



LA VIEW DI FIDEURAM

EDIZIONE 06.2026

SCENARIO MACROECONOMICO

L'accordo tra USA e Iran si è riflesso in una notevole discesa del prezzo del petrolio, con un impatto favorevole sulla dinamica dell'inflazione già nel breve periodo, ma questo scenario è ora messo in dubbio dalle rinnovate tensioni nel Golfo. Un graduale rientro dell'inflazione (inclusa quella core) dovrebbe consentire alla Fed di mantenere i tassi invariati nel corso dei prossimi mesi, mentre il mercato prospetta almeno un rialzo entro la fine dell'anno e, al riguardo, va notato che l'esito della riunione del FOMC di metà giugno, la prima presieduta dal nuovo Presidente Warsh, è stato molto più aggressivo delle attese, anche se la posizione di Warsh riguardo ad aumenti dei tassi nel breve periodo per il momento non è chiara. Un rialzo dei tassi in settembre, dopo quello deciso a giugno, appare probabile per la BCE.

MERCATI AZIONARI



Si mantiene un moderato sovrappeso azionario, sostenuto dalla forza degli utili e dalla solidità del ciclo economico. La dimensione del sovrappeso è inferiore rispetto a qualche mese fa, riflettendo il forte rialzo già realizzato dai mercati. Gli Stati Uniti restano l'unica area in sovrappeso, dove alla leadership del settore tecnologico nella crescita degli utili si affianca un contributo positivo sempre più diffuso tra una pluralità di altri settori, grazie anche al rientro del prezzo del petrolio pur con una maggiore instabilità nell'ultimo periodo. Si rafforzano pertanto alcune componenti più cicliche e in particolare i consumi discrezionali, riducendo in parte il peso dei semiconduttori. L'esposizione ai mercati emergenti viene riportata a neutrale dal precedente sovrappeso, per contenere la possibile volatilità associata all'elevata concentrazione degli indici in pochi titoli tecnologici, in particolare appartenenti al settore asiatico dei semiconduttori, pur in presenza di fondamentali e crescita degli utili ancora robusti.

EUROPA



NEUTRO

STATI UNITI



ABBASTANZA
POSITIVO

GIAPPONE



NEUTRO

EMERGENTI



NEUTRO

MERCATI OBBLIGAZIONARI



L'esposizione obbligazionaria mantiene una duration leggermente superiore ai benchmark, realizzata attraverso l'esposizione a scadenze intermedie della curva europea, un sovrappeso del debito emergente e una complessiva neutralità nel credito societario, nell'ambito del quale si continua a favorire i segmenti a maggiore qualità e la subordinazione finanziaria. In Europa la discesa del prezzo del petrolio attenua le pressioni inflazionistiche e riduce l'entità dei rialzi attesi dalla BCE, evitando dunque di sovrappesare i tratti a lunga scadenza della curva. Negli USA, la nuova presidenza Fed di Warsh è stata percepita in modo più restrittivo delle attese sui tassi a breve per l'enfasi posta sul controllo dell'inflazione, ma si ritiene che tra gli obiettivi vi sia anche il contenimento dei premi per il rischio sulle scadenze più lunghe. L'idea di una curva USA più sotto controllo e di una Fed che nello scenario centrale Fideuram non restringe significativamente le condizioni finanziarie porta ad aumentare a sovrappeso l'esposizione ai bond emergenti.

