferma nei prossimi mesi, gli spread, sia governativi non-core che di credito, restano relativamente attraenti per le scadenze non troppo estese. Le parti a lunga della curva risultano meno interessanti, anche per la politica monetaria accomodante che dovrebbe sostenere il ciclo economico nei prossimi mesi. Sul credito la posizione resta sostanzialmente neutrale, con preferenza per le componenti di maggiore qualità, investment grade e subordinazione finanziaria. I default nel credito privato sono considerati eventi circoscritti, pur potendo generare temporanei allargamenti degli spread. Si mantiene un moderato favore per il debito emergente in valuta locale, privilegiando strumenti esposti alle divise emergenti rispetto al dollaro.

GOVERNATIVO



NEUTRO

CORPORATE



NEUTRO

HIGH YIELD



NEUTRO

EMERGENTI



NEUTRO

USA: BUIO SUI DATI, MA LA FED CONTINUERÀ A TAGLIARE

Le stime Fideuram di crescita del PIL vengono riviste al rialzo sia per il 2025 che soprattutto per il 2026 (dal 2.0% al 2.3%), alla luce dei segnali di maggiore solidità della domanda finale privata interna (ovvero consumi e investimenti privati). Lo *shutdown* delle attività federali, in corso dal 1° ottobre, ha decisamente ridotto il flusso di dati macro: i pochi dati disponibili sembrano indicare la prosecuzione dello scenario di crescita abbastanza vivace, ma con una dinamica piuttosto anemica degli occupati, anche in ragione del calo dell'immigrazione. **Un altro taglio di 25 pb è pertanto molto probabile nella riunione del FOMC del 28-29 ottobre** ed è ampiamente scontato dal mercato. Nel corso delle ultime settimane si sono inoltre ridotti i timori riguardo all'indipendenza della Fed, emersi a fine estate.

AREA EURO: TENTATIVI DI RIPRESA

Nel terzo trimestre la crescita del PIL dovrebbe stagnare, anche per effetto della **correzione al ribasso delle esportazioni verso gli Stati Uniti**, dopo il forte rimbalzo precedente all'introduzione dei dazi. Ci sono **segnali di ripresa della domanda privata**, sebbene ancora fragili: gli indici di fiducia delle imprese di ottobre hanno mostrato un recupero dei servizi in Germania, grazie allo stimolo fiscale (deboli invece in Francia, a causa della crisi politica). L'inflazione si è stabilizzata al 2% negli ultimi mesi (2.2% a settembre) e **la BCE nella riunione di ottobre non taglierà i tassi**. L'attesa Fideuram è per un ultimo taglio entro la prima metà del prossimo anno, per i rischi che ancora persistono sullo scenario legati all'incertezza politica, all'impatto negativo diluito nel tempo dei dazi e all'apprezzamento dell'euro.

CINA: CRESCITA IN LINEA CON L'OBIETTIVO DEL GOVERNO PER QUEST'ANNO

Diversamente dalle attese, l'**attività economica ha accelerato nel terzo trimestre rendendo più facilmente raggiungibile l'obiettivo di crescita del Governo (5% circa)**. Nonostante l'aumento dei dazi imposti dall'Amministrazione USA le esportazioni sono rimaste forti, mentre gli investimenti sono diminuiti per il terzo mese consecutivo. Il Governo, anche per compensare gli effetti negativi della campagna di riduzione dell'eccesso di capacità produttiva, ha annunciato due misure espansive di politica fiscale pari allo 0.7% del PIL. Alla luce del dato sulla crescita e tenendo conto degli interventi fiscali **le stime di crescita di Fideuram sono state riviste al rialzo per quest'anno, dal 4.6% al 4.9%, e per il prossimo (dal 4.0% al 4.5%)**.

