

Scenario macro e geopolitico |

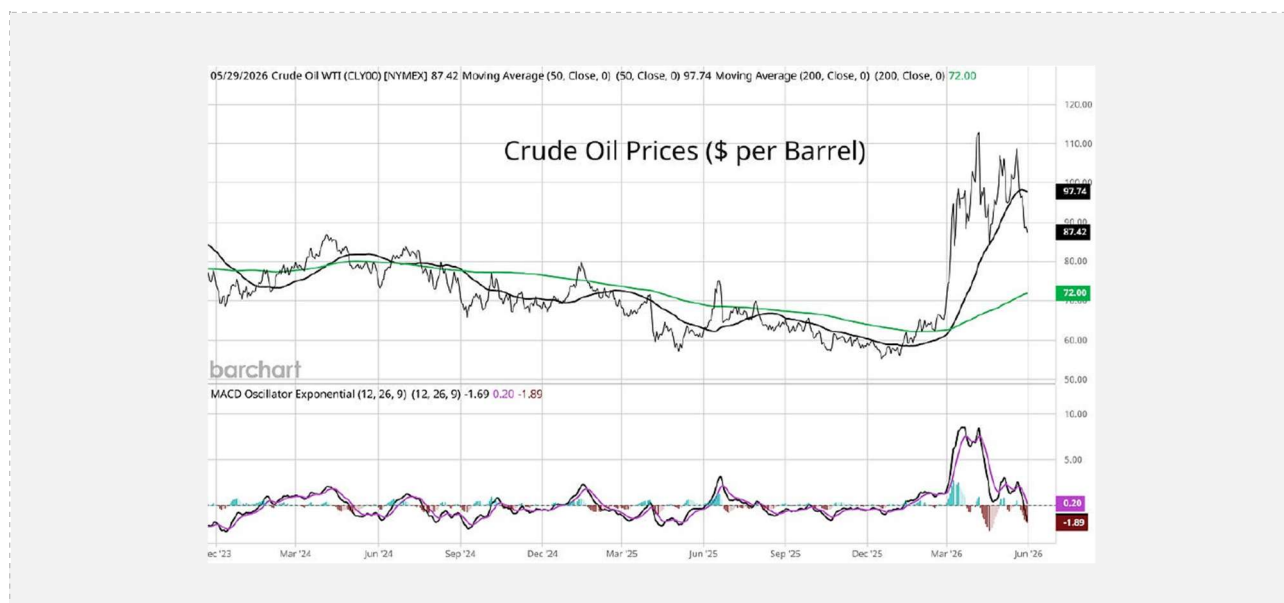
1. Il quadro: la tregua sull'Iran e il riflusso del petrolio

A un mese di distanza dall'apice del conflitto, il fattore dominante di maggio è stato il progressivo riassorbimento del premio geopolitico sul greggio. Nonostante alcune fasi di scontro militare diretto tra Stati Uniti e Iran e l'intensificarsi delle operazioni israeliane in Libano, i mercati hanno scelto di guardare oltre, scontando l'ipotesi di un'intesa — e con essa la prospettiva che lo Stretto di Hormuz torni progressivamente accessibile al traffico delle petroliere. È bastata la sola aspettativa di una normalizzazione in una regione produttrice chiave per capovolgere il quadro dei mesi precedenti.

Il petrolio ha archiviato il peggior mese dal 2020, con un calo dell'ordine del 20% e una performance da inizio anno scesa dal picco di circa l'83% di fine aprile a poco oltre il 50%. Il riflusso dell'energia ha avuto un effetto immediato sui tassi: il rendimento del Treasury trentennale è rientrato sotto il 5%, facendo apparire come un falso segnale il precedente tentativo di rottura al rialzo. È proprio la combinazione di petrolio e tassi in discesa ad aver alimentato i nuovi massimi azionari. Resta però aperta la questione di quanto rapidamente i prezzi possano tornare ai livelli pre-conflitto: i problemi di riavvio della produzione e altri ostacoli strutturali suggeriscono che, anche a Stretto riaperto, la normalizzazione non sarà immediata, e le stime più caute collocano tuttora il greggio intorno ai 90-100 dollari al barile.

