

Segnali divergenti dai mercati

Nell'ultimo mese, i mercati azionari e obbligazionari sono stati guidati da forze divergenti. I rendimenti obbligazionari sono aumentati sul segmento breve della curva, spinti dalle pressioni inflazionistiche e dall'atteggiamento più restrittivo delle banche centrali, mentre il segmento lungo ha risentito dell'aumento dei premi a termine, complici le incertezze geopolitiche in Medio Oriente e il persistere di forti disavanzi fiscali.

Le borse sono state invece impattate in misura minore dalla guerra. I mercati hanno recuperato rispetto ai minimi di marzo, ma il rally è stato trainato in gran parte da pochi temi (energia, *hyperscaler*, chip di memoria), da un numero ristretto di titoli legati all'intelligenza artificiale e dalla prospettiva di guadagni di produttività che riteniamo si manifesteranno solo nel lungo termine.

A nostro avviso, la divergenza di scenario tra mercati obbligazionari e azionari riflette la difficoltà di stimare l'impatto di una interruzione del traffico commerciale attraverso lo Stretto di Hormuz ed evidenzia **l'incertezza relativa agli effetti economici di secondo impatto**, ovvero la trasmissione della crisi dall'energia e dalla logistica a inflazione, crescita, margini societari, fiducia delle imprese e dei consumatori.

- Il nostro scenario principale non è più quello di un **rallentamento benigno, ma di una perturbazione controllata dell'economia**, con aspettative di una crescita più bassa delle principali economie nel 2026 e di persistenti divergenze regionali.
- Le aree più esposte sono l'Europa e i Paesi emergenti che importano energia. Non possiamo escludere che quest'anno in alcuni Paesi dell'Eurozona ci sia una stagnazione dell'economia, e intravediamo anche il rischio di un rallentamento della crescita in alcune aree dell'Asia meridionale. Pur essendo relativamente protetti, gli Stati Uniti mantengono elementi di vulnerabilità legati ai canali finanziari e alla fiducia degli operatori. Le spese in conto capitale dovrebbero fornire un forte supporto alla crescita, soprattutto nelle aree correlate alla tecnologia (ma non del tutto), e anche le agevolazioni fiscali dovrebbero fornire alle aziende un discreto cuscinetto contro i rischi geopolitici.



Vincent Mortier
Group CIO

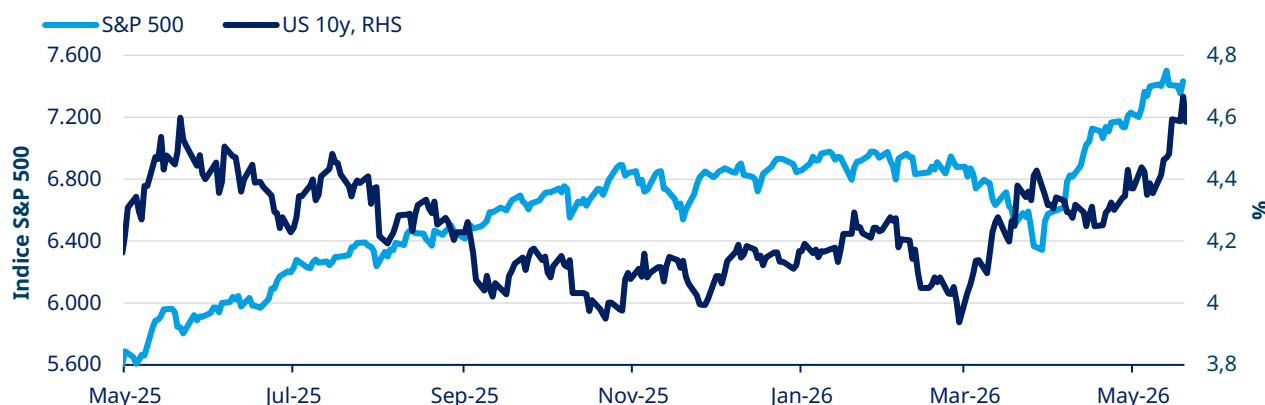


Monica Defend
Head of Amundi
Investment Institute



Philippe D'Orgeval
Deputy Group CIO

Gli indici azionari USA hanno raggiunto livelli record nonostante l'aumento dei rendimenti obbligazionari



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg, al 20 maggio 2026

Di recente i mercati sono stati guidati da forze divergenti. I rendimenti sono saliti a causa del rischio in Medio Oriente e delle aspettative delle banche centrali, mentre le azioni hanno messo a segno un recupero grazie al rally trainato dai titoli dell'IA.