GOVERNATIVO



NEUTRO

CORPORATE



NEUTRO

HIGH YIELD



NEUTRO

EMERGENTI

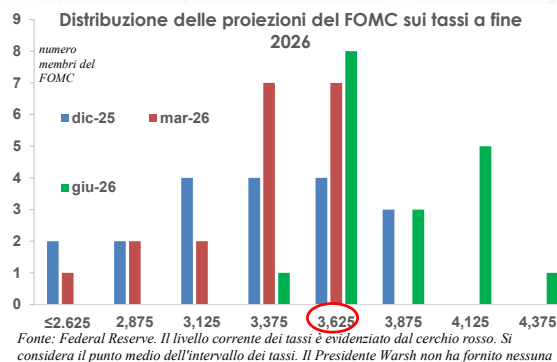


ABBASTANZA
POSITIVO

USA: LA NUOVA FED DI KEVIN WARSH

In giugno si è registrato un sensibile rallentamento dell'inflazione (3.5% dal 4.2% di maggio), grazie sia al calo del prezzo della benzina sia all'inattesa frenata dei prezzi core, in particolare per i servizi al netto degli affitti. Questa dinamica rende pertanto improbabile un rialzo dei tassi nella prossima riunione della Fed di fine luglio. A differenza delle attese di mercato, che indicano come probabile almeno un rialzo nei prossimi mesi, lo scenario di Fideuram prospetta che **la Fed mantenga i tassi invariati per tutto il resto dell'anno** grazie alla graduale decelerazione dell'inflazione core. Nella riunione di giugno la Fed si è dimostrata molto più "hawkish" delle attese e quindi il rischio di un rialzo è elevato. Il nuovo Presidente Warsh appare inoltre molto determinato a modificare il modo in cui la Fed opera e comunica.

Il FOMC a giugno è diventato molto più aggressivo delle attese



AREA EURO: UN RIALZO DEI TASSI "ROBUSTO" PER TUTTI GLI SCENARI

La discesa rapida dei prezzi energetici a seguito della tregua in Medio Oriente si è riflessa in un miglioramento immediato dei dati pubblicati a giugno, relativi sia alla crescita sia all'inflazione. La crescita del PIL, al netto delle oscillazioni del PIL in Irlanda (resa molto volatile dall'attività delle multinazionali), dovrebbe rallentare nel secondo trimestre, con un miglioramento successivo se la riapertura dello stretto di Hormuz si consolidasse. L'inflazione a giugno è scesa al 2.8% dal 3.2% di maggio, ma riaccelererà ancora sopra il 3%, dovendo incorporare gli impatti indiretti dello shock energetico. **La BCE nella riunione di giugno ha alzato i tassi di 25 pb**, come atteso, dichiarando di non voler avviare un ciclo di rialzi, né di farlo in via assicurativa, ma in risposta all'aumento dell'inflazione in tutti gli scenari di rischio presentati, dal benigno al più severo. Prevediamo un secondo (e ultimo) rialzo a settembre.

CINA: L'ANDAMENTO DELLE ESPORTAZIONI CONTINUA A SORPRENDERE

Dopo una crescita robusta a inizio anno, l'attività economica ha subito una brusca frenata nel secondo trimestre a causa della debolezza della domanda interna e in particolare degli investimenti. I dati di giugno hanno mostrato una ripresa dopo i dati deboli di aprile e maggio e soprattutto le esportazioni hanno continuato a sorprendere positivamente le attese. **Per l'anno in corso confermiamo le attese di crescita al 4.6% e abbiamo rivisto al rialzo la crescita dal 4.1% al 4.5% ann. nella seconda parte dell'anno**, quando dovrebbero manifestarsi gli effetti positivi delle politiche adottate dal Governo. L'attenzione ora si sposta all'incontro del Politburo a fine luglio quando il Governo potrebbe annunciare nuovi interventi a sostegno della crescita.

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	2,1	2,4	2,6	2,7	3,2	1,8	3,63	3,63	3,13
Area Euro	1,5	0,3	1,1	2,1	2,8	2,4	2,00	2,50	2,50
Giappone	1,1	0,6	0,8	3,2	2,0	2,7	0,75	1,25	1,50
Cina	5,0	4,6	4,3	0,1	1,0	1,2	1,40	1,30	1,30

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

* Previsioni Investment Center Fideuram ISPB

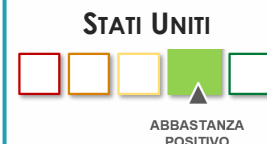
MERCATI AZIONARI

Il percorso degli utili del mercato europeo, sebbene inferiore a quello USA, è atteso migliorare nei trimestri a venire sia per effetto confronto che per impatto dalla riduzione del prezzo del petrolio. Si mantiene nel complesso un posizionamento neutrale ma è stata aumentata l'esposizione a settori che più di altri si ritiene possano beneficiare di questa evoluzione, come quello finanziario (peraltro interessato anche da operazioni di M&A) e quello dei consumi discrezionali.

