

A top-down view of a grid of light bulbs. Most bulbs are unlit, showing a blueish tint. One bulb in the upper right quadrant is lit, glowing with a warm orange light. A thin white vertical line runs through the center of the image, separating the left and right halves.

OM

OSSERVATORIO
MERCATI

RIPARTIRE
DAI FONDAMENTALI

 DIC. 2025

TIMELINE.....	3
EXECUTIVE SUMMARY.....	4

WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI.....	5
MERCATI OBBLIGAZIONARI.....	7
MATERIE PRIME E VALUTE.....	9

WHAT'S NEW

TRA STIMOLI E RESILIENZA	10
IL TEST DELL'INFLAZIONE	12
TASSI: RIDURLI O NO?.....	13

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE OBBLIGAZIONARIE	14
PROSPETTIVE AZIONARIE	14
IMPLICAZIONI STRATEGICHE	15
ALLEGATI	16



USA, CPI NOVEMBRE	18 Dicembre 2025
RIUNIONE BCE	18 Dicembre 2025
USA, EMPLOYMENT REPORT NOVEMBRE	16 Dicembre 2025
RIUNIONE FOMC	9-10 Dicembre 2025
USA, JOB OPENINGS AND LABOR TURNOVER OTTOBRE	9 Dicembre 2025
USA, PCE OTTOBRE	5 Dicembre 2025
EUROZONA, STIMA FLASH INFLAZIONE NOVEMBRE	2 Dicembre 2025

NOVEMBRE

DICEMBRE

BRASILE, COP30	10-21 Novembre 2025
USA, FINE SHUTDOWN	12 Novembre 2025
EUROZONA, INFLAZIONE OTTOBRE	19 Novembre 2025
USA, TRIMESTRALE NVIDIA	19 Novembre 2025
USA, EMPLOYMENT REPORT SETTEMBRE	20 Novembre 2025
MOODY'S SU ITALIA	21 Novembre 2025
EUROZONA, PMI NOVEMBRE	21 Novembre 2025
USA RINGRAZIAMENTO	27 Novembre 2025
CINA, PMI MANIFATTURIERO NOVEMBRE	30 Novembre 2025



EXECUTIVE SUMMARY

WHAT'S UP

Già a ottobre si era osservata una prima risalita della volatilità: novembre ha accentuato la dinamica, complice la prossimità di fine anno, che induce gli investitori a consolidare parte dei risultati ottenuti in un esercizio fin qui particolarmente brillante. La correzione osservata consente al mercato di riassetarsi dopo la forte accelerazione dell'anno, in un contesto caratterizzato dalle attese Fed e dal fermento tech, sullo sfondo di fondamentali che, al momento, restano solidi e concreti.

WHAT'S NEW

Negli Stati Uniti il mercato del lavoro resta uno snodo fondamentale: esso condiziona sia le decisioni della Fed sia i consumi, i quali devono la loro tenuta ai redditi più elevati, nel quadro di una "K-economy". In Europa persistono le sfide strutturali e ci si interroga sulle possibilità di un'accelerazione del ciclo economico, stante il potenziale contributo degli stimoli fiscali e della maggior spesa per la difesa. La crescita complessiva si mantiene positiva e le ultime stime della Commissione UE confermano un quadro stabile: gli effetti dei dazi USA, pur presenti, finora si sono rivelati meno pesanti di quanto temuto. Nell'area asiatica, l'attenzione si concentra su Giappone e Cina: in Giappone torna in primo piano lo stimolo fiscale; in Cina, i dati più recenti mostrano una certa debolezza, in ragione della quale sarà interessante monitorare il raggiungimento dei target posti dal Plenum di fine ottobre.

WHAT'S NEXT

Lo scenario di fondo si conferma di supporto per gli asset rischiosi. La reporting season del terzo trimestre ha evidenziato una robusta crescita degli utili, per i grandi protagonisti del tech e per numerosi altri comparti. L'orientamento delle politiche monetarie e fiscali, poi, rimane accomodante. A livello strutturale, infine, i Megatrend proseguono nella loro azione di cambiamento. Vale per l'AI, un ambito nel quale gli episodi di volatilità non modificano le prospettive positive di lungo periodo. Alla luce dei rendimenti e della ritrovata decorrelazione con l'azionario, i bond hanno nuovamente un ruolo nella diversificazione. Gli spread creditizi restano compressi, mentre le tensioni osservate nel private credit non appaiono per ora tali da sfociare in crisi sistemiche.

Nel complesso, la volatilità di breve va intesa come fisiologica e, a ben guardare, non rappresenta il rischio principale per chi investe con un orizzonte medio-lungo: il vero rischio, in tale caso, è l'autoesclusione dalle fasi di rialzo, che determinano gran parte dei rendimenti di lungo periodo.

Un approccio diversificato, graduale e orientato al lungo termine resta quindi fondamentale.



WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI

EQUITY IN RECUPERO, INTELLIGENZA ARTIFICIALE IN FERMENTO

Il cambio di aspettative sulla Fed, dopo le dichiarazioni di alcuni alti funzionari, ha contribuito a correggere la correzione. L'attesissima riapertura delle attività federali USA, avvenuta il 12 novembre, non è invece parsa dirimente: lo shutdown, dopotutto, non è mai stato un vero driver.

Atteso che l'impatto sull'economia verrà in larga parte assorbito nel trimestre successivo, il punto nevralgico è, in questo caso, l'annullamento o lo slittamento dei dati. Sull'azionario, tuttavia, ciò non ha modificato la narrativa di fondo: continua a scorrere un sotterraneo scetticismo su alcuni estremi, in termini di concentrazione e valutazioni, ma i fondamentali, al momento, non sembrano aver perso vigore.

In questo panorama, l'indice **MSCI All Country World** ha terminato il mese attorno alla parità (-0,1%; Grafico 1).

Esito analogo per l'**S&P 500** (+0,1%), più debole il **Nasdaq** (-1,5%).

Sulla parità anche lo **Stoxx Europe 600** (+0,8%). Meno bene il **Dax** (-0,5%) e il **CAC 40** (+0,0%), decisamente meglio l'**IBEX 35** (+2,1%). Pur non riportando il medesimo avanzamento (+0,4% mensile), si segnala anche il nostro **FTSE MIB**, tornato sopra i livelli pre-crisi per la prima volta dal 2007.

Malgrado i generosi piani di supporto del nuovo primo ministro, il **Nikkei** giapponese ha chiuso il mese con un calo ben più marcato (-4,1%). In flessione anche l'indice cinese **MSCI China** (-2,4%), così come gli **emergenti** nel loro insieme (-2,5%). La stagione dei bilanci (terzo trimestre) ha mostrato un quadro solido e diffuso: oltre alle **Magnifiche 7**, numerosi altri comparti hanno registrato un incremento degli utili, così come un miglioramento delle attese.

La trasversalità non è stata solo settoriale, ma anche geografica: il progresso ha coinvolto Emergenti ed Europa, oltre agli Stati Uniti.

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI
(Performance %, YTD)

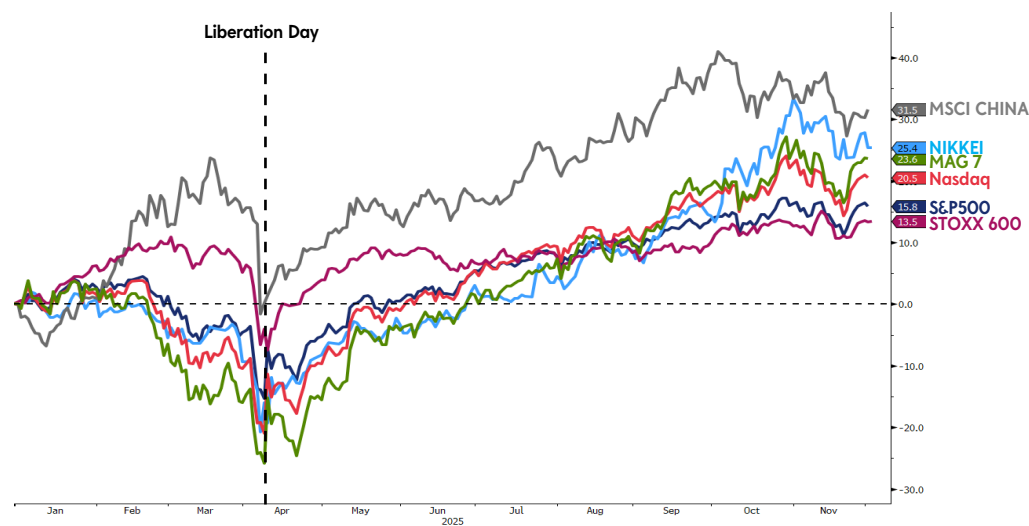


Grafico 1 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

Nel quadro globale, particolarmente positiva la performance di sanità, materiali e beni primari, sostenuti dalla tenuta della domanda (Materials) e dalla natura sostanzialmente difensiva (gli altri due; Grafico 2). Il tech sembra invece aver risentito delle prese di beneficio diffuse, dopo i forti rialzi accumulati nei mesi precedenti. La trimestrale di Nvidia s'è confermata l'appuntamento più atteso. Nel terzo trimestre fiscale, la società ha registrato un fatturato di 57 miliardi di dollari, in aumento del +62% rispetto all'anno precedente. L'utile è stato di 1,30 dollari per azione. Margine lordo al 73,5%. La divisione data center, ancora una volta potenza trainante, ha generato 51,2 miliardi di dollari di fatturato, ben sopra le previsioni degli analisti (49,3 miliardi). I chip per il gaming, core business di Nvidia in una fase iniziale della sua evoluzione, si sono fermati a 4,3 miliardi di dollari, leggermente sotto la stima di consenso.

Nettamente sopra le attese la guidance per il quarto trimestre: del resto, gli elevati investimenti dei cosiddetti "hyperscaler"¹ continueranno a dare carburante alle vendite - e agli utili - di Nvidia (Grafico 3). E alla crescita di alcuni suoi competitor. Trainata dal rally dell'Intelligenza Artificiale, sul finire di novembre Alphabet (Google) ha sfiorato i 4.000 miliardi di dollari di valutazione: finora solo Microsoft, Nvidia e Apple avevano raggiunto un simile traguardo.

Il fermento è quanto mai grande, nell'AI: Microsoft e Nvidia vogliono investire in Anthropic (Claude), uno dei principali concorrenti di OpenAI (ChatGPT, che ha appena compiuto tre anni); Anthropic, dal canto suo, si impegna a utilizzare i servizi cloud di Microsoft (fornitore di OpenAI); Google ha lanciato Gemini 3, sfidando ChatGPT, e inizia a scalfire il dominio di Nvidia nei chip per l'AI. Il gioco competitivo sta (forse) entrando nella sua fase più calda.

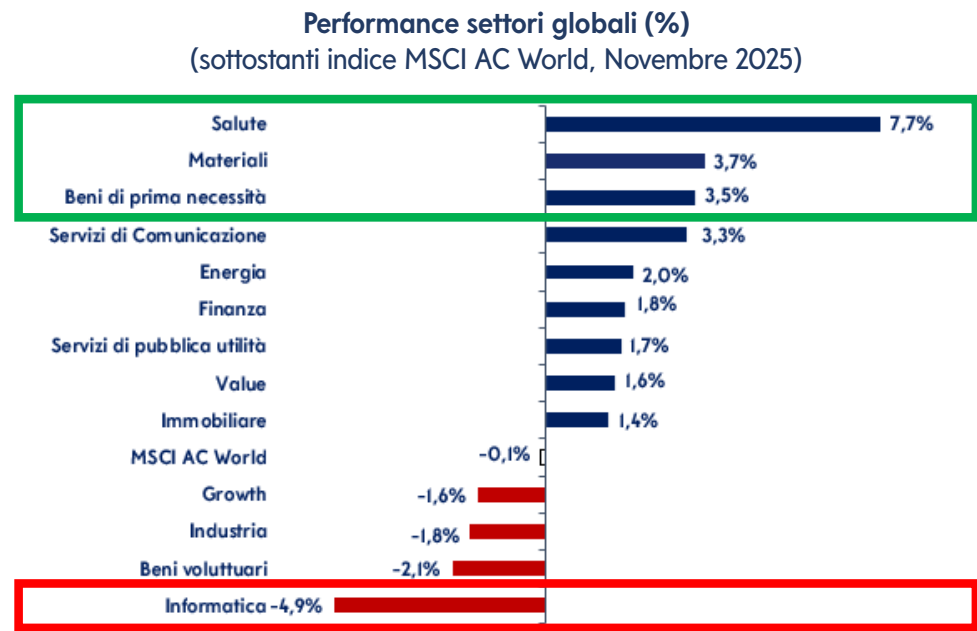


Grafico 2 - Rielaborazione Banca Mediolanum su dati Bloomberg. Dati aggiornati al 02/12/2025.

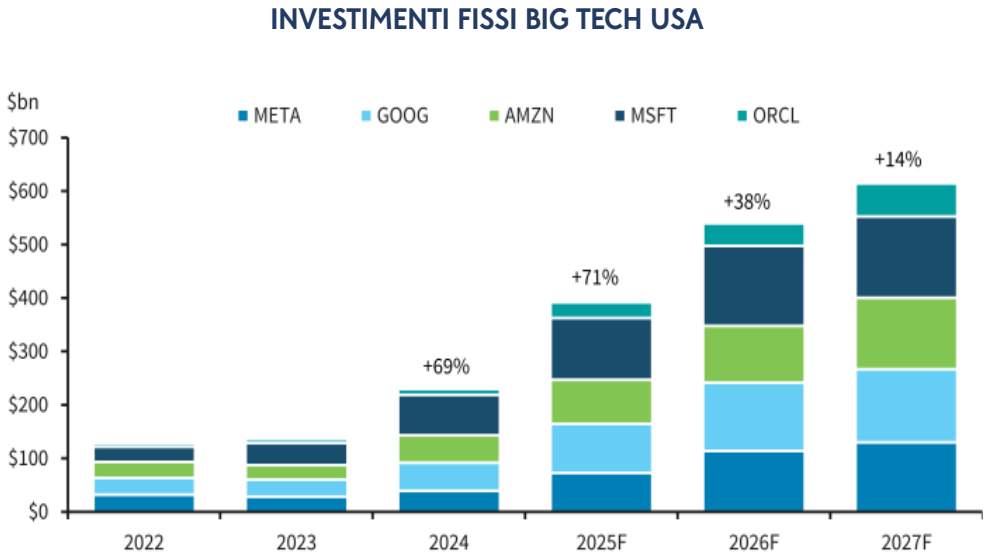


Grafico 3 - Fonte: Financial Times

1 - Aziende che gestiscono reti globali di data center progettati per offrire scalabilità estrema, automazione avanzata e capacità di elaborazione su larga scala.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

AI PROTAGONISTA ANCHE NELL'AMBITO DEL CREDITO

Chiusura mensile sulla parità anche per l'obbligazionario globale (+0,2%).