- **La trasmissione dello shock energetico all'economia reale richiede un monitoraggio più attento in un contesto dominato da rischi crescenti d'inflazione.** Si prevede che l'inflazione complessiva registrerà valori più elevati, trainando con un certo ritardo l'inflazione sottostante, soprattutto dove risultino più marcati la trasmissione dei rincari dell'energia, gli effetti salariali e il supporto fiscale. Il rischio principale non consiste solo nel primo shock energetico, ma anche nella sua persistenza e negli effetti di secondo impatto. Gli importatori netti di energia in Europa e in Asia sono particolarmente vulnerabili a questi aspetti.
- **La stagione delle trimestrali USA sta esacerbando il tema dell'intelligenza artificiale.** In generale l'ultima stagione delle trimestrali è stata positiva, ma negli Stati Uniti è stata eccezionale. Le società attive nel settore dell'Intelligenza artificiale hanno conseguito solidi utili, ma gran parte della performance positiva è riconducibile alle plusvalenze latenti sugli investimenti privati e al trattamento contabile delle ingenti spese in conto capitale. Questi fattori hanno spinto i risultati trimestrali, ma resta da capire se tali investimenti garantiranno i rendimenti attesi nel lungo periodo visti i rischi legati ai gap tecnologici, alla crescente concorrenza della Cina e alle problematiche di cybersicurezza.

Per concludere, è importante sottolineare che lo shock legato alla situazione in Medio Oriente dovrebbe essere ormai considerato come un regime di rischio persistente e non più come un evento temporaneo. In un'ottica futura, la questione di fondo è se lo shock rimarrà gestibile o se degenererà in uno shock macro-finanziario.

Permane quindi un forte clima di incertezza che rende necessario un attento monitoraggio delle ripercussioni economiche così da valutare in modo oculato le prossime scelte di asset allocation. Per ora, vista la liquidità e i fondamentali che supportano le attività rischiose, manteniamo una posizione di cauta propensione al rischio integrata da maggiori coperture.

Amundi Investment Institute: segnali di cambiamento nelle funzioni di reazione delle banche centrali

Nelle ultime riunioni le banche centrali hanno adottato una retorica più aggressiva. Un ciclo di allentamento graduale non rappresenta più lo scenario di base per quest'anno, ma qualora l'inflazione dovesse scendere verso l'obiettivo potrebbe riemergere un orientamento accomodante. Attualmente prevediamo che quest'anno la BCE alzerà due volte i tassi di interesse di un quarto di punto, ma escludiamo un ciclo intero di rialzi. Per la Bank of England (BoE) si prospetta un solo rialzo entro la fine del 2026; abbiamo inoltre posticipato al secondo trimestre del 2027 le nostre previsioni di un orientamento accomodante perché nel breve periodo l'inflazione britannica rimarrà su livelli di guardia. Al momento la Fed si trova in una fase attendista e si prevede che manterrà i tassi invariati a lungo. Un eventuale riavvio del ciclo di tagli potrebbe non verificarsi prima del secondo trimestre del 2027, quando il trend disinflazionistico dovrebbe delinearsi in modo più chiaro. Per quanto riguarda invece la BoJ, continuiamo a prevedere un rialzo dei tassi a giugno di quest'anno, a cui abbiamo aggiunto un secondo rialzo nel quarto trimestre del 2026, che ridurrà il divario dei tassi reali rispetto agli altri mercati sviluppati.

Aumenteranno le divergenze di politica monetaria tra i Paesi emergenti. I vulnerabili Paesi importatori di energia, tra cui l'India, hanno margini di manovra limitati per tagliare i tassi (nonostante l'indebolimento della crescita) perché la sensibilità al prezzo del petrolio, le pressioni sui cambi e la credibilità nella lotta all'inflazione assumeranno una maggiore rilevanza. La banca centrale cinese (PBOC) dovrebbe invece mantenere un approccio accomodante, focalizzandosi sulla liquidità e sul sostegno al credito piuttosto che su tagli aggressivi dei tassi.

