

MARKET INTELLIGENCE

Analisi mensile dei mercati finanziari — **Luglio 2026**

Economia reale solida ma mercati nervosi: a fine giugno il protagonista torna a essere l'inflazione. Con il PCE oltre il target, il mercato inizia a prezzare un possibile rialzo della Fed a settembre e la narrazione passa dai tagli ai rialzi. Sullo sfondo: utili record, rotazione verso i titoli «medi» e l'incognita Hormuz.

1. Il quadro

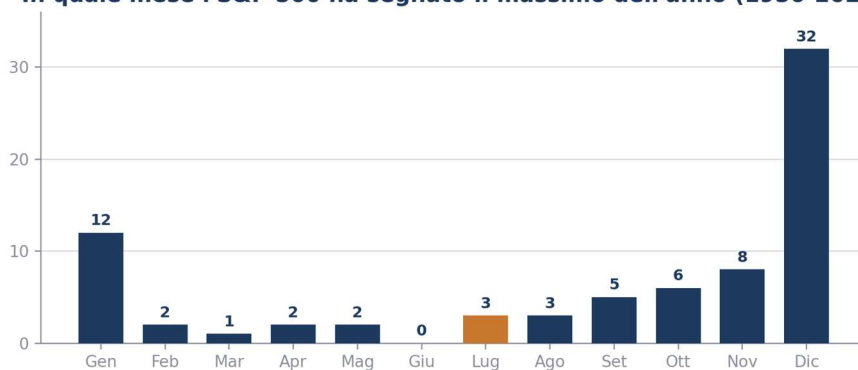
Il mese si chiude con un paradosso. L'economia reale americana continua a sorprendere in positivo — PIL del primo trimestre +2,1% annualizzato (sopra il 1,6% atteso) e tracker in tempo reale attorno al 2,5-2,7% per il secondo — eppure Wall Street ha passato gran parte di giugno sotto pressione, con il Nasdaq-100 in calo di oltre il 4% in una settimana e i «Magnificent 7» a guidare il ribasso. Per Mohamed El-Erian (Allianz) è una «divergenza con un colpo di scena»: un'economia che regge mentre i prezzi degli asset si muovono per ragioni più tecniche che fondamentali — posizionamento affollato, ribilanciamenti di fine trimestre, realizzo di minusvalenze. Ma il vero protagonista è il binomio inflazione-Fed: il PCE di maggio è uscito al 4,1% (core 3,4%, sopra il 2% da oltre cinque anni) e il mercato ha smesso di discutere quanto in fretta la Fed taglierà, iniziando a prezzare un possibile rialzo già a settembre (CME FedWatch colloca la riunione del 16 settembre nella fascia 375-400 al 51,4%; il biennale rende il 4,07%, già sopra il limite dei Fed funds).

«Una divergenza con un colpo di scena: l'economia regge, i prezzi degli asset si scollano.»

sintesi del commento di Mohamed El-Erian (Allianz)

Dà profondità al quadro l'osservazione di Alessandro Fugnoli (Kairos, «Il Rosso e il Nero»): a quattro mesi dall'attacco all'Iran, il petrolio è tornato al punto di partenza (circa 69 dollari) eppure tutto il resto è cambiato — dollaro più forte (da 1,18 a 1,13 contro euro), oro in netto calo (da 5.280 a 4.010 dollari l'oncia), decennale dal 3,96% al 4,40% e S&P 500 da 6.908 a 7.420, con l'Europa in arretramento. La sua spiegazione per il binomio dollaro forte/oro debole è lo stress sul sistema: i paesi del Golfo e dell'Asia emergente venderebbero oro per comprare dollari utili alla ricostruzione, mentre sul fronte interno un dollaro forte aiuta a contenere l'inflazione in vista del voto. Sullo sfondo restano infatti le elezioni di midterm di novembre e il tema dell'affordability, su cui l'amministrazione è chiamata a difendersi. Le notizie di nuovi attacchi nello Stretto di Hormuz ricordano che il dossier geopolitico non è chiuso.

In quale mese l'S&P 500 ha segnato il massimo dell'anno (1950-2025)



Giugno è l'unico mese a non aver mai registrato il massimo annuale; dicembre è il più frequente (32 volte).

