

MARKET INTELLIGENCE

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

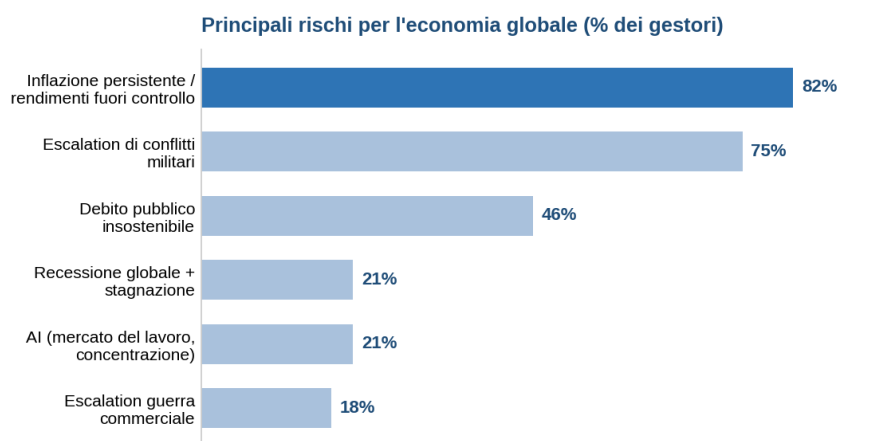
Luglio riscrive il copione. La guerra con l'Iran si riaccende e il petrolio vola (Brent oltre 100 dollari, +42% in venti giorni), i rendimenti seguono a ruota (il decennale americano rompe il 4,70%) e lo spettro della stagflazione si materializza nero su bianco nel sondaggio annuale UBS tra le banche centrali. Eppure Wall Street resta euforica — leva record, afflussi record sugli ETF azionari, domanda estera mai così forte e una stagione degli utili che sforna margini ai massimi dal 2009 — mentre sotto la superficie compaiono le prime crepe: la leadership dell'intelligenza artificiale vacilla e il mercato inizia a punire chi «brucia cassa» per l'AI, gli insider vendono, e i fondi obbligazionari societari registrano i deflussi più ampi dal 2020. Sullo sfondo, oro e Cina tornano protagonisti e un dollaro che il mondo, lentamente, inizia a diversificare. Il mese si chiude con l'attesa per una settimana cruciale: la Fed decide il 29 luglio, con PCE e utili delle big tech a fare da contorno.

1. Il quadro

Se giugno si era chiuso con l'inflazione che tornava padrona della scena e il petrolio tornato al punto di partenza, luglio ha fatto detonare la miccia che allora era solo accennata. La riaccensione del conflitto con l'Iran — con settimane di raid e nuove tensioni sullo Stretto di Hormuz — ha rimesso in moto la variabile energetica: il greggio americano è salito di oltre il 20% in quindici giorni e il Brent è tornato sopra i 100 dollari al barile, un movimento del +42% in venti giorni. È il classico shock di offerta che i mercati temono di più, perché arriva dal lato sbagliato dell'equazione: non domanda che accelera, ma costi che salgono. La reazione dell'obbligazionario è stata immediata e brutale. Il rendimento del Treasury decennale ha superato il 4,70% per la prima volta da gennaio 2026, oltrepassando anche il massimo di aprile — il cosiddetto «Liberation Day» — e portandosi verso nuovi massimi delle ultime cinquantadue settimane. La sintesi che circola tra gli operatori è che «il mercato obbligazionario lampeggia rosso» (The Kobeissi Letter): aspettative d'inflazione e tassi in risalita simultanea, con l'azionario costretto a fare i conti con un costo del denaro che sale mentre gli utili trimestrali arrivano.

«Il mercato obbligazionario lampeggia rosso: petrolio e rendimenti risalgono insieme, e l'inflazione torna al centro.»

A dare profondità e cornice a questo quadro è arrivato, con tempismo notevole, il sondaggio annuale UBS tra i gestori delle riserve di circa trenta banche centrali (32^a edizione, dati a giugno). Il messaggio è netto: lo scenario giudicato più probabile per i prossimi cinque anni è ora la **stagflazione** (52% dei rispondenti), e il rischio numero uno per l'economia globale è diventato «l'inflazione persistente e/o un rialzo incontrollato dei rendimenti a lungo termine», indicato dall'82% (era il 51% l'anno prima). È un ribaltamento significativo: la guerra commerciale, che dodici mesi fa era in cima alle paure con il 74%, è crollata al 18%. Il 79% dei gestori ritiene ormai di essere entrato in un periodo di inflazione più alta e duratura (dal 63% del 2025), e la larga maggioranza colloca sia l'inflazione americana sia i tassi Fed nella fascia 3-4% tra un anno. In chiave condizionale, tuttavia, gli stessi gestori non prevedono una recessione: solo il 14% si attende una recessione tecnica negli Stati Uniti entro metà 2027. È questa la tensione del momento — prezzi e tassi che salgono su un'economia che, per ora, non si spezza.



