

LA VIEW DI FIDEURAM

EDIZIONE 11.2025

SCENARIO MACROECONOMICO

Le previsioni di Fideuram per la crescita in Cina sono state ulteriormente riviste al rialzo nel 2026 dopo l'accordo di fine ottobre tra i Presidenti Xi e Trump, che ha sancito una tregua nelle relazioni commerciali tra i due Governi che dovrebbe ragionevolmente durare fino alle elezioni di mid term negli USA. Lo scenario Fideuram continua a prospettare un recupero dei ritmi di crescita a livello globale nella prima parte del 2026, dopo il rallentamento nella parte finale dell'anno (determinato anche dall'impatto negativo dello shutdown sulla crescita degli USA). Lo shutdown ha anche comportato una notevole riduzione nel flusso di dati economici, che ha reso più complicata la lettura dello stato della congiuntura negli USA. Nonostante ciò, un altro taglio dei tassi di 25 pb da parte della Fed appare molto probabile nella prossima riunione del 9-10 dicembre (ed è largamente scontato dal mercato).

MERCATI AZIONARI



Il posizionamento azionario è complessivamente prossimo alla neutralità. Tra le principali aree geografiche si conferma il sovrappeso negli emergenti dove le valutazioni beneficiano di una riduzione del premio per il rischio in Cina, gli utili vengono rivisti al rialzo e il contesto macro rimane di supporto.

Le valutazioni delle principali capitalizzazioni tecnologiche alte e vi sono elementi di incertezza riguardo ai rendimenti che gli ingenti piani di investimenti genereranno (e in quali tempi), ma al momento si valutano

favorevolmente la continuità di crescita degli utili e la capacità di eccedere le stime di consenso. Si prospetta pertanto una fase di maggiore volatilità e non di inversione del trend azionario, grazie anche al supporto di politica fiscale in USA e Germania. Dal punto di vista settoriale e tematico la riduzione del gap di crescita degli utili attesi nel 2026 tra tecnologia e altri settori si traduce in una ricerca di maggiore diversificazione dei portafogli.

EUROPA



NEUTRO

STATI UNITI



NEUTRO

GIAPPONE



NEUTRO

EMERGENTI



ABBASTANZA
POSITIVO

MERCATI OBBLIGAZIONARI



Lato obbligazionario è stata incrementata da neutrale a sovrappeso l'esposizione al credito di alta qualità (investment grade e subordinazione finanziaria). Si continua a ritenere che i tassi siano in un range e preferiamo assumere rischio di credito di alta qualità come modalità di ricerca di extra-rendimento rispetto alla componente governativa, evitando in questo modo anche eccessi di posizionamento nelle scadenze più lontane.

La maggiore esposizione verso il credito investment grade riflette la ricerca di carry in un contesto in cui il movimento dei tassi è contenuto dalla forza ciclica e dall'easing delle banche centrali, mentre gli spread subiscono l'influenza positiva della tenuta dei fondamentali aziendali. Nella componente obbligazionaria emergente si mantiene una preferenza per la parte in valuta locale.

GOVERNATIVO



NEUTRO

CORPORATE



ABBASTANZA
POSITIVO

HIGH YIELD



NEUTRO

EMERGENTI



NEUTRO

USA: NONOSTANTE LA PENURIA DI DATI LA FED

TAGLIERÀ ANCORA IN DICEMBRE

L'interpretazione dello stato della congiuntura (in particolare in relazione al mercato del lavoro) è diventata più complicata a causa dello *shutdown*, che ha bloccato la diffusione dei dati economici delle agenzie pubbliche da inizio ottobre a metà novembre. **La crescita, dopo essere stata piuttosto solida nel terzo trimestre, dovrebbe aver decisamente rallentato in quello in corso**, anche in ragione dello *shutdown*, ma dovrebbe accelerare di nuovo all'inizio del 2026. **Il tasso di disoccupazione è aumentato** nei tre mesi tra luglio e settembre (ultimo dato per ora disponibile) e questa dinamica rende **probabile un ulteriore taglio dei tassi della Fed nella riunione del 9-10 dicembre**, nonostante le evidenti divergenze emerse all'interno della Fed nel corso delle ultime settimane.