Nell'obbligazionario, le riflessioni si concentrano principalmente sui rendimenti, che appaiono su livelli notevolmente più bassi rispetto ai massimi dell'anno: per il decennale **USA**, il dato a fine mese si colloca al 4% (-1,6% mensile, -13,8% da inizio anno; Grafico 4), mentre la curva mostra un'analogia flessione mensile su tutte le scadenze brevi e medie, accentuando la sua ripidità.

Il **Bund** tedesco ha registrato un rialzo nel mese (al 2,7%, +2,1% mensile). La curva evidenzia un generale incremento su tutte le scadenze. In flessione, sotto i 72 punti base, lo **spread Btp-Bund**. Nel mese, l'Italia ha conquistato la sua prima promozione in oltre 23 anni da Moody's: il punteggio è salito di un livello, a Baa2, e le prospettive appaiono stabili.

CURVA DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI USA E GERMANIA

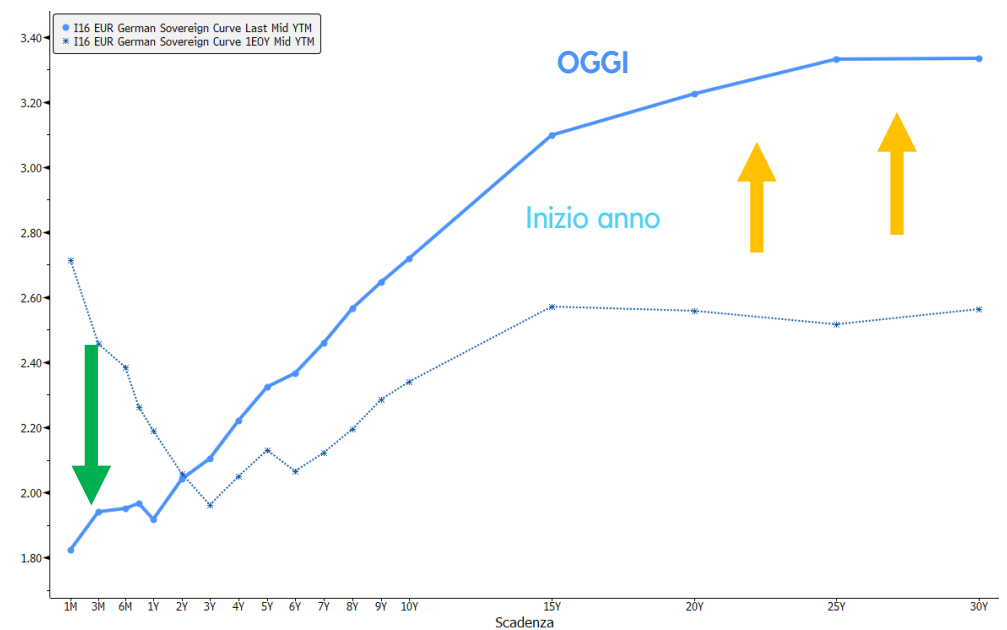
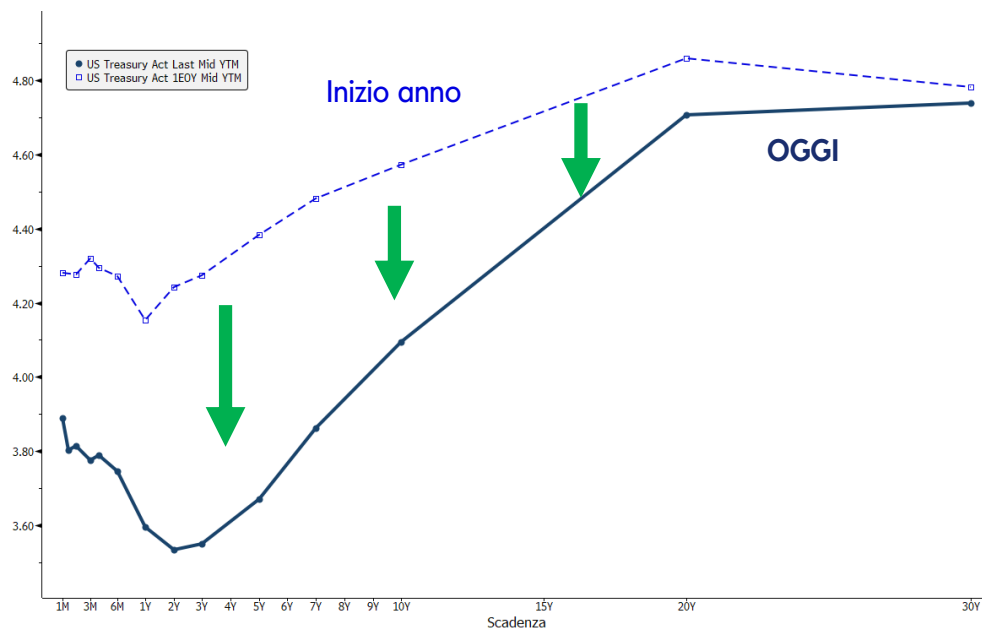


Grafico 4 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

Il tech è stato protagonista anche dell'obbligazionario corporate, nel quadro degli ambiziosi investimenti previsti (Grafico 5).

Gli **spread creditizi** si mantengono su livelli contenuti, suggerendo che i mercati non stanno prezzando scenari particolarmente avversi (Grafico 6). Le aree di criticità del private credit non appaiono sufficienti, allo stato attuale, a generare rischi di natura sistemica.

In lieve rialzo, infine l'obbligazionario emergente in valuta forte.

DEBITO RECORD PER LE BIG TECH

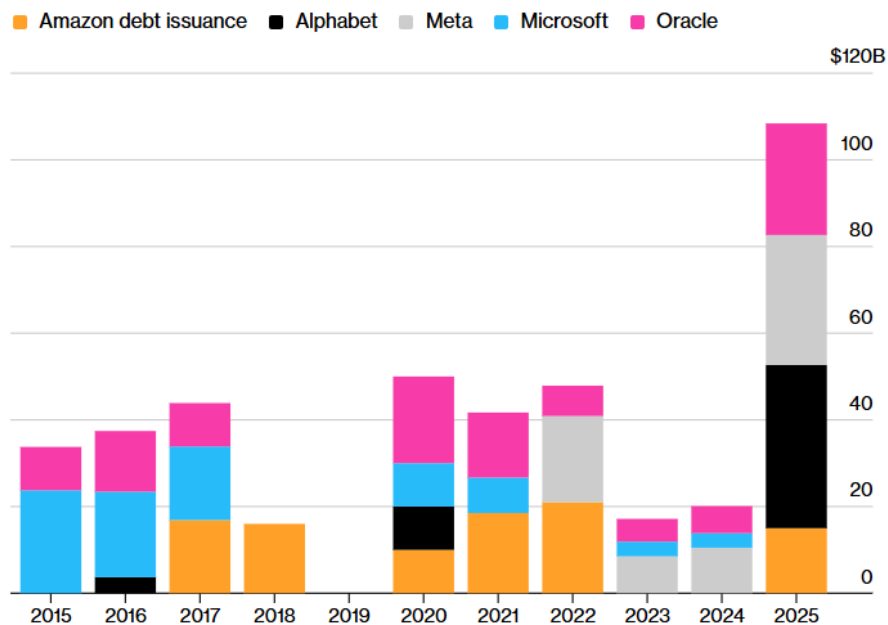


Grafico 5 - Fonte: Bloomberg Intelligence

SPREAD DI CREDITO (%)

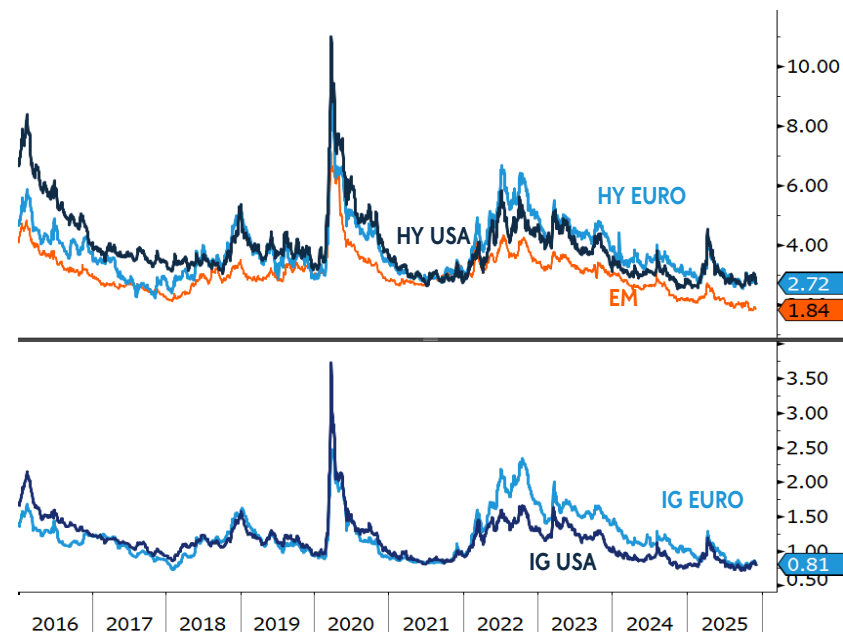


Grafico 6 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

MATERIE PRIME E VALUTE

PETROLIO GIÙ, L'ORO SALE, NUOVO "INVERNO" PER IL BITCOIN

Il complesso delle materie prime ha evidenziato un progresso nel mese (+2,9% per l'indice Bloomberg Commodity).

Lo scenario geopolitico e le previsioni di output in ambito OPEC+ non sembrano aver avuto massicce ripercussioni sulle quotazioni di **greggio e gas naturale**: i tre riferimenti hanno terminato il mese in calo (Brent -2,9%, WTI -4%, gas naturale -7,7%; Grafico 7).

In questo clima, tuttavia, prosegue il buon andamento dell'oro (+5,9% a novembre, nuovamente sui 4.200 dollari USA l'oncia). Sostanzialmente invariato l'indice del **dollaro USA** (-0,3%), con una debolezza che si è ormai stabilizzata dall'inizio dell'anno (Grafico 8). Il cambio con l'euro mostra un marginale apprezzamento (+0,5%). Attenzione, infine, allo yuan (RMB). In una bozza del piano quinquennale 2026-2030, i leader del Partito Comunista Cinese invitano a promuoverne l'internazionalizzazione: l'obiettivo è incoraggiare un utilizzo più ampio della valuta nel commercio internazionale e nei flussi finanziari, e come riserva di valore.

Nell'ambito della correzione e di una certa avversione al rischio, **Bitcoin** ha riportato la peggior performance mensile dall'"inverno delle criptovalute" del 2022: circa -17%, sotto gli 86.000 dollari USA.

ANDAMENTO PRINCIPALI MATERIE PRIME (YTD)



Grafico 7 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

ANDAMENTO DOLLAR INDEX (da inizio 2024)



Grafico 8 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

WHAT'S NEW

TRA STIMOLI E RESILIENZA

DOPO LO SHUTDOWN, ATTENZIONE A LAVORO E "K-ECONOMY"

Il più lungo **shutdown** nella storia USA (43 giorni) si è risolto il 12 novembre, quando il presidente Trump ha firmato il pacchetto di finanziamenti che ha fatto ripartire le attività del governo federale (Grafico 9). Le stime indicano un effetto temporaneo sul PIL, del -1,5% circa nel quarto trimestre, con un recupero nel trimestre successivo. La fine dello shutdown non ha determinato la piena ripartenza degli aggiornamenti, a causa della difficoltà nella raccolta retroattiva dei dati. In un quadro in cui il focus è su occupazione, Fed e dazi, il Bureau of Labor Statistics ha saltato l'aggiornamento sulla situazione occupazionale a ottobre e ha annunciato che il 16 dicembre darà conto di quella di novembre. A settembre, intanto, l'occupazione totale nel settore non agricolo è aumentata di 119.000 unità, più del previsto. Tuttavia, il tasso di disoccupazione è leggermente risalito, al 4,4%.

L'insieme delle indicazioni attualmente disponibili si presta a letture eterogenee. Le prove non depongono a favore di un rapido indebolimento del mercato del lavoro (nell'ultima settimana di novembre, le nuove richieste di sussidi di disoccupazione sono scese al livello più basso da sette mesi), ma nemmeno di un suo particolare slancio (Grafico 10). In questo contesto, la Fed potrebbe optare per un nuovo taglio a dicembre, come indicato da alcuni alti funzionari a fine novembre.

