

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

MERCATI
OLTRE L'HYPE

 GEN. 2026

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

WHAT'S UP

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

WHAT'S NEW

SCENARIO ECONOMICO.....	10
SEGNALI DAI PREZZI.....	13
ALLENAMENTO DIVERGENTE.....	13

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE PER IL 2026.....	15
ARIA DI ROTAZIONE?.....	16

ALLEGATI.....	17
---------------	----



EUROZONA, STIMA FLASH PRELIMINARE PIL QUARTO TRIM. 2025	30 Gennaio 2026
USA, RIUNIONE FOMC	27-28 Gennaio 2026
EUROZONA, PIL E OCCUPAZIONE TERZO TRIM. 2025	20 Gennaio 2026
DAVOS, WORLD ECONOMIC FORUM	19-23 Gennaio 2026
EUROZONA, INFLAZIONE HICP DICEMBRE	19 Gennaio 2026
USA, CPI DICEMBRE	13 Gennaio 2026
USA, EMPLOYMENT SITUATION DICEMBRE	9 Gennaio 2026
EUROZONA, STIMA FLASH INFLAZIONE DICEMBRE	7 Gennaio 2026

DICEMBRE

GENNAIO

EUROZONA, STIMA FLASH INFLAZIONE NOVEMBRE	2 Dicembre 2025
UE-EUROZONA, PIL E OCCUPAZIONE Q3	5 dicembre 2025
USA, JOLTS OTTOBRE	9 dicembre 2025
USA, RIUNIONE FOMC	9-10 dicembre 2025
UE, MERCATO DEL LAVORO Q3	12 dicembre 2025
USA, EMPLOYMENT SITUATION NOVEMBRE	16 dicembre 2025
EUROZONA, INFLAZIONE HICP NOVEMBRE	17 dicembre 2025
EUROZONA, RIUNIONE BCE	18 dicembre 2025
USA, CPI NOVEMBRE	18 dicembre 2025
GIAPPONE, RIUNIONE BOJ	19 dicembre 2025
USA, PIL TERZO TRIM. 2025	23 dicembre 2025



EXECUTIVE SUMMARY

WHAT'S UP

Il 2025 si è concluso in un quadro di mercato complessivamente favorevole. L'azionario ha registrato una performance robusta che, nella parte finale dell'anno, si è progressivamente estesa oltre il tech, segnalando un primo allargamento della partecipazione ai rialzi. Nell'obbligazionario, i rendimenti rimasti su livelli più elevati hanno restituito al comparto un ruolo distintivo nei portafogli, come fonte di reddito e strumento di diversificazione e stabilizzazione. Gli spread creditizi sono rimasti compressi, senza indicare particolari tensioni sistemiche, mentre i metalli hanno aggiornato nuovi massimi, nell'ambito di uno scenario geoeconomico in piena trasformazione, anche alla luce della cattura e del trasferimento negli Stati Uniti del presidente venezuelano Maduro, ora in custodia a Brooklyn dopo l'operazione militare statunitense del 3 gennaio. Pur in presenza di rischi latenti, nell'insieme il contesto rimane costruttivo.

WHAT'S NEW

Nell'anno l'economia ha mostrato una resilienza superiore alle attese, mentre l'inflazione ha proseguito il suo graduale processo di normalizzazione, sebbene non sempre in modo lineare. I dazi hanno rappresentato un punto di snodo rilevante. Dopo l'annuncio del 2 aprile del presidente USA Donald J. Trump, si è aperta una fase di sospensioni e negoziazioni che ha portato ad alcuni accordi, tra cui quelli con l'UE e la Cina: il sentiment ne ha tratto supporto. Le banche centrali hanno accompagnato questa fase con politiche via via meno restrittive. Se nell'anno l'orientamento è stato accomodante, verso fine 2025 è emersa una transizione verso la neutralità: il 2026 si profila meno dominato dai tagli, con possibili divergenze fra le aree.

WHAT'S NEXT

Nel 2026 si prospetta una crescita moderata. L'economia globale dovrebbe beneficiare degli effetti cumulati dell'allentamento monetario già realizzato e della progressiva attuazione di politiche fiscali espansive. In tale contesto, l'obbligazionario può ribadire il suo ruolo di diversificatore. L'azionario, dal canto suo, potrà beneficiare di utili in crescita e di un progressivo allargamento della partecipazione ai rialzi. L'AI rimane un Megatrend decisivo, ma in una fase più matura e pragmatica, con focus crescente sull'adozione diffusa e sulla sostenibilità dei ritorni. Una diversificazione ben costruita si conferma la strada maestra.



WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI

SI È CONCLUSO UN 2025 SUI MASSIMI, MA MENO CONCENTRATO

L'azionario ha concluso l'anno sui massimi, con una peculiarità: rialzi più diffusi, meno concentrati nel tech. L'indice mondiale MSCI ACW ha terminato il 2025 con un +20,6% (+0,9% nel mese, +3% nell'ultimo trimestre), segnando il terzo anno consecutivo di rialzi (Grafico 1). Nuovi massimi per l'indice **S&P 500**, sui 6.800 punti: +16,4% il bilancio annuale, +2,3% quello trimestrale, poco sotto la parità nel mese (-0,1%; Grafico 2). Per il Nasdaq il rialzo annuo è stato del +20,4% (+2,6% il trimestre, -0,5% a dicembre).

Gli investitori si sono concessi una diversificazione anche geografica: buona prova, infatti, per lo **Stoxx 600** (+16,7% annuo, +6,1% il trimestre, +2,7% l'ultimo mese del 2025). Andamento non omogeneo ma comunque positivo per gli indici nazionali: +23% il DAX (+2,6% trimestrale, +2,7% mensile); +10,4% il CAC 40 (+3,2% nel trimestre, +0,3% nel mese); +49,3% l'IBEX 35 (+11,8% nell'ultimo trimestre, +5,7% mensile); molto bene anche il FTSE MIB (+31,6% nell'anno, +5,2% nel trimestre, +3,7% a dicembre).

Non si è sottratto alla tendenza il **Nikkei** (+25,0% annuo, +12,0% trimestrale, +0,2% mensile).

Della ricerca di opportunità hanno beneficiato anche l'indice cinese **MSCI China** (+28,3% annuo, nel trimestre -7,6%, -1,5% a dicembre) e l'**area emergente** (+30,6% nell'anno, +4,3% nel trimestre, +2,7% nel mese).

In ambito **settoriale**, sebbene il tech non si sottragga ai riflettori (con Nvidia, Oracle, Broadcom e le altre), il traino non pare più concentrato in tale comparto (Grafico 3). I rialzi più diffusi evidenziano una maggior selettività sull'AI e, in generale, un'evoluzione più equilibrata.

PERFORMANCE ANNUALI AZIONI GLOBALI
(Indice MSCI AC World, USD)

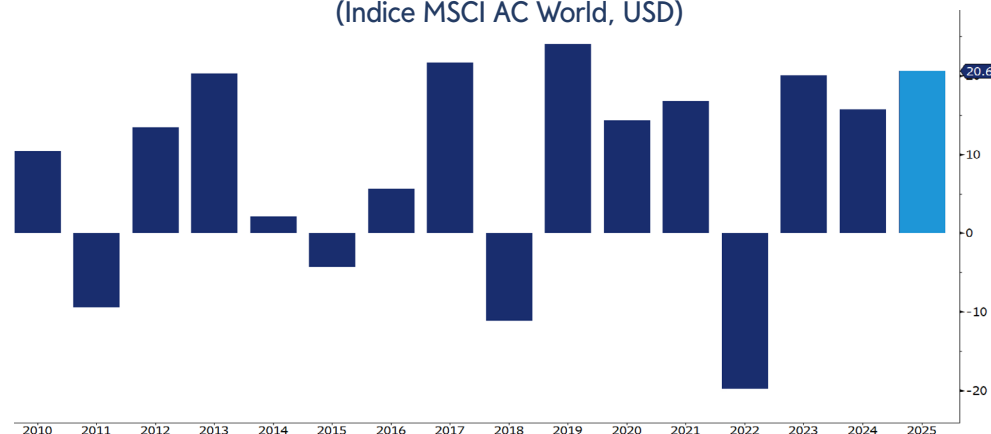


Grafico 1 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 5 Gennaio 2026

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI
(Performance %, 2025)

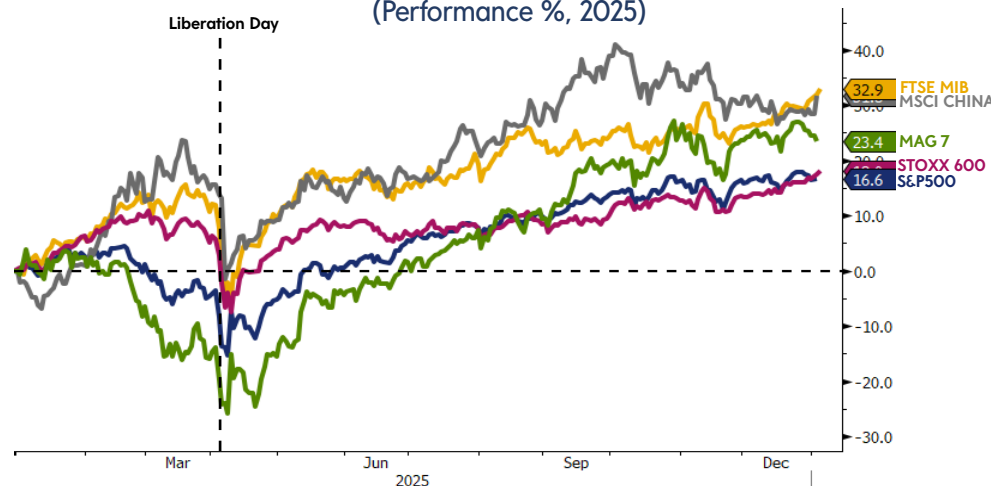


Grafico 2 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 5 Gennaio 2026

La crescita degli utili aziendali dell'S&P 500 è vista in progressivo allargamento, grazie alla tenuta dell'economia e all'attesa diffusione dell'adozione dell'AI in molti altri comparti, con i relativi guadagni di produttività (Grafico 4).

In Europa persiste il tema della difesa, nell'ambito dei negoziati Russia-Ucraina e, più in generale, dei nuovi e più complessi scenari internazionali.