AREA EURO: INFLAZIONE SOGGETTA ANCORA A PRESSIONI AL RIBASSO

La fiducia delle imprese mostra dei segnali di risveglio della domanda interna, che riceverà sostegno nel 2026 dalla **svolta fiscale in Germania**, che porrà fine al periodo di stagnazione della crescita tedesca. L'industria europea continuerà però a soffrire l'impatto dei dazi e la perdita di competitività verso la Cina. **L'inflazione rimane stabile** vicino all'obiettivo del 2% della BCE: la decisione di rinviare di un anno al 2028 l'entrata in vigore della nuova normativa ETS2 sulle emissioni di anidride carbonica attenua le pressioni sui prezzi nel medio termine. Nel breve termine, invece, energia e alimentari potrebbero aumentare, in caso di inverno rigido. La BCE manterrà i tassi fermi nella riunione di dicembre e **il mercato ha smesso di prezzare un altro taglio nel 2026**, che invece rimane nello scenario centrale Fideuram (sebbene con meno convinzione).

CINA: UN PO' DI SOLLIEVO DOPO L'ACCORDO CON GLI USA

I dati sull'attività economica di ottobre hanno deluso, sebbene in parte a causa di fattori temporanei, **confermando le attese di un rallentamento della crescita del PIL nell'ultimo trimestre** (dal 4.5% al 3.6% annualizzato) che permetterebbe comunque di raggiungere una crescita media quest'anno al 4.9%, in linea con l'obiettivo del Governo. All'inizio di novembre, dopo l'accordo raggiunto con l'amministrazione USA, **le stime di crescita di Fideuram per il 2026 sono state riviste ulteriormente al rialzo dal 4.5% al 4.7%**. La minore incertezza e l'aumento della probabilità di raggiungere l'obiettivo di crescita del PIL riducono la necessità di interventi di politica monetaria. Nello scenario di Fideuram sono state pertanto rimosse le attese di un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria e dei tassi di interesse entro fine anno.

L'interscambio con la Cina, che sfida l'industria europea, sta cambiando profondamente

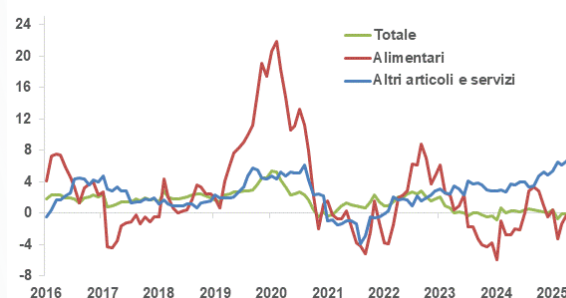
Quota della Cina nell'intercambio commerciale della Germania



Fonte: IMF DoTS, valori

L'inflazione in ottobre è tornata positiva dopo due mesi

Inflazione in Cina



Fonte: National Bureau of Statistics

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	2,4	3,0	2,8	3,1	4,38	3,63	3,13
Area Euro	0,8	1,4	1,0	2,4	2,1	1,8	3,00	2,00	1,75
Giappone	-0,2	1,4	0,9	2,7	3,2	1,7	0,25	0,75	1,00
Cina	5,0	4,9	4,7	0,2	0,0	0,7	1,50	1,30	1,20

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

* Previsioni Fideuram S.p.a.

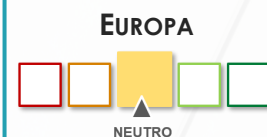
MERCATI AZIONARI

Pur restando inferiore a quella USA, la crescita attesa degli utili in Europa mostra un graduale miglioramento e valutazioni sono ancora attraenti. Dal punto di vista macro, nonostante le incertezze su tempistica e modalità dello stimolo fiscale tedesco, l'attesa è di un miglioramento ciclico nel corso del prossimo anno. Rimane il favore per il settore finanziario, per via di fondamentali solidi e una remunerazione a favore degli azionisti elevata, ma l'esposizione è inferiore rispetto al passato dopo le brillanti performance realizzate.