Nel sondaggio UBS di giugno, «inflazione persistente e rendimenti fuori controllo» tornano in cima ai rischi per l'economia globale (82%, dal 51% dell'anno prima), davanti ai conflitti militari (75%), mentre la guerra commerciale crolla al 18%.

Fonte: UBS Annual Reserve Manager Survey 2026.

2. Tema del mese: la stagflazione bussa alla porta

Il filo conduttore di luglio è il ritorno di una parola che i mercati avevano rimosso: stagflazione. Non nel senso stretto del termine — la crescita, come vedremo, regge — ma nella percezione degli operatori più importanti del pianeta, i gestori delle riserve valutarie. Il meccanismo che la alimenta è la catena petrolio→inflazione→tassi che si è chiusa nel mese. Fugnoli (Kairos, «Il Rosso e il Nero») aveva colto per tempo la fragilità sottostante: già a inizio mese osservava che, pur con un greggio salito solo moderatamente, la benzina americana era rincarata di circa il 50%, segnale di vulnerabilità nelle raffinerie e di scorte petrolifere pericolosamente basse per affrontare un'escalation nel Golfo. Quando l'escalation è arrivata davvero, il premio è esploso.

Il sondaggio UBS quantifica bene la nuova gerarchia delle paure. Sul fronte specifico della gestione delle riserve, il rischio principale è ora quello dei tassi e dell'inflazione americani (82%), seguito dalla volatilità dei prezzi degli asset (61%). Ma il dato più politico è un altro: la «weaponizzazione» delle riserve valutarie — cioè il rischio che vengano congelate o usate come arma geopolitica — è salita al 50%, dal 32% del 2024 e appena il 14% del 2023. È il segno di un mondo che si frammenta, e che le banche centrali stanno interpretando spostando peso verso l'oro e la diversificazione (torneremo sul punto nella sezione sull'allocazione).

«Problemi, ma anche forti supporti strutturali.»

Non tutto, però, spinge nella stessa direzione, e il rigore impone di dirlo. Lo stesso Fugnoli, nel numero del 23 luglio («Azioni vs Bond»), ricorda che accanto ai problemi restano forti supporti strutturali per i mercati, e nota come uno dei più noti gestori monetaristi abbia «gettato la spugna» sull'inflazione — una capitolazione che, per lo strategist, non ha necessariamente il valore segnaletico che le si attribuisce. È la stessa ambivalenza che percorre tutto il mese: il dato che spaventa (petrolio, rendimenti) convive con un'economia reale che continua a produrre utili e con una liquidità che non si prosciuga.

3. Stati Uniti

Sotto il rumore dei mercati, l'attività americana resta solida ma mostra le prime, sottili incrinature sul mercato del lavoro. Sul lato positivo, i segnali di dinamismo non mancano: David Kelly (J.P. Morgan Asset Management) parla apertamente di una «ondata» di utili in arrivo e Daily Chartbook segnala che più società dell'S&P 500 stanno alzando le guidance di quante le mantengano o le taglino — un quadro di ottimismo sugli utili che mal si concilia con la narrativa recessiva. E i primi numeri della stagione danno ragione agli ottimisti: con circa il 27% dell'S&P 500 ad aver riportato, l'86% ha battuto le stime sugli utili e l'80% quelle sui ricavi, mentre il margine netto dell'indice è proiettato al 15,7% nel secondo trimestre — il più alto dal 2009 e decimo trimestre consecutivo in crescita, con Alphabet primo

contributore dopo un forte beat (The Kobeissi Letter, dati FactSet). Sempre da Daily Chartbook arriva un dato strutturale interessante: le stime attribuiscono una «probabilità del 93%» che gli Stati Uniti siano entrati in un periodo di produttività elevata, il tipo di contesto che storicamente permette a crescita e margini di reggere anche con tassi più alti.