Il rally ha avuto una firma precisa, statunitense e giapponese, e un carattere “specifico dell'azionario”: il dollaro è rimasto sostanzialmente laterale, segno che il movimento non ha avuto la natura di un classico risk-on sincronizzato su tutte le classi di attivo. Il Nasdaq segna oltre il 16% da inizio anno e il Nikkei 225 sfiora il 32%, mentre l'Europa resta nettamente indietro. Sotto la crescita resiliente dei dati aggregati continua però ad allargarsi il divario tra “Main Street” e “Wall Street”, con quote di reddito da lavoro in calo e fiducia dei consumatori in indebolimento che stridono con indici ai massimi.

«La perfezione continua a prevalere: la folla insegue il rialzo, la leva cresce e la protezione resta indesiderata. La storia insegna che può durare più a lungo del previsto, ma anche che, prima o poi, finisce per contare.»
(The Market Ear)



Prezzo del petrolio WTI (\$ per barile): il riassorbimento del premio geopolitico riporta le quotazioni al peggior mese dal 2020.
Fonte: The Market Mosaic 6.1.26

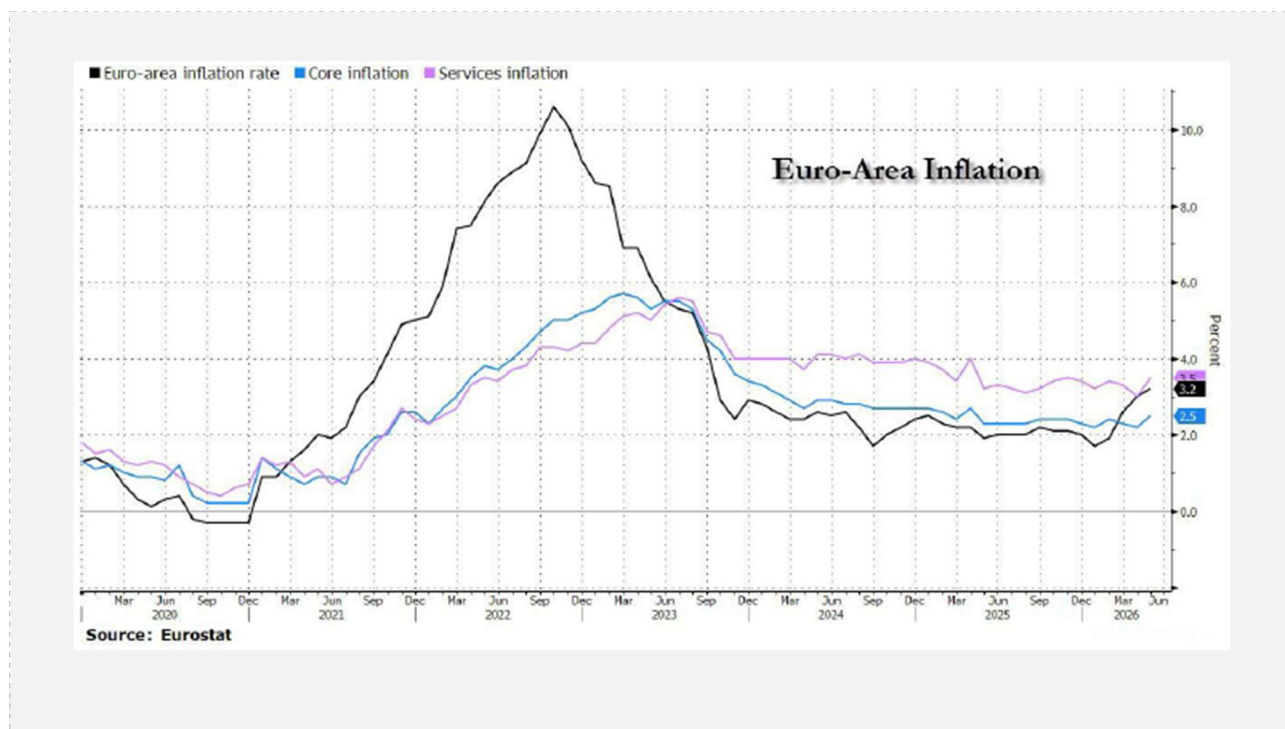
2. Inflazione: uno shock ormai globale, oltre l'energia

