

L'OSSERVATORIO PMI ITALIANE DI ACOMEA SGR

Scenari asimmetrici, opportunità selettive

I rischi attorno al consenso di mercato restano significativi,
ma il ritorno della dispersione apre spazio per chi sa scegliere.

Maggio 2026



PUNTO CHIAVE DEL MESE

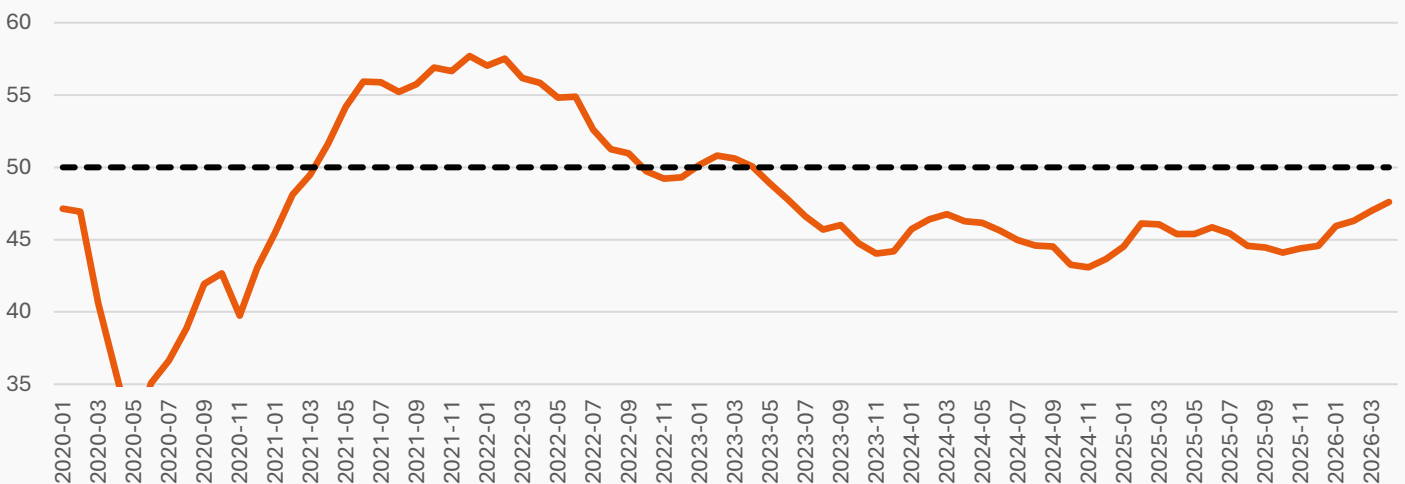
Lo scenario base, riapertura dello Stretto di Hormuz nel Q2 e graduale normalizzazione dei prezzi delle materie prime e della supply chain, resta il riferimento del consenso di mercato, ma i rischi attorno ad esso sono significativi e marcatamente asimmetrici verso l'alto. Uno scenario di prolungamento della crisi peserebbe sull'economia italiana più che sulla media dell'Area Euro. Le PMI italiane mostrano intenzione di alzare i prezzi al consumo, un segnale di pricing power aggregato che rende però evidente la divergenza tra chi può trasferire i costi a valle e chi subirà una compressione dei margini. Il mercato sta già prezzando questa divergenza: la dispersione delle performance si sta ampliando e i ritorni delle singole aziende si discostano sempre più dalla media dell'indice, segnale che si stanno differenziando i business model resilienti da quelli fragili. In questo contesto la selezione torna centrale: identificare aziende con pricing power, qualità dei bilanci e vantaggi competitivi durevoli è la leva su cui costruire valore in modo strutturale, indipendentemente da quale scenario macro si materializzerà.

Il contesto: nonostante il cessate il fuoco in vigore alla data di stesura del documento, il conflitto in Medio Oriente continua a pesare sull'economia globale: **lo Stretto di Hormuz rimane di fatto chiuso, parte dell'impatto economico deve ancora manifestarsi sull'economia e i rischi intorno al caso base sono asimmetrici.** Le ultime navi cariche partite dal Golfo sono arrivate solo poche settimane fa e la carenza fisica di beni non si è ancora trasmessa all'economia reale. Oltre a petrolio e prodotti raffinati, il Golfo fornisce circa il 30% delle materie prime agricole mondiali e il 70-80% della nafta destinata all'Asia. L'Europa importava dal Golfo circa il 60% del jet fuel, inoltre tutta la supply chain è sotto pressione con rincari dei noli marittimi. **Tutte queste pressioni impiegheranno più tempo a scaricarsi sui prezzi al consumo, a differenza dell'aggiustamento immediato del prezzo del carburante. La distribuzione dei rischi attorno all'outlook è asimmetrica: anche con una riapertura immediata dello Stretto, il petrolio resterebbe tra 80 e 90 \$/barile fino a fine anno, considerando i danni alle infrastrutture, le tempistiche per riprendere la produzione e rischi ancora presenti, mentre il rischio al rialzo è potenzialmente illimitato.** Se lo Stretto rimanesse chiuso, le alternative di offerta sono marginali e le scorte commerciali in progressiva erosione, lasciando il prezzo come unico strumento disponibile per riequilibrare domanda e offerta. Il prezzo del greggio potrebbe salire fino a 150 \$/barile se lo stretto rimanesse chiuso andando verso fine anno.