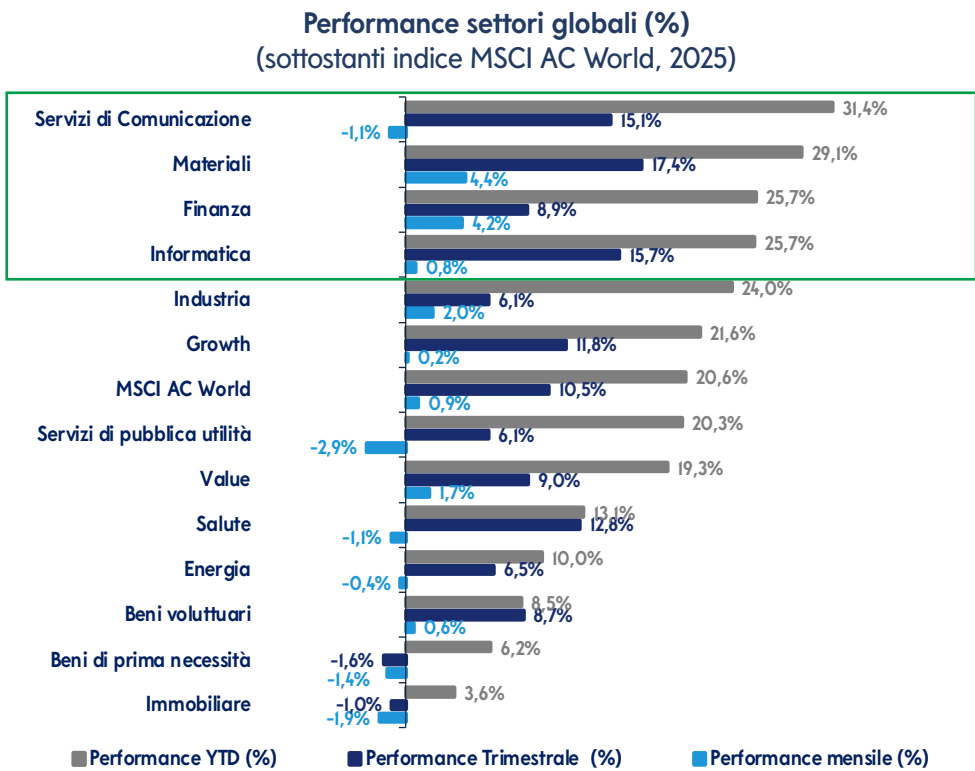


Grafico 3 - Rielaborazione Banca Mediolanum su dati Bloomberg. Dati aggiornati al 05/01/2026.

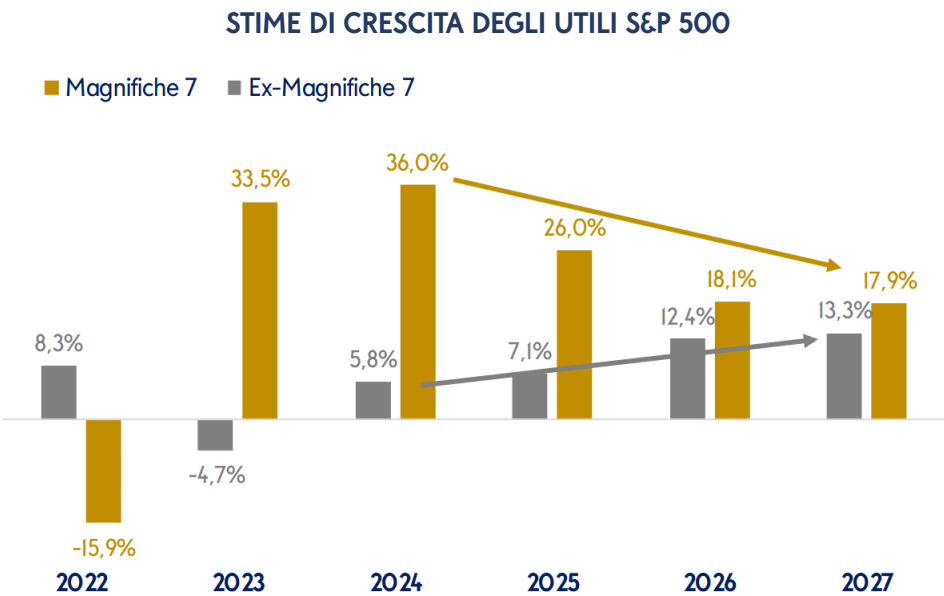


Grafico 4 - Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum su dati Bloomberg.

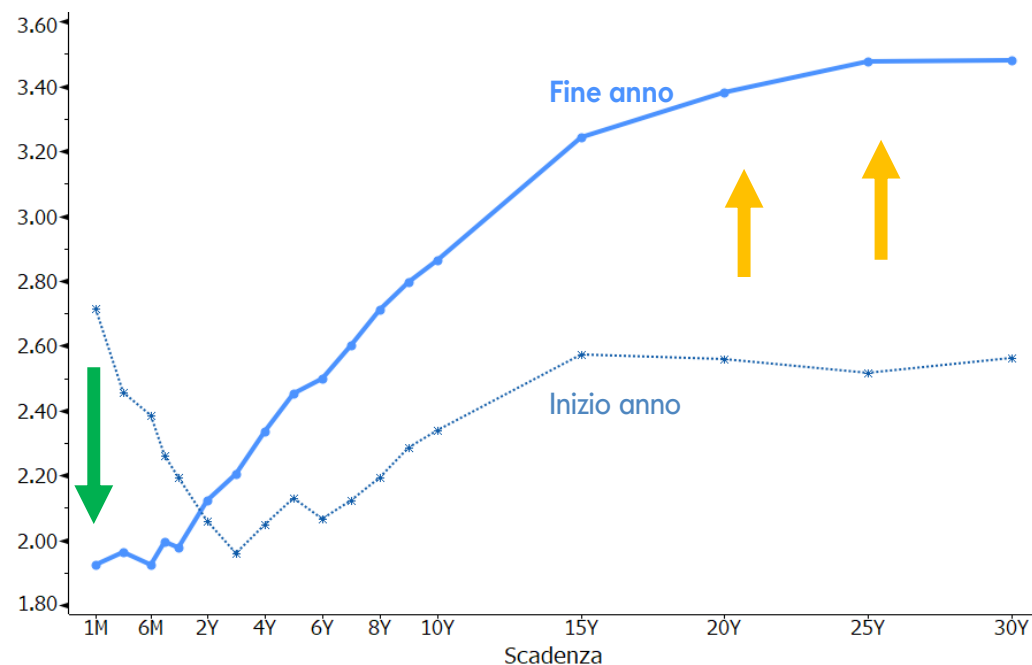
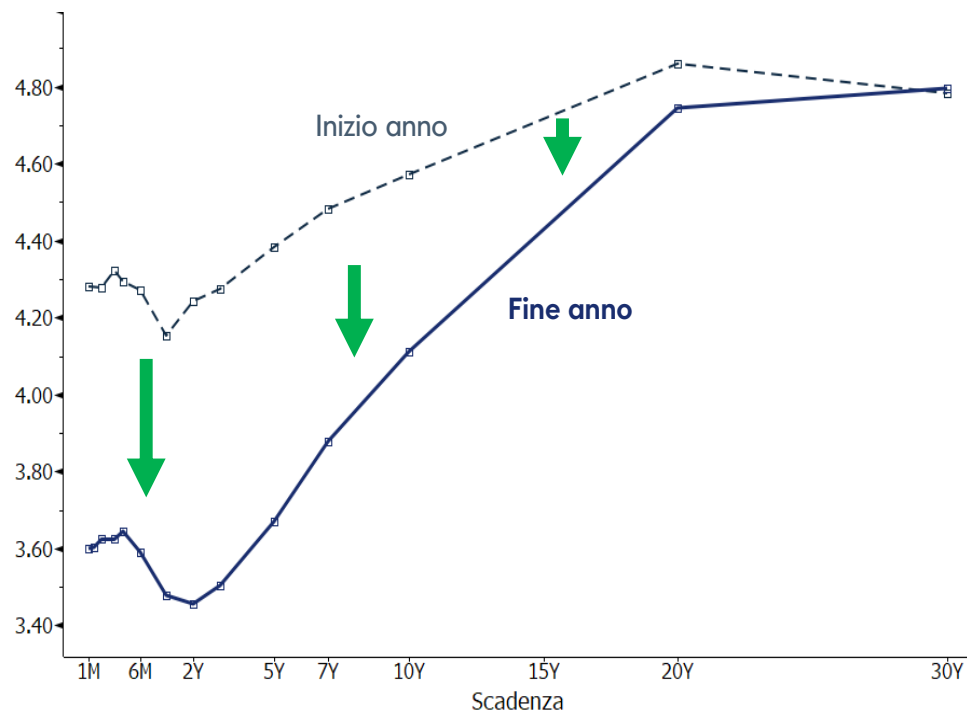
MERCATI OBBLIGAZIONARI

QUOTAZIONI IN RECUPERO, LE CURVE SI CONFERMANO PIÙ RIIPE

L'obbligazionario globale segnala un anno di recupero per le quotazioni (+8,2% nei dodici mesi, +0,2% nell'ultimo trimestre, +0,3% a dicembre per il Bloomberg Global Aggregate).

Il rendimento del **decennale USA** ha chiuso al 4,17%, in calo di 40 pb rispetto a inizio anno, nonostante una parziale risalita nell'ultimo mese (+15,4pb); sostanzialmente stabile sul trimestre (Grafico 5). La curva si è via via irripidita, con cali più marcati sulle scadenze brevi.

CURVA DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI USA E GERMANIA



Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

05-Jan-2026 10:17:19

Grafico 5 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

Per il rendimento del **Bund decennale**, l'anno è terminato al 2,86% (con un rialzo di +16,6 pb nel mese, un + 14,4 pb nel trimestre e un 49 pb nell'anno). Pure qui, la curva appare più ripida rispetto a dodici mesi fa.

Nel 2025, i decennali di Italia e Germania hanno accorciato le distanze: in deciso calo la differenza **BTP-Bund** (da 115 a 70 pb circa; Grafico 6).

Il credito inizia il nuovo anno con spread ancora contenuti, e non mostrando segnali di particolare tensione (Grafico 7). Analoga dinamica anche per l'obbligazionario emergente in valuta forte.