Il messaggio più scomodo del mese riguarda l'inflazione, e in particolare la conferma che le pressioni non sono né temporanee né limitate alla sola componente energetica. Negli Stati Uniti, il deflatore dei consumi (PCE) di aprile ha mostrato un dato headline al 3,8% annuo e una componente core al 3,3%. Il segnale più rilevante arriva però dai beni core, esclusi alimentari ed energia, saliti del 2,8%: uno degli incrementi più marcati degli ultimi decenni al di fuori della fase post-pandemica, prova che le pressioni di fondo si stavano già rafforzando prima dell'impennata energetica, verosimilmente come strascico delle tensioni sulle catene di fornitura ereditate dalla guerra commerciale. L'inflazione americana viaggia ormai sopra l'obiettivo della Fed da 62 mesi consecutivi.

In Area Euro il dato di maggio ha superato la soglia del 3% per la prima volta da settembre 2023, attestandosi al 3,2% dal 3,0% di aprile. A destare attenzione è soprattutto la composizione: l'inflazione core è risalita al 2,55%, oltre le attese, e quella dei servizi è balzata al 3,5%, massimo da novembre, mentre la componente energetica è cresciuta del 10,9% annuo. Secondo le letture prevalenti, l'accelerazione dei servizi riflette in parte il pass-through dei prezzi del petrolio: una dinamica che rischia di fornire alle componenti più "falco" della BCE l'argomento per ulteriori interventi.

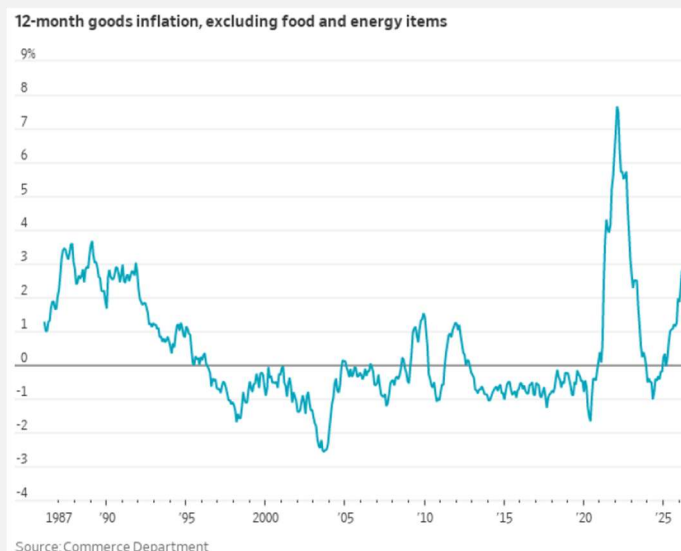
Il punto critico per gli investitori azionari è che l'inflazione si sta avvicinando a livelli che storicamente hanno eroso i multipli di valutazione. Le aspettative implicite nel mercato — il tasso di breakeven decennale — si stanno riportando verso la soglia del 2,5%, area che negli ultimi anni ha coinciso con fasi di presa di profitto sull'S&P 500; e l'analisi dei multipli per regime d'inflazione mostra che il rapporto prezzo/utili medio dell'indice tende a contrarsi sensibilmente quando l'inflazione supera il 4%.