LO SHUTDOWN RINVIÀ LA CRESCITA

Impatto sul tasso di crescita trimestrale annualizzato del PIL reale in tre ipotesi

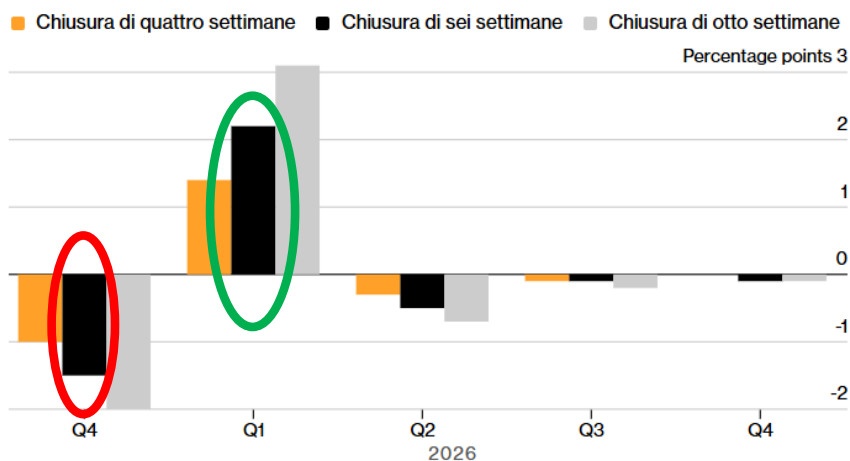


Grafico 9 - Fonte: Congressional Budget Office

"LOW HIRE, LOW FIRE"

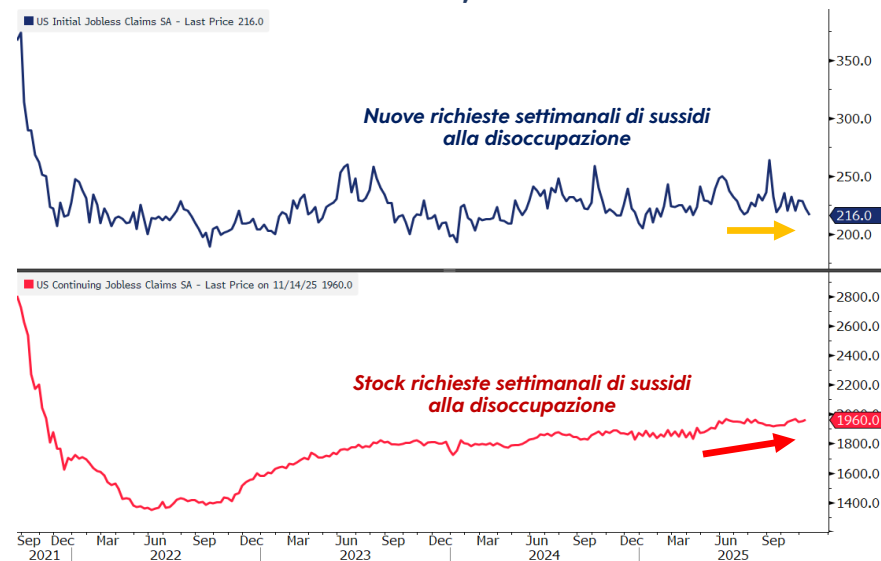


Grafico 10 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

Il mercato del lavoro porta al tema Fed, ma anche ai consumi. Su questo piano, emerge una lettura molto interessante: quella della “K-economy”, un’economia nella quale le fasce di reddito elevate continuano a trainare i consumi (il 50% di questi è guidato dal 10% della popolazione più ricca), mentre le coorti meno abbienti soffrono maggiormente, complici lavoro, prezzi e dazi.

Tale divergenza spiega sia i dati economici nel complesso ancora positivi sia la debolezza dei sondaggi sui consumi (esempio, il dato Michigan) e sulla fiducia. In generale, tuttavia, si traduce in un’economia che in aggregato ancora procede.

Il Capex è l’altro fattore che finora ha spinto l’economia: al momento, ribadisce la sua forza, specialmente in ambito tech.

IN UN QUADRO SFIDANTE ED ETEROGENEO, L'ECONOMIA TIENE

In **Europa** persiste l’interrogativo sulla possibilità o meno di un’accelerazione del ciclo economico. Ancora in primo piano il tema degli stimoli fiscali (e della spesa per la difesa, sullo sfondo degli sviluppi Russia-Ucraina), ma la spinta connessa a tali stimoli pare essere, per ora, più nelle idee che nei fatti. Al momento, tuttavia, anche la crescita europea tiene. Nel terzo trimestre, il PIL destagionalizzato è aumentato dello 0,2% nell’area euro e dello 0,3% nell’UE rispetto al trimestre precedente: dallo stesso trimestre dell’anno prima, la variazione è stata del +1,4% nell’area euro e del +1,6% nell’UE. L’indice PMI composito segnala espansione anche nei primi due mesi del 4° trimestre, seppur guidata quasi interamente dai servizi (Grafico II). Le ultime previsioni della Commissione UE sono parse moderatamente incoraggianti. Nonostante l’Unione si trovi ad affrontare dazi del 15% sulla maggior parte delle sue esportazioni verso gli USA, l’economia non è precipitata. Al contrario, si prevede che l’area euro manterrà una moderata espansione per il 2026, seppure leggermente inferiore a quanto precedentemente previsto. La Commissione prevede anche un contesto inflazionistico favorevole, vicino all’obiettivo del 2% per i prossimi due anni. Tutto ciò premesso, il quadro resta a macchia di leopardo, con la periferia che appare meglio posizionata e la Germania che fatica a scrollarsi di dosso due anni di contrazione, nell’attesa che il supporto fiscale e la maggior spesa per la difesa sortiscano i loro effetti. La Francia, dal canto suo, è frenata dalle turbolenze politiche legate al bilancio. Le debolezze strutturali, dunque, persistono: né è realistico pensare che possano risolversi in breve tempo e senza un serio impegno da parte degli Stati membri.

GIAPPONE E CINA, AMBIZIONI DI CRESCITA A CONFRONTO

In Asia grande attenzione al **Giappone**: il governo del primo ministro Sanae Takaichi ha approvato un pacchetto di stimolo da 135 miliardi di dollari, nell’ottica di perseguire misure fiscali espansionistiche. Nei tre mesi che si sono conclusi a settembre, il Prodotto Interno Lordo reale è diminuito a un tasso annualizzato dell’1,8%, prima contrazione in sei trimestri. Alle radici del calo, la domanda interna più debole e l’export stagnante. I recenti dati sono stati generalmente deboli anche in **Cina**, sia sul fronte della domanda interna (situazione già nota) sia sul piano dell’export (che in precedenza aveva tenuto).

INDICI PMI AREA EURO

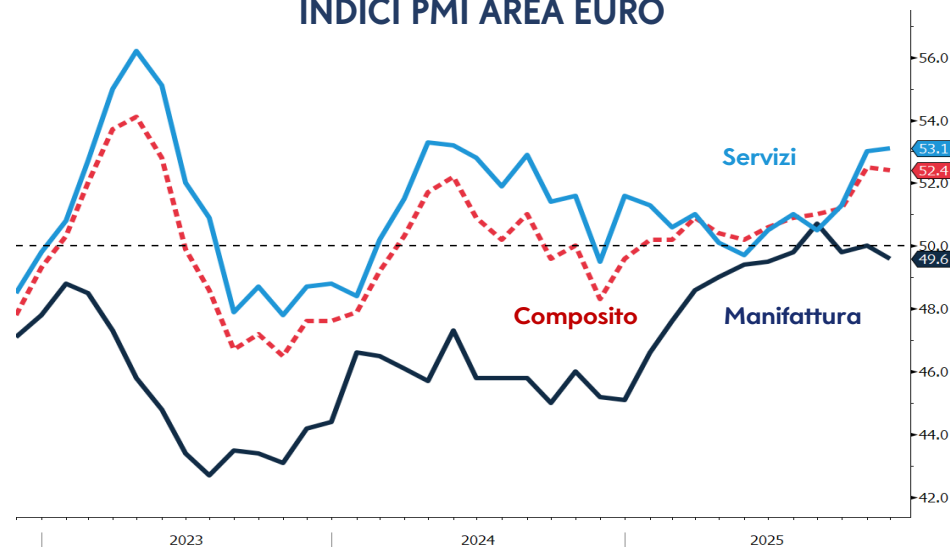


Grafico II - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

Si profilano, perciò, ulteriori interventi a supporto della domanda (Grafico I2). A tal riguardo, indicazioni importanti sono arrivate dal Plenum di fine ottobre, che ha definito le linee guida del prossimo piano quinquennale (2026-2030). Diversi analisti hanno sottolineato come gli ultimi piani quinquennali contenessero target che poi, più o meno, sono stati aggiunti. È perciò interessante soffermarsi sugli obiettivi che Pechino si è data stavolta. In cima alle priorità figurano la tecnologia e lo sviluppo di un'industria avanzata, ma anche il supporto alla domanda interna. I target di PIL pro capite che Pechino ha fissato risultano analoghi a quelli di un'economia moderatamente sviluppata: qualora fossero raggiunti, si otterrebbe dunque un incremento non trascurabile. In un contesto che oggi potrebbe apparire debole, i traguardi posti sono di grande interesse e meritano un attento monitoraggio.

IL TEST DELL'INFLAZIONE

AGGIORNAMENTO SUI PREZZI RINVIATO A METÀ DICEMBRE

Nell'impossibilità di ottenere retroattivamente alcuni dati non raccolti durante lo shutdown, negli **USA** il Bureau of Labor Statistics (BLS) ha annullato il rapporto di ottobre sull'indice dei prezzi al consumo (CPI). Il resoconto di novembre uscirà il 18 dicembre, dopo l'ultima riunione dell'anno della Fed. L'indice dei prezzi alla produzione per la domanda finale (PPI) di settembre, la cui pubblicazione era inizialmente attesa per il 16 ottobre, risulta salito dello 0,3% a settembre (su base destagionalizzata). Su base annua (e non destagionalizzata), la variazione è stata del +2,7%.

LA VARIAZIONE DELL'INFLAZIONE RIMANE CONTENUTA

Nell'**area euro**, il dato annuo a novembre ha fatto registrare un +2,2%, in marginale aumento rispetto a ottobre (2,1%), mentre la componente core è rimasta stabile al 2,4% (Grafico I3).

LA DEBOLEZZA DEI CONSUMI SI RIFLETTE SUI PREZZI

Malgrado il miglioramento dei dati complessivi (prezzi alla produzione e al consumo), in **Cina** le pressioni deflazionistiche non sembrano essersi allentate: ragione in più per attendersi ulteriori misure governative volte a far da stimolo alla domanda.

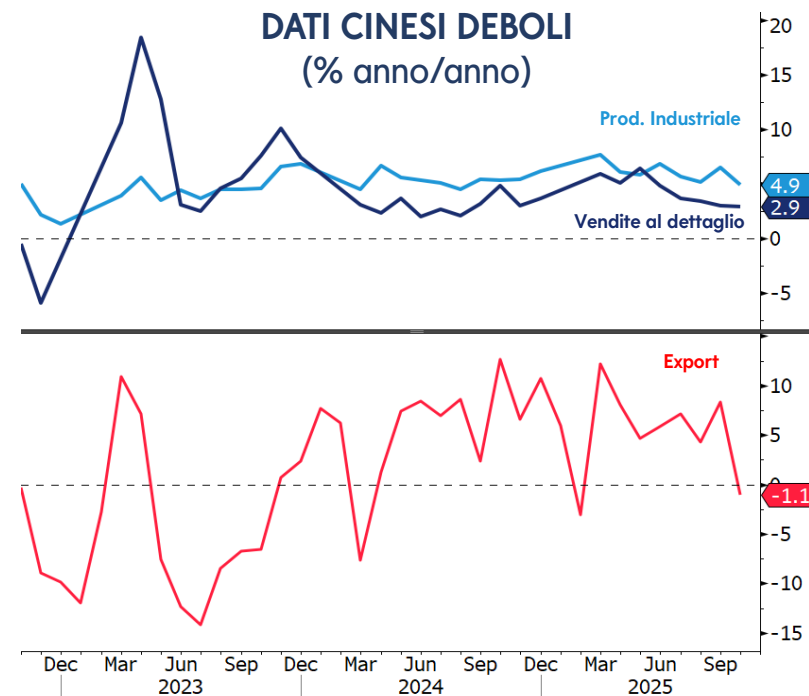


Grafico I2 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

INFLAZIONE A CONFRONTO (% YoY)

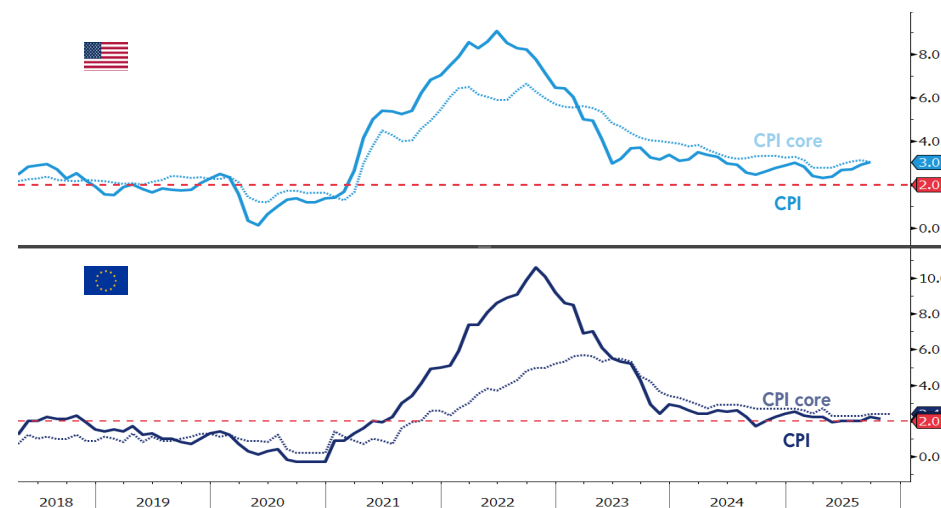


Grafico I3 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

TASSI: RIDURLI O NO?

LA MANCATA O RITARDATA USCITA DEI DATI COMPLICA IL LAVORO

A fine novembre, l'incremento delle attese di un nuovo taglio dei tassi a dicembre ha portato un certo sollievo sui mercati. Dirimenti sono stati i toni possibilisti di alcuni alti funzionari Fed.

Il governatore Chris Waller si è detto favorevole a un ribasso per motivi legati al mercato del lavoro, pur nell'ambito di un approccio riunione per riunione.

Mary Daly, della Fed di San Francisco, concorda sulla riduzione, e pure lei ha chiamato in causa il mercato del lavoro. John Williams, della Fed di New York, ha richiamato l'altro fattore chiave per la Fed: i prezzi. Se i rischi al ribasso per l'occupazione sono aumentati, quelli al rialzo per l'inflazione si sono attenuati.

I verbali dell'ultima riunione del **FOMC** hanno mostrato però un quadro meno compatto: altri membri ritengono opportuno mantenere i tassi invariati, segnalando una Fed ancora divisa. In parallelo, hanno avuto forte risonanza anche le indiscrezioni sulla possibile nomina di Kevin Hassett alla guida della Fed nel 2026, figura considerata vicina a Trump e generalmente favorevole a un'impostazione più accomodante.

In questo contesto, il mercato è tornato ad assegnare una probabilità molto elevata - oltre il 90% - a un terzo taglio dei tassi a dicembre, e prezza ulteriori 2-3 riduzioni nel corso del 2026 (Grafico I4).

BCE, PER ORA IL CICLO DEI TAGLI DEI TASSI È CONCLUSO

L'inflazione vicina al target, la crescita tutto sommato in tenuta e la disoccupazione ai minimi storici spingono la **BCE** a ritenere concluso, per ora, il ciclo dei tagli: una posizione che sembra sostanzialmente confermata dai verbali della riunione di fine ottobre. Atteso a dicembre l'aggiornamento delle proiezioni (Grafico I5).