Il neo, però, è il lavoro. Gli annunci di posizioni aperte sul portale Indeed sono scesi del 3,5% su base annua nella settimana chiusa il 10 luglio, vicino ai minimi dell'anno; il calo dal picco di aprile 2022 è ormai del 37,2% e i nuovi annunci arretrano di quasi l'11% annuo (The Kobeissi Letter). È un raffreddamento graduale, non un crollo, ma è il tassello che più di ogni altro potrebbe orientare la Fed. Sul fronte del posizionamento societario, un altro segnale di prudenza: nel primo semestre gli insider — i dirigenti che conoscono le proprie aziende meglio di chiunque — hanno venduto azioni per 77,6 miliardi di dollari (Daily Chartbook). Non è un timing infallibile, ma stona con l'euforia dei flussi retail.

- **Annunci di lavoro Indeed (a/a):** -3,5% (The Kobeissi Letter)
- **Vendite nette di insider, 1° semestre:** -77,6 miliardi \$ (Daily Chartbook)
- **Probabilità «alta produttività» USA:** 93% (Daily Chartbook)
- **PEG ratio S&P 500:** minimo da oltre 30 anni (Daily Chartbook)

*Segnali contrastanti dagli Stati Uniti a luglio: lavoro in raffreddamento e insider in vendita, ma utili e produttività a supporto.
Fonte: The Kobeissi Letter, Daily Chartbook.*

4. Eurozona e BCE

L'Europa resta un passo indietro nel ciclo, ma il tema che la attraversa a luglio è soprattutto valutario e commerciale. Nel numero del 2 luglio («Quanto è forte il dollaro?»), Fugnoli offre una lettura di respiro: i dazi americani hanno avuto un successo parziale — il disavanzo delle partite correnti USA si è ridotto dal 4,5% al 3,0% e, secondo la sua analisi, il peso dei dazi sarebbe pagato per circa il 70% dall'estero — ma il vero motore di crescita resta l'intelligenza artificiale, di origine interna. Da qui la previsione, in chiave condizionale, di un dollaro destinato a indebolirsi dopo le elezioni di novembre, con l'euro-dollaro verso 1,20 entro fine anno o il 2027, senza eccessi. Lo scontro commerciale, aggiunge lo strategist, si sposterà sempre più tra Bruxelles e Pechino, con l'Europa alla ricerca di giustificazioni «moralì» (ESG, diritti, sovraccapacità) per i propri dazi e un compromesso probabilmente inevitabile che passi per maggiore produzione cinese in Europa.

Sul piano dell'allocazione, il riferimento del mese è Pictet Asset Management, che nel suo aggiornamento di luglio («Pictet AM Smarts») insiste su uno spostamento di politica della Fed, sull'idea di una «curva a J» dell'AI e sulla propria asset allocation. La casa ginevrina mantiene tradizionalmente un atteggiamento prudente sull'azionario dell'Eurozona, penalizzato da una crescita degli utili inferiore a quella americana. Sul fronte della politica monetaria, la BCE ha lasciato i tassi invariati come atteso; ma — nella lettura di Mohamed El-Erian («The Weekly Look») — settembre resta una riunione «viva» per un possibile rialzo, complici aspettative d'inflazione risultate migliori del previsto, con il Bund decennale in chiusura di settimana intorno al 3,15%. Il tutto in un contesto reso più incerto dal dibattito sull'indipendenza delle banche centrali che il sondaggio UBS mette in luce sul versante americano — un tema che, per contagio, tocca anche le aspettative sui tassi europei.

5. Mercati azionari

È qui che si consuma il grande paradosso del mese. Da un lato, l'azionario americano vive una delle fasi più euforiche della sua storia: l'S&P 500 è salito del 95% dalla fine del 2022, un rialzo che a questo stadio del ciclo lo colloca nel 10% dei bull market più forti dal 1928, e ha guadagnato il 51% dai minimi di aprile 2025 (The Kobeissi Letter). I flussi lo confermano: gli ETF azionari statunitensi hanno attratto circa 880 miliardi di dollari da inizio anno, in rotta per il record annuale (oltre 1.400 miliardi proiettati a fine anno). A ciò si aggiunge una domanda estera senza precedenti: gli acquisti netti stranieri di azioni americane hanno toccato il record di circa 850 miliardi di dollari negli ultimi dodici mesi — più che quadruplicati da inizio 2025 e pari a circa l'1,3% della capitalizzazione di mercato, il livello più alto dalla ripresa post-crisi finanziaria del 2010 (The Kobeissi Letter). Dall'altro lato, la stessa forza

nasconde una fragilità. La leva è a livelli senza precedenti: il debito a margine ha toccato il record di 1.500 miliardi di dollari (+49% su base annua) e il «net credit balance» — la liquidità nei conti al netto del margine — è precipitato a un record di -1.060 miliardi. Per The Kobeissi Letter, «la propensione al rischio degli investitori è a livelli mai visti»; a titolo di paragone, persino durante la crisi del 2008 questo saldo era rimasto positivo.