AcomeA PMI Tracker¹: a aprile l'indice sintetico del PMI Tracker (**Grafico 1**) continua a crescere, segnalando un miglioramento del sentiment e delle aspettative degli imprenditori. Le attese sui prezzi di vendita continuano ad essere il driver principale del miglioramento dell'indicatore, sono cresciute in totale del 17% rispetto ad inizio anno, con un balzo particolarmente rilevante ad aprile (+12% rispetto a marzo). **Questo segnala che le aziende intendono ribaltare parte del rincaro degli input sul consumatore, confermando un certo grado di pricing power e rafforzando le pressioni inflazionistiche di breve periodo, ma non quantifica la quota dello shock che resterà a carico dei margini.** In uno scenario di pass-through parziale (il più probabile, data la debolezza della domanda interna), **il dato è coerente sia con un'inflazione più persistente, sia con una compressione dei margini attenuata ma non del tutto eliminata.**

Ordinativi totali ed esteri ancora in contrazione ma in graduale miglioramento da inizio anno, segnale di domanda resiliente. Tuttavia parte della tenuta, soprattutto sulla componente estera, potrebbe riflettere un'anticipazione degli ordini in vista di possibili tensioni nella supply chain, con rischio di contraccolpo nei trimestri successivi.

Grafico 1: AcomeA PMI Tracker

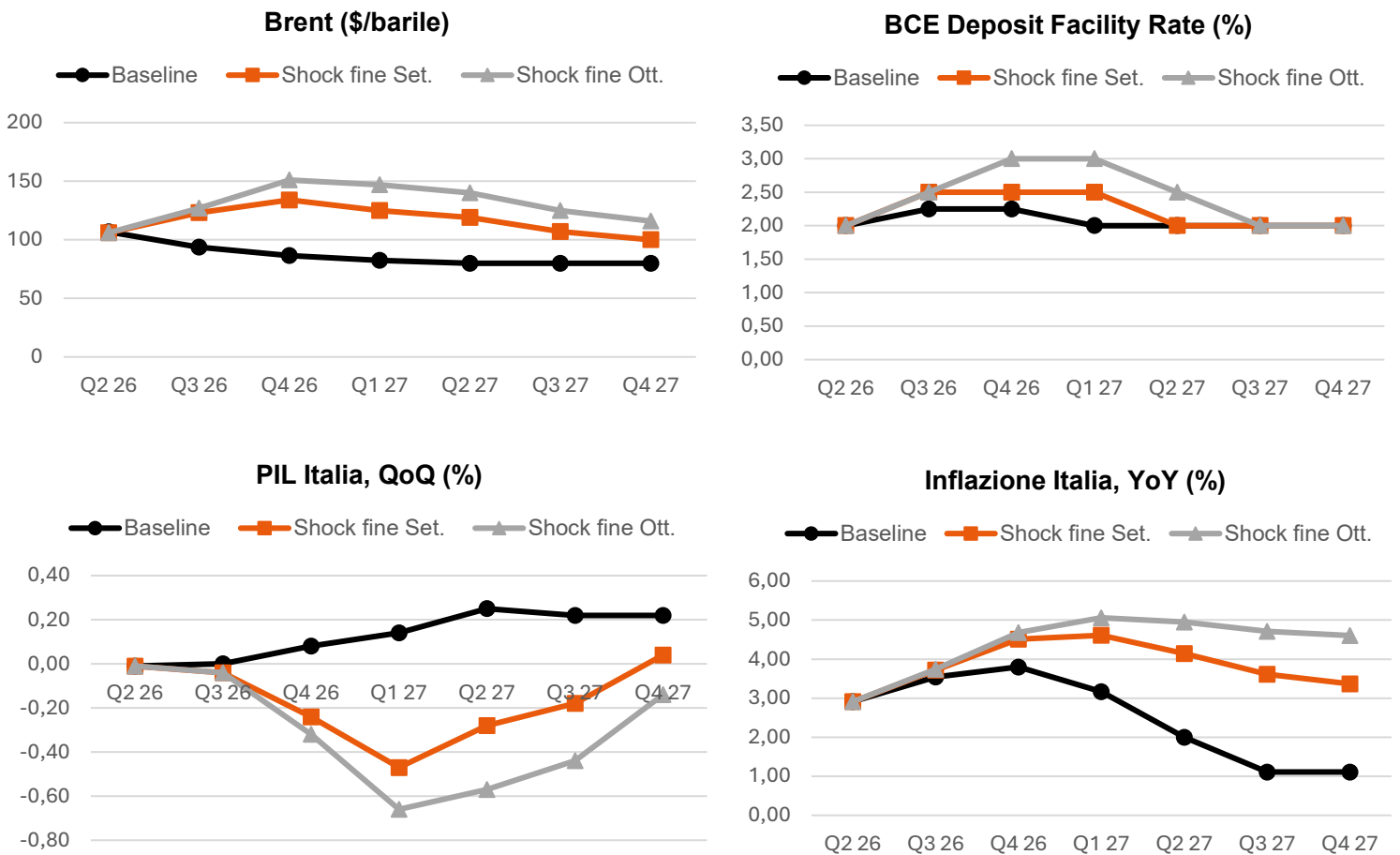


AcomeA PMI Tracker: indicatore prospettico volto a tracciare il ciclo economico delle PMI italiane – aspettative su produzione, dimensioni dell'organico, prezzi, valutazione degli ordinativi e ordini dall'estero. La soglia del 50 separa l'area espansiva (> 50) dall'area recessiva (<50).

¹ **AcomeA PMI Tracker:** indicatore sintetico proprietario, è basato su sondaggi condotti da ISTAT mensilmente tra le PMI italiane. Gli elementi considerati sono: valutazione degli ordinativi, aspettative sulla produzione, sull'andamento dell'organico, sui prezzi di vendita e attuale livello della domanda dall'estero. Funge da indicatore del sentiment degli operatori nel settore. Un dato superiore/inferiore al 50 indica un miglioramento/ peggioramento. Disclaimer: Da gennaio 2026 l'ISTAT non pubblica più il dato relativo alle aspettative sugli ordinativi; pertanto, non essendo più disponibile tale indicatore, abbiamo sostituito l'intera serie storica precedentemente basata sulle aspettative con la valutazione corrente degli ordinativi, al fine di garantire coerenza metodologica.