PROBABILITÀ TAGLIO FED DICEMBRE

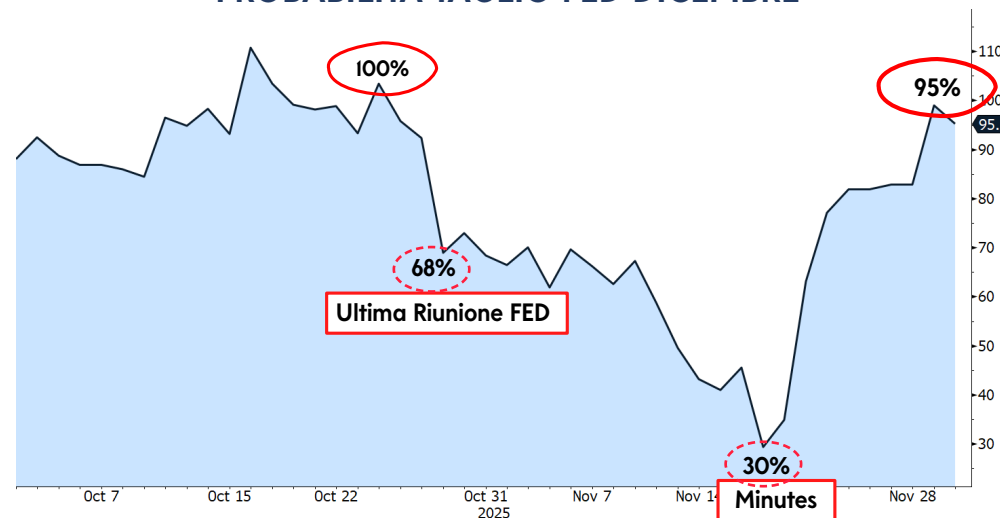


Grafico I4 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

TRAIETTORIA ATTESA DAL MERCATO SUI TASSI FED E BCE

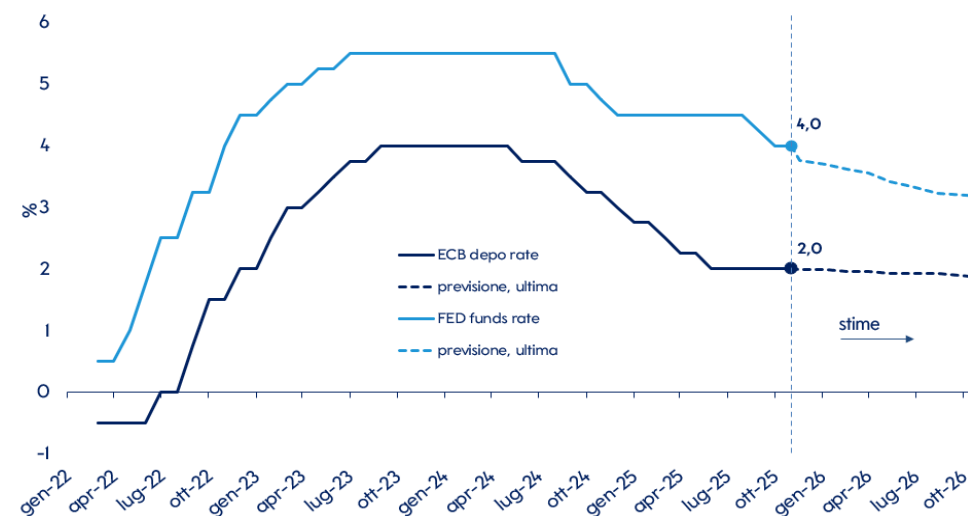


Grafico I5 - Fonte: Bloomberg, Rielaborazione Banca Mediolanum.
Il Fed Funds rate fa riferimento alla media dei tassi sui Fed Funds- 2 Dicembre 2025

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE OBBLIGAZIONARIE

NEI PORTAFOGLI DIVERSIFICATI, SPAZIO ANCHE AL BOND

La correzione di novembre ha interessato l'equity ma non l'obbligazionario, rimasto alquanto stabile. Il bond conferma così la riscoperta del suo ruolo tradizionale: asset class che offre rendimento, ma abbastanza **decorrelata** rispetto all'equity da poter offrire anche diversificazione (Grafico 16). In generale, i rendimenti a medio e lungo termine oggi sembrano meno reattivi ai timori sull'esplosione dei debiti fiscali e sulla fuga dai Treasury che hanno tenuto banco a inizio anno. Nel credito (inteso come bond, IG e HY), gli spread restano, come visto, molto contenuti, a segnalare che per ora non scontano scenari estremi. Tenuto conto del contesto e del maggior grado di incertezza, non si può escludere un potenziale allargamento. Tuttavia, nel complesso, i fondamentali rimangono solidi e i rischi riconducibili al private credit, allo stato attuale, non appaiono tali da dare luogo a crisi di natura sistemica.

PROSPETTIVE AZIONARIE

L'EQUITY BENEFICIA DEGLI UTILI E DELLE POLITICHE A SUPPORTO

Al di là del rumore di breve, nell'azionario gli elementi di fondo sono ancora presenti, e sono tendenzialmente a supporto. Innanzitutto, i rialzi dell'ultimo anno sono stati guidati interamente dalla crescita degli utili: quelli dell'S&P 500, in particolare, sono saliti di oltre il +12% nell'ultimo anno (Grafico 17).

E la forza non è solo nelle Big Tech: l'ultima stagione delle trimestrali ha mostrato un allargamento del contributo a diverse aree del mercato. Le valutazioni, complice l'aggiustamento delle ultime settimane, appaiono sotto i livelli di un anno fa.

I BOND TORNANO A DARE STABILITÀ

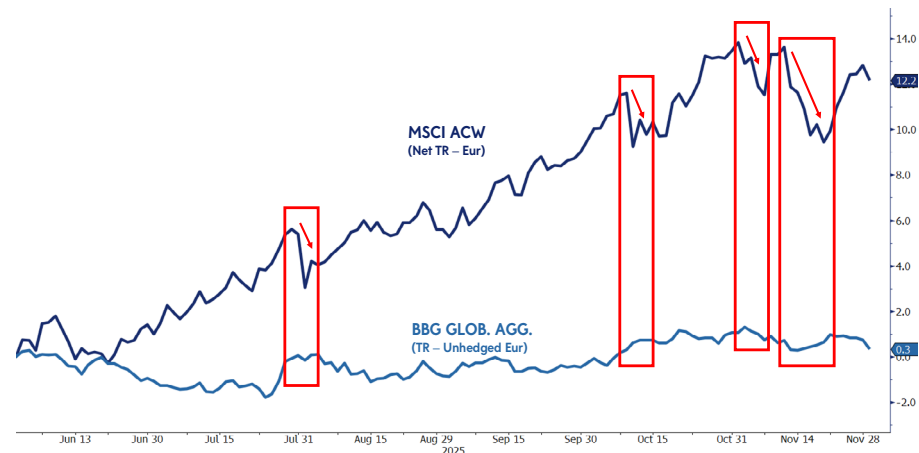


Grafico 16 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

I FONDAMENTALI RESTANO SOLIDI

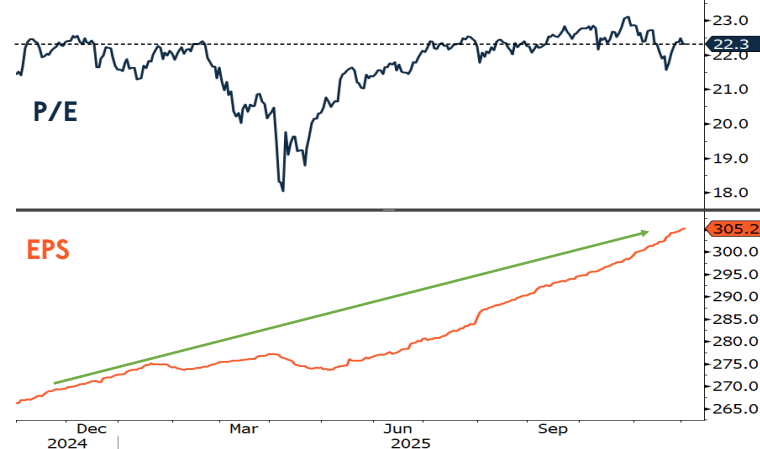


Grafico 17 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

Vanno poi tenute in conto le politiche monetarie - al di là della decisione di dicembre, nei prossimi mesi per la Fed si profila una riduzione dei tassi - e fiscali (l'OBBBA negli USA, per esempio). Infine, i Megatrend: l'innovazione legata alla sostenibilità e alla transizione energetica è fra questi, anche alla luce del fabbisogno degli "hyperscaler" (e a dispetto della COP30 passata in sordina).

L'AI è indubbiamente un Megatrend: i dubbi sui ritorni degli investimenti potrebbero causare intoppi di breve, ma senza pregiudicare la tendenza di lungo periodo.

IMPLICAZIONI STRATEGICHE

IL VERO RISCHIO È PERDERE I RIALZI DI LUNGO PERIODO

Non può escludersi la possibilità che, a quella di novembre, seguano altre correzioni. I ribassi, però, sono eventi che si ripetono con una certa frequenza e che, dunque, rientrano nella norma. Come dimostrano i dati storici, correzioni superiori al 5% sull'azionario globale si verificano all'incirca una volta l'anno, mentre una volta ogni tre anni assistiamo a correzioni superiori al 10%. E circa ogni cinque anni possiamo imbatterci in un calo superiore al 20% (Grafico 18). Tali eventi non pregiudicano i rendimenti di lungo periodo. Proprio per questa ragione, occorre saperli sopportare. E saper sfruttare gli episodi di volatilità per cogliere le opportunità di lungo termine (come i Megatrend).

Ciò impone un cambio di prospettiva sul rischio. Tipicamente, negli investimenti esso è associato alla volatilità. In realtà, il vero rischio, per chi investe guardando avanti nel futuro, non è tanto imbattersi nella volatilità di breve quanto non beneficiare dei rialzi di lungo. Un esito, quest'ultimo, che si può evitare diversificando, entrando gradualmente (e, quindi, volgendo la volatilità a proprio vantaggio) e lasciando lavorare il tempo, che in un orizzonte lungo è, tipicamente, un grande alleato.

FREQUENZA RIBASSI INDICE MSCI WORLD PER DECENNIO

(Total return dal 1970 ad oggi)

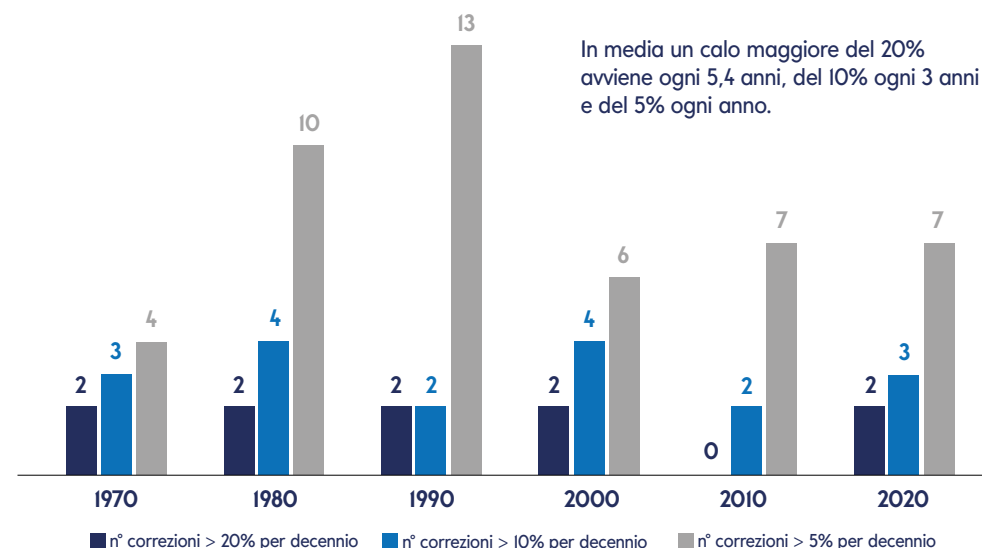


Grafico 18 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

A top-down view of a grid of light bulbs. Most bulbs are unlit, showing their internal filaments. One bulb in the upper right quadrant is lit, casting a warm glow. A vertical white line runs down the center of the image.