Statistica stagionale richiamata da Ryan Detrick (Carson) per relativizzare i ribassi di fine giugno: l'ultimo massimo storico è del 2 giugno.
Fonte: Carson Investment Research, FactSet.

2. Tema del mese: il ritorno dell'inflazione

Dopo due anni di disinflazione, il secondo trimestre ha portato una svolta. Oltre al dato headline al 4,1% e core al 3,4%, preoccupa la combinazione di forze: l'energia, ostaggio di Hormuz, e il riaccendersi delle tensioni sulle catene di fornitura — l'indice GSCPI della Fed di New York è risalito a 1,77 a maggio (da 0,68 di marzo), il livello più alto da gennaio 2023. Soprattutto, la pressione sui costi arriva alla tecnologia di consumo: di fronte al rincaro dei semiconduttori, Apple e Microsoft hanno annunciato aumenti su prodotti dall'iPad alla Xbox. Il quadro, però, non è a senso unico. Le aspettative d'inflazione incorporate nei bond sono crollate (il breakeven biennale ha chiuso al 2,19% il 18 giugno, minimo dell'anno, dal 3,38% di marzo) e il dibattito tra le case è diviso: Bank of America ha ipotizzato tre rialzi entro l'anno, El-Erian e altri nessuno, ritenendo questo il picco d'inflazione del ciclo. David Kelly (J.P. Morgan AM) aggiunge un filo disinflazionistico strutturale: con la componente «affitti» in decelerazione (3,3% sull'anno, dal 3,9%), l'offerta di case che supera una crescita demografica debolissima potrebbe alleggerire l'inflazione misurata nei prossimi trimestri e, in chiave condizionale, frenare la mano della Fed. È questa la tensione del momento: il dato headline sale spinto da energia e supply chain, mentre il core resta vischioso ma più stabile, e l'interpretazione tra gli operatori è marcatamente divisa — per El-Erian, «barbelled».

«Nei mercati obbligazionari il nemico è sempre lo stesso: l'inflazione. E un nuovo confronto sembra avvicinarsi.»

Pictet Asset Management — Barometro di giugno

3. Stati Uniti

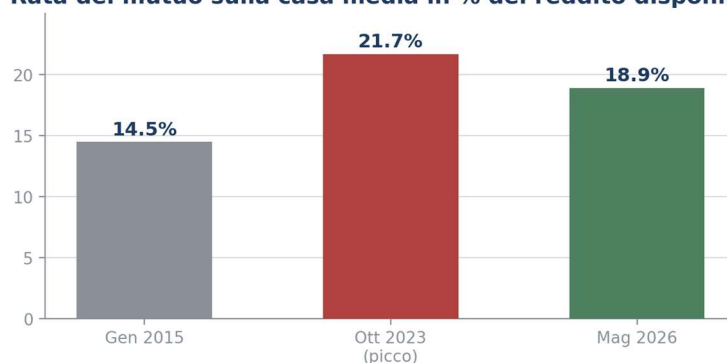
Sotto il rumore dei mercati, l'attività resta solida. Il PIL reale del primo trimestre è cresciuto del 2,1% annualizzato (da +0,5% di fine 2025), con l'investimento delle imprese come maggior driver (+1,42 punti di PIL), trainato dal ciclo di capex sull'IA; i tracker in tempo reale confermano lo slancio nel secondo trimestre (Atlanta Fed GDPNow +2,5%, NY Fed Nowcast +2,7%, Dallas Fed Weekly Economic Index +2,83%). I dati ad alta frequenza raccontano la stessa storia (Maverick Equity Research): traffico aereo vicino ai record, vendite Redbook a parità di negozi +10% sull'anno, indice Visa di spesa sopra 100, coperti OpenTable +40,7%, nuove domande d'impresa +17% sull'anno. Resta il caveat dell'economia «a K», anche se l'accelerazione della spesa con carta delle fasce a reddito più basso suggerisce che la ripresa sta finalmente raggiungendo la parte bassa della distribuzione, anche se le famiglie restano sedute su circa 3.200 miliardi di dollari di liquidità in eccesso (Deutsche Bank). Forte anche il dinamismo imprenditoriale, con il sottoinsieme «ad alta probabilità» di diventare aziende con dipendenti su un livello di base strutturalmente più elevato, verosimilmente anche per effetto dell'IA che abbassa le barriere all'avvio d'impresa.