Abbiamo un posizionamento neutrale sulle azioni USA. È aumentata l'attenzione sulle modalità di finanziamento e sulla capacità delle aziende *mega cap* di conseguire in tempi non lontani ritorni elevati sugli ingenti investimenti realizzati in infrastrutture tecnologiche. D'altro canto, i profitti attesi nel 2026 risultano solidi anche per gli incentivi fiscali e le attese di un aumento della produttività e di efficientamento dei costi operativi. Restano favoriti, tra i comparti difensivi, il settore farmaceutico e, in alcuni portafogli, i segmenti a minore capitalizzazione per la parte più ciclica e *value*.

Alcuni elementi di confronto relativo limitano il favore verso il Giappone. Tra questi la minore crescita degli utili rispetto agli USA e un quadro macro meno favorevole e incerto dal punto di vista della politica economica del nuovo governo. Il rialzo dei tassi sostiene il settore finanziario, ma la 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 conferma il sovrappeso verso i paesi emergenti per un mix di Fed espansiva, dollaro stabile e una prospettiva ciclica favorevole che supporta gli utili aziendali e le valute locali. Pur restando favorita la regione asiatica, l'esposizione ha visto un progressivo ampliamento all'area nel suo complesso. Viene confermato anche il moderato sovrappeso verso la Cina, per un atteggiamento di maggiore supporto del governo nei confronti del settore privato ed in particolare della tecnologia.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



Si mantiene un'esposizione ai titoli di stato complessivamente in linea con i benchmark. La combinazione tra la forza ciclica e l'easing delle banche centrali mantiene i tassi in un range. I titoli di Stato USA mantengono caratteristiche di protezione dal rischio ciclico grazie al maggior spazio della Fed in caso di debolezza congiunturale. In particolare, si preferiscono tratti di curva intermedi, che mostrano maggiore sensibilità alle aspettative di politica monetaria e risultano meno volatili rispetto alle parti più a lunga, soggette a maggiore premio per il rischio.

CORPORATE



Viene aumentato da neutrale ad abbastanza positivo il giudizio sulle obbligazioni societarie di alta qualità. Queste rappresentano una modalità di ricerca di extra-rendimento rispetto alla componente governativa, evitando in questo modo anche eccessi di posizionamento nelle scadenze più lontane. In particolare, la componente europea beneficia di un contesto reddituale in miglioramento. In USA il mercato sta prezzando in maniera coerente l'incremento di nuove emissioni di società tecnologiche per finanziare gli investimenti in intelligenza artificiale.

HIGH YIELD



Si ritiene che gli spread, per quanto stretti, siano supportati da fondamentali societari solidi, dall'aspettativa di ribassi dei tassi della Fed e da livelli di attività economica complessivamente ancora solida, sebbene in rallentamento. Al momento si ritiene che le situazioni di difficoltà nel credito privato possano rimanere circoscritte a situazioni specifiche, nonostante possibili momenti di volatilità e di minore liquidità del mercato.

EMERGENTI



Si mantiene una posizione di favore nei confronti del debito emergente in valuta locale, in particolare nella componente asiatica. Per quanto il confronto USA-Cina sia destinato a perdurare, i recenti accordi hanno ridotto la tensione nel breve periodo. Il ribasso dei tassi della Fed e il dollaro stabile forniscono attrattività al carry offerto dal debito locale, mentre valutiamo con meno favore la componente in valuta forte, anche per la maggiore volatilità che caratterizza la parte a lunga scadenza della curva USA.

PREFERENZA CONFERMATATA PER GLI EMERGENTI. SCRUTINIO SUI TITOLI AI

L'esposizione azionaria si mantiene complessivamente neutrale. Nonostante la solidità degli utili emersa durante la reporting season, nelle ultime settimane si è osservata una fase di **maggiore volatilità**, in particolare sui temi legati alla tecnologia e all'intelligenza artificiale. Si è trattato di movimenti che hanno generato alcune oscillazioni, ma senza determinare un'inversione di tendenza degli indici, tornati rapidamente su valori prossimi ai massimi. La crescita degli utili attesa per i prossimi trimestri continua ad essere supportata da una visione macro complessivamente favorevole.

All'interno del comparto tecnologico, pur in presenza di valutazioni elevate e incertezze legate ai ritorni dei grandi piani di investimento, viene valutata positivamente la capacità delle principali capitalizzazioni di continuare a generare utili. **Nel mercato USA** emerge inoltre una maggiore differenziazione tra i players del ciclo dell'IA, legata alla diversa necessità di ricorso a forme di finanziamento esterno, alla sostenibilità delle valutazioni e alla dimensione dei ritorni sul capitale investito dei cosiddetti hyperscalers.