«Non è soltanto l'energia: l'inflazione di fondo era già in risalita prima dello shock petrolifero, e questo mantiene la politica monetaria in territorio incerto su entrambe le sponde dell'Atlantico.»



Area Euro: inflazione headline, core e dei servizi. Il superamento del 3% per la prima volta da settembre 2023.

Fonte: Eurostat.



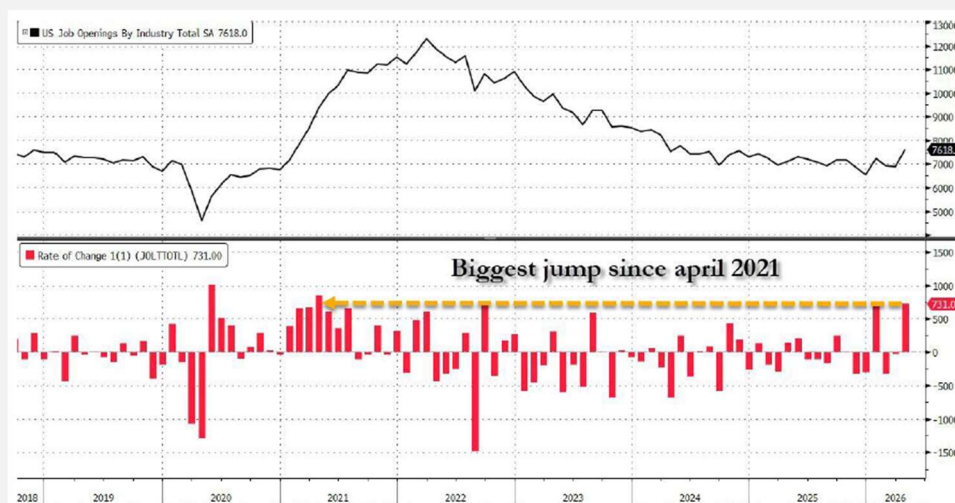
USA: inflazione dei beni core (esclusi alimentari ed energia), uno degli incrementi più ampi da decenni.
Fonte: Commerce Department

3. Stati Uniti: resilienza dei dati e anomalie del mercato del lavoro

La crescita statunitense ha continuato a espandersi, sia pure a ritmo più contenuto: la seconda stima del PIL del primo trimestre è stata rivista al ribasso all'1,6%, con la domanda interna sottostante più solida al 2,4%. È il contrasto con il resto del mondo avanzato a colpire: il Canada è entrato ufficialmente in recessione tecnica dopo una contrazione annualizzata dello 0,1% nel primo trimestre, in eco alle flessioni già viste in Francia, mentre gli indici statunitensi e giapponese hanno aggiornato i massimi.

Il dato più sorprendente del mese è arrivato però dal mercato del lavoro, con un report JOLTS a dir poco anomalo. Le posizioni di lavoro aperte sono salite di 731 mila unità a 7,618 milioni, un sorpasso delle attese di proporzioni storiche, concentrato in misura abnorme nei servizi professionali e alle imprese. Il paradosso è evidente: l'impennata dei posti vacanti si accompagna a un crollo delle dimissioni volontarie, scese ai minimi dal 2020, e a una flessione delle assunzioni — combinazione che lascia perplessi gli analisti. Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è comunque risalito a 1,0x. Trattandosi di un indicatore ritardato, il segnale dice poco sui prossimi dati salariali, peraltro già in rallentamento: le buste paga di aprile erano scese a 115 mila dalle 185 mila di marzo.

«Un'impennata dei posti vacanti mentre nessuno lascia il proprio lavoro: un'anomalia che invita alla cautela nel leggere la presunta forza del mercato del lavoro americano.»