Focus del mese - le conseguenze di uno Stretto chiuso più a lungo: per quantificare gli effetti sull'economia italiana abbiamo costruito tre scenari alternativi sull'evoluzione del prezzo del petrolio e della risposta della BCE (Grafico 2). Nello scenario *baseline* lo Stretto si riapre entro il Q2: il Brent tocca il picco a 107 \$/barile, la BCE alza di soli 25 bp e l'economia attraversa due trimestri di crescita nulla per poi tornare positiva. **Nei due scenari di shock, in cui la riapertura slitta a fine settembre o fine ottobre, il quadro cambia radicalmente:** il Brent sale fino a 134-151 \$/barile, la BCE porta avanti un ciclo di rialzi più aggressivo e l'economia italiana entra in recessione tecnica già nel Q4 2026, con un minimo trimestrale tra -0,47% e -0,66% nel Q1 2027. **Sul 2027 l'economia italiana perderebbe tra 0,9 e 1,8 punti di PIL, mentre l'inflazione resterebbe stabilmente sopra il 3% per tutto l'anno,** con un picco al 5,1% nel Q1 2027. **Il confronto con l'Area Euro evidenzia la maggiore vulnerabilità italiana:** a parità di shock energetico e di risposta BCE, l'Italia perde tra 0,5 e 0,6 punti di PIL in più rispetto alla media dell'area, e registra un'inflazione media 2027 superiore di circa 40-50 punti base. La ragione è strutturale, intensità energetica del PIL e quota di energia importata sopra la media, e si combina con un problema di policy: la BCE calibra la stretta sull'aggregato EA, ma il costo reale di una politica monetaria più restrittiva grava in modo sproporzionato sui Paesi a debito elevato. L'esercizio non è una previsione ma una misura dei rischi attorno allo scenario base, riapertura dello Stretto nel Q2 che è il consenso di mercato, rischi che, come mostrano i numeri, sono tutt'altro che trascurabili.

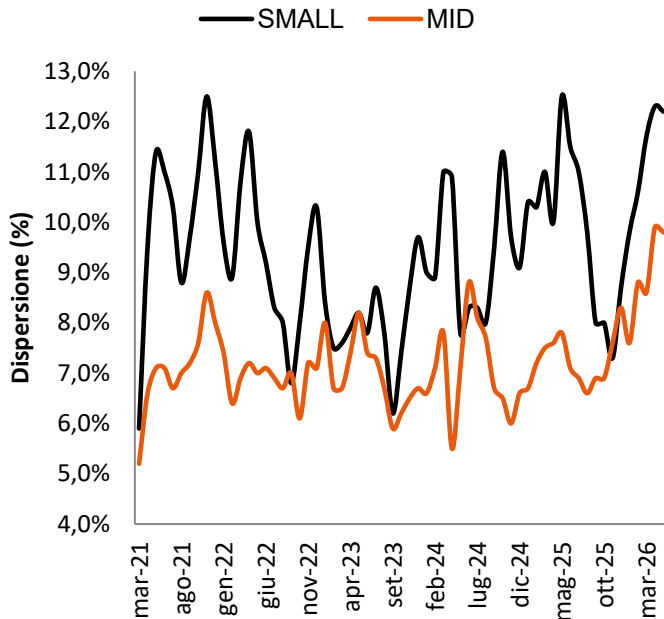
Grafico 2:



