

**BANCA ALETTI** | **BANCO BPM**  
GRUPPO

# CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

*Maggio 2026*

**BANCA ALETTI** | **BANCO BPM**  
GRUPPO

# Congiuntura e Mercati

- Il Fondo Monetario Internazionale ha pubblicato l'aggiornamento delle stime di crescita alla metà di aprile, quindi, già considerando un contesto congiunturale alterato dagli effetti del conflitto in Medio Oriente. Nonostante un grave shock energetico e sconvolgimenti lungo le catene di offerta e lungo le rotte di approvvigionamento e di commercio, lo scenario delineato a livello globale segnala per quest'anno un'espansione del prodotto totale del 3,1% (-0,2% rispetto a gennaio) e del 3,2% (invariato) nel 2027, dati che ipotizzano danni seri alla congiuntura, ma certo non esiziali in termini aggregati.

Relativamente alle principali aree geografiche, per gli Stati Uniti si stima una crescita del 2,3% (-0.1) nel 2026 e del 2,1% (+0.1) nel 2027; Eurozona, area maggiormente colpita dalla crisi energetica, subisce una revisione al ribasso, crescendo nel biennio in corso solamente dell'1,1% e dell'1,2% (-0.2 in ciascun anno); infine, la Cina è attesa in espansione, rispettivamente al 4,4% e al 4,0% nei due anni, numeri marginalmente limati, rispetto alla pubblicazione di gennaio.

- Le stime di crescita presentate sono soggette al rischio al ribasso, possibilità che si lega soprattutto alla durata del blocco dello Stretto di Hormuz e alla distruzione degli impianti di produzione/raffinazione in tutto il Golfo Persico. Invece, il boom degli investimenti trainati dalla tecnologia e dall'intelligenza artificiale, una solida condizione finanziario delle imprese, supportate ancora da politiche monetarie accomodanti e politiche fiscali generalmente lasche contrastano il quadro di fragilità delineato.

## FMI - STIME DI CRESCITA ECONOMICA

Aggiornamento Aprile 2026 - valori medi annui in %

PAESI	2024	2025	2026		2027	
			apr-26	diff. gen-26	apr-26	diff. gen-26
Mondo	3.4	3.4	3.1	-0.2	3.2	0.0
Economie Avanzate	1.8	1.9	1.8	0.0	1.7	0.0
Stati Uniti	2.8	2.1	2.3	-0.1	2.1	0.1
Eurozona	0.9	1.4	1.1	-0.2	1.2	-0.2
Germania	-0.5	0.2	0.8	-0.3	1.2	-0.3
Francia	1.2	0.9	0.9	-0.1	0.9	-0.3
Italia	0.8	0.5	0.5	-0.2	0.5	-0.2
Spagna	3.5	2.8	2.1	-0.2	1.8	-0.1
Giappone	-0.2	1.2	0.7	0.0	0.6	0.0
Regno Unito	1.1	1.3	0.8	-0.5	1.3	-0.2
Cina	5.0	5.0	4.4	-0.1	4.0	0.0
India	7.1	7.6	6.5	0.1	6.5	0.1

- Sul fronte dei prezzi, le stime hanno subito invece un'importante e preoccupante revisione al rialzo, a causa dello shock dal lato dell'offerta.

**L'inflazione per le economie avanzate è stata elevata al 2.8% dal 3,5% precedentemente stimato. Lo scenario presentato prevede però una successiva moderazione della dinamica dei prezzi, con un ripiegamento al 2,2% nel 2027.**

Le proiezioni inflazionistiche in dettaglio indicano per gli Stati Uniti un'accelerazione al 3,2% (+0,8) per il 2026 e al 2,1% nel 2027, per Eurozona rispettivamente al 2,6% (+0,7) e poi al 2,2% e per la Cina all'1,2% (+0,5) e all'1,5% l'anno successivo.