JOLTS: balzo delle posizioni di lavoro aperte (+731 mila), uno scarto record rispetto alle attese.
Fonte: ZeroHedge

4. Eurozona e BCE: il primo rialzo dei tassi dal 2023

Con il motore della crescita statunitense ancora in moto e le altre economie avanzate in affanno, i percorsi delle principali banche centrali sono destinati a divergere. In Europa, il dato d'inflazione di maggio ha di fatto cementato il primo rialzo dei tassi della BCE dalla fine del 2023, atteso per l'11 giugno, con probabilità implicite ormai prossime alla certezza. Il timore prevalente nell'istituzione è quello di una spirale tra richieste salariali e ritocchi dei listini, considerata sempre più probabile con il protrarsi delle tensioni mediorientali.

Diversi esponenti hanno tuttavia frenato sul percorso oltre giugno: c'è chi parla di una mossa "assicurativa", non dettata da pressioni inflazionistiche radicate, mentre l'attività economica dell'area si è contratta a maggio al ritmo più rapido dal 2023. È il classico dilemma di una banca centrale chiamata a reagire a uno shock di offerta che, nelle sue ricadute domestiche, rischia di deprimere la crescita più di quanto radichi l'inflazione.

*«Un intervento che assomiglia più a un'assicurazione che a una risposta a pressioni inflazionistiche radicate.»
 (sintesi delle posizioni emerse dal Consiglio direttivo)*

5. Mercati azionari: il melt-up e l'età della speculazione

Il mese azionario è stato eccezionale. L'S&P 500 ha guadagnato il 5,15% a maggio, portando il progresso da inizio anno al 10,73% e chiudendo la settimana del Memorial Day a quota 7.580, dopo nove settimane consecutive di rialzo — la serie positiva più lunga dal 2023. Ogni correzione è stata prontamente assorbita dagli acquisti, a conferma di un pattern di partecipazione che continua ad alimentare il rialzo.

Il tema di fondo è quello della speculazione. La quota di investitori che si attende prezzi più alti tra un anno ha toccato la seconda lettura più elevata di sempre, l'allocazione media delle famiglie all'azionario è su massimi storici e i multipli sono prossimi ai record: il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo (CAPE) si attesta intorno a 42,5, livello superato soltanto durante la bolla di internet di fine anni Novanta. Esistono due letture, entrambe legittime: quella ottimista sottolinea che il rialzo è sostenuto dalla forza degli utili più che dall'emotività — la distinzione resa popolare da Ed Yardeni; quella più cauta ricorda che le valutazioni elevate non sono di per sé un problema finché manca un catalizzatore, che sia una recessione, una crisi o un prolungato inasprimento delle condizioni monetarie.

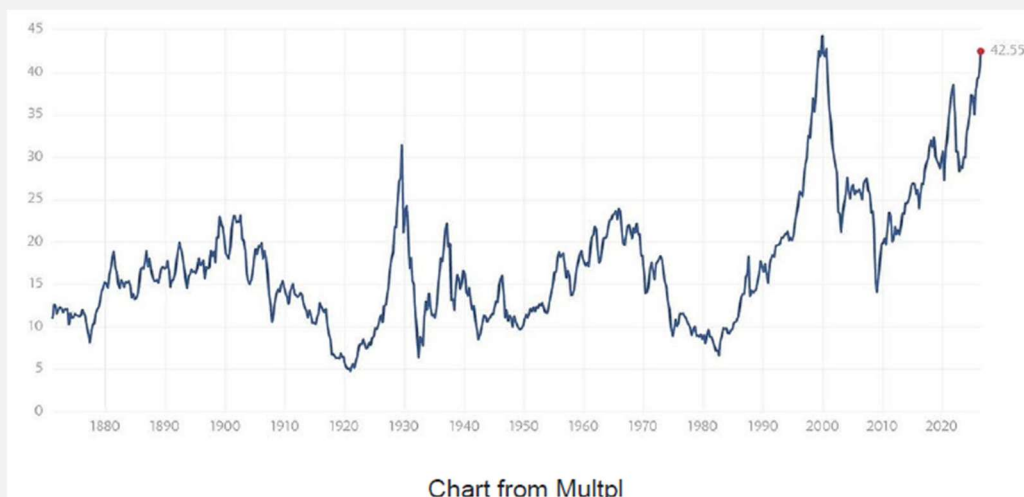
Sotto la superficie, i segnali tipici delle fasi avanzate si moltiplicano. L'ampiezza del mercato è stata sorprendentemente debole — indice ai massimi ma più titoli in calo che in rialzo per più sedute consecutive — anche se la versione equipesata dell'indice ha rotto al rialzo. Il sostegno dei riacquisti di azioni proprie si è dimezzato rispetto al picco di inizio anno, passando dallo 0,42% allo 0,20% della capitalizzazione, proprio mentre all'orizzonte si profila un'ondata di nuove emissioni. Sul fronte del posizionamento, l'ottimismo del retail sul comparto tecnologico è prossimo ai record, lo skew delle call è esploso e le put trattano a livelli convenienti, mentre il VIX è