«Gli investitori americani non sono mai stati così a leva.»

Le crepe, del resto, hanno iniziato a mostrarsi. The Market Ear ha titolato prima «Il trade dell'AI ha raggiunto il suo momento della verità» e poi, il 20 luglio, «Le crepe sotto la superficie», descrivendo un reset della leadership azionaria dopo l'unwind del momentum iniziato nel mese. Chart Storm, nel suo numero settimanale del 19 luglio, elencava una checklist di segnali gialli: sell-off dei semiconduttori, un crollo del mercato coreano, «mormorii» sul margin debt, allargamento degli spread creditizi, forza dei gold miner, ritorno del value contro growth. E il segnale più contro-intuitivo arriva dalla valutazione: secondo Daily Chartbook, l'S&P 500 presenta ora il PEG ratio più basso da oltre trent'anni — un modo per dire che, a fronte di prezzi alti, la crescita attesa degli utili è talmente robusta da far apparire il mercato «a buon mercato» su questa metrica. La divergenza interna si è fatta più netta verso fine mese: il Nasdaq 100 è arretrato di circa il 9% dai massimi mentre l'S&P 500 cedeva appena il 3% (SR Trading Journal), e l'ampiezza del mercato — secondo Chart Storm — ha toccato un picco allo stesso livello delle due volte precedenti, il profilo tipico di una fase di consolidamento più ampia, il tutto mentre entra nel vivo la «stagione della volatilità». La lettura di SR Trading Journal e Cycles Edge nel mese converge su un messaggio di cautela tattica dopo un rialzo così esteso.

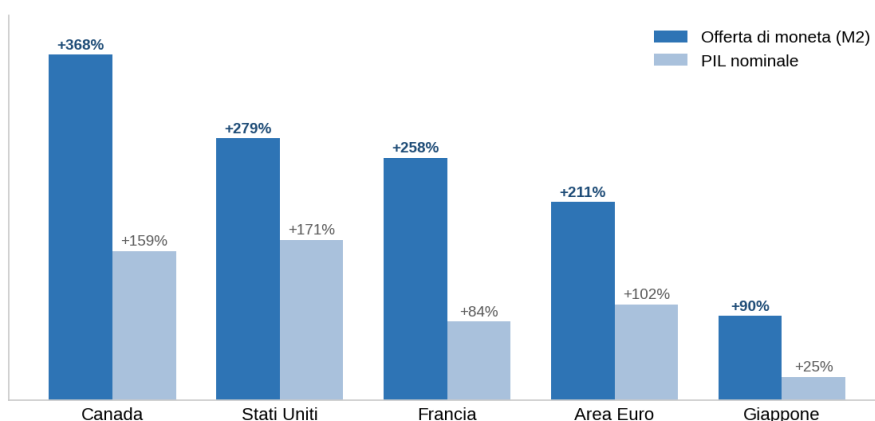
6. Banche centrali e tassi

Il cuore del dibattito di luglio è la Fed, e le case si dividono nettamente. Morgan Stanley, nel suo aggiornamento del 22 luglio, invita a «fare attenzione a una pausa della Fed», mentre Ed Yardeni, il giorno prima, ribadisce di attendersi ancora «un rialzo dei tassi nel 2026»: due letture opposte che fotografano l'incertezza. A fine mese il mercato ha alzato la posta: alla vigilia della riunione del 28-29 luglio, la probabilità implicita di un rialzo è risalita verso il 40%, dal 10% scarso di inizio mese dopo il dato d'inflazione di giugno, mentre osservatori come Mohamed El-Erian continuano ad attendersi tassi fermi, nel delicato bilanciamento tra un inasprimento prematuro e gli effetti di secondo impatto dell'inflazione. Il sondaggio UBS aggiunge la dimensione istituzionale: oltre la metà dei gestori ritiene che la nomina di Kevin Warsh abbia in qualche misura indebolito la percezione di indipendenza della Fed, il 44% si attende una banca centrale un po' più «dovish», e — dato che merita attenzione — il 59% pensa che la Fed potrebbe ricorrere al controllo della curva dei rendimenti se necessario.