OM

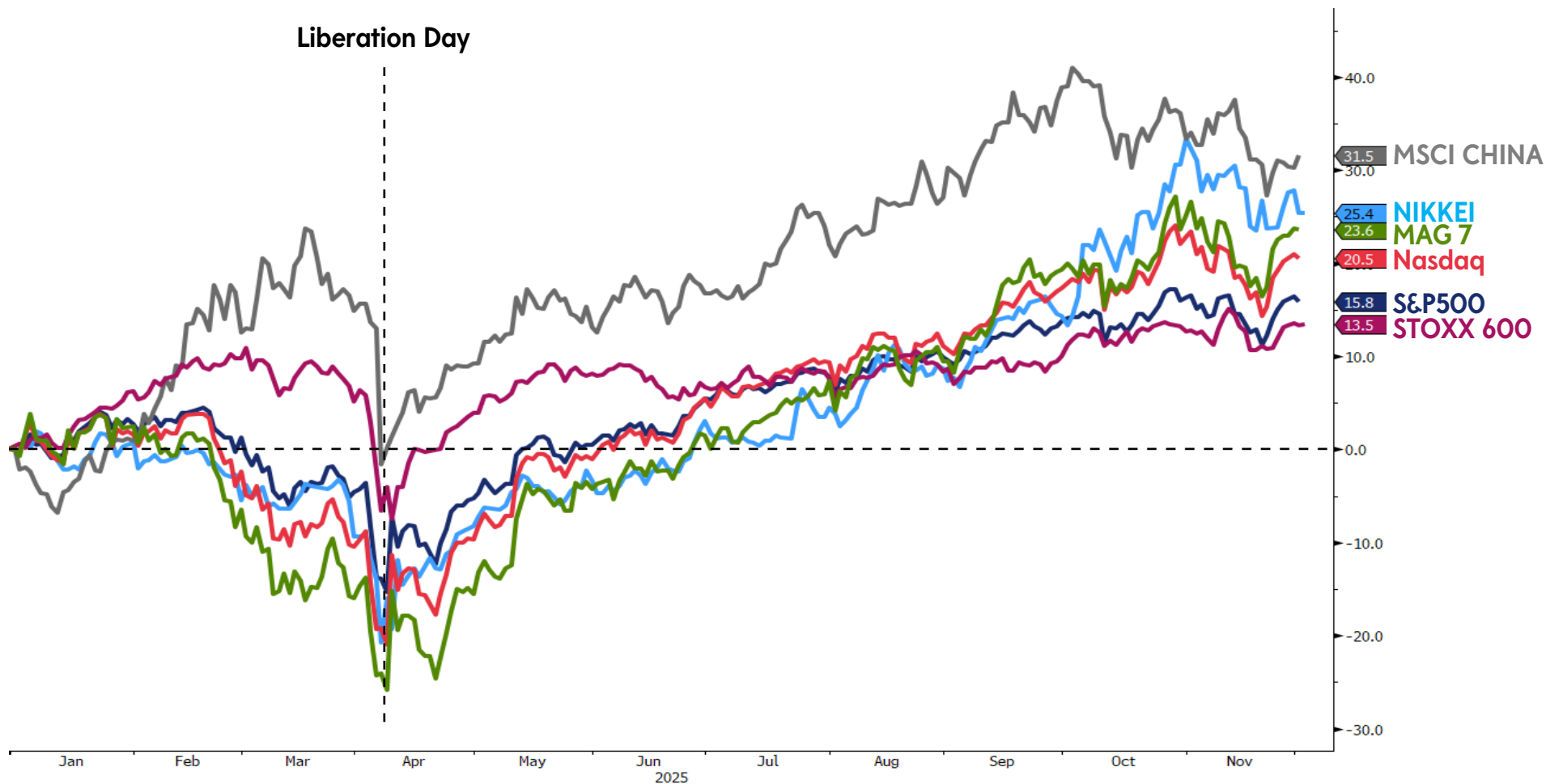
OSSERVATORIO
MERCATI

ALLEGATI

 DIC. 2025

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI - Grafico 1

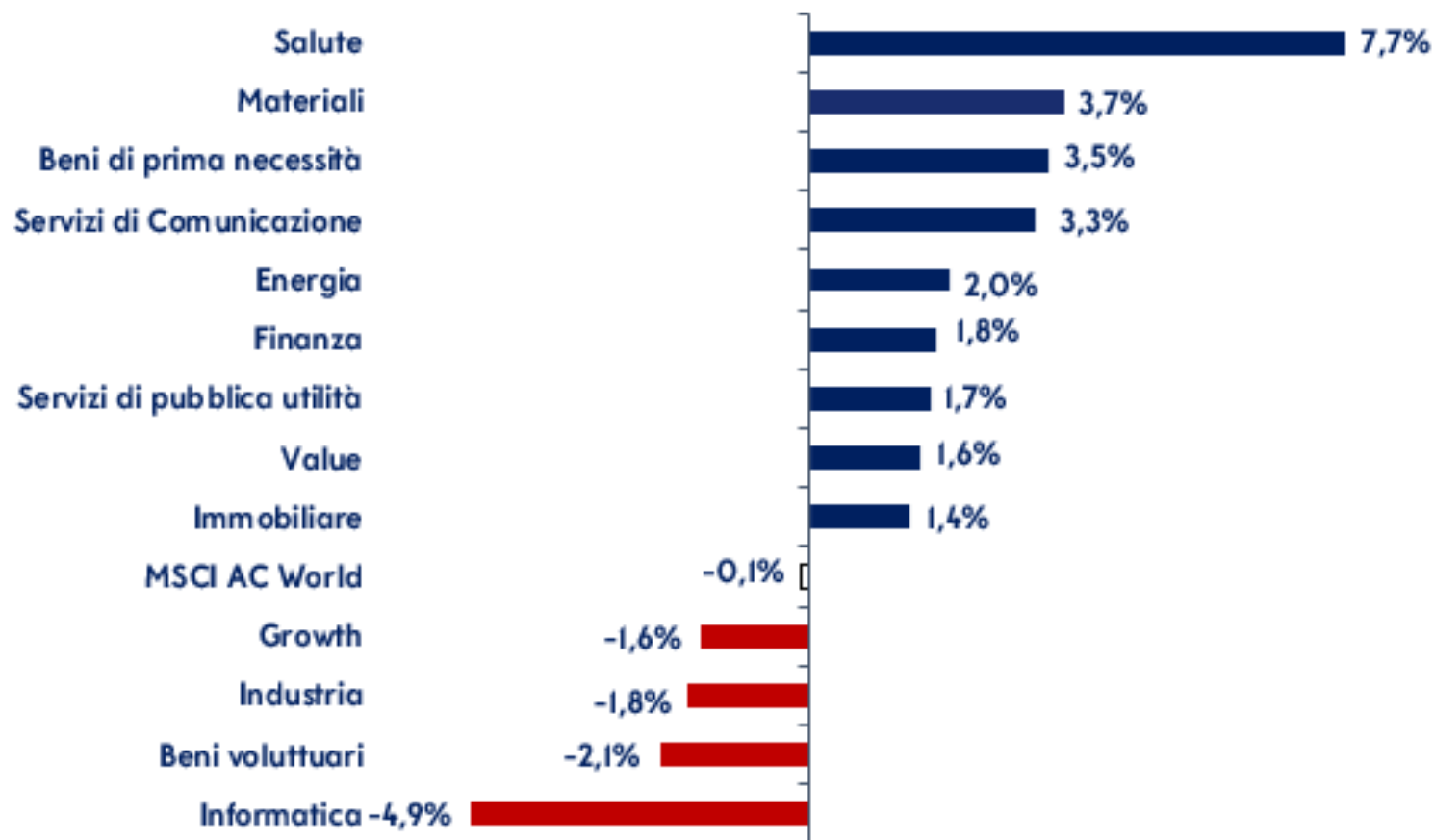
(Performance %, YTD)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

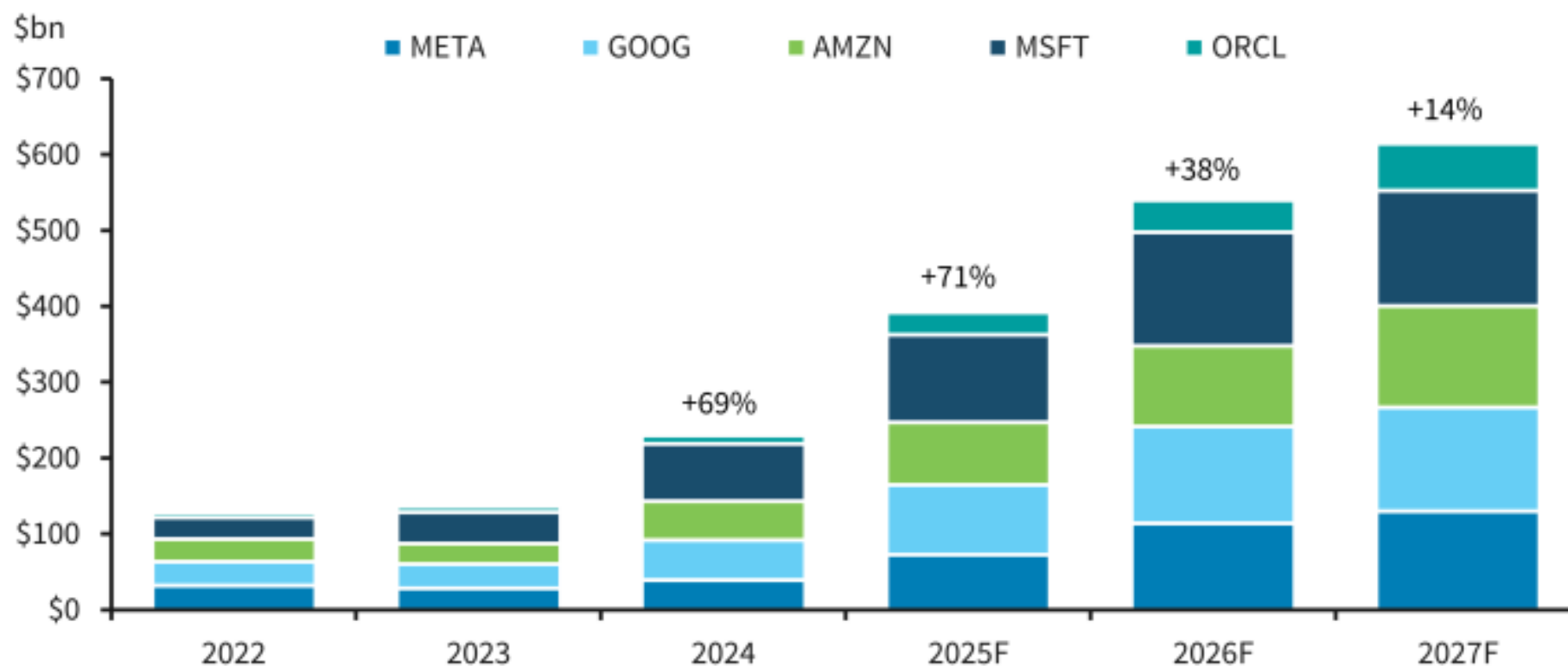
PERFORMANCE SETTORI GLOBALI - Grafico 2

(Sottostanti indice MSCI AC World, Novembre 2025)



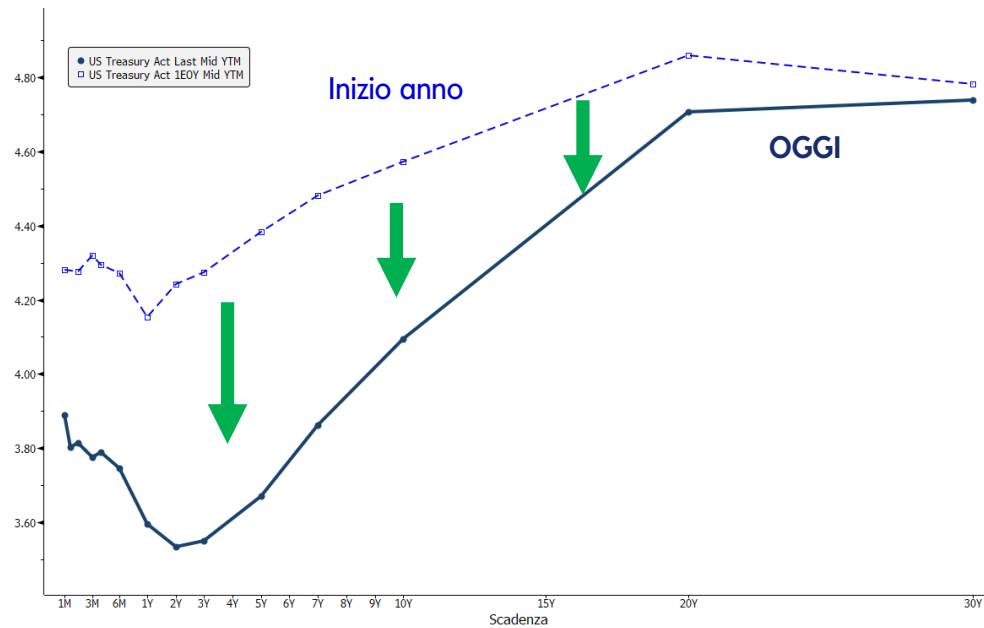
Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg. Dati al 2 Dicembre 2025

INVESTIMENTI FISSI BIG TECH USA - Grafico 3



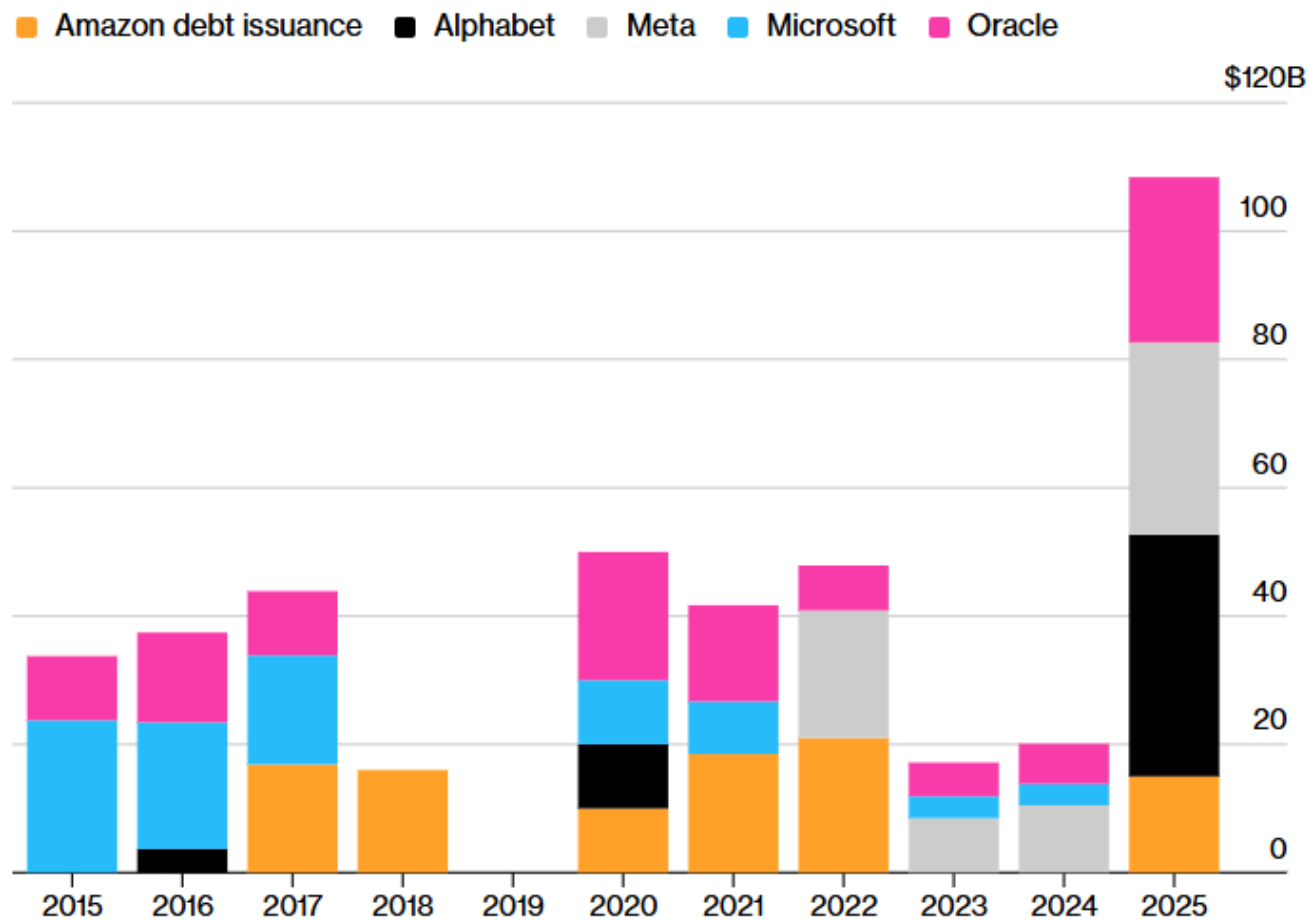
Fonte: Financial Times

CURVE DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI USA E GERMANIA - Grafico 4