sceso intorno a 15,3 e l'open interest corto sul titolo mediano è ai massimi di oltre un decennio. Il crollo delle correlazioni implicite racconta infine la trasformazione in atto: non più un mercato di indice ma di stock-picking sull'AI, condizione che crea fragilità man mano che il capitale si concentra in pochi nomi.

«Nuovi massimi, dubbi non nuovi: gli indici aggiornano i record mentre l'ampiezza si assottiglia, i riacquisti svaniscono e nessuno vuole protezione.»



S&P 500 (scala logaritmica) e media mobile a 10 mesi: il trend di lungo periodo resta saldamente positivo.
Fonte: Topdown Charts.



Rapporto CAPE dell'S&P 500 intorno a 42,5: un livello superato soltanto durante la bolla di internet.
Fonte: The Market Mosaic 6.1.26

Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?
[Learn more about the index](#)



Indice Fear & Greed di CNN a quota 57, in territorio di “Greed” (avidità).
Fonte: CNN

6. Banche centrali e tassi: il cambio di regime con Warsh

Negli Stati Uniti, oltre alla dinamica congiunturale, è in corso una transizione istituzionale di primo piano. Il passaggio della guida della Federal Reserve da Powell al subentrante Warsh avviene in un contesto di FOMC profondamente diviso e con un debito pubblico ormai prossimo al 100% del PIL. Il nuovo corso si preannuncia come un vero e proprio cambio di regime: i piani attribuiti a Warsh prevedono l’abbandono della forward guidance, la riduzione del bilancio della Fed e l’allontanamento dall’obiettivo di inflazione media.

Le implicazioni per gli investitori obbligazionari sono significative — rendimenti più alti, curve più ripide e maggiore volatilità dei tassi. Una minore guidance significa che ogni dato e ogni riunione peseranno di più, aumentando il rischio di movimenti bruschi; un bilancio più contenuto sposta inoltre una maggiore quota di debito a lunga scadenza verso il settore privato, fattore che storicamente spinge al rialzo il premio a termine. È uno scenario coerente con un contesto di repressione finanziaria: tassi reali compressi, emissioni a più breve durata e premi a termine in salita. Il posizionamento prudente privilegia duration più corta, maggiore peso del credito investment grade ed esposizione selettiva ai governativi emergenti con conti pubblici solidi.

«L’era della prevedibilità della Fed, che per anni ha fatto da ancora ai mercati obbligazionari, potrebbe essere agli sgoccioli.»