- L'evoluzione prevista nel 2026 comporta quindi una più bassa crescita e un rialzo significativo dell'inflazione, dinamiche che pongono le banche centrali di fronte al trade off: una stretta monetaria che andrebbe a ledere un ciclo già in deterioramento, oppure non muovere i tassi e aspettare che la situazione si riassetti con la fine del conflitto, lasciando che il ciclo vada a riagganciare il trend di crescita più alto. L'opzione attendista è ancora valida, ma il rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione si fa più elevato ad ogni settimana di prolungamento del conflitto.
- In conclusione, l'economia si trova oggi in bilico tra vigorosi venti a favore, guidati dall'innovazione tecnologica, e pericolose correnti contrarie di origine geopolitica che determinano il predominio di rischi al ribasso.

## FMI - STIME DI INFLAZIONE

Aggiornamento Aprile 2026 - valori medi annui in %

PAESI	2024	2025	2026		2027	2031
			apr-26	diff. Ott-25		
Mondo	5.8	4.1	4.4	0.7	3.7	-
Economie Avanzate	2.6	2.5	2.8	0.6	2.2	2.1
Stati Uniti	3.0	2.7	3.2	0.8	2.1	2.2
Eurozona	2.4	2.1	2.6	0.7	2.2	2.0
Germania	2.5	2.3	2.7	0.9	2.3	2.1
Francia	2.3	0.9	1.8	0.3	1.7	1.8
Italia	1.1	1.6	2.6	0.6	2.4	2.0
Giappone	2.7	3.2	2.2	0.1	2.3	2.0
Regno Unito	2.5	3.4	3.2	0.7	2.4	2.0
Economie Emergenti*	8.0	5.2	5.5	-	4.6	3.9
Cina	0.2	0.0	1.2	0.5	1.5	2.0
India	4.6	2.1	4.7	0.7	4.0	4.0

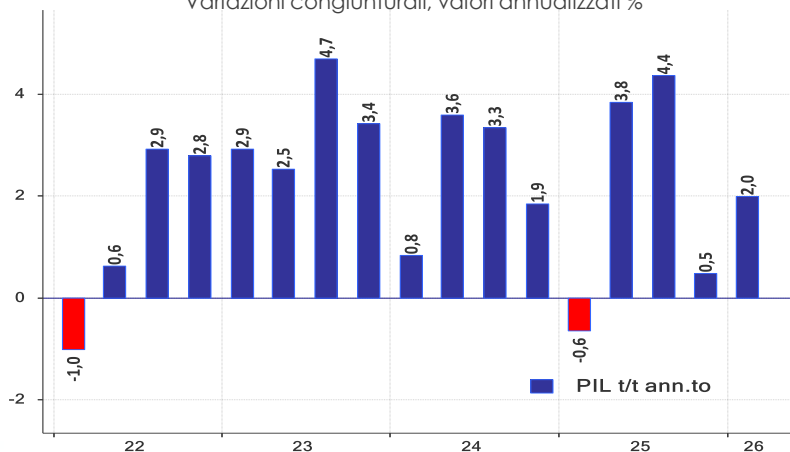
\* escluso Venezuela ma inclusa Argentina dal 2017