In prospettiva 2026 l'agevolazione fiscale sulle spese per investimenti introdotta dall'One Big Beautiful Bill Act e possibili efficientamenti sul lato dei costi operativi potrebbero favorire alcuni settori. Dal punto di vista settoriale, la riduzione attesa del gap di crescita degli utili tra tecnologia e altri comparti nel 2026 favorisce una maggiore diversificazione verso la componente non-tech. Nell'ultimo periodo è stato privilegiato il settore farmaceutico tra i difensivi e, in alcuni portafogli, segmenti di capitalizzazione inferiore caratterizzati da revisioni degli utili più favorevoli. Sul piano geografico viene confermato il sovrappeso sugli emergenti, grazie alle revisioni positive sugli utili e un atteggiamento politico più favorevole nei confronti degli investitori.

Nel complesso pur rimanendo l'Asia la componente più interessante, l'esposizione ha visto un progressivo ampliamento verso l'indice più generale.

In Europa il 2025 sembra avviarsi ad una conclusione più favorevole dei precedenti anni per il mercato europeo, nonostante l'effetto deprezzamento del dollaro e dazi sugli utili, l'incertezza di politica fiscale soprattutto in UK e la modesta esposizione tecnologica dei relativi indici. Per il 2026 si vedono elementi di carattere più generale che possono influire sull'andamento del mercato, quali la riduzione dei venti contrari della trattativa tariffaria, una maggiore stabilizzazione del cambio e soprattutto il sostegno di politica fiscale in Germania.

In Giappone, al miglioramento strutturale legato alla ristrutturazione dei bilanci e a valutazioni ancora competitive si affiancano oggi elementi più ciclici e politici. L'impostazione fiscale espansiva della nuova leadership politica e il possibile rialzo dei tassi da parte della BoJ introducono una componente di incertezza legata alla componente valutaria.

IL POSIZIONAMENTO OBBLIGAZIONARIO PRIVILEGIA LA RICERCA DI CARRY ATTRAVERSO IL CREDITO DI ALTA QUALITÀ

Sul fronte obbligazionario è stata aumentata l'esposizione verso il credito societario di alta qualità, che passa da **neutrale a sovrappeso**. L'assunzione di rischio di credito investment grade, inclusa la subordinazione finanziaria soprattutto europea, rappresenta infatti la modalità più efficiente per generare extra-rendimento rispetto ai titoli di stato, in un contesto in cui i tassi continuano a muoversi all'interno di un range. Questa scelta consente di **migliorare il carry** evitando al tempo stesso un'eccessiva esposizione alle scadenze più lunghe della componente governativa, che rimangono più soggette alla volatilità del premio di natura politica e fiscale. Il ricorso al credito di alta qualità trova supporto nella combinazione tra la forza dell'economia e l'easing delle banche centrali, fattori che contribuiscono a contenere l'ampiezza dei movimenti dei tassi, mentre gli spread si mantengono su livelli coerenti con fondamentali societari ancora solidi.

In questo quadro, **la duration del portafoglio resta complessivamente allineata ai benchmark e l'incremento di esposizione corporate non modifica la struttura obbligazionaria**, ma ne riflette piuttosto l'evoluzione naturale verso fonti di rendimento più stabili. Nel mercato corporate investment grade USA è previsto un incremento di emissioni da parte delle società del settore tecnologico per finanziare gli investimenti in intelligenza artificiale che il mercato sta prezzando in maniera progressiva e composta con un coerente allargamento degli spread relativi.

Sul segmento high yield, la recente volatilità riflette la maggiore sensibilità delle componenti più speculative ai recenti timori emersi nel credito privato, ma i fondamentali non mostrano un deterioramento significativo. **Si mantiene quindi un approccio neutrale**, privilegiando gli emittenti di qualità più elevata all'interno del credito societario.

Nella componente obbligazionaria emergente si mantiene una preferenza per la parte in valuta locale, ma la recente stabilizzazione del dollaro e la riduzione della dimensione del sottopeso della valuta americana nei portafogli limita un posizionamento più aggressivo sul debito emergente in questa fase.

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