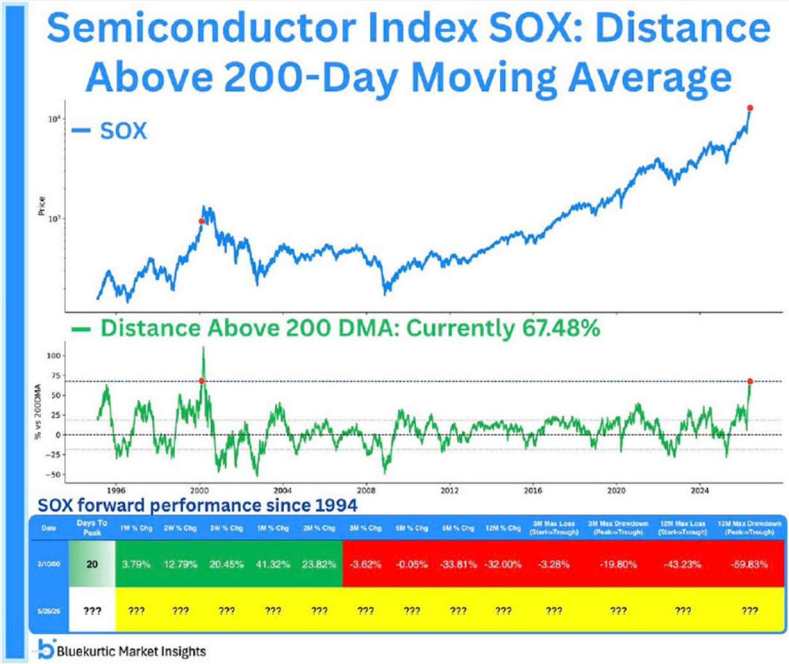
7. Il grande tema AI: dalle fonderie alle IPO

L’intelligenza artificiale resta il cuore pulsante del mercato. La corsa ai semiconduttori ha raggiunto estremi rari, con l’indice SOX oltre il 67% sopra la propria media mobile a 200 giorni, mentre il software — dato per spacciato dall’avvento dell’AI — è tornato protagonista, con l’ETF di settore in rialzo di circa il 45% dai minimi di aprile, un recupero quasi identico a quello dei semiconduttori. Curiosamente, il titolo-simbolo dell’AI ha faticato anche mentre il resto del comparto correva: una possibile lettura è che sia diventato la fonte di liquidità da alleggerire per finanziare nuove scommesse altrove nel settore.

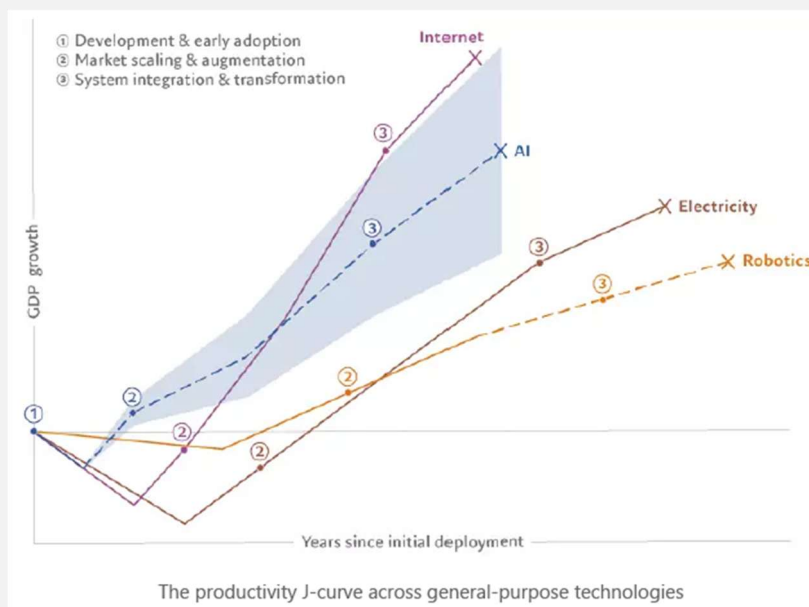
Sul piano strutturale, è la fase di quotazioni in arrivo a segnare il mese. Anthropic ha depositato in via riservata la propria bozza di prospetto in vista di una IPO possibile già in autunno, dopo un round di finanziamento che la valuta intorno ai 965 miliardi di dollari; sulla stessa scia si muovono i principali concorrenti del settore. La prospettiva di più società da oltre mille miliardi di dollari in rapida successione sui mercati pubblici porta con sé un avvertimento che gli investitori conoscono bene: le ondate di IPO di alto profilo hanno storicamente preceduto fasi di correzione, e c’è chi legge proprio questo boom come segnale che il picco del trade sull’AI possa essere vicino.