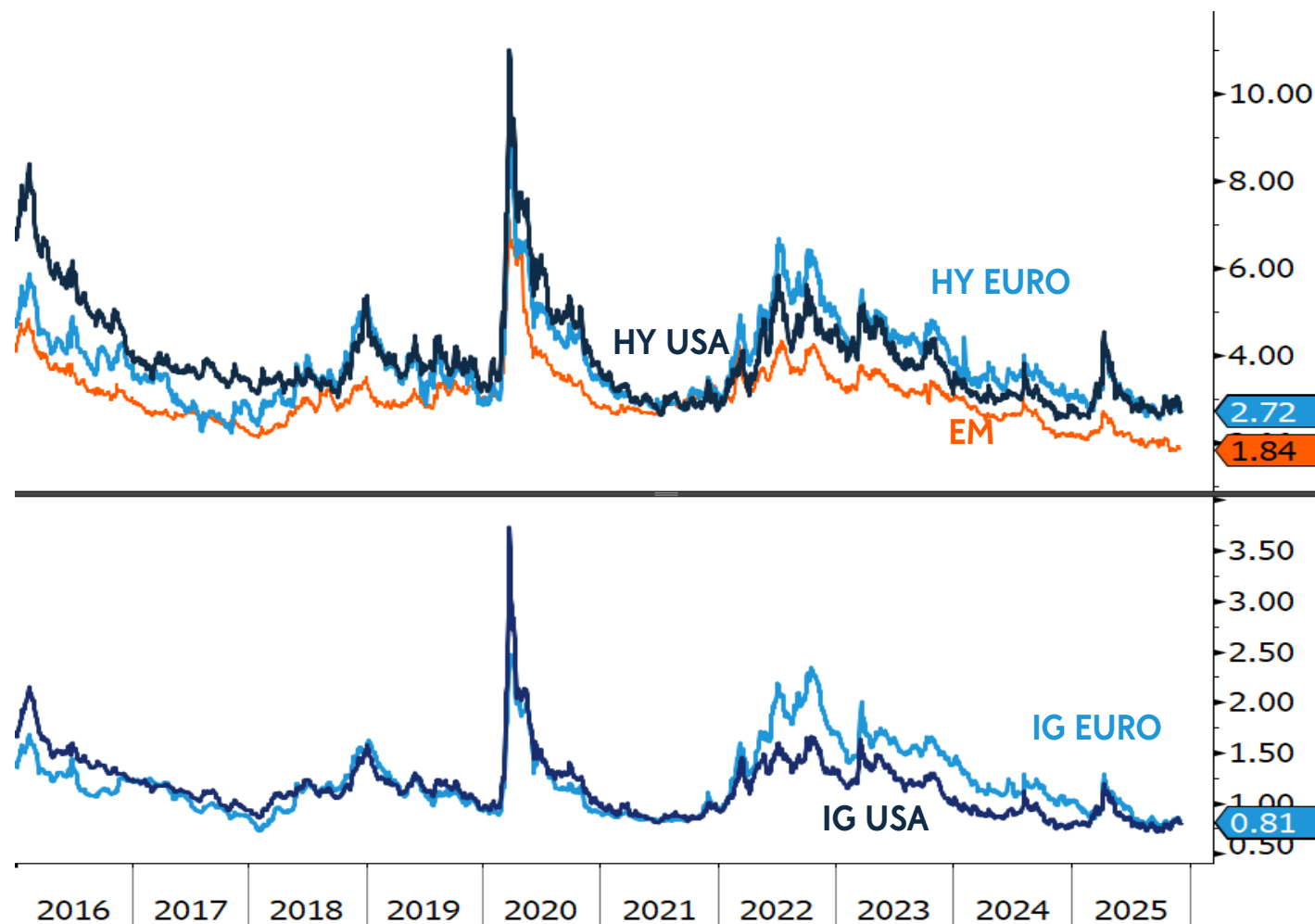
Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

DEBITO RECORD PER LE BIG TECH - Grafico 5



Fonte: Bloomberg Intelligence

SPREAD DI CREDITO (%) - Grafico 6



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

ANDAMENTO PRINCIPALI MATERIE PRIME – Grafico 7



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

ANDAMENTO DOLLAR INDEX - Grafico 8

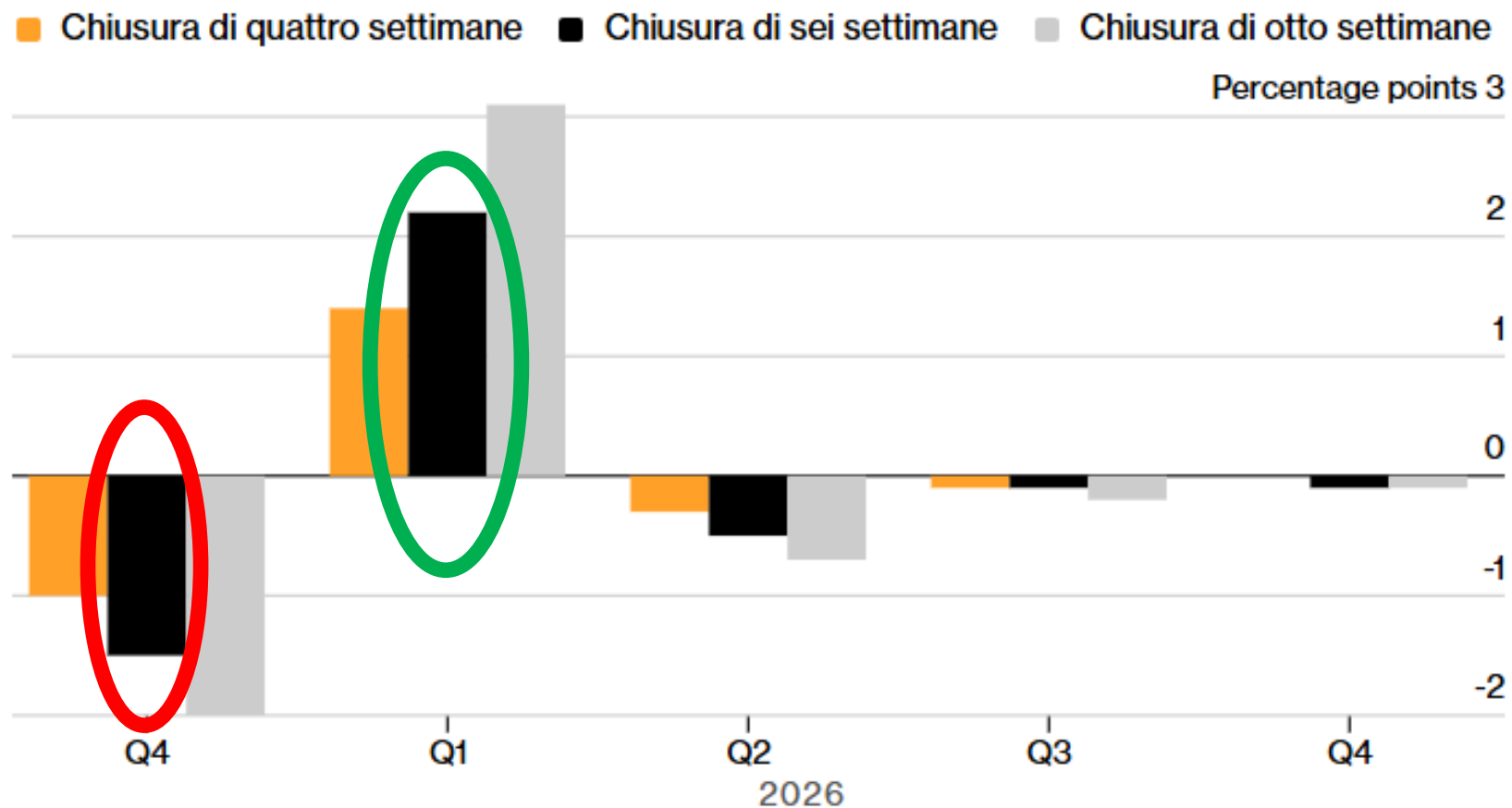
(da inizio 2024)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

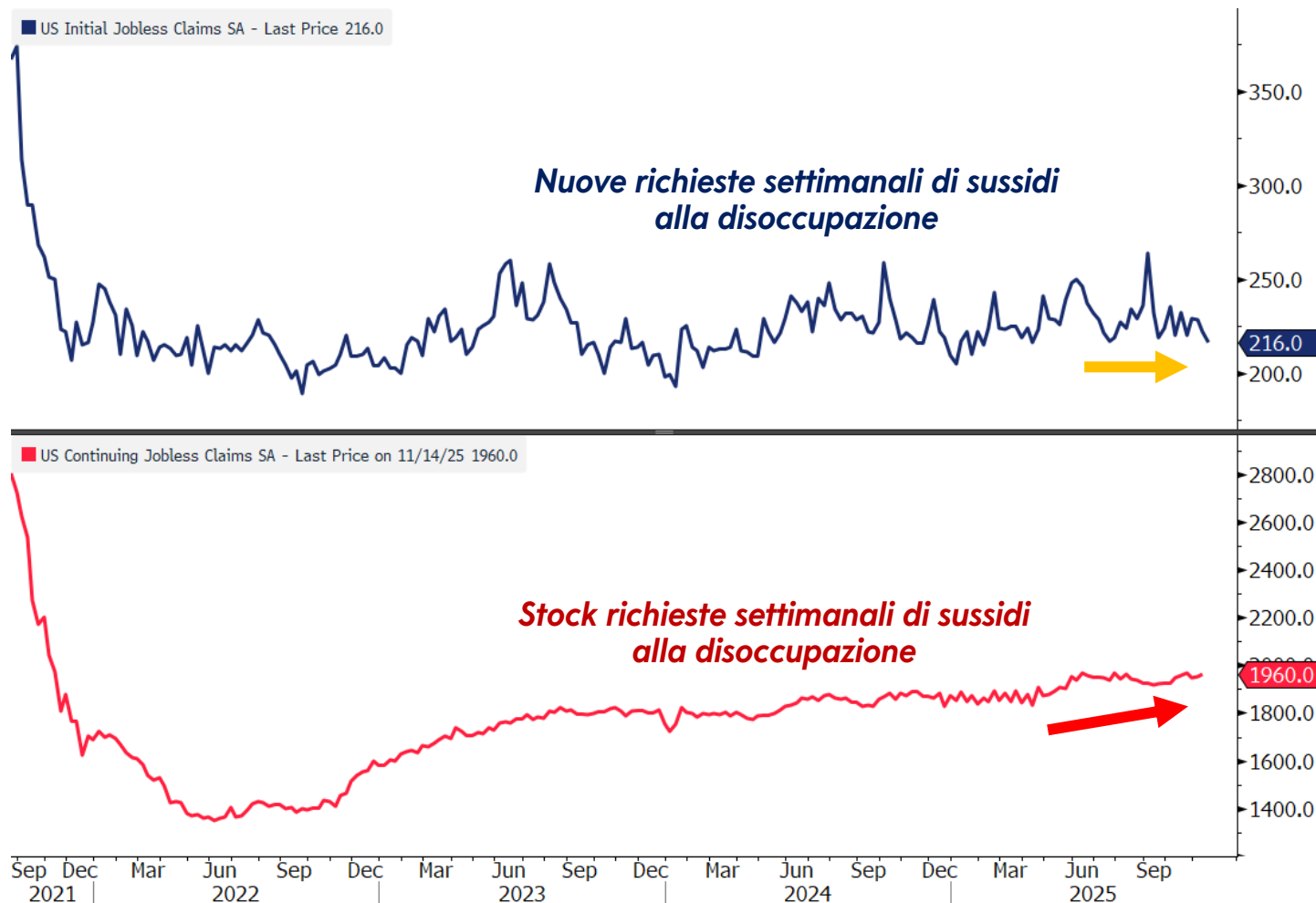
LO SHUTDOWN RIN VIA LA CRESCITA - Grafico 9

(Impatto sul tasso di crescita trimestrale annualizzato del PIL reale in tre ipotesi)