# Congiuntura e Mercati

- Secondo dati preliminari relativi al primo trimestre **gli Stati Uniti hanno registrato un incremento del reddito del 2,0% su base annualizzata e del 2,7% in termini tendenziali**, valore più elevato degli ultimi sei trimestri. Questo aumento origina da un fattore meccanico-statistico (nel periodo precedente la crescita era stata quasi nulla per la paralisi delle attività amministrative federali dovuta allo shutdown) e dalla spinta **della domanda interna, motore potente dell'espansione**. Se i consumi privati mostrano un lieve rallentamento (1,6%), gli investimenti fissi evidenziano un'accelerazione vigorosa (6,2%), trainati dalle componenti legate all'intelligenza artificiale: le spese per brevetti sono balzate al 13,0%, mentre gli investimenti in infrastrutture e attrezzature informatiche sono cresciuti del 17,2%. Anche la spesa pubblica ha fornito un solido supporto (4,4%), recuperando dalla contrazione del periodo precedente. L'unico contributo negativo giunge dal commercio estero netto, per via di una superiore crescita dell'import (21,4%) rispetto all'export (12,9%). **Le condizioni correnti rimangono improntate ad un tono espansivo, tuttavia, cresce la dipendenza dalla spesa per investimenti e i consumi potrebbero non tenere più il passo, considerando il sentiment delle famiglie.**
- Guardando agli indici di fiducia industriali, **l'ISM manifatturiero di aprile è rimasto invariato a quota 52,1 punti**, confermandosi in area di espansione e sui massimi dal 2022. Questo riflette la **vivacità di ordini e produzione**. Tuttavia, il contestuale balzo dei prezzi pagati (84,6) e la fragilità del mercato del lavoro costituiscono una minaccia alla sostenibilità di questa fase. **Anche i servizi si confermano in area di crescita a 53,6**, nonostante l'indice sia calato ai minimi degli ultimi cinque mesi. Parte del calo è imputabile alla riduzione dei nuovi ordinativi, a causa delle pressioni inflazionistiche che hanno spinto in alto i costi. Il sotto-indice dei prezzi, a quota 70,7, si trova ai massimi dal 2022.
- **L'analisi della tendenza dei prezzi riflette una crescente complessità**: su base annua ad aprile, **l'inflazione generale ha accelerato al 3,3% da 2,4%**, picco da maggio '24. **L'indice core è invece salito di un solo decimo al 2,6%**. L'inflazione generale torna quindi sopra quella core per la prima volta da marzo '23. Tale inversione, che ricalca i pattern dell'era post-pandemica, è alimentata dal ritorno dell'energia come driver inflazionistico.
- **La Fed ha mantenuto i tassi nel range 3,50-3,75% per la terza volta**. La decisione del Board (8-4) ha visto il dissenso di tre presidenti regionali, contrari a mantenere l'orientamento espansivo nel comunicato e di Miran, favorevole a un taglio dei tassi (la sua presenza nel FOMC termina, dato che Powell, scaduto il mandato di presidente, gli subentra come governatore). La spaccatura interna (mai così profonda dagli anni Novanta) segnala una **navigazione complessa sotto la direzione del nuovo Presidente Warsh, strettamente dipendente dall'evoluzione dei prezzi e dalla resilienza del comparto terziario**. I mercati, ora prospettano tassi fermi per l'anno in corso.