	Baseline	Shock fine Set.	Shock fine Ott.
PIL cumulato 2027 (%)			
Italia	+0,83	-0,89	-1,81
Area Euro	+1,25	-0,40	-1,24
Δ Italia - EA (pp)	-0,42	-0,49	-0,57
Inflazione media 2027 (%)			
Italia	1,85	3,93	4,83
Area Euro	1,78	3,55	4,30
Δ Italia - EA (pp)	+0,07	+0,38	+0,53

Data di redazione: 22 maggio 2026

Grafico 3: FTSE Italia SMALL e MID Cap - Dispersione (media rolling 3 mesi)



PMI in borsa: aprile vede performance positive su tutti i comparti italiani, spinto dai crescenti dialoghi di possibile pace in Medio Oriente. Il rialzo dei listini porta in positivo il FTSEMIB year to date, ma lascia in territorio negativo da inizio anno gli indici delle Mid e Small cap. Tuttavia, abbiamo assistito a forti rialzi di titoli quotati anche su questi segmenti: il tema dei **semiconduttori** e il **settore energetico** si confermano i migliori performer dall'inizio dell'anno; il **settore software**, pesantemente penalizzato fino ai primi mesi dell'anno, si è rivelato resiliente durante l'intensificarsi delle tensioni geopolitiche ed ha continuato il recupero dei corsi di borsa nel mese di aprile. È interessante osservare come si sono comportati i vari titoli rispetto agli indici di riferimento: nel **Grafico 3** osserviamo la **dispersione degli indici FTSE Italia Mid Cap e Small Cap**. Questa metrica misura la deviazione dei ritorni del singolo titolo rispetto all'indice di appartenenza, ponderando per il peso del titolo nell'indice: una maggiore dispersione indica che i ritorni tra i titoli membri dell'indice sono eterogenei e distanti tra di loro e rispetto all'indice stesso. In genere, associamo una maggiore dispersione dei rendimenti a un contesto in cui la capacità di selezionare le singole società è essenziale per generare ritorni superiori alla performance complessiva dell'indice; in questo contesto, **i mercati discriminano fortemente tra i settori e non tutti i titoli si muovono insieme**. Dall'inizio dell'anno, **la dispersione dei ritorni sugli indici è aumentata velocemente**, segnalando la mancanza di un trend comune tra tutti i componenti dell'indice.

Performance %

Indice	Maggio	YTD
FTSEMIB	8,9%	7,3%
Mid Cap	8,7%	-1,6%
Small Cap	6,6%	-6,3%
EGM	6,9%	2,8%
STAR	8,0%	-6,2%

TEAM DI RICERCA



Martina Daga
Economist

martina.daga@acomea.it



Simone Benini
Portfolio Manager

simone.benini@acomea.it

Disclaimer: Questa è una comunicazione di marketing. Le informazioni contenute in questo documento non sono destinate ad alcun soggetto diverso da un Investitore Professionale secondo la definizione formulata dall'autorità di regolamentazione. Esso non è indirizzato e non è concepito per la distribuzione, o l'utilizzo, da parte di qualsiasi persona o entità avente cittadinanza, residenza o ubicazione in qualsiasi località, Stato, Paese o giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sono in contrasto con norme di legge o regolamentari. Prima di adottare qualsiasi decisione di investimento si prega leggere attentamente il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (il "KID"), il Prospetto, il Regolamento di gestione e il modulo di sottoscrizione. Tali documenti che descrivono anche i diritti degli investitori, sono disponibili in lingua italiana e possono essere consultati in qualsiasi momento, gratuitamente, sul sito web della SGR www.acomea.it, alla sezione «Documenti e Moduli», e possono essere ottenuti gratuitamente, su richiesta, presso la sede della SGR e presso i collocatori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. I valori sono al lordo della ritenuta fiscale, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro. Acomea SGR S.p.A. può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità a quanto previsto dall'articolo 93 bis della direttiva 2009/65/CE. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento, successivamente alla data di redazione del medesimo, potrà essere oggetto di modifica o aggiornamento senza alcun obbligo da parte di Acomea SGR S.p.A. di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro i quali siano venuti a conoscenza dei contenuti di tale comunicazione.