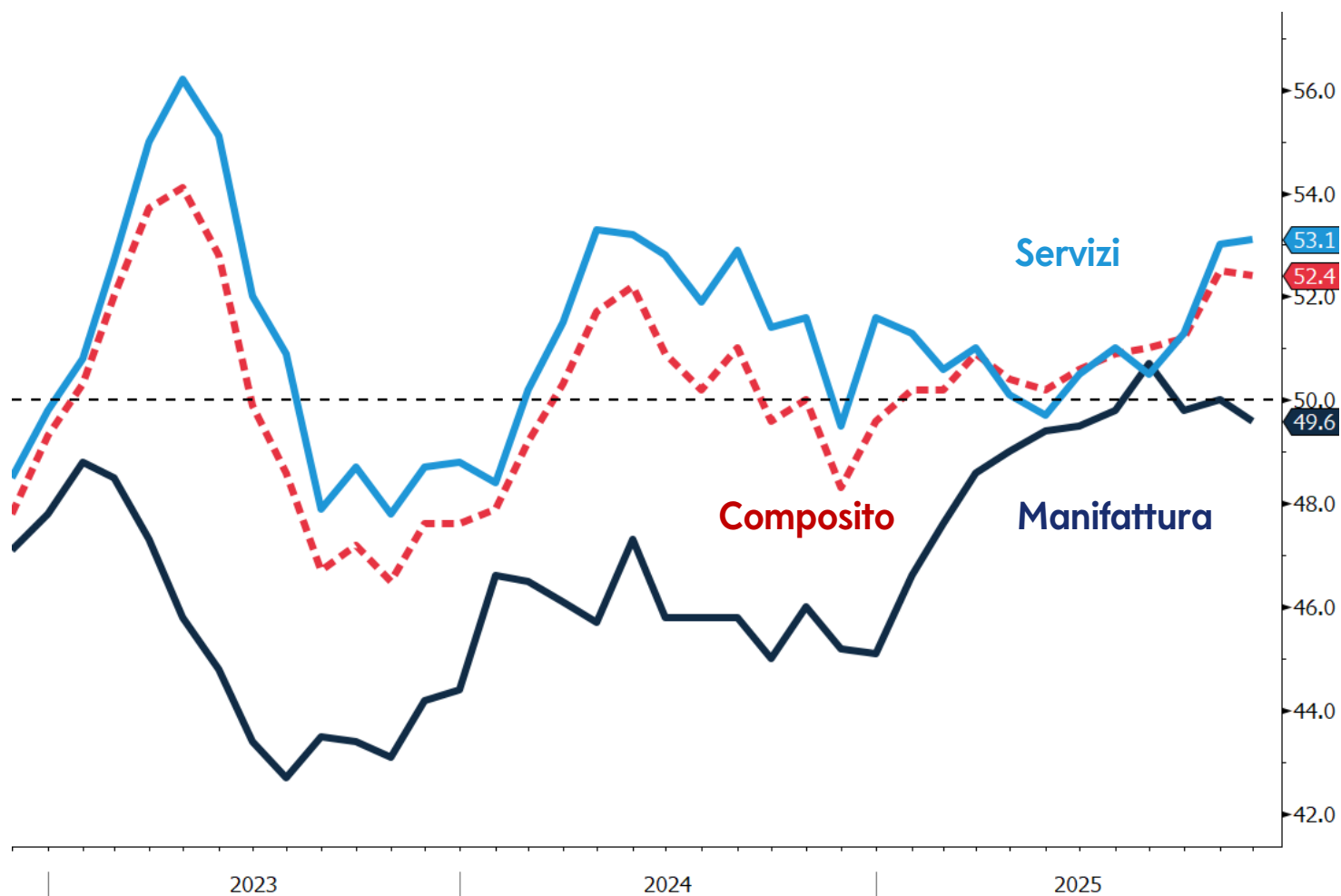
Fonte: Congressional Budget Office

"LOW HIRE, LOW FIRE" – Grafico 10



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

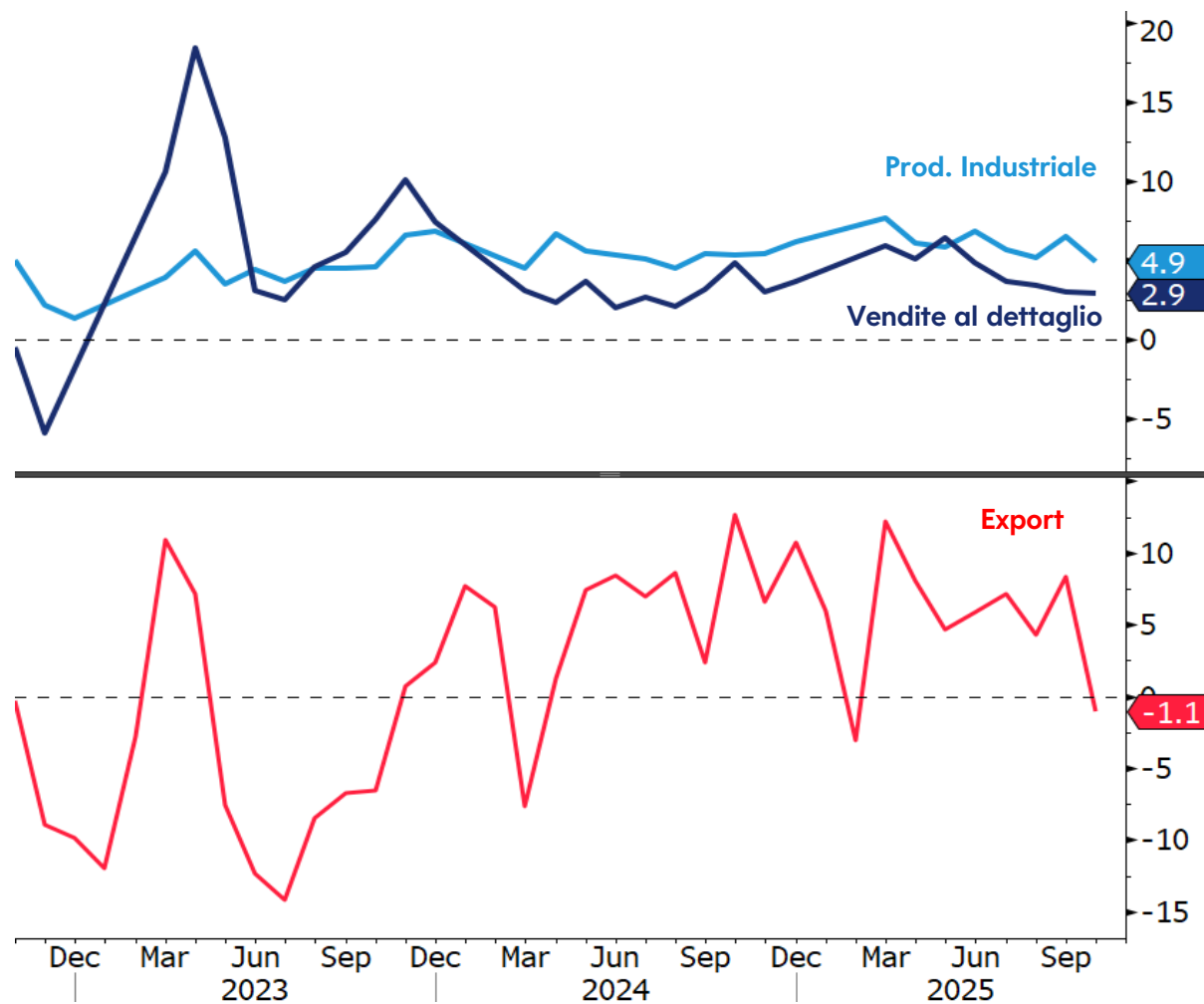
INDICI PMI AREA EURO - Grafico 11



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

DATI CINESI DEBOLI - Grafico 12

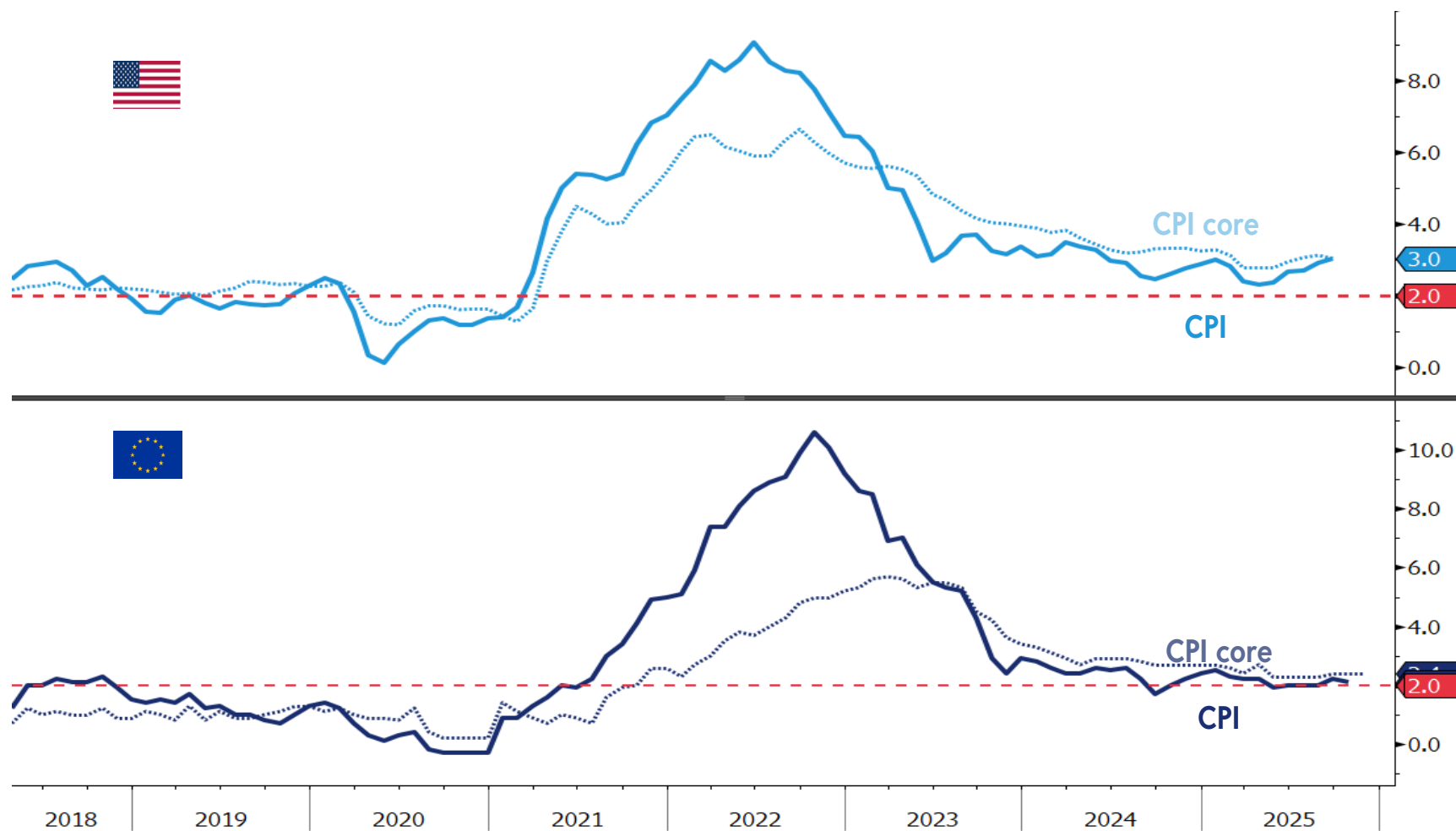
(% anno/anno)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

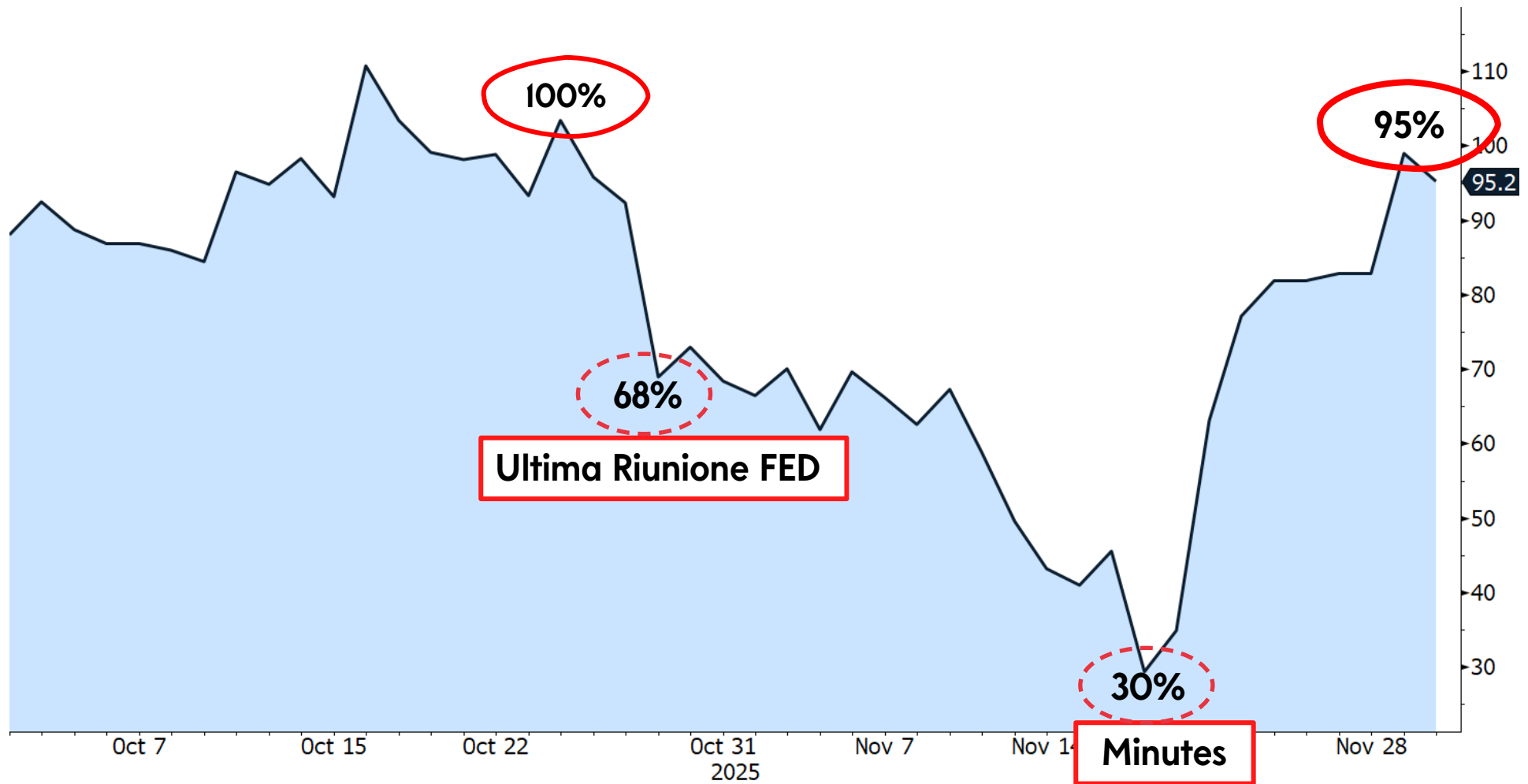
INFLAZIONE A CONFRONTO - Grafico 13

(%, YoY)