Le banche centrali non segnalano più un ciclo di allentamento graduale per quest'anno, anche se un orientamento espansivo potrebbe riemergere a determinate condizioni nel 2027. Inoltre è improbabile che agiscano in via preventiva a sostegno della crescita, ma eviteranno un eccessivo irrigidimento monetario qualora gli shock dovessero frenare la domanda.

Monica Defend
Head of Amundi Investment Institute

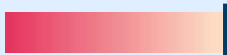
Manteniamo il nostro focus su un'esposizione selettiva ad asset di qualità e diversificati piuttosto che su scelte direzionali. Tale orientamento si accentuerà ulteriormente qualora la liquidità di mercato dovesse peggiorare nel corso dell'estate.

In un contesto di solida crescita degli utili, stress contenuto e ragionevole liquidità del mercato, manteniamo una lieve propensione al rischio. Di seguito illustriamo le nostre convinzioni sulle diverse asset class:

- Nell'obbligazionario cresce l'incertezza sull'assunzione di una posizione direzionale decisa sulla duration, motivo per cui stiamo adottando un approccio più selettivo. Siamo diventati leggermente più prudenti sulla duration statunitense per via della tenuta della crescita e della persistenza dei rischi fiscali. In Europa, la crescita più debole e l'atteggiamento prudente della BCE rendono appetibili le obbligazioni a breve e medio termine, anche se rimaniamo cauti sul segmento lungo della curva. Il credito di alta qualità offre ancora rendimenti interessanti e ora siamo moderatamente positivi sulle obbligazioni americane Investment Grade, pur rimanendo costruttivi sul debito dei Paesi emergenti, soprattutto in America Latina.
- Nell'azionario preferiamo mantenere un approccio complessivamente bilanciato, focalizzandoci su modelli di business resilienti e consolidati, nonché sulla solidità dei bilanci. Continuiamo a privilegiare titoli attrattivi nei settori difensivi come i beni di consumo primari e il farmaceutico, nonché titoli ciclici di qualità nei comparti industriale e dei materiali.
- Nell'multi-asset, manteniamo una moderata propensione al rischio, incrementando al contempo le coperture. Riaffermiamo la nostra convinzione sull'azionario statunitense e dell'America Latina, affiancandovi strategie di protezione negli Stati Uniti e in Europa. Nell'obbligazionario rimaniamo positivi sulle obbligazioni societarie Investment Grade europee e consideriamo la volatilità del mercato come un'opportunità per effettuare operazioni tattiche.

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off



Risk on



Nel contesto attuale, caratterizzato da una ragionevole crescita degli utili, ma anche da rischi persistenti legati all'inflazione e alle scelte di politica monetaria, manteniamo una lieve propensione al rischio, associata tuttavia a una maggiore necessità di protezione.

Variazioni rispetto al mese precedente

- **Obbligazioni:** abbiamo ridotto il giudizio sulla duration statunitense a "leggermente prudente" e siamo passati a una visione positiva sulle obbligazioni societarie americane Investment Grade.
- **Azioni:** abbiamo ridotto tatticamente la nostra view su America Latina, EMEA emergente e India.
- **Multi-asset:** siamo leggermente meno positivi sulle obbligazioni Investment Grade europee a causa del restringimento dello spread e abbiamo ridotto il nostro orientamento costruttivo sullo yen rispetto al franco svizzero.

Il sentiment complessivo sul rischio rappresenta una visione qualitativa degli attivi rischiosi (credito, azioni, materie prime) espressa dalle diverse piattaforme d'investimento e condivisa nel corso della riunione più recente del comitato d'investimento globale. Il nostro posizionamento potrà essere adeguato per riflettere eventuali variazioni del contesto economico e di mercato.

BCE= Banca centrale europea, MS = mercati sviluppati, ME = mercati emergenti, BC = Banche entranti, IG = Investment Grade, HY= High Yield, HC = Valuta forte, LC = valuta locale Per altre definizioni, si veda l'ultima pagina di questo documento.