Indicatore	Letture	Fonte
PIL reale Q1 2026 (annualizzato)	+2,1% (atteso +1,6%)	BEA
Atlanta Fed GDPNow — Q2 2026	+2,5%	Atlanta Fed
NY Fed Nowcast — Q2 2026	+2,7%	New York Fed
Weekly Economic Index (media 13 sett.)	+2,83%	Dallas Fed

Stime di crescita per il Q2 2026 a fine giugno. Fonte: Maverick Equity Research (su dati Atlanta Fed, NY Fed, Dallas Fed, BEA).

Caso emblematico è l'immobiliare, dove David Kelly (J.P. Morgan AM) parla di «guarigione»: la rata del mutuo sulla casa nuova media è scesa al 18,9% del reddito disponibile (dal picco del 21,7% di ottobre 2023), grazie ai mutui trentennali sotto il 6,5% e a redditi in crescita. Il punto strutturale: con la crescita demografica crollata a circa lo 0,2% mentre i costruttori completano nuove unità, salgono sfitto (7,3%) e scorte di invenduto, fattori che — sempre in chiave condizionale e attribuita a Kelly — punterebbero a una stagnazione di prezzi e affitti, quindi a un'inflazione degli «shelter cost» più morbida, capace di dissuadere la Fed dal rialzare. Sul tema, il Presidente ha rifiutato di firmare un disegno di legge bipartisan sull'affordability abitativa, che Kelly ritiene comunque destinato a diventare legge — un nodo politico che si lega direttamente alle elezioni di novembre. Sul breve, il focus torna sul lavoro: giovedì il rapporto sull'occupazione (consenso 115.000 nuovi posti, disoccupazione al 4,3%).

Rata del mutuo sulla casa media in % del reddito disponibile



Dopo il picco di fine 2023 l'accessibilità è migliorata grazie a tassi più bassi e redditi in crescita. Fonte: JPMAM.

Il «riassorbimento» dell'emergenza accessibilità sulla casa, secondo l'analisi di J.P. Morgan AM.
Fonte: J.P. Morgan Asset Management (David Kelly).

4. Eurozona e BCE

L'Europa è un passo indietro rispetto al ciclo americano ma in condizioni «ragionevoli» (Pictet); la crescita degli utili societari resta inferiore a quella USA, ragione per cui Pictet mantiene un giudizio neutrale su azionario di Eurozona, Svizzera e Giappone. Sul fronte monetario, la questione inflazione domina il Forum BCE di Sintra (Lagarde, Bailey, il nuovo presidente Fed Warsh): Pictet vede aumentare la probabilità di rialzi, pur attendendosi una BCE meno aggressiva di quanto il mercato tema e un Giappone in stretta; sulle valute, ha portato il franco svizzero a neutrale (referendum sul tetto alla popolazione), lasciando lo yen come unico sovrappeso. Una lettura complementare arriva da Fugnoli (Kairos): la crisi energetica avrebbe sottratto mezzo punto alla crescita europea (Commissione ora allo 0,9%), e le borse del Continente — strutturalmente meno brillanti — tendono a fare meglio di Wall Street quando le valutazioni della tecnologia USA vengono riviste al ribasso; sull'IA, l'Europa, troppo indietro per una filiera autonoma, avrebbe di fatto aderito agli standard americani con quella che Fugnoli chiama «Pax Silica». Pictet ha intanto declassato la Cina a neutrale per la debolezza di domanda interna e immobiliare, restando sovrappesata sugli emergenti ex-Cina: l'allentamento monetario della People's Bank of China dà una spinta all'offerta di moneta, e in Corea e Taiwan l'aumento delle esportazioni legate all'IA ha compensato il caro-greggio, segno di una maggiore resilienza dei mercati emergenti agli shock energetici.