Nel frattempo, il mercato ha fatto da sé: con il decennale sopra il 4,70% e i rendimenti a nuovi massimi, la pressione sull'obbligazionario si è tradotta in deflussi concreti. I fondi obbligazionari societari investment-grade americani hanno registrato 7,1 miliardi di dollari di deflussi in una sola settimana, il ritiro più ampio dal 2020, con un lunedì da -8,2 miliardi (record giornaliero in oltre sei anni); l'ETF di riferimento, LQD, ha perso il 2,8% da fine giugno (The Kobeissi Letter). Un segnale opposto, ma altrettanto significativo, arriva dal Giappone: gli assicuratori nipponici hanno comprato 3,9 miliardi di dollari di titoli di Stato decennali e oltre a giugno, il maggior acquisto mensile in tre anni, mentre le autorità spingono la domanda interna. In parallelo, i piccoli investitori giapponesi hanno portato le posizioni corte nette sul dollaro a 17,2 miliardi, il massimo dal 2008, scommettendo su uno yen sostenuto dopo i circa 73,6 miliardi spesi dal Ministero delle Finanze a difesa della valuta.

Sullo sfondo di questi movimenti resta un eccesso strutturale di liquidità: dal 2004 l'offerta di moneta (M2) è cresciuta molto più del PIL nominale in tutti i G7 — in Canada +368% contro il +159% del prodotto, negli Stati Uniti +279% contro +171%, con Francia e Area Euro a fare anche peggio in termini di divario — uno scarto che nel tempo alimenta tanto i prezzi degli asset quanto la vischiosità dell'inflazione, e che rende più comprensibile la difficoltà del mercato obbligazionario ad ancorare i rendimenti a lungo.

Offerta di moneta vs PIL nominale — crescita cumulata dal 2004



Un eccesso strutturale di moneta: dal 2004 l'M2 è cresciuto molto più del PIL nominale in tutti i G7. Fonte: The Kobeissi Letter.

7. Tema strutturale: AI, tra capex ed energia

La lettura di medio periodo del mese ruota attorno a un'intelligenza artificiale che è insieme motore e rischio. Motore, perché — come emerso anche dai dati richiamati dalle fonti — l'investimento in AI vale ormai oltre un quarto della crescita del PIL americano ed è arrivato a circa l'8% del prodotto, superando il picco della bolla dot-com. Rischio, perché quella stessa concentrazione mostra i primi segni di affaticamento: il reset di leadership descritto da The Market Ear e la fragilità del settore segnalata da Fugnoli (dubbi sulla marginalità economica, posizionamento elevato, questioni legali sull'uso dei dati) raccontano un trade che «ha raggiunto il suo momento della verità».

Ma il vincolo più concreto, e forse più sottovalutato, è fisico: l'energia. Secondo i dati citati da The Kobeissi Letter, la domanda elettrica dei data center statunitensi è proiettata in aumento del 253% entro il 2035, fino a 194 gigawatt — l'equivalente di quasi duecento reattori nucleari — arrivando a rappresentare circa il 20% dei consumi elettrici del Paese, dal 6% odierno. «L'elettricità è il prossimo collo di bottiglia dell'AI», è la sintesi. È su questo terreno che si gioca la sostenibilità del capex: la guidance di spesa più alta di Alphabet, nel mese, è bastata a intensificare i timori degli investitori sul ritorno degli investimenti e a contribuire alla debolezza obbligazionaria. La reazione dei mercati a fine luglio è stata eloquente: Alphabet e Tesla hanno battuto le attese sui ricavi ma sono state comunque punite, perché il flusso di cassa libero viene eroso dall'intensità degli investimenti — segno che gli operatori iniziano a distinguere tra chi spende per l'AI monetizzando e chi «brucia cassa» senza ritorni immediati (SR Trading Journal). Fugnoli, nel numero «estivo» del 16 luglio, aggiunge una riflessione di portafoglio: i migliori performer di questi anni — la tecnologia in primis — sono spesso società a controllo del fondatore, e questo potrebbe suggerire, accanto alle diversificazioni classiche, un'esposizione preferenziale al capitalismo imprenditoriale rispetto a quello manageriale.