La prospettiva di medio periodo aiuta a mantenere lucidità. L’investimento in AI segue lo schema classico delle tecnologie general-purpose — costi ingenti iniziali e ritorni differiti — ma su scala maggiore: i grandi operatori hanno impegnato oltre 600 miliardi di dollari nell’anno con impatto ancora limitato sugli utili, mentre la spesa globale è proiettata verso i 2.500 miliardi nel 2026 e i guadagni di produttività restano in larga parte davanti a noi. Specularmente, Bitcoin si è mosso in direzione opposta agli altri attivi a rischio, perdendo oltre il 16% da inizio anno e testando un’area di supporto critica: una possibile spiegazione è che il capitale speculativo abbia semplicemente trovato una “casa” a beta più elevato proprio nell’AI.

«L’ondata di IPO che incorona i campioni dell’AI è insieme la celebrazione del tema e uno dei suoi segnali d’allerta più classici: la storia suggerisce di restare investiti con disciplina, non di voltare le spalle al fenomeno.»



Indice SOX dei semiconduttori: distanza dalla media mobile a 200 giorni oltre il 67%, su livelli di forte ipercomprato.
Fonte: Bluekurtic



La “curva a J” della produttività: costi anticipati e ritorni differiti dell’AI, a confronto con le precedenti tecnologie general-purpose. Fonte: Pictet AM.

8. Implicazioni di portafoglio e allocazione

A fronte di questo quadro, il bilancio dei rischi appare per ora più costruttivo, nonostante le tensioni geopolitiche e un petrolio ancora elevato: liquidità sopra trend, utili societari solidi, crescita ordinata e valutazioni in parte migliorate. Le indicazioni di allocazione convergono su alcuni temi. Sull’azionario, la preferenza resta per gli Stati Uniti — sostenuti da una crescita degli utili attesa intorno al 20% — e per i mercati emergenti, favoriti dal momentum e da un divario di crescita in ampliamento; tra i settori, gli industriali vengono promossi sulla scia di ordini in crescita di circa l’11%, trainati da reshoring e spesa infrastrutturale.

Sul reddito fisso, il nuovo regime della Fed suggerisce duration più corta, maggiore peso del credito investment grade ed esposizione selettiva ai governativi emergenti in valuta locale; sul fronte valutario, franco svizzero e yen giapponese tornano utili come coperture in chiave di stagflazione. Il posizionamento sull’Europa, pur in miglioramento nel mese, resta attorno al 36° percentile, lasciando spazio a un potenziale recupero nei prossimi mesi. Tra i temi di medio periodo prende corpo la biodiversità come tema d’investimento finanziariamente “materiale”: le obbligazioni a essa collegate rappresentano ormai circa un quarto del debito ESG, con emissioni sopra i 300 miliardi di dollari, circa il doppio del 2020.

La sintesi del mese è quella di un equilibrio instabile, che invita a un atteggiamento “aperto ma prudente”: restare investiti, con disciplina e duration contenuta, cogliendo l’allargamento del rialzo verso aree finora trascurate — Europa, industriali, software, small cap — ma senza perdere di vista la fragilità di un mercato concentrato, costoso e privo di coperture. Le letture tattiche più diffuse vedono il rialzo proseguire verso l’estate, pur restando vulnerabile a una fisiologica presa di profitto.

*«Restare investiti con disciplina, non inseguire: il fiume di denaro non è eterno, e ottime prospettive non giustificano valutazioni decuplicate in poche settimane.»
(sintesi, “Il Rosso e il Nero” — Kairos)*



Posizionamento combinato sull'Europa (Z-Score medio): livello al 36° percentile, con margine di normalizzazione.
Fonte: JPM.

Che i mercati siano dalla vostra parte, un caro saluto.

Andrea