PREVISIONI FIDEURAM SUL QUADRO MACROECONOMICO

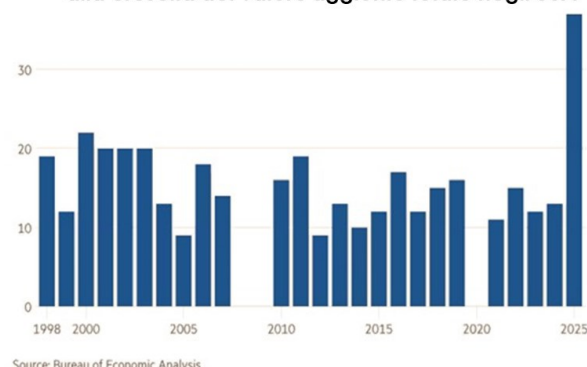
	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2024	2025*	2026*	2024	2025*	2026*	2024	2025*	2026*
USA	2,8	2,0	2,3	3,0	2,9	3,2	4,38	3,63	3,13
Area Euro	0,8	1,3	1,0	2,4	2,1	1,8	3,00	2,00	1,75
Giappone	0,1	1,3	0,7	2,7	3,1	2,0	0,25	0,75	1,00
Cina	5,0	4,9	4,5	0,2	-0,1	0,7	1,50	1,40	1,30

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso deplo per BCE.

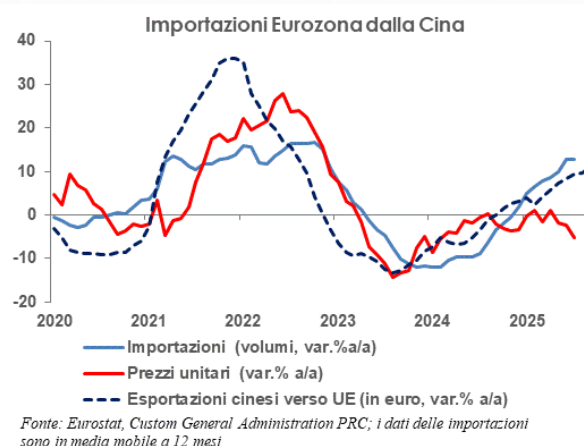
* Previsioni Fideuram S.p.a.

Il comparto dell'AI e del settore tecnologico stanno fornendo un notevole contributo alla crescita del PIL

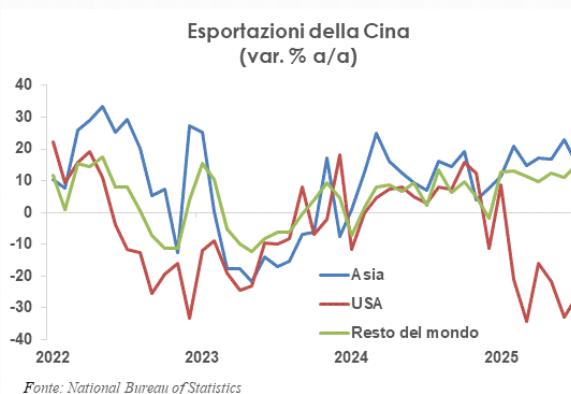
Contributo percentuale del settore tecnologico alla crescita del valore aggiunto totale negli USA



L'aumento delle importazioni dalla Cina determina pressioni al ribasso sui prezzi



Le esportazioni verso gli USA sono state reindirizzate verso altri mercati



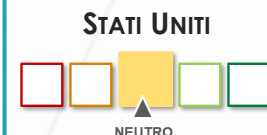
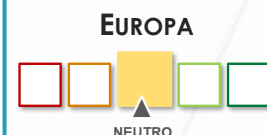
MERCATI AZIONARI

Pur restando inferiore a quella USA, la crescita attesa degli utili in Europa mostra un graduale miglioramento e valutazioni ancora attraenti. Dal punto di vista macro, nonostante le incertezze sullo stimolo fiscale tedesco, l'attesa è di un miglioramento ciclico favorito da tassi più bassi che attenuano l'impatto di dazi e l'apprezzamento dell'euro. Rimane il favore per il settore finanziario, per via di fondamentali solidi e con una remunerazione a favore degli azionisti elevata, ma con una esposizione inferiore rispetto al passato.

Nel mercato USA, si mantiene, la neutralità dopo il forte rialzo e in presenza di incertezze geopolitiche e difficoltà nel credito privato. L'inclinazione è di aumentare l'esposizione in caso di correzioni perché i fondamentali restano solidi e il percorso di crescita degli utili, guidato dalla tecnologia, si sta ampliando ad altri settori. Inoltre il ciclo dei tagli dei tassi limita lo spazio di correzione delle valutazioni. A livello settoriale/tematico l'investimento è stato ampliato al farmaceutico e alle capitalizzazioni inferiori.