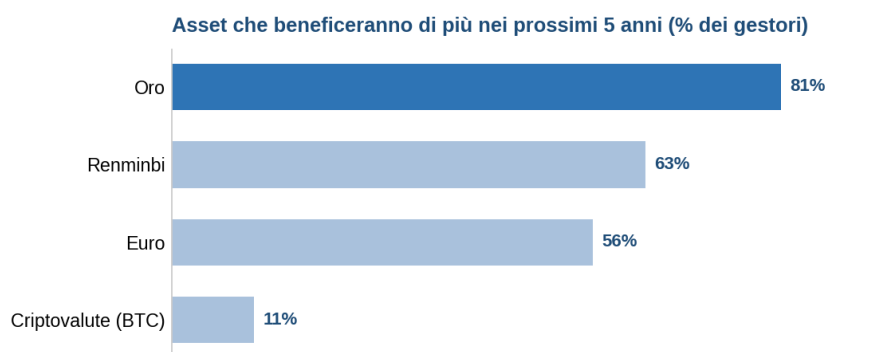
«L'elettricità è il prossimo collo di bottiglia dell'intelligenza artificiale.»

8. Implicazioni di portafoglio e allocazione

Il mese consegna un messaggio di allocazione dominato da tre fili: oro, diversificazione dal dollaro e supporti strutturali all'azionario, il tutto attribuito alle case citate e non presentato come indicazione personale.

Oro. È il grande vincitore del sondaggio UBS: l'81% dei gestori lo indica come l'asset che più beneficerà degli spostamenti macro e geopolitici dei prossimi cinque anni, davanti al renminbi (63%) e all'euro (56%), mentre le criptovalute crollano all'11% (dal 44% dell'anno prima). L'oro è di nuovo in testa tra gli asset che i gestori intendono aumentare, e i driver indicati sono la diversificazione (65%) e la copertura geopolitica (62%). La domanda «reale» conferma: la Cina ha importato 173 tonnellate di oro a giugno, il massimo da marzo 2024, portando il primo semestre a circa 820 tonnellate, il secondo dato semestrale più alto di sempre (The Kobeissi Letter). Sul fronte delle stime, WisdomTree si spinge a

fissare obiettivi di 4.563 dollari l'oncia per l'oro e 70 dollari per l'argento entro il secondo trimestre 2027.



Le riserve guardano avanti: l'oro è indicato come il principale beneficiario dei prossimi cinque anni (81%), davanti a renminbi ed euro, mentre le criptovalute crollano all'11% (dal 44%).

Fonte: UBS Annual Reserve Manager Survey 2026.

Valute. Il tema della diversificazione dal dollaro attraversa tutto il mese. UBS segnala che, pur con una quota media di dollari nelle riserve salita al 59%, il biglietto verde è stata la valuta più ridotta su base netta nell'ultimo anno; il 63% dei gestori si attende un indebolimento del dollaro guidato dalla politica, anche se il 93% non prevede che perda lo status di bene rifugio, e il 39% vede il sistema evolvere verso un assetto multipolare, con euro e renminbi come principali beneficiari. Sulla stessa lunghezza d'onda Market Macro Hub, che titola una «rottura strutturale del dollaro» e sostiene che il prossimo regime macro «punirà i rialzisti sul dollaro».

Azionario e obbligazionario. Qui la parola torna a Fugnoli: nonostante i problemi (tassi, petrolio, geopolitica), i supporti strutturali — crescita, utili, liquidità — restano a favore dell'azionario rispetto all'obbligazionario. È una posizione costruttiva ma non incondizionata, che si sposa con la cautela tattica invocata da più fonti dopo un rialzo così esteso e con una leva così elevata.

Outlook per settembre. Il quadro che entra nel mese nuovo è quello di un equilibrio instabile. In chiave condizionale, molto dipenderà da tre variabili: l'evoluzione del dossier iraniano e quindi del petrolio; la traiettoria dei rendimenti a lungo, che con il decennale oltre il 4,70% sono il vero freno per le valutazioni; e la Fed, chiamata a decidere tra la «pausa» temuta da Morgan Stanley e il «rialzo» atteso da Yardeni — una scelta attesa già per il 29 luglio, con il mercato che prezza circa il 40% di probabilità di un rialzo e una settimana che porta con sé anche il dato PCE e gli utili di Microsoft, Meta, Apple e Amazon. Sotto, la corrente di fondo — oro forte, dollaro in diversificazione, AI tra capex ed energia — appare più strutturale che tattica. Come sempre, gli scenari qui descritti sono possibilità, non certezze, e le scelte di allocazione restano quelle delle case citate.

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.