5. Mercati azionari

La leadership cambia mani. Con il complesso IA sotto pressione, giugno ha visto una rotazione verso il «titolo medio»: il Dow ha tenuto e le small cap sono salite a nuovi massimi, mentre il Nasdaq-100 cedeva oltre il 4% (The Market Mosaic); persino la trimestrale eccezionale di Micron non è bastata a sollevare i titoli dell'IA, e il QQQ disegna un possibile «diamante» di inversione con quota 700 dollari come spartiacque. Pictet legge la concentrazione come una caratteristica, non un difetto (il numero di titoli che battono l'indice è ai minimi dal 2007, ma una leadership ristretta non ha storicamente impedito buoni rendimenti); le valutazioni appaiono contenute (il titolo USA mediano a 17,7 volte gli utili attesi) e i grandi hyperscaler trattano ora al P/E prospettico più basso dal lancio di ChatGPT, a sconto sull'S&P 500. È su questa forza degli utili — battuti dal margine più ampio in oltre quattro anni — che Pictet ha portato l'azionario a sovrappeso.

«In earnings we trust: è la fiducia negli utili a sostenere il rialzo.»

Pictet Asset Management

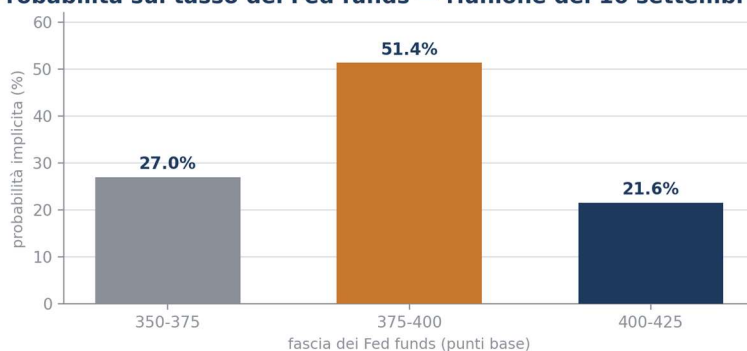
L'impostazione verso luglio va letta su due piani. Il sentiment è improntato alla paura (i ribassisti AAI sopra media, il Fear & Greed della CNN in «paura estrema»), condizione che i contrarian leggono come carburante, e la stagionalità aiuta: luglio è storicamente il mese migliore per l'S&P 500 (rendimento medio +1,71% dal 1928, Yardeni). Goldman Sachs ha ridotto la probabilità di recessione USA a dodici mesi dal 25% al 15%. La stessa rotazione è al centro della lettura di Fugnoli, per il quale la tecnologia è ormai «sazia di rialzi»: non una fuga da tecnologia, dollaro o America, ma l'esplorazione delle

alternative che la mania per l'IA può aver lasciato indietro, comprese società tradizionali «promosse» a quasi-tecnologiche perché iniziano ad adottarla. Il contro-rischio resta l'estensione dei semiconduttori (l'indice SOX è circa il 60% sopra la media a 200 giorni, il più tirato dal 2000): un'eventuale delusione colpirebbe per primi i leader. Come sempre, i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Va inoltre segnalato che la dispersione dentro il settore IT si sta allargando, con semiconduttori e «communications equipment» che si scollano da software e servizi; e che alcuni segnali di ampiezza lampeggiano verde — un indicatore di breadth settoriale rientrato sotto il 10% e uno spread «bear market-macro» sceso sotto -20 hanno storicamente preceduto rendimenti sopra la media (Cycles Edge).

6. Banche centrali e tassi

L'evento che definisce il mese è l'inversione di rotta sulla Fed: il mercato è passato dal prezzare tagli al prezzare un possibile rialzo a settembre (vedi grafico). Le case sono divise — i tre rialzi ipotizzati da Bank of America contro il «nessun rialzo» di El-Erian — e nemmeno i funzionari della Fed convergono. Qui si innesta la lettura più originale del mese, quella di Fugnoli (Kairos), che interpreta la svolta restrittiva in chiave tattica: con l'inflazione al picco non c'è spazio per tagliare, e così il nuovo presidente Warsh — dopo un «litigio in famiglia» con il board — chiude la riunione cancellando il bias accomodante e presentandosi più falco delle attese. Una mossa, secondo Fugnoli, a costo zero (i tassi restano dov'erano) che ingrazia la parte lunga della curva e dà spazio al recupero dei governativi a lungo termine, utile a chi punta a tassi sui mutui più bassi entro novembre; nella stessa logica rientra l'attacco di Warsh alla forward guidance, in un ritorno all'opacità di stampo Greenspan.