SPREAD BTP-BUND



Grafico 6 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 7 Gennaio 2026

SPREAD DI CREDITO (%)

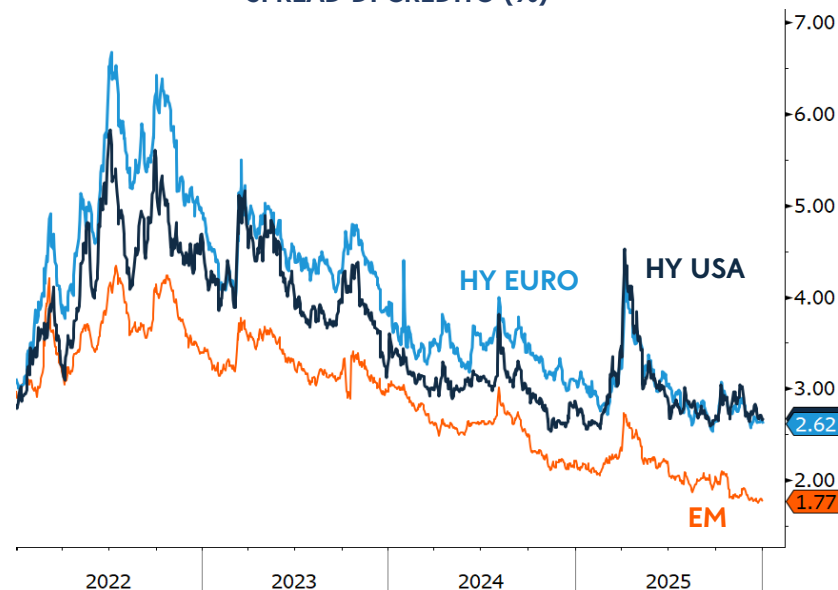


Grafico 7 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

MATERIE PRIME E VALUTE

I METALLI FANNO DA TRAINO, MA ATTENZIONE AL DOLLARO USA

Il 2025 si è chiuso positivamente anche per il complesso delle materie prime (+11,1%, con un +4,8% nel trimestre e un -0,7% nel mese).

Le **materie prime energetiche** non hanno particolarmente brillato nell'anno, risentendo solo parzialmente delle tensioni geoeconomiche. Il blitz americano in Venezuela ha riaccessato i riflettori sulle quotazioni di petrolio, con il presidente Trump che non ha fatto mistero di voler mettere le mani sulle enormi riserve petrolifere del Paese sudamericano. Sul social Truth, Trump ha scritto a inizio gennaio che il Venezuela consegnerà agli Stati Uniti tra i 30 e i 50 milioni di barili di petrolio di alta qualità, non soggetto a sanzioni, per un valore di circa 2,8 miliardi di dollari al prezzo di mercato attuale. Nel momento in cui scriviamo, l'impatto sulle quotazioni resta tuttavia piuttosto limitato, anche perché, secondo molti analisti, il "rischio Venezuela" era in gran parte già prezzato dai mercati. Il Brent ha terminato il 2025 a 60,85 dollari USA al barile (-3,7% mensile, -9,2% trimestrale, -18,5% nell'anno), mentre la quotazione a fine anno del WTI si è attestata a 57,42 USD (-1,9% nel mese, -7,9% nel trimestre, -19,9% annuale; Grafico 8). Sui 28 euro la quotazione a fine 2025 del gas naturale, in flessione a dicembre (-1,1%) così come nel trimestre e nell'anno (rispettivamente, -8,8% e -43,4%).

L'**oro** ha invece brillato più che mai, superando i 4.500 dollari USA, per poi ripiegare leggermente: +65% la performance dell'intero 2025, quotazione finale 4.320 USD l'oncia circa (+1,9% nel mese, +11,9% nel trimestre). Andamento analogo per l'argento. Miglior anno dal 2009 per il rame, metallo determinante nel boom dell'AI, sullo sfondo delle preoccupazioni connesse ai dazi e agli approvvigionamenti.

In **ambito valutario**, il 2025 si è contraddistinto per un significativo indebolimento del dollaro USA (-9,4% per il Dollar Index, -13,4% il cambio con l'euro; Grafico 9). Tale sviluppo ha avuto carattere sia ciclico (la percezione di una minore eccezionalità dell'economia USA rispetto al resto del mondo e l'allentamento dei tassi Fed) sia strutturali (le incertezze sull'affidabilità della valuta USA in relazione alle politiche adottate dall'amministrazione Trump), ma è stato in realtà concentrato nella prima parte dell'anno, con una sostanziale stabilizzazione nella seconda. Bitcoin ha archiviato il quarto calo annuale della sua storia (-6,4% il bilancio finale), in un ribasso che ha di fatto determinato un disaccoppiamento rispetto all'azionario.

ANDAMENTO PRINCIPALI MATERIE PRIME (2025)

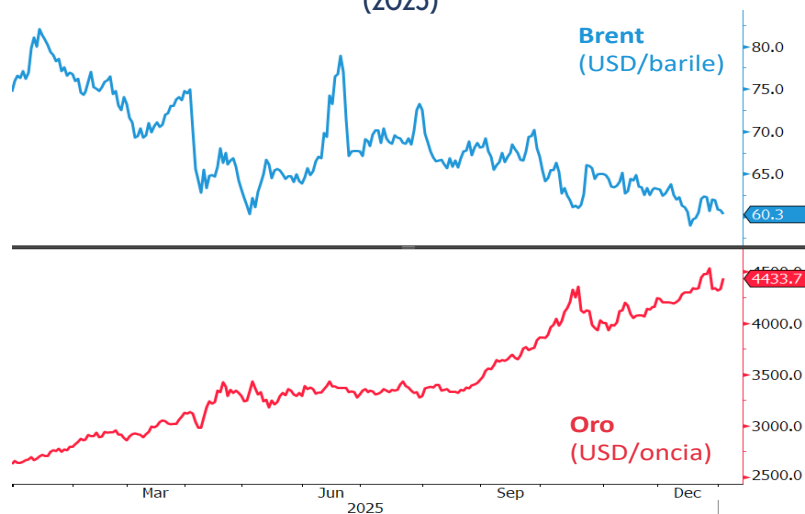


Grafico 8 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

ANDAMENTO DOLLAR INDEX (2025)

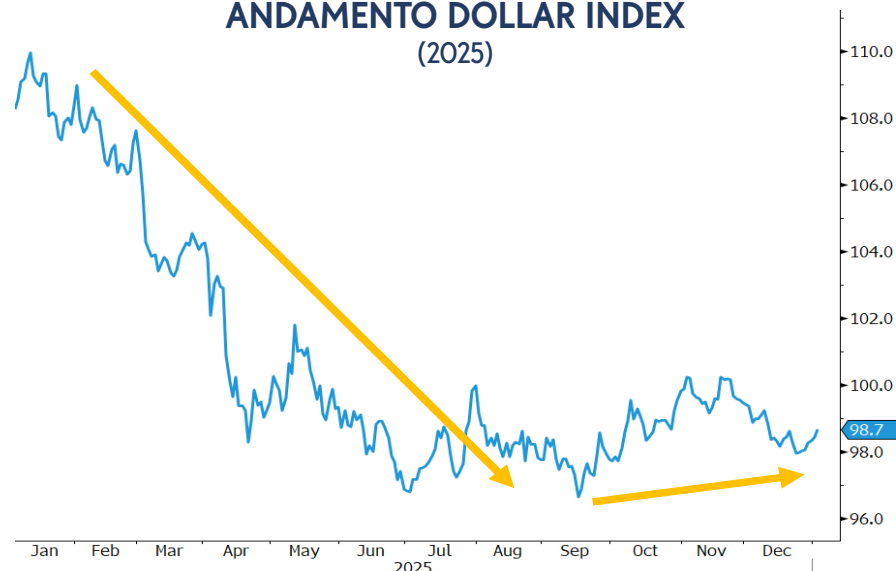


Grafico 9 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

WHAT'S NEW

SCENARIO ECONOMICO

UN ALTRO ANNO DI RESILIENZA SUPERIORE ALLE ATTESE

Nei dodici mesi, l'economia globale ha mostrato una resilienza superiore alle attese. Il susseguirsi degli eventi, specialmente dal "Liberation Day" in avanti, ha ineluttabilmente condizionato le stime del Fondo Monetario Internazionale (**FMI**) e dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (**OCSE**). Se quest'ultima a giugno prevedeva un rallentamento della crescita USA all'1,6% nel 2025, a settembre ha rivisto la stima all'1,8%, e ora indica un +2% (Grafico 10). L'incremento dei dazi può ancora tradursi in un rialzo generalizzato dei prezzi e, di riflesso, in un assottigliamento dei consumi e degli investimenti delle aziende. Va però considerata la combinazione tra accelerazione della spesa nel tech e nell'AI ed effetti espansivi delle politiche monetarie e fiscali: un mix che può controbilanciare le sfide doganali, pur in un contesto di parziale rallentamento dell'occupazione.

DAZI, PROTAGONISTI NEL 2025 E SULLA SCENA ANCHE NEL 2026

Se nel 2025 il sistema commerciale globale è stato travolto dal metodo Trump, nel nuovo anno i risultati di tale metodo potrebbero rendersi più evidenti. Finora il traffico merci ha retto relativamente bene, con le catene di approvvigionamento globali e le tratte dei container che hanno iniziato ad adeguarsi, riconfigurando i loro modelli.

Negli **USA**, le barriere doganali non si sono ancora tradotte in un riequilibrio strutturale dell'industria domestica: occorrerà tempo perché ciò accada. Tutto è più veloce sui mercati finanziari, che hanno riassorbito lo shock del 2 aprile in tempi relativamente brevi anche in virtù delle trattative, culminate in una serie di accordi, fra cui quelli con l'UE e la Cina. Tali intese hanno contribuito a ridurre l'incertezza nel breve periodo, senza però eliminare completamente le frizioni di fondo.