MULTI- ASSET

Assetto leggermente risk-on, con maggiori coperture

Le prospettive di crescita rimangono ragionevoli anche se ci sono segnali di divergenza tra Stati Uniti ed Europa, oltre ad aspettative di un'inflazione superiore all'obiettivo nella maggior parte dei Paesi sviluppati. Questi timori riguardo all'inflazione sono più evidenti nel comparto obbligazionario. Per contro, gli asset rischiosi sono stati spinti al rialzo dai solidi utili societari, dal tema dell'intelligenza artificiale e dall'ottimismo per una risoluzione del conflitto mediorientale. Manteniamo una lieve propensione al rischio, cogliendo le opportunità create dai movimenti di mercato a fronte di una maggiore necessità di rafforzare le coperture.

Nell'azionario, pur mantenendo un'esposizione moderatamente positiva attraverso i listini azionari statunitensi e dell'America Latina, prendiamo atto dei recenti livelli record raggiunti dai mercati. Siamo convinti che i rischi geopolitici (in particolare tra USA e Iran), attualmente ignorati dai mercati, rimangano concreti. Di conseguenza gli investitori dovrebbero valutare un incremento della protezione sull'azionario statunitense e mantenere le coperture in Europa.

Nell'obbligazionario rimaniamo positivi sulla duration statunitense, sui titoli di Stato tedeschi e sui BTP rispetto ai Bund e sugli spread dei Paesi emergenti. Siamo invece prudenti sui titoli di Stato giapponesi. Nel comparto del credito Investment Grade europeo, in cui siamo molto attivi, abbiamo ridotto tatticamente la nostra esposizione a seguito del recente restringimento degli spread. Rimaniamo comunque costruttivi su questo segmento grazie a un carry interessante e a fondamentali robusti. Continueremo a cercare opportunità per migliorare il nostro posizionamento non appena le valutazioni si faranno più interessanti.

Sul fronte valutario, privilegiamo le divise legate alle materie prime e quelle ad alto rendimento come il dollaro australiano e la corona norvegese. Abbiamo inoltre ridotto tatticamente il nostro posizionamento costruttivo sullo yen rispetto al franco svizzero. I tassi reali negativi in Giappone potrebbero esercitare pressioni sullo yen nel breve termine, ma i recenti interventi della BOJ indicano l'intenzione della banca centrale di porre freno alla debolezza della valuta nipponica. La valutazione interessante dello yen rispetto al franco svizzero e le divergenze delle politiche monetarie (tagli ai tassi di interesse in Svizzera e rialzi da parte della BOJ) sono altri fattori di supporto.

Infine, nel lungo termine, **l'oro** dovrebbe beneficiare dei rischi geopolitici e degli acquisti da parte delle banche centrali.

AUTORI

Francesco Sandrini

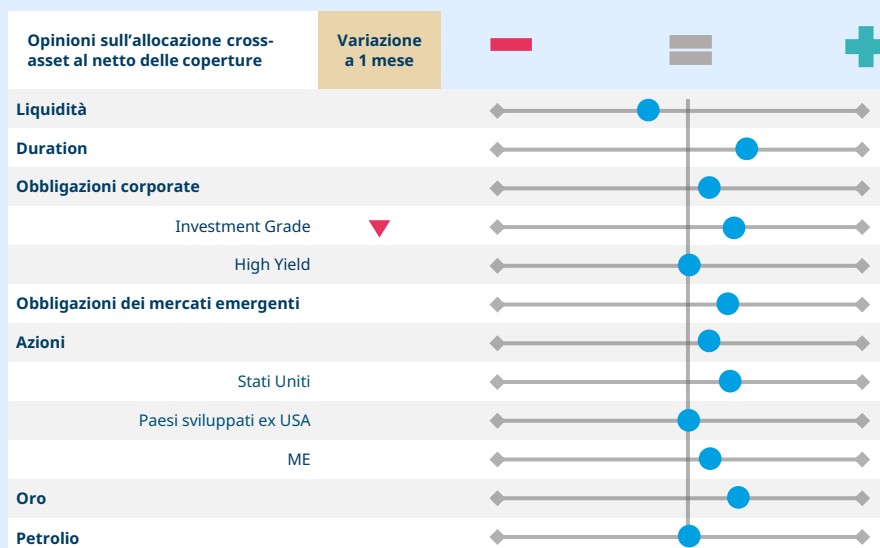
CIO Italia & Global Head of Multi-Asset

John O'Toole

Global Head - CIO Solutions

“Riteniamo che il contesto favorisca una moderata propensione al rischio, associata tuttavia a maggiori coperture e con un occhio attento ai movimenti tattici di mercato”.