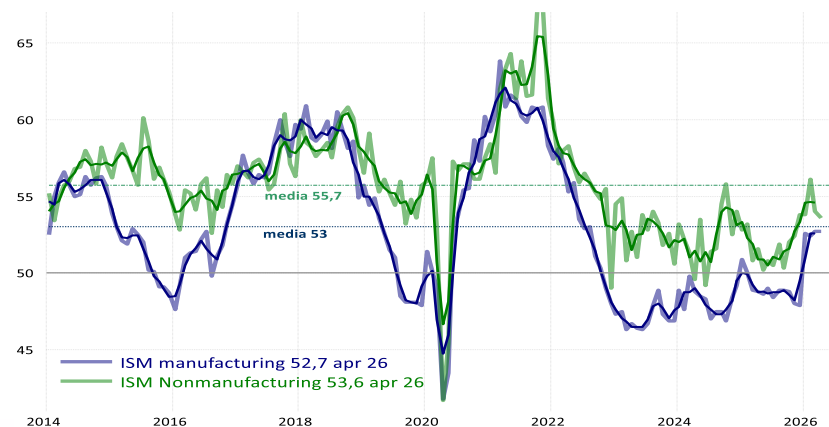
## PRODOTTO INTERNO LORDO

Variazioni congiunturali, valori annualizzati %



## INDICI ISM – MANIFATTURA E SERVIZI

Confronto con le medie storiche



# Congiuntura e Mercati

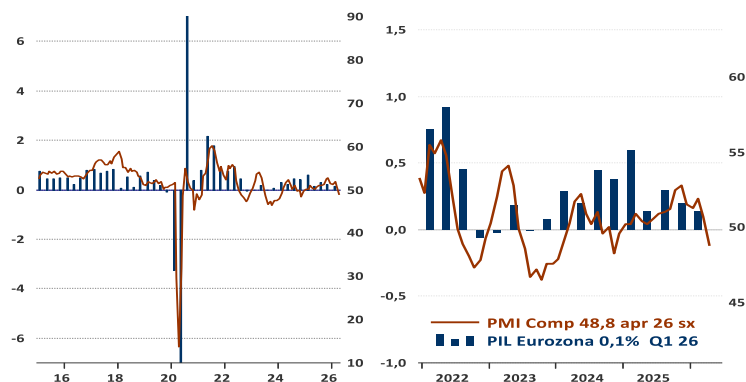
- Nel primo trimestre del 2026, il Pil di Eurozona è cresciuto solo dello 0,1%**, sotto le attese e dato più basso dell'ultimo anno. Tale frenata (tendenziale a 0,8% da 1,2%) riflette l'**impatto del conflitto in M.O.**, soprattutto della chiusura dello Stretto di Hormuz che, provocando un clamoroso rincaro dei costi di produzione, sta minando la fiducia e frenando gli investimenti, squilibrando una condizione certo già non brillante. Tra le principali economie, la Germania è cresciuta dello 0,3% nel trimestre (stima 0,2%, ma c'è stata una revisione al ribasso del dato precedente). La Francia invece ha rallentato scadendo in una fase di sostanziale ristagno, con una domanda interna priva di slancio. Il Pil in Italia è aumento dello 0,2% nel trimestre, mostrando una tenuta superiore al previsto, come la Spagna cresciuta dello 0,5%. **Tuttavia, i dati risentono solo parzialmente degli effetti della guerra, infatti la prospettiva di crescita nel secondo trimestre appare decisamente più vulnerabile:** con il Brent spesso oltre la soglia 100 \$/barile, il taglio alle spese di famiglie ed imprese diventa sempre più probabile e il rischio di una stagnazione del PIL dell'area è concreto. Per alcuni paesi, il valore del reddito aggregato potrebbe anche calare.
- Il deterioramento del quadro è confermato dagli indici di fiducia PMI ad aprile: il dato composito preliminare è scesa a 48,6** punti, minimo da fine '24, entrando di fatto in area di contrazione. A pesare è soprattutto il comparto dei servizi a 47,4, con i nuovi ordini in calo per il secondo mese consecutivo, mentre l'aumento a 52,2 dell'indice manifatturiero risulta distorto da più fenomeni: la corsa delle imprese ad anticipare gli acquisti

in vista di futuri rincari, l'allungamento dei tempi di consegna e l'aumento dei sottoindici dei prezzi non per il vigore della domanda, ma per le strozzature logistiche e le carenze di prodotti. **Salvo qualche cambiamento sostanziale, nei mesi estivi anche la manifattura rischia ristagno e contrazione.**