Probabilità sul tasso dei Fed funds — riunione del 16 settembre 2026



Il livello attuale dei Fed funds è 350-375 pb: lo scenario centrale del mercato è ora un rialzo (375-400).

Il mercato ha smesso di chiedersi quando arriverà il taglio: ora prezza una probabilità concreta di rialzo. Fonte: CME FedWatch.

Sull'obbligazionario le letture si oppongono. Pictet ha portato i bond a sottopeso (decennale USA verso il 4,5-4,7%, trentennale al 5,2%, vicini ai massimi di quasi vent'anni), con un messaggio sulla duration lunga come rischio asimmetrico e preferenza per il debito emergente in valuta locale. Fugnoli vede invece spazio per un recupero: i rendimenti resterebbero elevati per un premio al rischio (timore di una ripresa del conflitto), per un mercato del lavoro forse sopravvalutato (la disoccupazione è rimasta invariata nonostante molti nuovi posti) e per la diffidenza verso i nuovi governatori della Fed — fattori destinati ad attenuarsi. Due letture opposte sulla stessa asset class, utili da tenere insieme per inquadrare il rischio.

«Il dibattito non è più su quanto in fretta tagliare, ma se sia in arrivo un rialzo.»

sintesi sul riposizionamento della curva

7. Tema strutturale: l'IA, dalla narrazione ai numeri

La storia dell'intelligenza artificiale è sempre più leggibile nei dati duri: nella contabilità nazionale USA la voce «attrezzature informatiche + software + proprietà intellettuale» — proxy degli investimenti IA — contribuisce per circa 2 punti alla crescita del PIL, con un capex in aumento del 10% annuo contro una media del 4,5% (Pictet). E il capex incontra i ricavi: per gli hyperscaler i ricavi trimestrali da IA hanno superato gli ammortamenti del capex nel quarto trimestre 2025 (Exponential View), mentre

J.P. Morgan prevede che nel 2026 l'inferenza superi l'addestramento in quota di calcolo. Fugnoli (Kairos) inquadra il momento come una «sosta temporanea» più che un'inversione: l'IA cresce più tumultuosa che mai, ed è proprio questa forza a creare strozzature — la domanda di memorie ne fa salire i prezzi e i costi per gli hyperscaler, sempre più costretti a indebitarsi. Il rischio, per lui, non è l'offerta cinese (verrebbe assorbita) ma un eventuale ridisegno dell'architettura memorie-GPU; ed è la potenza dei modelli di frontiera più avanzati — cita Fable 5 e Mythos 5 — non la loro inefficacia, ad alimentare i timori di sicurezza nazionale. Un promemoria sulla competizione: secondo dati KKR/Morgan Stanley la Cina guida ormai la proprietà intellettuale sulla robotica umanoide con circa cinque volte i brevetti statunitensi. Il passaggio dall'addestramento all'inferenza, atteso da J.P. Morgan già nel 2026, cambierà inoltre l'economia del settore e il mix di chip richiesti. Sul piano della valutazione, il «de-rating» degli hyperscaler a sconto sull'S&P significa che i leader dell'IA non sono più prezzati per la perfezione, condizione semmai più sana per la durata del ciclo; e Pictet mantiene la tecnologia tra le convinzioni più forti proprio perché i colli di bottiglia lungo la catena del valore — le memorie su tutte — ne preservano potere di prezzo e cash flow. I ricavi cumulati da IA, va detto, non coprono però ancora il conto cumulato degli investimenti.

«Sosta temporanea per la tecnologia, spazio di recupero per tutto il resto.»

Alessandro Fugnoli — Kairos, «Il Rosso e il Nero»

8. Implicazioni di portafoglio e allocazione

Le indicazioni che seguono riflettono il posizionamento dichiarato delle case citate e non costituiscono un consiglio personale. La posizione più articolata del mese è il Barometro di giugno di Pictet, «In earnings we trust», sintetizzato nella tabella.