CRESCITA GLOBALE: RESILIENZA CONFERMATATA

+ Upward revision, by 0.3 percentage points or more				
		2025	2026	2027
 World	+	3.2	2.9	3.1
 OECD	+	1.7	1.7	1.8
€ Euro area	+	1.3	1.2	1.4
 Germany		0.3	1.0	1.5
 France		0.8	1.0	1.0
 Italy		0.5	0.6	0.7
 Spain	+	2.9	2.2	1.8
 Japan	+	1.3	0.9	0.9
 Korea		1.0	2.1	2.1
 United Kingdom		1.4	1.2	1.3
 United States	+	2.0	1.7	1.9
 China		5.0	4.4	4.3
 India	+	6.7	6.2	6.4

Grafico 10 - OECD Economic Outlook, Dicembre 2025. Resilient Growth but with Increasing Fragilities, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9f653cal-en>.

Una riflessione non di second'ordine è quella giudiziaria: nei mesi scorsi, diverse corti federali hanno stabilito che i "dazi reciproci", introdotti ai sensi dell'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) del 1977, non hanno fondamento legale sufficiente. La questione è passata alla Corte Suprema, che nell'udienza del 5 novembre è apparsa divisa. La sentenza finale è attesa nei primi mesi del 2026.

Difficilmente un verdetto sfavorevole segnerà la fine del protezionismo trumpiano: l'amministrazione, infatti, potrebbe ricorrere a basi normative diverse per imporre misure analoghe. I dazi entrano dunque nel 2026 come una questione ancora estremamente attuale e dibattuta.

PIL, GLI USA BATTONO LE ATTESE NEL TERZO TRIMESTRE

Negli **Stati Uniti**, i dati sul Prodotto Interno Lordo reale del terzo trimestre (luglio, agosto e settembre), pubblicati in significativo ritardo per via dello shutdown, hanno confermato un quadro di crescita più solido delle attese: +4,3% annualizzato su trimestre, sopra il consenso e in accelerazione rispetto al secondo trimestre (+3,8%). La spinta principale è arrivata dai consumi e dal contributo del commercio estero. Pur in rallentamento, gli investimenti risultano ancora solidi: l'AI continua a sostenere la componente più innovativa, mentre appaiono in miglioramento i margini di profitto.

Si attende ora un rallentamento nel quarto trimestre, in larga parte tecnico e temporaneo, legato allo shutdown. Ancora flebile il sentiment dei consumatori, che conferma un'economia "a K": disomogenea, quindi, con alcune potenziali vulnerabilità in caso di shock sui mercati finanziari o di rallentamento del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è salito al 4,6%, un livello che non si osservava dalla pandemia, però in un contesto di incremento della partecipazione al mercato del lavoro: elemento, questo, che attenua la lettura negativa del dato (Grafico II). L'espansione economica sembra in grado di proseguire anche nel 2026, stante la prospettiva dei tagli Fed, del supporto fiscale e di un contesto potenzialmente favorevole per gli utili aziendali, non solo nel tech.

MERCATO DEL LAVORO USA

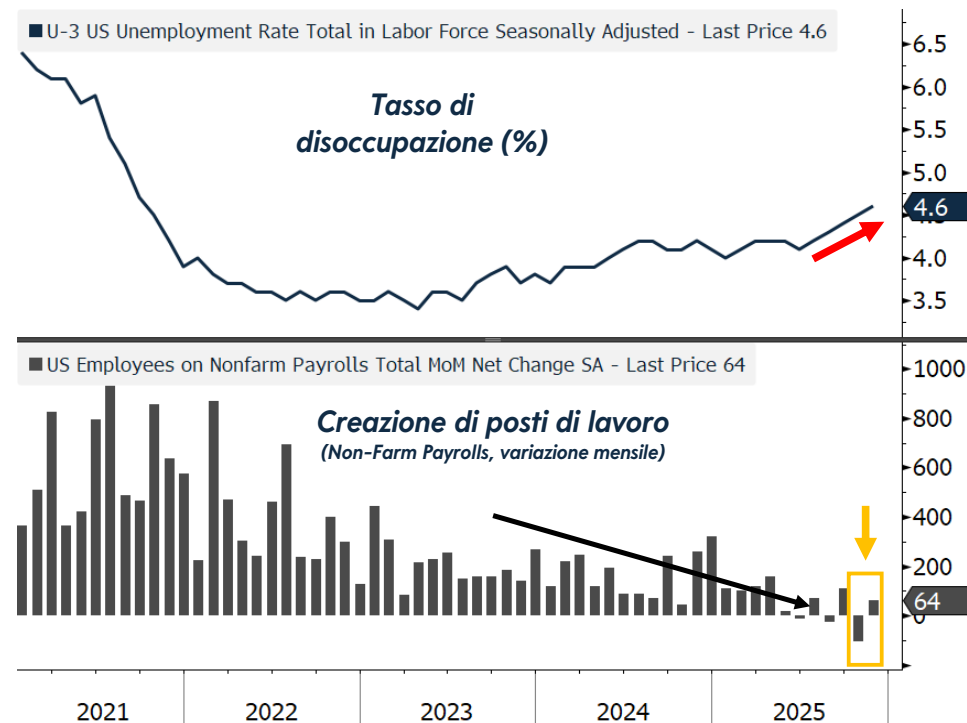


Grafico II - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

EUROPA: TENUTA ECONOMICA IN UN CONTESTO ETEROGENEO

In **Europa** i dati sembrano suggerire una complessiva tenuta, seppure in un contesto ancora eterogeneo e sfidante (confermato dal PMI manifatturiero di dicembre). Nel terzo trimestre il PIL è cresciuto dello 0,3% nell'area euro e dello 0,4% nell'UE in termini congiunturali, segnando una moderata accelerazione rispetto all'estate. Su base annua, la variazione è stata rispettivamente dell'1,4% e dell'1,6%, confermando un profilo di espansione contenuta, ma comunque positiva. Se l'aggregato appare relativamente resiliente, persistono divergenze fra le varie aree economiche. Nell'insieme, la capacità di tramutare i supporti fiscali in riforme strutturali e (di riflesso) in un'accelerazione più diffusa rimarrà una delle primarie chiamate all'azione del Vecchio Continente.

CINA: CONSUMI E IMMOBILIARE RESTANO I DUE NODI DA SCIogliere

Il 2025 ha visto la **Cina** ribadire il suo status di superpotenza in ascesa. Nella prima parte dell'anno, la startup DeepSeek ha preso in contropiede Silicon Valley e Wall Street. Pechino ha anche affrontato i dazi del presidente Trump, inducendo gli USA a una retromarcia in cambio dell'accesso a minerali essenziali per l'industria. A novembre, il surplus commerciale si è spinto oltre il record del trilione di dollari: la Cina, insomma, è ancora il principale hub della manifattura globale (Grafico I2). Se però, da un lato, il presidente Xi Jinping dichiara che la Cina è pronta a raggiungere gli obiettivi economici 2025 (crescita del 5% circa), dall'altro permangono le fragilità. Fondo Monetario ha spronato Pechino ad accelerare la transizione da un'economia trainata dalle esportazioni a una maggiormente sostenuta dalla domanda interna, per ridurre i rischi connessi alle nuove misure commerciali restrittive dei partner internazionali. Un'urgenza di cui il Partito Comunista Cinese (e il governo che ne è emanazione) è consapevole, come emerso dalla plenaria di ottobre.

I dati più recenti sembrano suggerire che il riequilibrio richiederà tempo e ulteriori sforzi: la crescita delle vendite al dettaglio si è attestata su livelli consistentemente inferiori alle attese e nel complesso il contributo dei consumi alla crescita rimane poco incisivo. È su queste note che la Cina fa il suo ingresso nel 2026.

DATI MACRO CINESI (% , anno/anno)

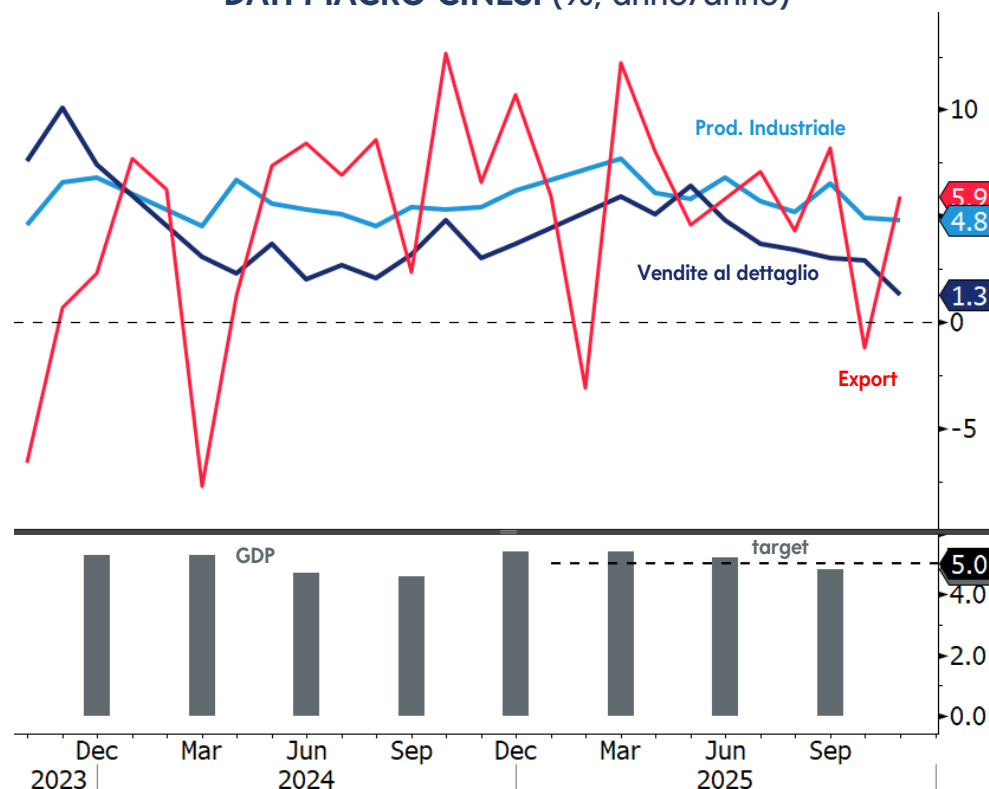


Grafico I2 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 7 Gennaio 2026

SEGNALI DAI PREZZI

USA, DATI COL CONTAGOCCE PER VIA DELLO SHUTDOWN

Negli **Stati Uniti** sul fronte inflazione, i dati di novembre hanno mostrato un rallentamento maggiore del previsto rispetto a settembre - ricordiamo che i dati di ottobre sono saltati a causa dello shutdown - con il CPI complessivo sceso dal 3% al 2,7% e il dato core al 2,6%, il livello più basso dal 2021 (Grafico I3). Pur dovendo essere presi con un po' di cautela, proprio a causa dello shutdown, che ha complicato la raccolta delle informazioni acuendo l'incertezza statistica, questi dati appaiono coerenti con un processo disinflazionistico ancora in corso.