Alcuni elementi di breve periodo limitano il favore verso il Giappone, legati alla minore crescita degli utili rispetto agli USA e a un quadro macroeconomico meno favorevole e politicamente incerto. Il rialzo dei tassi beneficia il settore finanziario, ma l'elevata volatilità dei bond a lunga scadenza rende il mercato vulnerabile alla reintroduzione di un premio per il rischio. Le valutazioni restano attraenti rispetto agli altri mercati, sostenute dall'aumento della redditività aziendale e dalla ristrutturazione dei bilanci.

Si mantiene il sovrappeso nei paesi emergenti ed in particolare verso quelli dell'area asiatica. Il mix di tassi in discesa, dollaro debole e la prospettiva ciclica favorevole supporta il quadro macro degli emergenti e delle valute locali. Si conferma anche un modesto sovrappeso nel mercato cinese, per un atteggiamento di maggiore supporto del governo nei confronti del settore privato, ed in particolare della tecnologia, e dove ci attendiamo una politica fiscale più espansiva.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



Si mantiene una duration in linea con i benchmark ed una preferenza in termini di posizionamento di curva per le scadenze intermedie. Negli USA queste trovano supporto nel percorso di riduzione dei tassi intrapreso dalla Fed, mentre le parti a lunga sono esposte ad una maggiore volatilità. La volatilità degli spread francesi può rimanere relativamente contenuta perché gli attuali livelli sono nella parte alta dell'area di corretta valutazione. Tuttavia, non vi è spazio per una veloce riduzione dello spread in assenza di un miglioramento del quadro politico.

CORPORATE



Le obbligazioni societarie di alta qualità rappresentano un modo relativamente attraente per ottenere un extra-rendimento rispetto ai titoli di stato, nonostante l'incertezza macroeconomica, politica e gli spread stretti. In particolare la componente europea beneficia di un contesto reddituale in miglioramento. Il comparto finanziario è un segmento nel quale si mantiene una visione di favore nonostante nel breve ci possa essere volatilità legata a timori nel settore del credito privato.

HIGH YIELD



Al momento le situazioni di difficoltà nel credito privato appaiono circoscritte a situazioni specifiche, nonostante sia prevedibile che possano provocare momenti di allargamento degli spread e una minore liquidità del mercato. Nel complesso però si ritiene che gli spread, per quanto stretti, siano anche supportati da fondamentali societari solidi, dall'aspettativa di ribassi dei tassi della Fed e da livelli di attività economica complessivamente ancora di supporto, sebbene in graduale rallentamento.

EMERGENTI



Si conferma il favore verso il debito emergente in valuta locale, in particolare nella componente asiatica. Il ribasso dei tassi della Fed e il dollaro complessivamente debole favoriscono la stabilizzazione delle valute e l'attrattiva del carry. Dove possibile si esprime questa preferenza attraverso strumenti che espongono alle divise emergenti rispetto al dollaro.

CONTESTO PIÙ INCERTO, MA CONTINUITÀ NEL PERCORSO DI CRESCITA DEGLI UTILI

Nel comparto azionario il posizionamento è prossimo alla neutralità, dopo le riduzioni effettuate a seguito dei forti rialzi dei mesi scorsi. L'orientamento complessivo rimane costruttivo, sostenuto da fondamentali solidi e da un contesto macroeconomico che continua a mostrare buona tenuta. L'inclinazione all'acquisto, qualora si presentassero situazioni di debolezza del mercato, è legata alla continuità del percorso di crescita degli utili, elemento che sostiene la tenuta delle valutazioni e giustifica un atteggiamento complessivamente favorevole verso gli asset rischiosi.

Dal punto di vista geografico, si mantiene il favore verso i mercati emergenti, introdotto a inizio anno con la Cina e a fine maggio esteso all'intera area. Nonostante alcune fasi di tensione tra Stati Uniti e Cina, il contesto resta supportato da un mix di Fed espansiva, dollaro debole e valutazioni domestiche non ancora estese rispetto ai mercati sviluppati.