- Ad aprile, l'indice d'inflazione generale è cresciuto del 3,0% da 2,6%**, incremento riconducibile esclusivamente allo shock mediorientale, che ha innescato un'accelerazione della componente energetica (+10,9% su base annua, massimo dal 2023); di contro, **l'inflazione core ha rallentato di un decimo al 2,2%**, beneficiando ancora di un'inerzia favorevole legata al rientro di pressioni endogene passate, destinate tuttavia a risolversi con la diffusione dei rincari; se la guerra non avrà termine entro breve, i «second round effects» aggrediranno molti settori, soprattutto quelli più sensibili per la spesa delle famiglie.
- In questo scenario, la BCE ha evidenziato un inasprimento dei rischi al rialzo per i prezzi.** Ad aprile, pur mantenendo i tassi invariati (depositi al 2,0% e rifinanziamenti al 2,15%), il Consiglio di politica monetaria ha segnalato che per il sistema europeo potrebbe realizzarsi quello «scenario avverso» ipotizzato nella riunione di marzo. **L'approccio resta data dependent, ma Lagarde ha utilizzato una retorica che fa presagire un rialzo dei tassi entro l'estate;** permane, tuttavia, il rischio di intervenire troppo presto, danneggiando quella parte di sviluppo che ha resistito alle pressioni avverse. Il mercato sconta attualmente tre rialzi da 25pb entro fine anno,

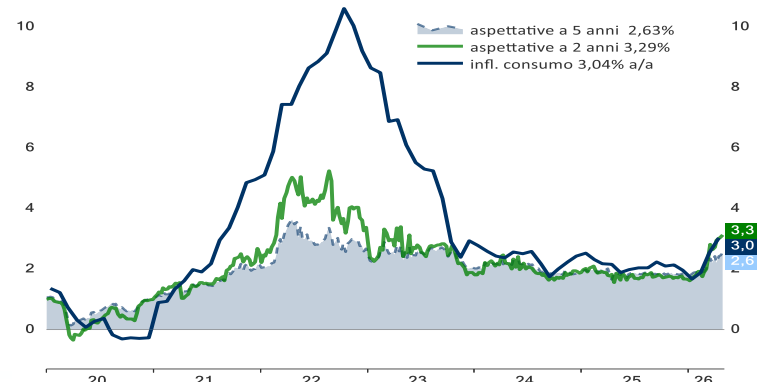
## EUROZONA - PIL vs PMI COMPOSITO

Valori PIL in % t/t – indice PMI composito



## INFLAZIONE - ASPETTATIVE

Valori in %



# Congiuntura e Mercati

- Nel mese di aprile la variabile geopolitica ha riaffermato con forza il proprio ruolo fondamentale nell'indirizzare le strategie macro-finanziarie. **L'escalation del conflitto in Iran, culminata nel doppio blocco navale dello Stretto di Hormuz (prima quello iraniano, poi quello statunitense) ha trasformato il timore teorico di un'interruzione delle forniture del Golfo Persico, in una realtà profondamente vincolante per la congiuntura globale.** Il riflesso immediato e violento si è visto sul Brent, i cui prezzi hanno subito oscillazioni ampie, anche ben al di sopra della soglia dei 100\$/barile, alimentando dinamiche stagflazionistiche in aree o paesi fortemente dipendenti dalle importazioni di energia, come l'Europa e l'Asia. **In questo clima di incertezza, l'oro ha consolidato intorno ai 4.600\$/oncia, grazie al ruolo difensivo rispetto all'inflazione e di protezione geo-economica,** in attesa che la diplomazia riesca a riaprire i canali vitali del commercio mondiale, come avvenuto con l'accordo di tregua ed in seguito con gli sviluppi annunciati ai primi di maggio.
- Nell'ultimo mese le **curve di rendimento sono generalmente aumentate:** negli **Stati Uniti** hanno osservato un rialzo, nell'ordine dei 7-10pb, con il biennale a quota 3.9% ed il decennale oltre 4,30%; in **Europa**, il due anni tedesco ha oscillato a 2.50/2,60% (+10pb), così come il decennale, al 3.0% (+6pb). In **Italia**, la curva è salita di meno, col due anni intorno a 2,75% (+5pb) e il decennale a 3,70% (stabile). La miglior performance della carta italiana ha ridato slancio al recupero dello spread BTP/Bund, che si è contratto sotto gli 80pb, dopo avere interessato l'area dei 100pb a fine marzo.