IN EUROPA SI DELINEA UN QUADRO DI NORMALIZZAZIONE

Nell'**area euro**, il tasso annuo di inflazione a dicembre è stato pari al 2,0%, in linea con le attese e in lieve calo dal 2,1% di novembre. La discesa ha riflesso soprattutto il contributo disinflattivo dell'energia e fattori temporanei nei servizi, mentre la componente core è calata al 2,3%, pur con pressioni nei servizi restano tuttavia relativamente elevate.

Nel complesso, i dati confermano un quadro di normalizzazione dei prezzi, pur in presenza di alcuni contributi (vedasi la voce "servizi") che andranno ancora monitorati.

IN CINA SPINTE DEFLAZIONISTICHE ANCORA PREVALENTI

In **Cina**, a novembre, l'indice dei prezzi al consumo ha registrato un'accelerazione, principalmente in scia all'incremento dei prezzi alimentari: su base annua il dato è salito dello 0,7%, confermandosi positivo per il secondo mese consecutivo.

L'impressione, tuttavia, è che si tratti di un miglioramento circoscritto. A suggerirlo è l'indice core, che dopo sei mesi di graduale accelerazione si è stabilizzato all'1,2%, indicando che le pressioni sottostanti sui prezzi rimangono modeste.

La dinamica dei prezzi alla produzione resta inoltre negativa, con il PPI in calo del 2,2% su base annua. I dati, insomma, lasciano intravedere forze deflazionistiche ancora prevalenti.

ALLENAMENTO DIVERGENTE

FED, TERZO TAGLIO MENO "HAWKISH" DEL PREVISTO

A dicembre, la **Fed** ha varato l'atteso terzo taglio consecutivo: una riduzione di 25 punti base, al 3,5%-3,75% (Grafico I4). Il FOMC appare però sempre più diviso, come traspare dai verbali dell'ultima riunione.

INFLAZIONE A CONFRONTO

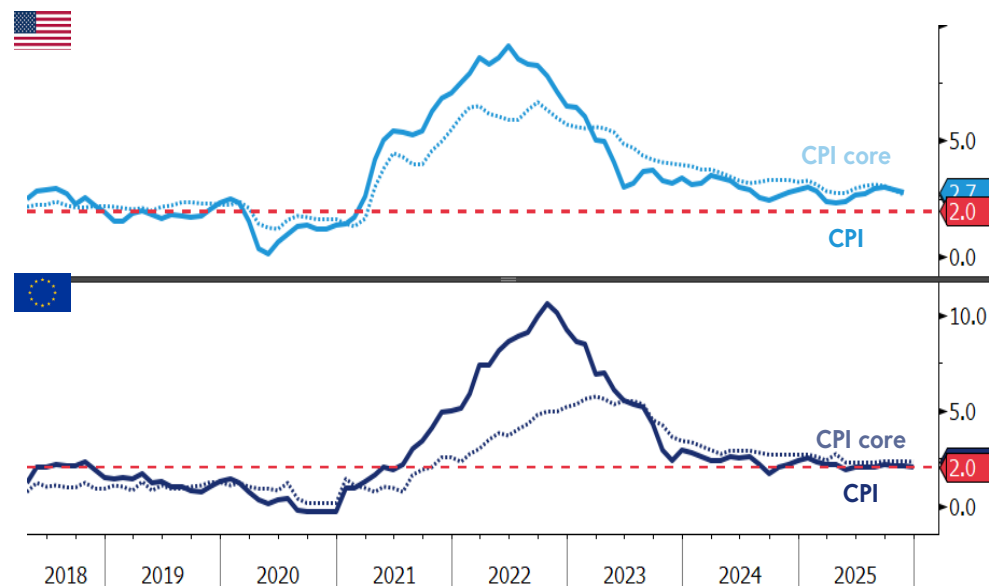


Grafico I3 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 7 Gennaio 2026

Dicembre è anche tempo di proiezioni: la Fed si aspetta un'accelerazione della crescita rispetto ai livelli attuali, con il PIL stimato intorno al 2% nel 2026, al netto degli effetti temporanei legati allo shutdown.

Alla base di tale valutazione concorrono la tenuta dei consumi, il sostegno fiscale e gli investimenti legati all'AI. Riviste al ribasso le stime di inflazione. Lo scenario di base, dunque, resta quello di un'economia in espansione moderata ma solida, supportata da domanda interna e investimenti tech. In questo quadro, il presidente della Fed ritiene di poter prendere tempo, pur non escludendo ulteriori tagli nel prossimo futuro. Powell sta però avvicinandosi al termine del suo mandato (maggio 2026). Il presidente Trump sceglierà il nuovo capo Fed relativamente a stretto giro, forse prima della riunione di fine gennaio: al prescelto, il compito di rassicurare gli investitori circa l'indipendenza della banca centrale USA.

Il mercato si attende una fase di pausa nel breve, con un ritmo di allentamento più graduale e un totale di 2 riduzioni dei tassi da 25bp nel corso del 2026.

TRAIETTORIA ATTESA DAL MERCATO SUI TASSI FED E BCE

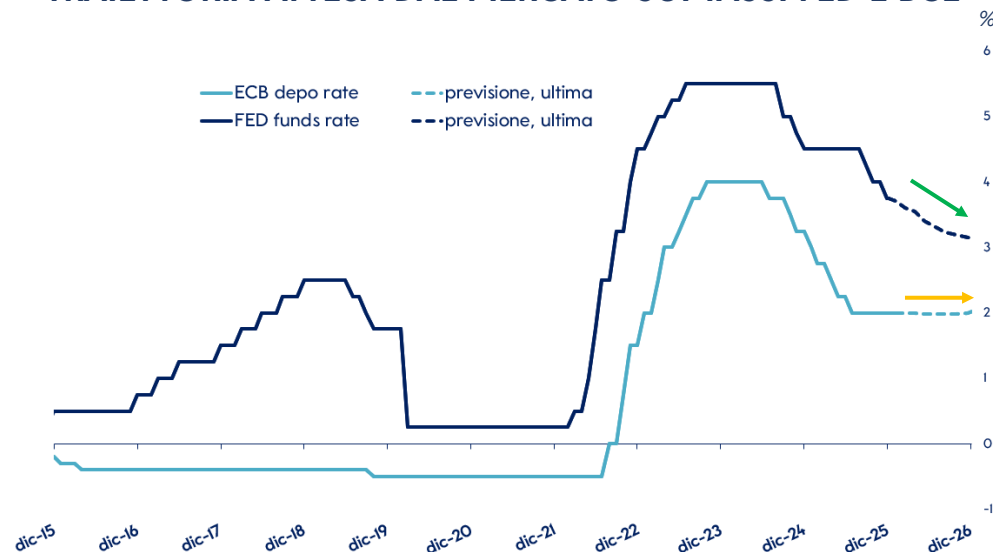


Grafico 14 - Bloomberg, Rielaborazione Banca Mediolanum - 5 Gennaio 2026

LA BCE HA LASCIATO INVARIATI I TASSI DI INTERESSE

Nella riunione di dicembre, la **BCE** ha lasciato i tassi fermi per la quarta riunione consecutiva: i tassi sulla funzione di deposito, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulla funzione di prestito marginale sono rimasti rispettivamente al 2%, al 2,15% e al 2,40%. Rivedute al rialzo le stime su crescita e inflazione nell'area euro, in uno scenario che rende poco probabili nuovi tagli nel breve.

IL 2025 SI È CONCLUSO ALL'INSEGNA DI DECISIONI DIVERSE

Se la **Bank of England** ha ridotto i tassi dello 0,25%, al 3,75%, il discorso del governatore della **Bank of Japan** Ueda Kazuo ha preceduto il rialzo ai massimi degli ultimi trent'anni (possibili ulteriori incrementi). Ancora ferma la **People's Bank of China**: tassi primari sui prestiti a 1 e 5 anni al 3% e al 3,5%.

In linea di massima, se il 2025 è stato un anno ancora all'insegna dei tagli (più o meno sincronizzati), il 2026 fa presagire una maggior neutralità, con una possibile divergenza fra l'uno e l'altro istituto (Grafico 15).

POLITICHE MONETARIE: 2025 VS 2026

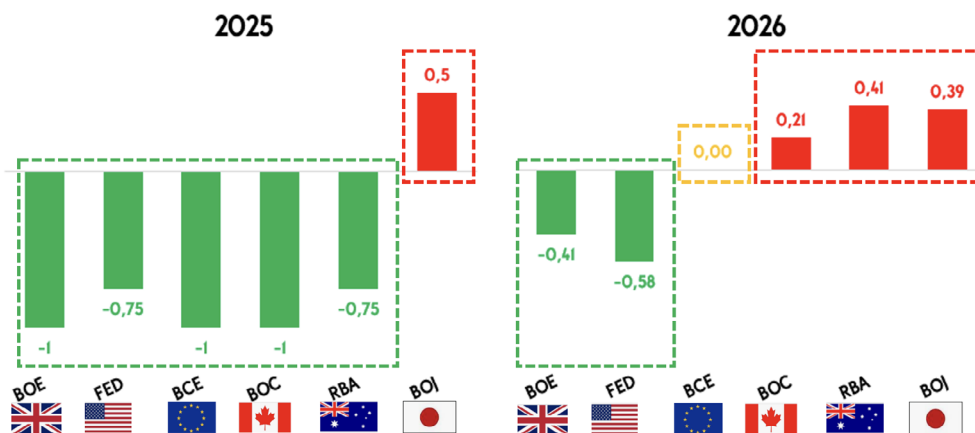


Grafico 15 - Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg, al 31/12/2025. Δ% dei tassi di riferimento delle principali Banche Centrali - 2025 vs attese implicite 2026.