Si conferma il sovrappeso di azioni USA sostenuto dalla forza degli utili e dalle revisioni al rialzo per il resto dell'anno grazie principalmente al contributo degli investimenti in tecnologia e infrastruttura AI. Nel complesso, la dimensione del sovrappeso è inferiore rispetto a quella di qualche mese fa. Si ritiene che l'allargamento della leadership di mercato a favore di settori più ciclici possa proseguire, favorito dalla riduzione del prezzo del petrolio. Viene aumentata la componente legata ai consumi discrezionali e in alcuni casi delle componenti *value* o di strumenti *equally weighted*.

Il peso delle azioni giapponesi nei portafogli resta prossimo alla neutralità, riflettendo una crescita degli utili meno brillante rispetto agli USA e ai paesi emergenti (ma comunque positivo) e la cautela indotta dall'elevata volatilità dei tassi governativi a lunga scadenza. Le valutazioni relativamente contenute trovano supporto nell'aumento della redditività aziendale favorito dalla ristrutturazione dei bilanci. La debolezza dello yen e gli interventi di stabilizzazione del cambio aumentano il rischio di feedback sfavorevoli tra azioni, valuta e dei tassi a lunga.

L'esposizione agli emergenti viene riportata a neutrale dopo un lungo periodo di sovrappeso, dopo un lungo periodo di sovrappeso e performance molto positive. Il forte aumento della concentrazione degli indici nei titoli del settore dei semiconduttori, pur sostenuto da una forte crescita degli utili, introduce elevata volatilità sia sui prezzi che sui fondamentali. Si riduce il rischio soprattutto nella componente asiatica e si valutano, in prospettiva, soluzioni di investimento più specializzate da affiancare alle posizioni più diversificate.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



Si mantiene una duration leggermente superiore ai benchmark, con una preferenza per le scadenze intermedie della curva europea. In Europa, il rientro del prezzo del petrolio attenua le pressioni inflazionistiche e ridimensiona le attese di rialzi della BCE. Si limita l'esposizione alle scadenze più lunghe, maggiormente influenzate dall'evoluzione ciclica. Nonostante il *carry* da inflazione offerto e la forza dell'economia americana supportino le breakeven, l'enfasi posta da Warsh al controllo dell'inflazione e l'andamento del petrolio portano a ridurre l'esposizione ai TIPS.

CORPORATE



Il recupero degli spread di credito a livelli prossimi al periodo pre-guerra riflette la solidità dei fondamentali aziendali, in particolare del settore finanziario. Si mantiene una preferenza per le componenti di maggiore qualità e in particolare per la subordinazione finanziaria, soprattutto europee. Il posizionamento resta tuttavia prossimo alla neutralità per il minore *upside* offerto dagli spread, l'aumento delle emissioni nel mercato americano e il rischio di restringimento delle condizioni finanziarie.

HIGH YIELD



Per quanto le valutazioni siano nel complesso supportate da fondamentali societari solidi e da livelli di attività economica favorevoli, il rischio di restringimento delle condizioni finanziarie e le incertezze sul credito privato limitano il posizionamento in questo segmento. Si preferisce il rischio azionario per il sostegno offerto dalla revisione al rialzo della crescita degli utili. Le situazioni di difficoltà nel credito privato sono attese rimanere circoscritte a situazioni specifiche con impatto complessivamente limitato.

EMERGENTI



Viene aumentata a sovrappeso l'esposizione alle obbligazioni emergenti, in misura superiore nella componente in valuta locale. L'aspettativa di una politica monetaria USA di maggiore stabilità per le scadenze medio-lunghe e di un graduale raffreddamento dell'inflazione nella seconda parte dell'anno delineano un mix macro di tassi e valute più favorevole. Il comparto in valuta forte offre un extra-rendimento rispetto alla componente societaria high yield (e più duration).