Negli Stati Uniti il posizionamento è neutrale. Il mercato ha in parte anticipato gli effetti positivi di una politica monetaria più accomodante e dell'indebolimento del dollaro, che continuano a supportare le valutazioni. Le prospettive degli utili restano favorevoli: la tecnologia continua a offrire un contributo determinante alla crescita, ma si osservano segnali di progressivo allargamento verso settori più ciclici e società di minore capitalizzazione. **Permangono tuttavia elementi di incertezza legati all'evoluzione del mercato del lavoro, alle tensioni geopolitiche e ad alcuni segnali di difficoltà di società del credito privato.**

In Europa il posizionamento rimane neutrale. La revisione al ribasso della crescita degli utili 2025 e le incertezze politiche in Francia e Regno Unito hanno interrotto il trend positivo avviato in estate. La correzione degli utili in un contesto macroeconomico non deteriorato lascia comunque spazio a possibili sorprese favorevoli nella stagione in corso. Le stime per il 2026, comparabili a quelle statunitensi, incorporano già l'impatto della spesa fiscale tedesca e un recupero dei margini aziendali, che richiedono un aumento dei fatturati. Tuttavia, il mercato europeo mostra ancora valutazioni competitive soprattutto in termini relativi rispetto agli USA.

In Giappone, dopo il rimbalzo dei mesi scorsi, prevale un atteggiamento più prudente. Restano positivi i fattori di medio termine legati al processo di reflazione e alla ristrutturazione dei bilanci, con la Borsa di Tokyo che continua a sollecitare una maggiore efficienza di allocazione del capitale nelle società a basso price-to-book. **Nel breve periodo, tuttavia, la salita dei prezzi ha in parte anticipato quella degli utili.**

RICERCA DI CARRY DAL CREDITO DI QUALITÀ E DAL DEBITO EMERGENTE IN VALUTA LOCALE (VERSO DOLLARO)

L'esposizione obbligazionaria mantiene una duration in linea con quella dei benchmark e conferma la preferenza, in termini di posizionamento di curva, per le scadenze intermedie. Sul credito societario permane l'attenzione verso gli emittenti di elevata qualità, con particolare riguardo verso il segmento investment grade e la subordinazione finanziaria.

Negli Stati Uniti la parte intermedia della curva continua a rappresentare l'area più interessante. Il percorso di riduzione dei tassi avviato dalla Fed e l'avvicinarsi della conclusione del Quantitative Tightening sostengono questo segmento della curva, mentre le scadenze più lunghe risultano meno attraenti nell'idea che una politica monetaria più accomodante possa rafforzare il ciclo economico nei prossimi mesi, oltre al rischio di una temporanea risalita dell'inflazione.

In Europa si continua a ritenere che la volatilità sugli asset francesi possa rimanere relativamente contenuta, poiché gli attuali livelli di spread con la Germania si collocano nella parte alta dell'area di corretta valutazione, anche se in assenza di un miglioramento del quadro politico, non si intravedono ampi margini per una rapida riduzione degli spread. Inoltre lo spread dell'OAT rispetto al corporate euro di alta qualità evidenzia assenza di reazione significative del mondo corporate rispetto a quanto accaduto in Francia, suggerendo che le tensioni sui titoli di Stato francesi restano di natura idiosincratICA e non si siano trasmesse al resto del mercato.

Uno degli elementi di incertezza recentemente introdotti nel mercato è relativo alle difficoltà di alcune società del credito privato negli Stati Uniti, ma queste appaiono per il momento circoscritte. Sul credito si mantiene una posizione sostanzialmente neutrale, con preferenza per le componenti di maggiore qualità. Il comparto investment grade, pur non essendo immune da fasi di tensione, beneficia della maggiore rilevanza del tasso base all'interno dell'indice e della qualità del credito, che lo rendono meno esposto alle fluttuazioni cicliche.

Nel segmento high yield i fondamentali del credito restano solidi e i bassi livelli dei tassi di default di partenza non evidenziano un effetto contagio degli episodi di maggiore difficoltà nel segmento dei prestiti sindacati, caratterizzati da una minore liquidità e da una maggiore concentrazione degli operatori.

Nei mercati emergenti si conferma una preferenza per il debito in valuta locale. L'esposizione viene realizzata, ove possibile, attraverso strumenti che privilegiano le divise emergenti rispetto al dollaro, sul quale permane un posizionamento di 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