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE 2026

POLITICHE MONETARIE E FISCALI A SUPPORTO DEI MERCATI

Nei prossimi mesi, l'economia globale dovrebbe continuare a beneficiare degli effetti cumulati delle decisioni di politica monetaria già adottate e della progressiva attuazione delle politiche fiscali espansive: ciò vale per gli USA, dove il recente pacchetto fiscale (OBBA) dovrebbe iniziare a dispiegare i suoi effetti già nella prima parte dell'anno, ma anche per l'Europa, con i piani in infrastrutture e difesa, e per il Giappone.

IL RUOLO DEI BOND TRA RENDIMENTO E DIVERSIFICAZIONE

Nell'**obbligazionario** si conferma uno scenario di rendimenti "higher for longer", soprattutto sulla parte lunga delle curve, recentemente tornate a irripidirsi (Grafico I6).

In un contesto di tenuta economica, gli spread creditizi restano contenuti e non segnalano tensioni di rilievo.

Tale quadro determina condizioni favorevoli per gli investimenti in bond con un orizzonte di medio termine, in ottica "carry".

Oltre alla generazione di reddito, l'obbligazionario torna a svolgere un ruolo di stabilizzazione del portafoglio in caso di volatilità dell'equity, riaffermando il suo duplice contributo in termini di rendimento e diversificazione.

CURVE PIÙ RIPIDE RENDIMENTI ELEVATI SULLA PARTE LUNGA DELLA CURVA

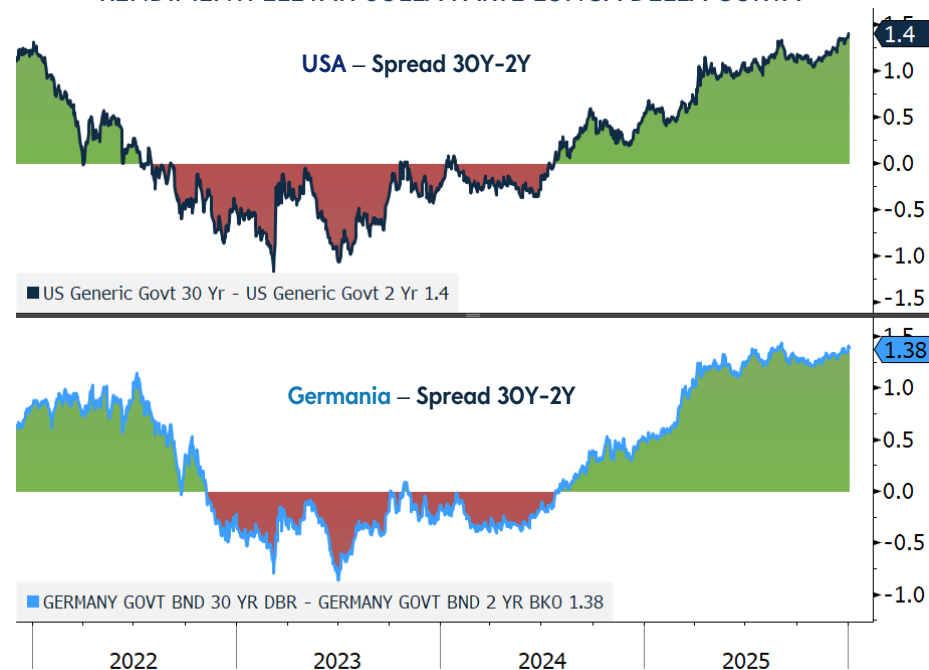


Grafico I6 - Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

IL QUADRO DEI RIALZI POTREBBE FARSI PIÙ “DEMOCRATICO”

Nell'equity, perdurano i molti fattori a supporto: non soltanto le politiche monetarie e fiscali con effetti complessivamente accomodanti, ma anche gli utili in crescita e le revisioni che continuano a caratterizzarsi positivamente, a fronte di un allargamento della partecipazione ai progressi in termini geografici (non solo USA) e settoriali (non solo tech; Grafico 17).

Fermo restando il traino dei Megatrend - Intelligenza Artificiale in primis - il quadro si fa insomma più “democratico”: ciò potrebbe gettare le basi per una minor concentrazione, che sarebbe salutare per il mercato.

ARIA DI ROTAZIONE?

ATTENZIONE AI SETTORI PRONTI AD AFFIANCARE IL TECH

L'impressione, allo stato attuale, è che l'hype e l'incanto suscitati dall'Intelligenza Artificiale (con le sue, potremmo dire, sorti “Magnifiche” e progressive) stiano progressivamente sfumando, anche in ragione della maturazione del comparto.

Ciò non significa che la visione sia ora negativa: è, al contrario, più realistica, pragmatica. Un'evoluzione fisiologica, che però sottrarrà spinta al tech. Sarà importante capire quali settori riusciranno a raccogliergli il testimone, in una rotazione che sarebbe senz'altro molto sana.

In questo scenario, episodi di volatilità sono sempre possibili: nel contesto di fondo, che si conferma di supporto, una diversificazione ben costruita rimane la scelta più saggia.

STIME DI CRESCITA DEGLI UTILI PER AZIONE (%)

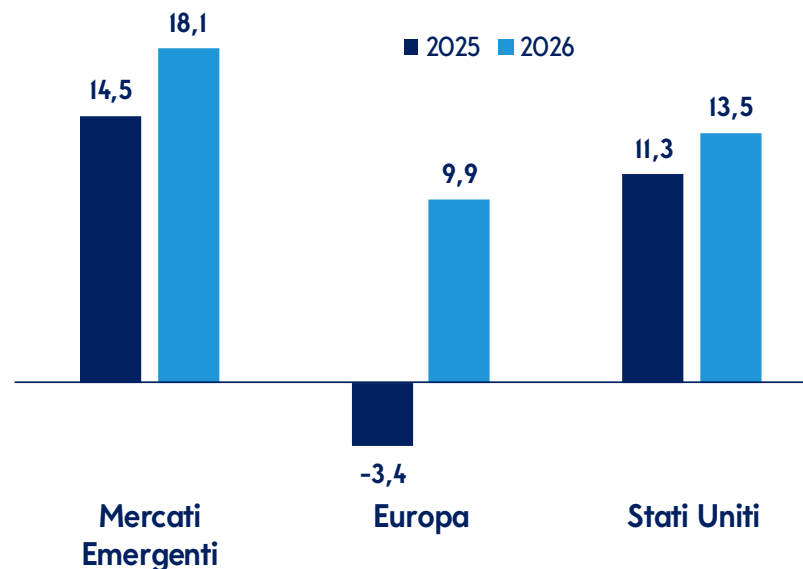


Grafico 17 - Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum su dati Bloomberg.
Gli indici di riferimento sono: MSCI EM, Stoxx Europe 600 e S&P 500.

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

OM

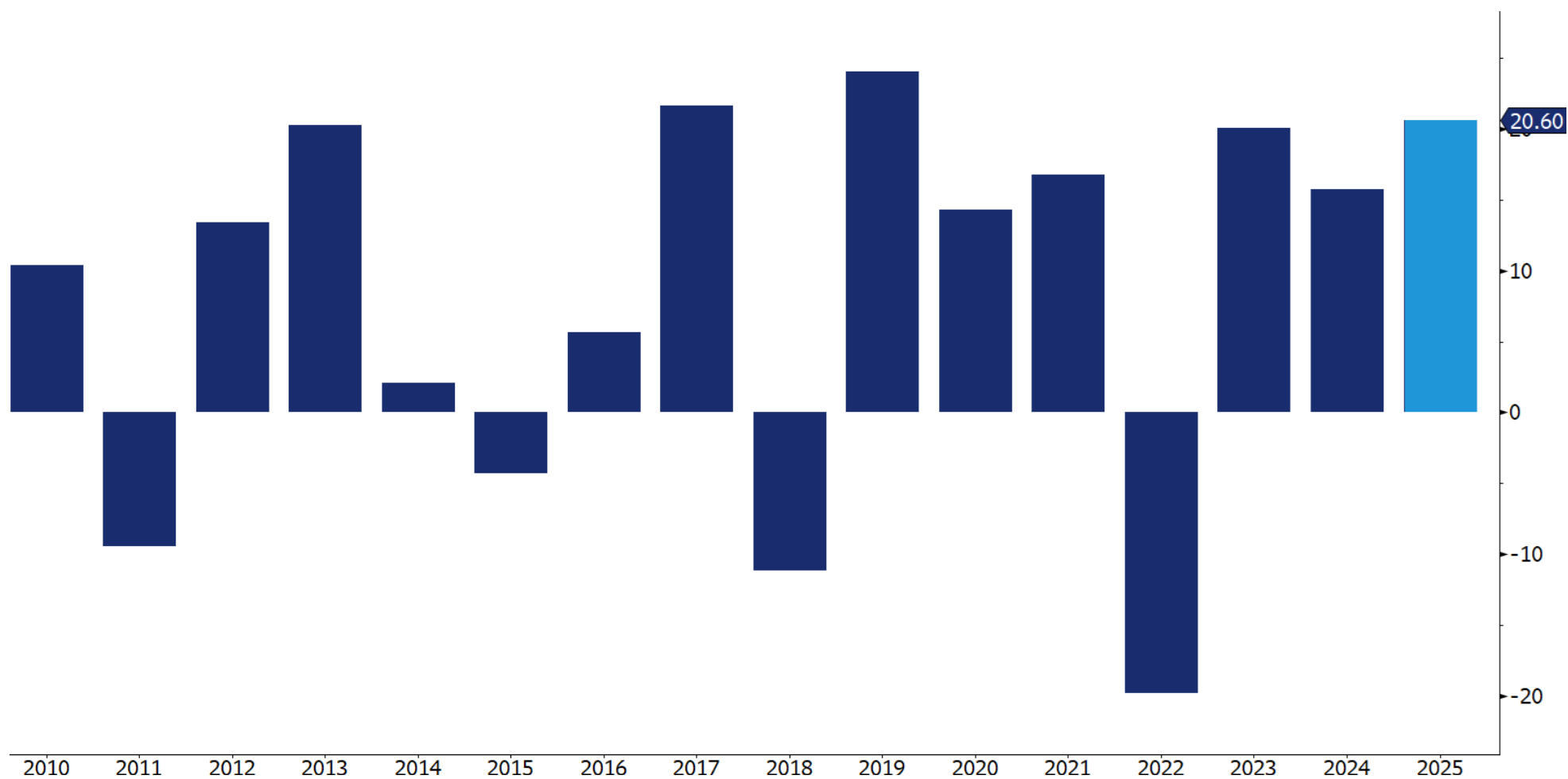
OSSERVATORIO
MERCATI

ALLEGATI

 GEN. 2026

PERFORMANCE ANNUALI AZIONI GLOBALI - Grafico 1

(Indice MSCI AC World, USD)