SOVRAPPESO AZIONARIO PIÙ CONTENUTO E RIDUZIONE A NEUTRALE DEI MERCATI EMERGENTI

I portafogli mantengono un moderato sovrappeso azionario che poggia sulla forza degli utili e l'impatto favorevole sul ciclo economico dato dal ribasso del prezzo del petrolio, in assenza di significative escalation in Medio Oriente. L'andamento dei profitti continua a vedere la leadership americana e tecnologica, ma l'evidenza mostra anche il crescente contributo di quasi tutti gli altri settori merceologici e anche in Europa gli utili sono attesi migliorare sequenzialmente.

Queste considerazioni si riflettono in un aumento dell'investimento in segmenti ciclici e in particolare nel settore dei consumi discrezionali (e in alcuni casi delle componenti *value* o di strumenti *equally weighted* sul mercato americano), riducendo in parte i semiconduttori.

Legata a questo aspetto è la riduzione a neutrale dei mercati emergenti, per via del livello di concentrazione in pochi titoli tecnologici degli indici di riferimento. Sebbene i semiconduttori asiatici siano supportati da forte crescita degli utili, si preferisce contenere la volatilità dei portafogli indotta da un livello di concentrazione elevato, tenuto conto del recente forte rialzo dei prezzi.

In Europa il posizionamento è nel complesso neutrale ma è stata aumentata l'esposizione a settori che più di altri possono beneficiare di un contesto ciclico più favorevole, come quello finanziario (peraltro interessato anche da operazioni di M&A) e i già citati consumi.

Nel complesso, la dimensione del sovrappeso azionario dei portafogli è inferiore rispetto a quella di qualche mese fa per riflettere la forza con la quale i mercati sono già saliti e il rischio che un andamento dell'inflazione meno favorevole rispetto a quello dello scenario Fideuram possa spingere la Fed a restringere le condizioni finanziarie.

In USA, le prime uscite del nuovo presidente della Fed Kevin Warsh sono state interpretate dai mercati in chiave restrittiva. Se l'incertezza al riguardo è genuinamente aumentata, si ritiene che tra gli obiettivi di Warsh ci sia anche quello di contenere il premio per il rischio sulla parte a 10 anni della curva. L'enfasi posta al controllo dell'inflazione appare finalizzata a evitare rischi di surriscaldamento dell'economia, oltre che mantenere un livello di costo del capitale contenuto a fronte delle necessità di finanziamento degli investimenti AI e una maggiore sensibilità ai tassi delle valutazioni azionarie.

L'idea di una curva USA più sotto controllo grazie alla credibilità della Fed e di una banca centrale che nello scenario di riferimento non restringe le condizioni finanziarie porta a ridurre i TIPS e ad aumentare a sovrappeso l'esposizione ai bond emergenti, in misura superiore nel caso delle emissioni in valuta locale.

Complessivamente, l'esposizione obbligazionaria dei portafogli vede una duration leggermente superiore a quella dei benchmark di riferimento, principalmente attraverso l'investimento nelle scadenze intermedie della curva europea, un sovrappeso del debito emergente e una complessiva neutralità nel credito societario, nell'ambito del quale si mantiene il favore verso i segmenti a maggiore qualità ed in particolare la subordinazione finanziaria.

L'idea è che l'inflazione nei prossimi mesi inizi un percorso più favorevole di discesa che lasci spazio alle banche centrali di rialzare i tassi meno di quanto non sia prezzato oggi nelle curve, e per questo si continua a favorire le scadenze intermedie dei titoli di Stato.

Il dollaro è in limitato sottopeso, per riflettere l'idea che l'aumento dei tassi da parte della Fed implicito nel mercato sia superiore alle aspettative Fideuram mentre, nel caso della BCE, il ribasso del petrolio agisce da stimolo dell'attività economica.

Infine, pur mantenendo una esposizione favorevole alle materie prime, recentemente ne è stata ridotta la dimensione complessiva, soprattutto nell'ambito delle forme di energia alternativa e nei metalli industriali. Più strategicamente le ragioni dell'interesse dipendono dagli effetti favorevoli per la domanda derivante dalla spesa per investimenti in AI e da aspetti geopolitici.

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