RENDIMENTI GOVERNATIVI DAL 2008  
tassi decennali



**I rendimenti nel mercato del credito, nonostante le turbolenze sui mercati, presentano una dinamica migliorativa.** L'indice Investment Grade si è mantenuto in area 3,65%, mentre High Yield, è sotto quota 5,90%, calando dai massimi di marzo di quasi ½ punto; i differenziali, misurati in termini di option-adjusted spread sono diminuiti: IG sotto 80pb e HY sotto 275pb.

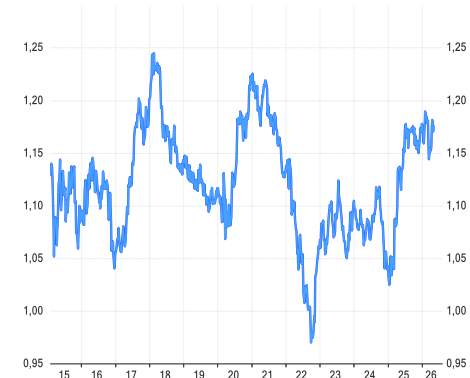
- **Dai primi di aprile, l'indice del dollaro ha ceduto quasi il 2%, azzerando i guadagni di marzo;** corrispondentemente l'euro ha guadagnato più dell'1,8%, avanzando di circa 3 figure contro il biglietto verde, oltre quota 1,1750. La valuta europea si è apprezzata anche nei confronti dello yen giapponese a quota 184,3 (+0,5%), perdendo contro sterlina inglese a 0,865 (-1.0%) e franco svizzero a 0,915 (+0,9%)
- Se marzo è stato il mese della «capitolazione» del mercato azionario (-8% l'indice MSCI World) **ad aprile la rotta si è invertita,** con un incremento complessivo che ha riportato il livello alla quota antecedente il conflitto e poi più in alto. **Ai primi di maggio il mercato guadagna 7-8 punti dall'inizio dell'anno, spinto da energia, materie prime e tecnologia.** In termini geografici, **il rialzo mensile è stato guidato dagli indici statunitensi** con S&P500 oltre 10%, Nasdaq oltre 15% **e da quelli asiatici,** con il Nikkey vicino ad un progresso del 20% e il CSI300 (Cina) oltre l'8%. Anche l'Europa è cresciuta nonostante performance più contenute. Da inizio aprile EuroStoxx è cresciuto del 4.0%, mentre lo Stoxx europeo del 3.0%, spinto dal FTSEMIB (quasi 8 punti) e dal DAX (+5.8%). Dall'inizio dell'anno, le performance in euro, indicano numeri positivi per gli indici statunitensi (tra 7 e 12%) ed asiatici (il Giappone è cresciuto oltre 20%); più indietro l'Europa, con indici in guadagno del 2.5-3.5%.

INDICI AZIONARI

investitore euro basato - 100=2015



EURODOLLARO DAL 2015



# Disclaimer

Il contenuto delle pagine precedenti è stato predisposto da Banca Aletti & C. S.p.A. ("Banca Aletti"). Banca Aletti - appartenente al Gruppo Banco BPM - è un intermediario autorizzato ai sensi di legge, iscritto all'Albo delle Banche, al num. 5383.

Con questo documento Banca Aletti propone alla valutazione dell'utente informazioni desunte da fonti ritenute affidabili nel sistema dei mercati finanziari, e – ove lo ritenga opportuno – la propria opinione in merito con eventuali commenti (note, osservazioni, valutazioni).

Questo documento non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerato come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Banca Aletti non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo di questo documento. Le informazioni rese disponibili attraverso il presente documento non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di Banca Aletti a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione.

Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento basato esclusivamente sulle proprie valutazioni in merito all'opportunità di effettuare investimenti. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa.

*Salvo diversa specificazione, Thomson Reuters è la fonte per i dati ed i grafici riportati.*