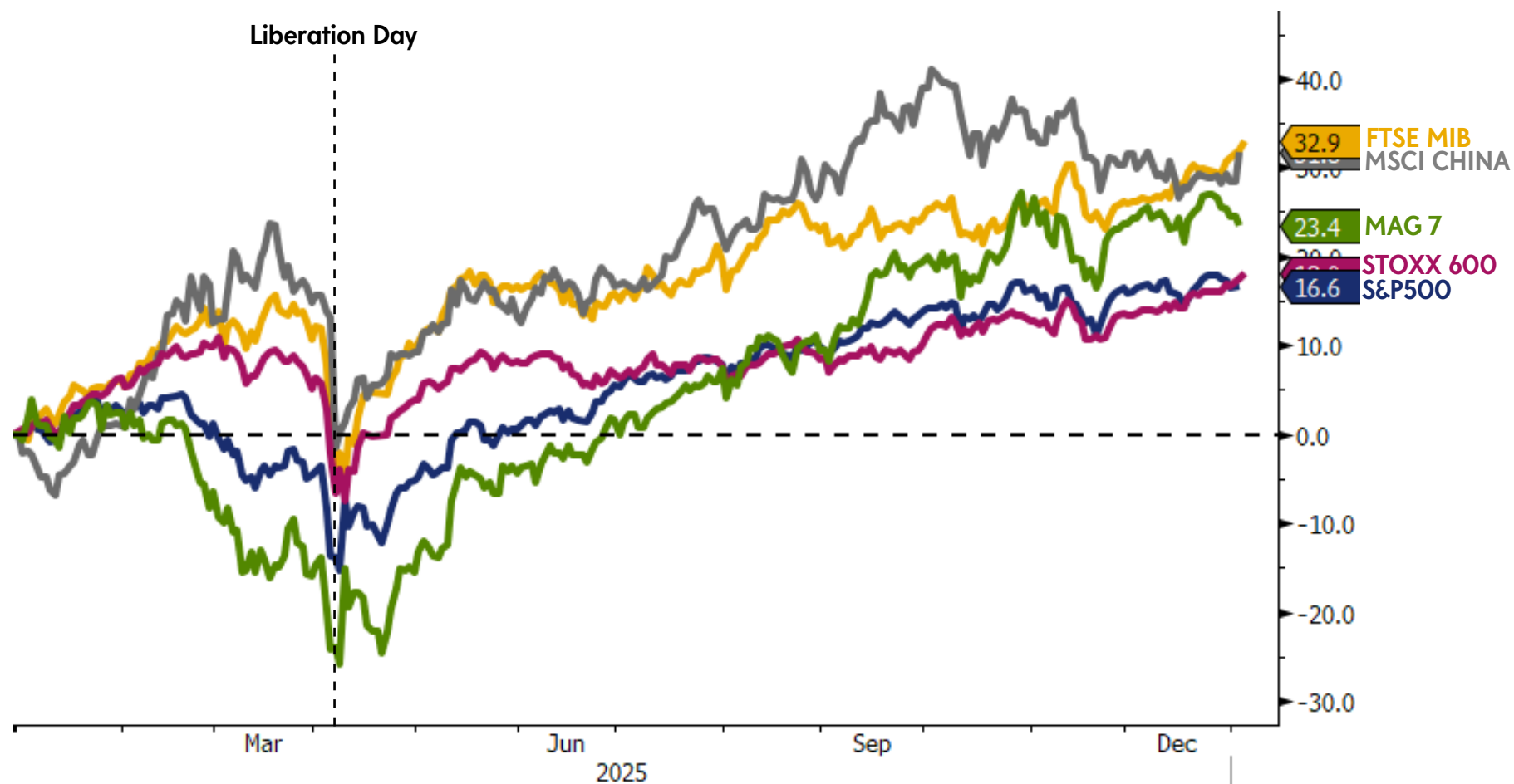


Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026



ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI – Grafico 2

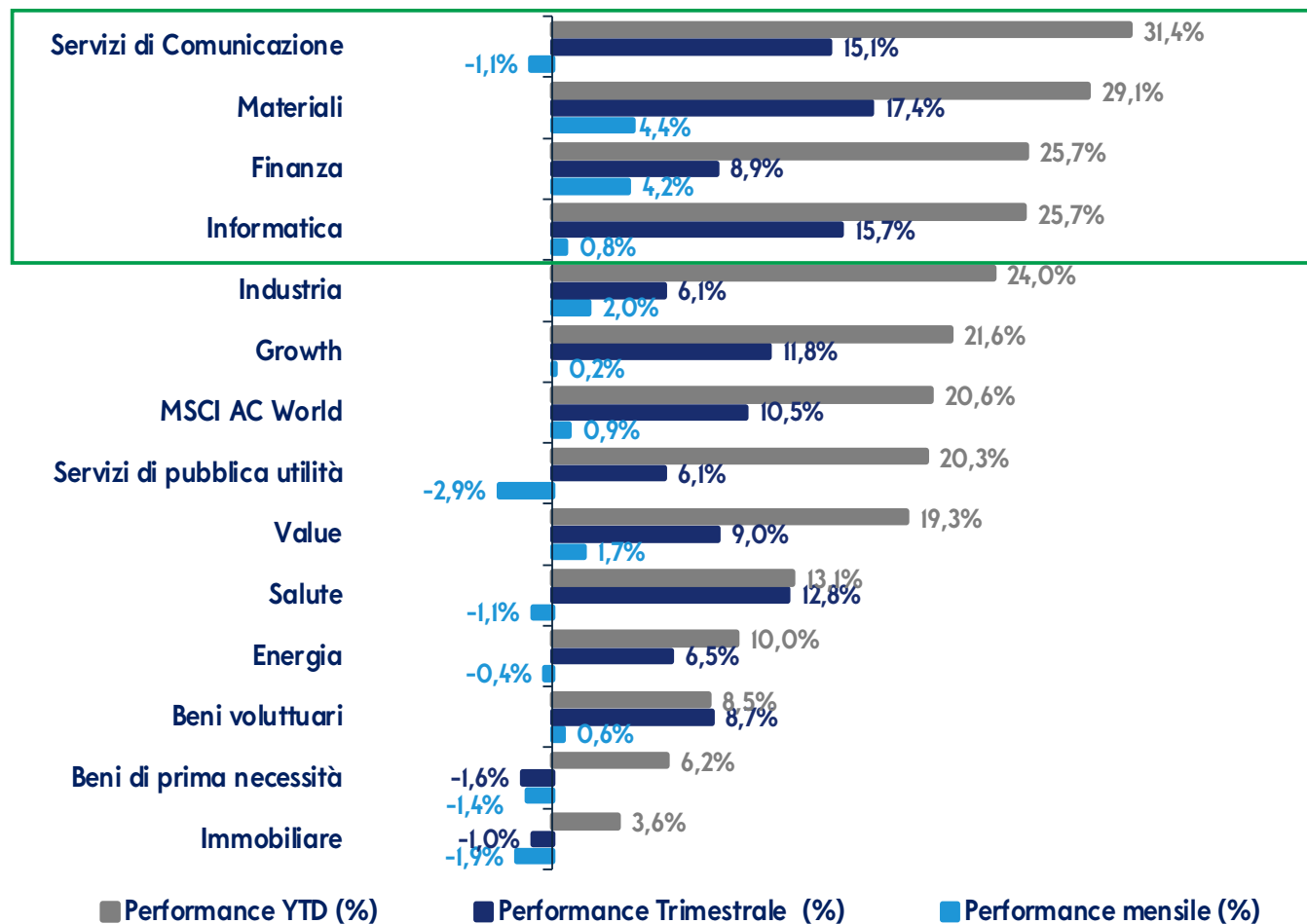
(Performance %, 2025)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P, 5 Gennaio 2026