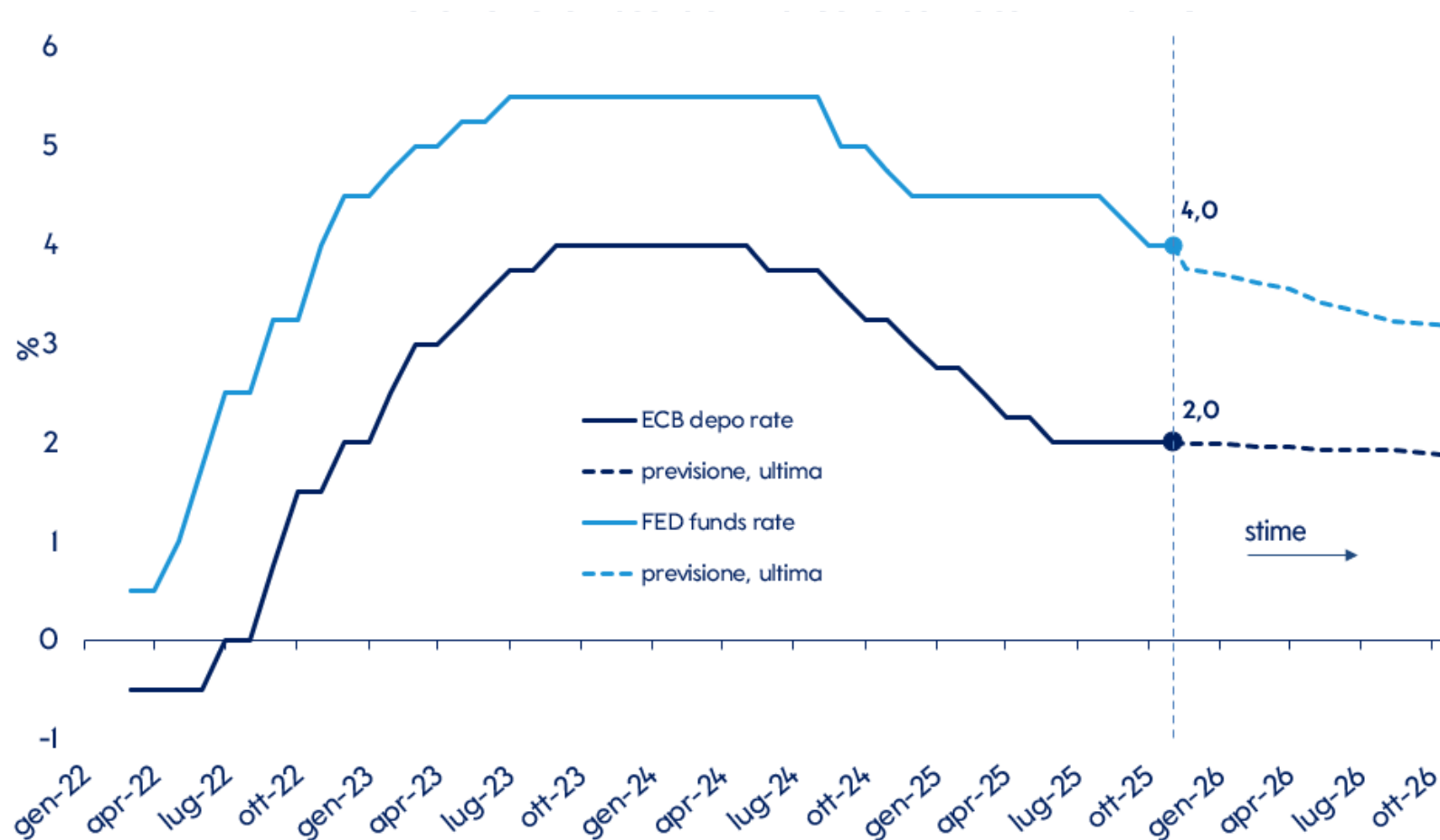
Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

PROBABILITÀ TAGLIO FED DICEMBRE - Grafico 14



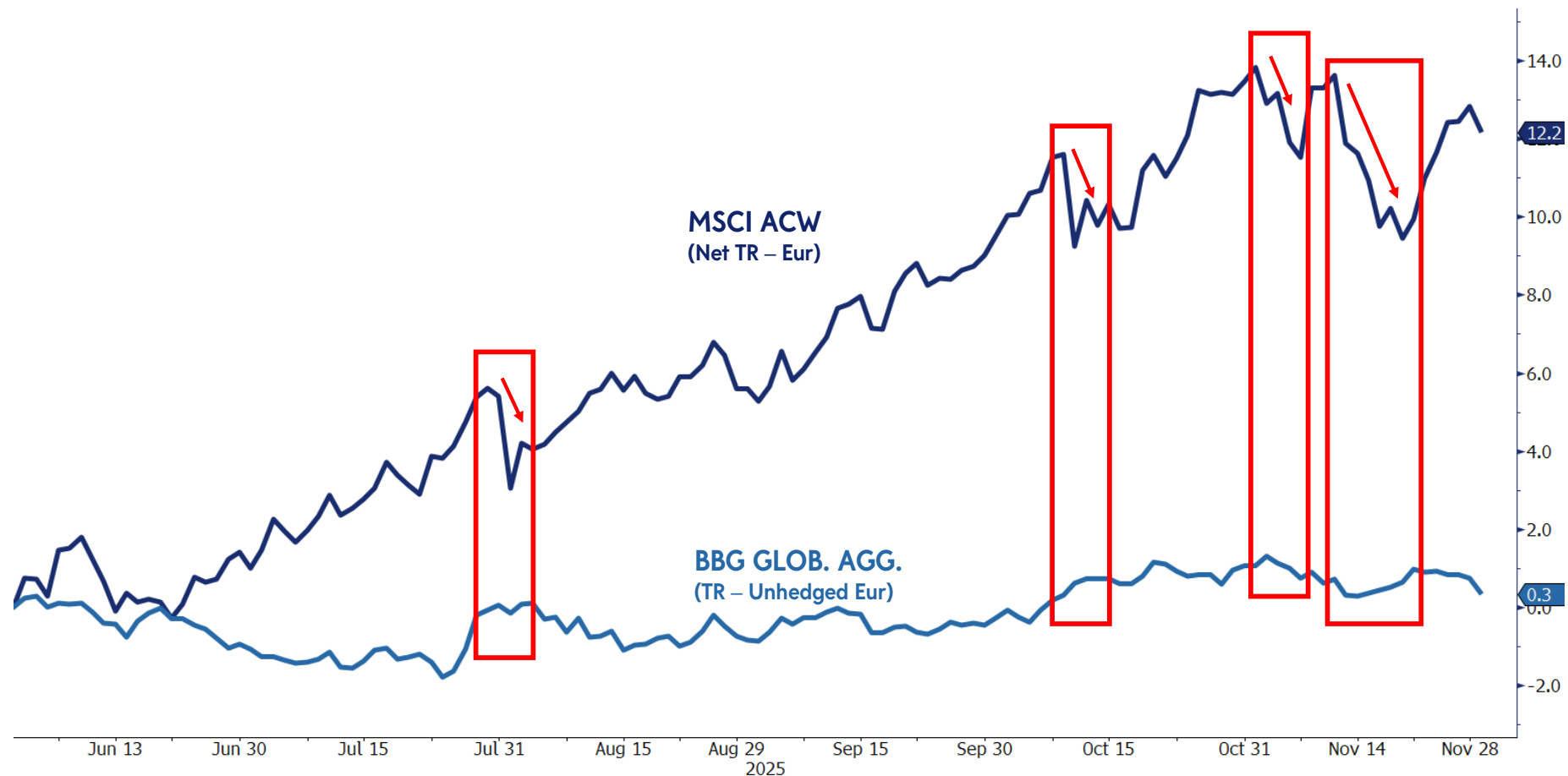
Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

TRAIETTORIA ATTESA DAL MERCATO SUI TASSI FED E BCE - Grafico 15



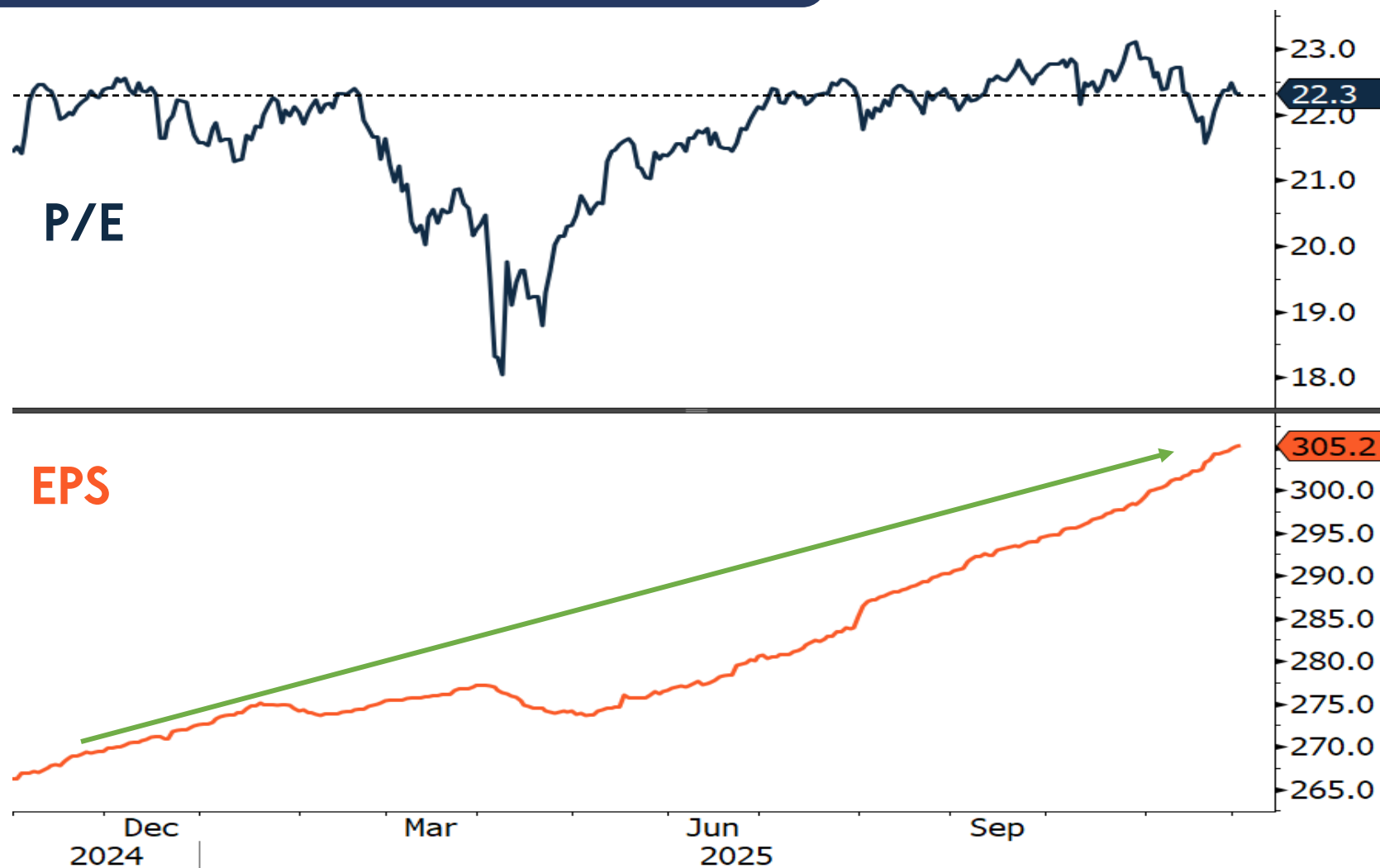
Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Il Fed Funds rate fa riferimento alla media dei tassi sui Fed Funds. Dati al 2 Dicembre 2025

I BOND TORNANO A DARE STABILITÀ - Grafico 16



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 2 Dicembre 2025

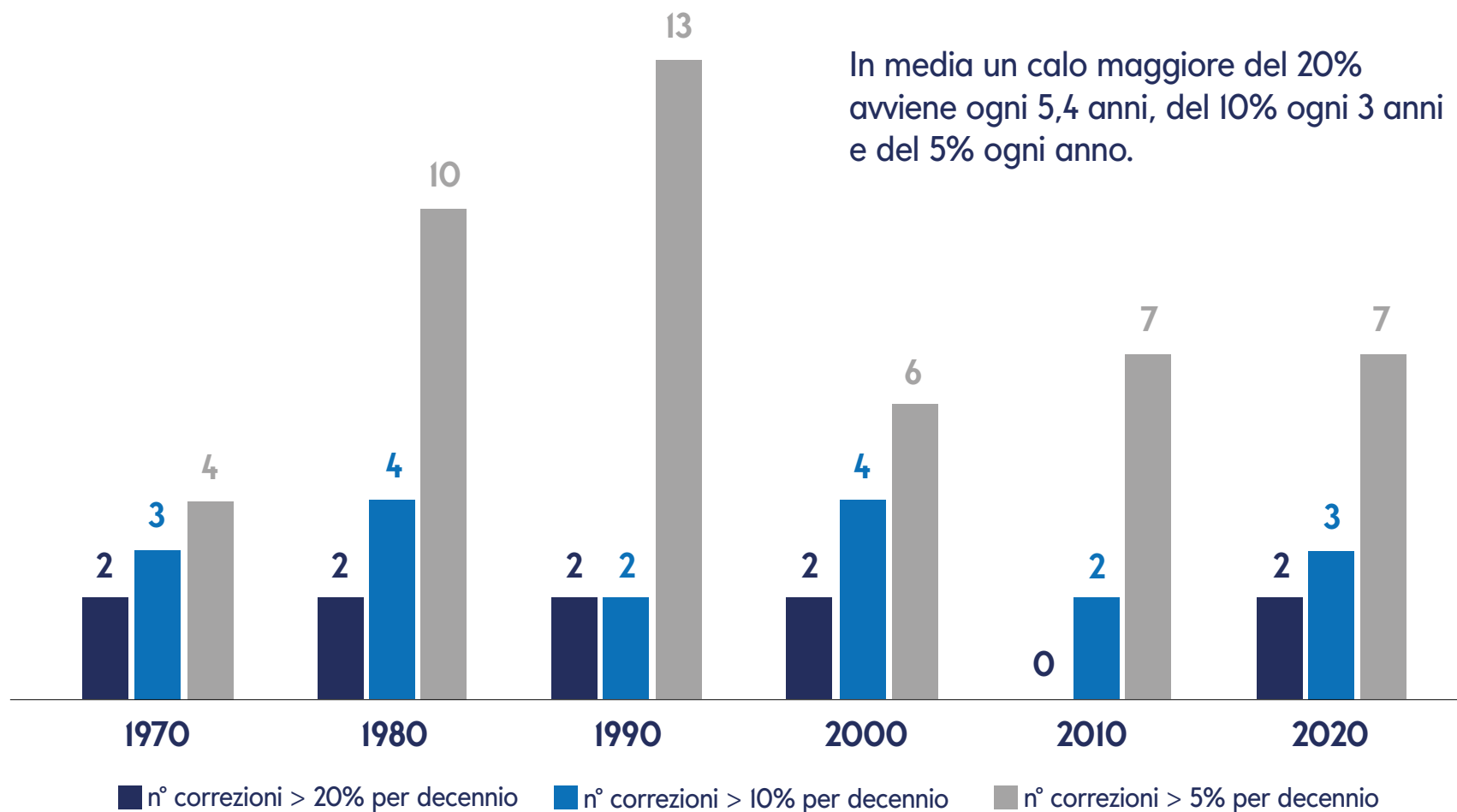
I FONDAMENTALI RESTANO SOLIDI - Grafico 17



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025

FREQUENZA RIBASSI INDICE MSCI WORLD PER DECENNIO - Grafico 18

(Total return dal 1970 ad oggi)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 2 Dicembre 2025