View multi-asset di Amundi*



▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente

▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

Fonte: Amundi al 20 maggio 2026. Le variazioni su base mensile (M-1) includono i dati del mese precedente. La tabella rappresenta le principali convinzioni d'investimento (comprese le coperture) delle Piattaforme Multi-Asset. *Le opinioni sono espresse rispetto a un'asset allocation di riferimento (avente come benchmark 45% azioni, 45% obbligazioni, 5% materie prime, 5% liquidità), con "=" che indica una posizione neutrale. I segni + e - potrebbero non dare i risultati attesi a causa dell'eventuale utilizzo di derivati nell'implementazione. Questa è una valutazione in un momento specifico e può essere soggetta a modifiche in qualsiasi momento. Queste informazioni non intendono essere una previsione dei risultati futuri, e gli investitori non dovrebbero utilizzarle come una ricerca, una consulenza agli investimenti o una raccomandazione relativa a particolari fondi o titoli. Queste informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non rappresentano l'asset allocation presente, passata o futura di Amundi o il portafoglio di qualsiasi prodotto di Amundi.

Le view di Amundi sulle diverse classi di attività

Opinioni sulle azioni

Azioni dei Paesi sviluppati	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Stati Uniti						◆				
Titoli Growth USA				◆						
Titoli Value USA							◆			
Europa						◆				
Small e mid-cap							◆			
Giappone						◆				
Azioni dei Paesi emergenti	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
ME							◆			
Paesi emergenti asiatici							◆			
America Latina	▼						◆			
Paesi emergenti EMEA	▼						◆			
Mercati emergenti, Cina esclusa						◆				
Cina						◆				
India	▼					◆				

View sulle obbligazioni

Duration	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Stati Uniti	▼					◆				
Unione Europea							◆			
Regno Unito								◆		
Giappone						◆				
Complessivo							◆			
Obbligazioni corporate	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
IG USA	▲						◆			
HY USA			◆							
IG UE								◆		
HY UE						◆				
Complessivo							◆			
Obbligazioni dei paesi emergenti	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Governativi in valuta forte								◆		
Debito corporate dei ME in valuta forte								◆		
Debito ME in valuta locale								◆		
Governativi Cina						◆				
Governativi India							◆			
Complessivo								◆		

View sulle valute

Valute	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
USD						◆				
EUR					◆					
GBP					◆					
JPY							◆			
Valute ME*							◆			

Fonte: riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione e successivamente. Opinioni aggiornate al 20 maggio 2026. La tabella riporta le valutazioni assolute per ogni asset class, espresse su una scala a 9 livelli, dove = corrisponde a una posizione neutrale. Questo materiale rappresenta una valutazione del contesto di mercato in un momento specifico e non intende essere né una previsione di eventi futuri, né una garanzia di risultati futuri. Queste informazioni non dovrebbero essere utilizzate dal lettore come materiale di ricerca, consulenza in materia di investimenti o raccomandazione su fondi o titoli. Le presenti informazioni hanno esclusivamente finalità illustrativa e divulgativa e sono soggette a modifiche. Queste informazioni non rappresentano l'attuale, passata o futura asset allocation o portafoglio di qualsiasi prodotto di Amundi. La tabella delle valute illustra le opinioni in materia espresse dal comitato d'investimento globale. *Rappresenta una visione consolidata di più valute dei mercati emergenti

▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente
▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

I contenuti di questa comunicazione hanno carattere puramente informativo. I dati, le opinioni e le informazioni in essa contenuti sono prodotti da Amundi sulla base di fonti considerate affidabili al momento della redazione. Amundi si riserva il diritto di modificare ed aggiornare la presente informativa in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori eventualmente citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non sono da intendere come una comunicazione di marketing, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o una proposta contrattuale, né come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non rispettano i requisiti di indipendenza imposti per la ricerca finanziaria e non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazione prima della diffusione. Le informazioni fornite 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 servizi, strumenti e prodotti finanziari. Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita, diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute. **Investire comporta dei rischi.** Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa al servizio, allo strumento e al prodotto finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. La presente comunicazione non è diretta a "US Person".

Data di primo utilizzo: 29 maggio 2026. DOC ID: 5532747

Documento prodotto da Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS con un capitale di €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Photo credit: Unya-MT @gettyimages