Classe di attività / area	Posizione Pictet (giugno 2026)
Azionario (complessivo)	Sovrappeso ▲ (da neutrale)
• Stati Uniti / Emergenti ex-Cina	Sovrappeso
• Europa / Svizzera / Giappone	Neutrale
• Cina	Neutrale (da sovrappeso)
• Settori: Tecnologia e Industriali	Sovrappeso
Obbligazionario (complessivo)	Sottopeso ▼
• Governativi paesi sviluppati	Neutrale
• Debito emergente in valuta locale	Sovrappeso
Valute: Yen ▲ / Franco svizzero (a neutrale)	Yen unico sovrappeso
Materie prime: Oro	«Molto caro» — cautela

Posizionamento di allocazione dichiarato da Pictet nel Barometro di giugno 2026. Fonte: Pictet Asset Management.

Pictet è passata a sovrappeso sull'azionario (sovrappeso su USA ed emergenti ex-Cina, neutrale su Europa, Svizzera, Giappone e Cina; convinzioni forti su tecnologia e industriali), giustificandolo con la forza degli utili e margini resilienti (margine netto USA atteso dal 15% al 17% entro il 2028). Sui bond è a sottopeso, con il miglior valore nel debito emergente in valuta locale; in valute lo yen è l'unico sovrappeso e l'oro è giudicato «molto caro» — un invito alla cautela dopo la corsa recente. A sostegno della propensione al rischio, Pictet aggiunge che la vivacità del mercato primario — un'ondata di mega-quotazioni attese (dopo SpaceX, OpenAI e Anthropic) potrebbe superare il record di 156 miliardi del 2021 — non è storicamente un indicatore di picco, e che il differenziale di crescita tra economie emergenti e sviluppate è atteso ampliarsi a 260 punti base. A fare da contrappunto, Goldman Sachs ha ridotto il rischio recessione e Fugnoli vede una rotazione selettiva e un possibile recupero dell'obbligazionario al ridursi del premio al rischio. In termini condizionali: con inflazione in raffreddamento e Fed ferma, il mix di utili solidi e stagionalità favorevole sosterebbe un rialzo più ampio nel mese storicamente migliore; se invece l'attesa di un rialzo a settembre si consolidasse, ci si attenderebbe più pressione sulla duration lunga e sui titoli growth e semiconduttori più tirati, con un dollaro più sostenuto — il tutto sullo sfondo delle elezioni di midterm, che spingono l'amministrazione verso un'inflazione più bassa e tassi sui mutui in discesa.

In sintesi

- **Macro.** Economia USA solida (PIL Q1 +2,1%, tracker Q2 ~2,5-2,7%), ma l'inflazione torna protagonista: PCE 4,1%, core 3,4%.
- **Fed.** Dai tagli ai possibili rialzi: FedWatch prezza settembre nella fascia 375-400 al 51,4%. Case divise, da «tre rialzi» (BofA) a «nessun rialzo» (El-Erian).
- **Azionario.** Rotazione dai Mag 7 verso small cap e «titolo medio»; valutazioni contenute. Pictet a sovrappeso sugli utili; stagionalità di luglio favorevole.
- **Obbligazionario.** Pictet a sottopeso (decennale verso 4,5-4,7%); Fugnoli vede però spazio di recupero al ridursi del premio al rischio.
- **Kairos (Fugnoli).** Tecnologia in «sosta temporanea», rotazione selettiva e lettura tattica della svolta di Warsh; cross-asset post-guerra con dollaro forte e oro debole.

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

Andrea

Disclaimer — Il presente documento «Market Intelligence» è realizzato da Andrea Giunta a titolo personale e ha finalità esclusivamente informative e divulgative. Non costituisce sollecitazione al pubblico risparmio, offerta, consulenza in materia di investimenti né raccomandazione personalizzata ai sensi della normativa vigente (Direttiva 2014/65/UE – MiFID II; Reg. UE n. 596/2014 – MAR). Le opinioni, le stime e i posizionamenti delle case d'investimento eventualmente citate sono riportati a soli fini informativi e non riflettono necessariamente la posizione dell'autore. Le informazioni provengono da fonti ritenute attendibili, ma non se ne garantiscono esattezza e completezza. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri; ogni investimento comporta rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Ogni decisione di investimento è di esclusiva responsabilità del lettore, che è invitato a rivolgersi a un consulente abilitato prima di operare.