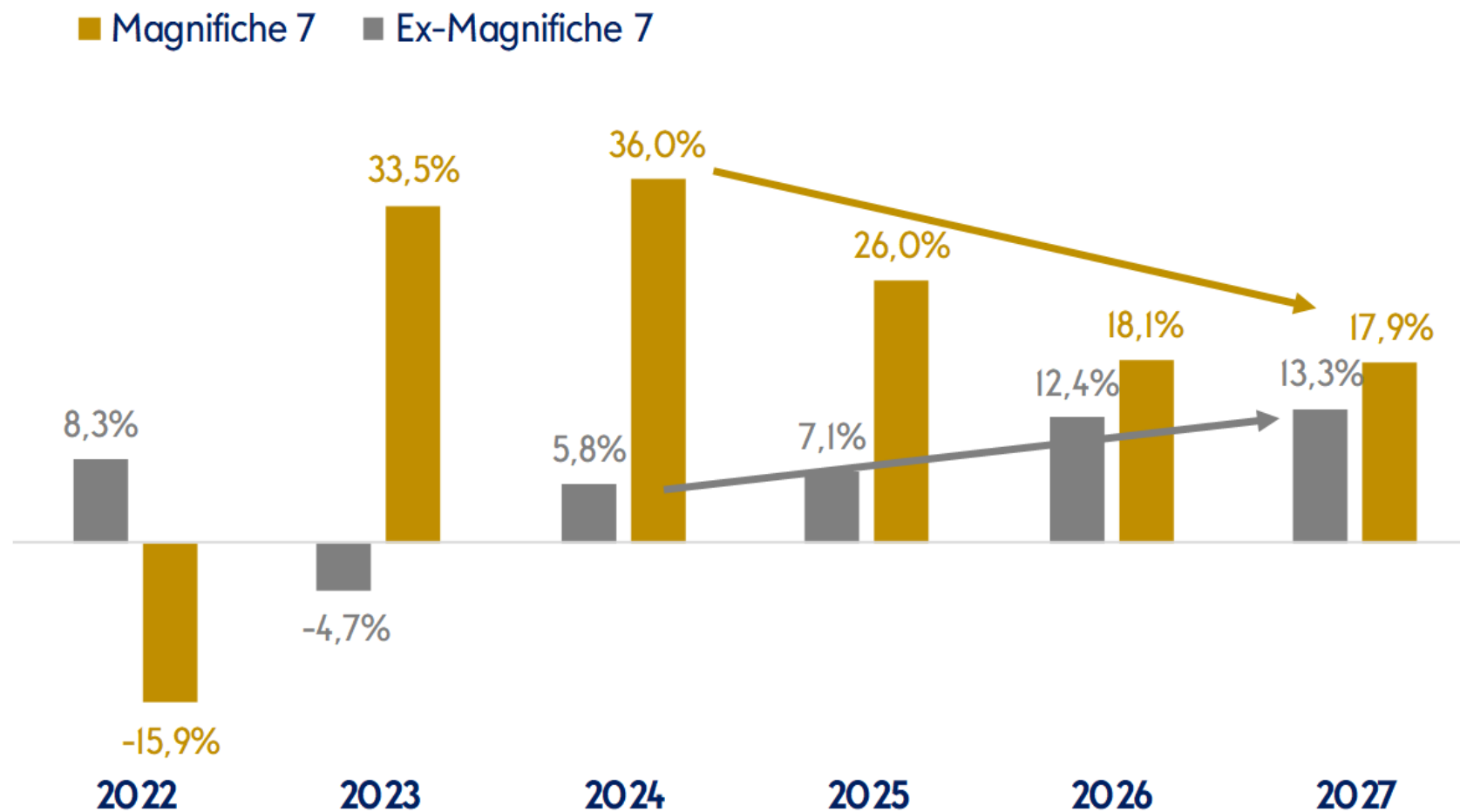
PERFORMANCE SETTORI GLOBALI - Grafico 3

(Sottostanti indice MSCI AC World, 2025)



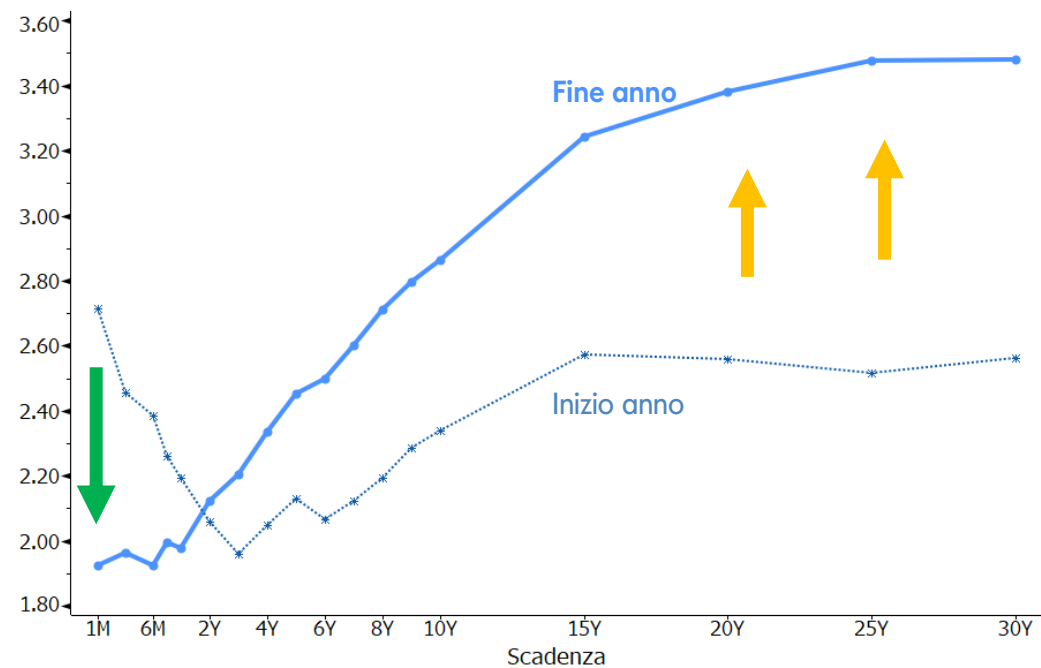
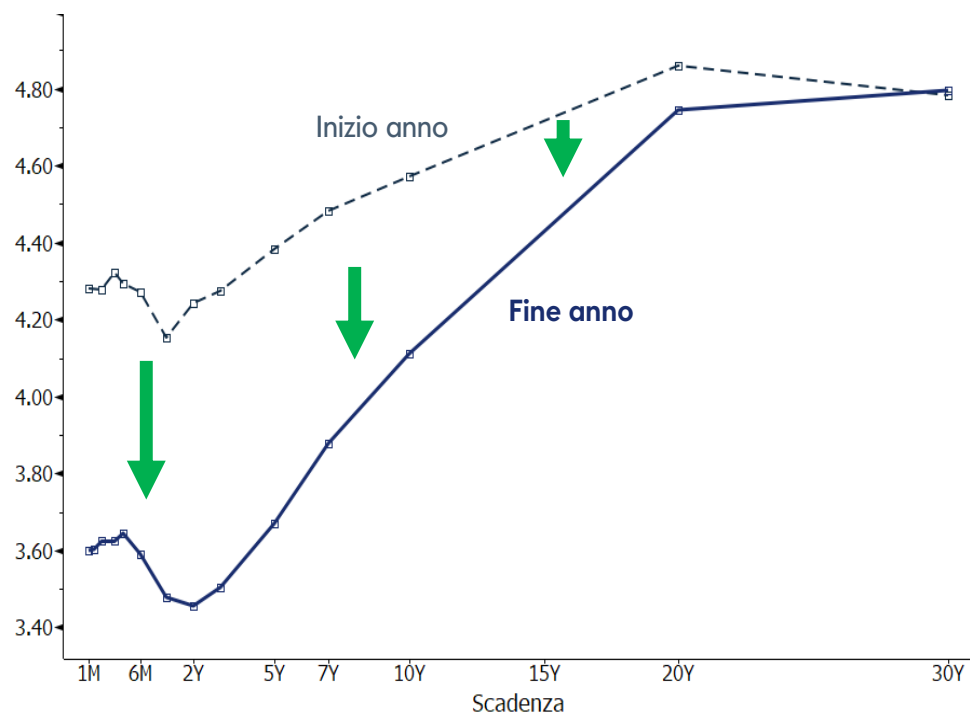
Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg. Dati al 5 Gennaio 2026

STIME DI CRESCITA DEGLI UTILI S&P 500 – Grafico 4



Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum su dati Bloomberg.

CURVE DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI USA E GERMANIA - Grafico 5



Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

05-Jan-2026 10:17:19

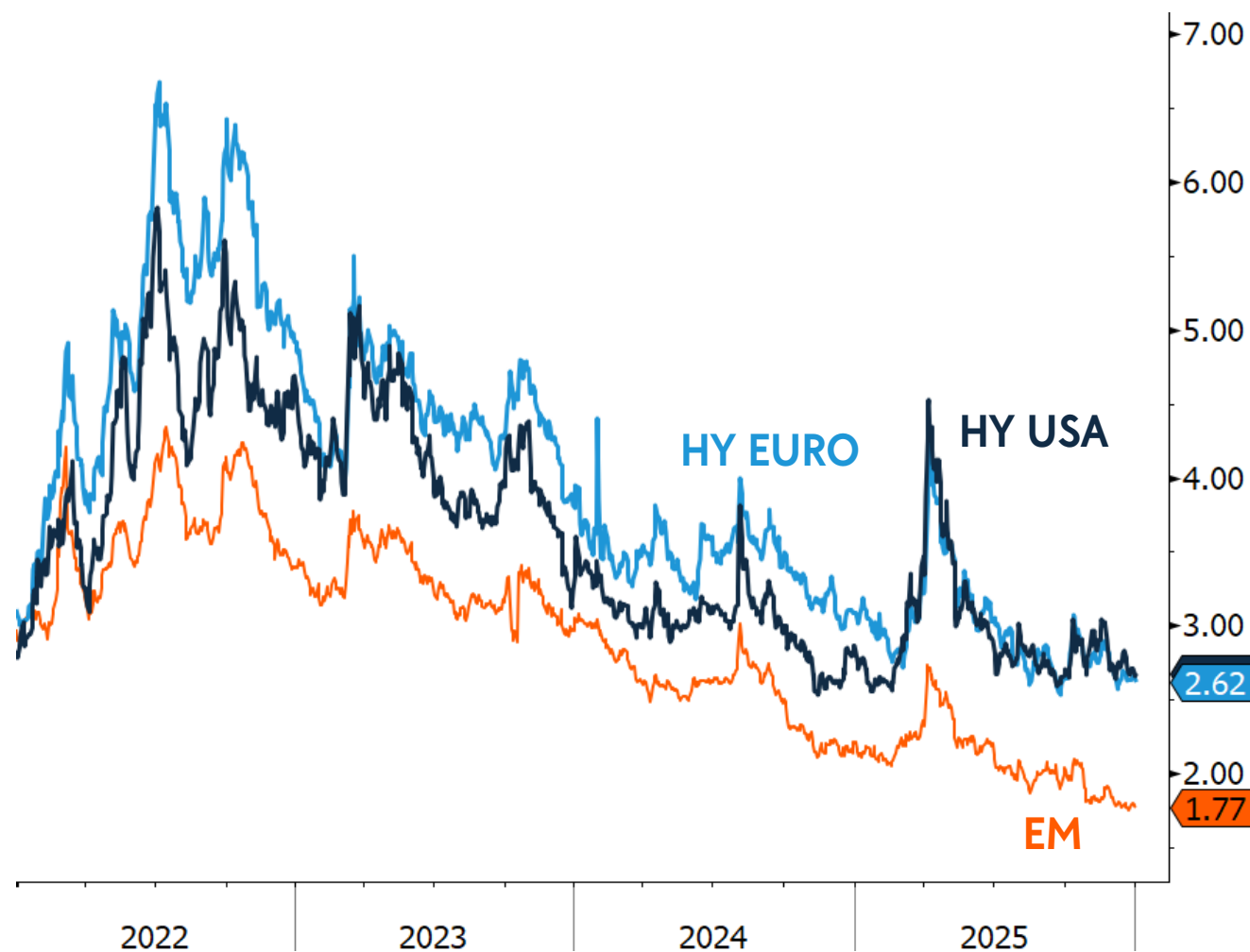
Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

SPREAD BTP-BUND – Grafico 6



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 7 Gennaio 2026

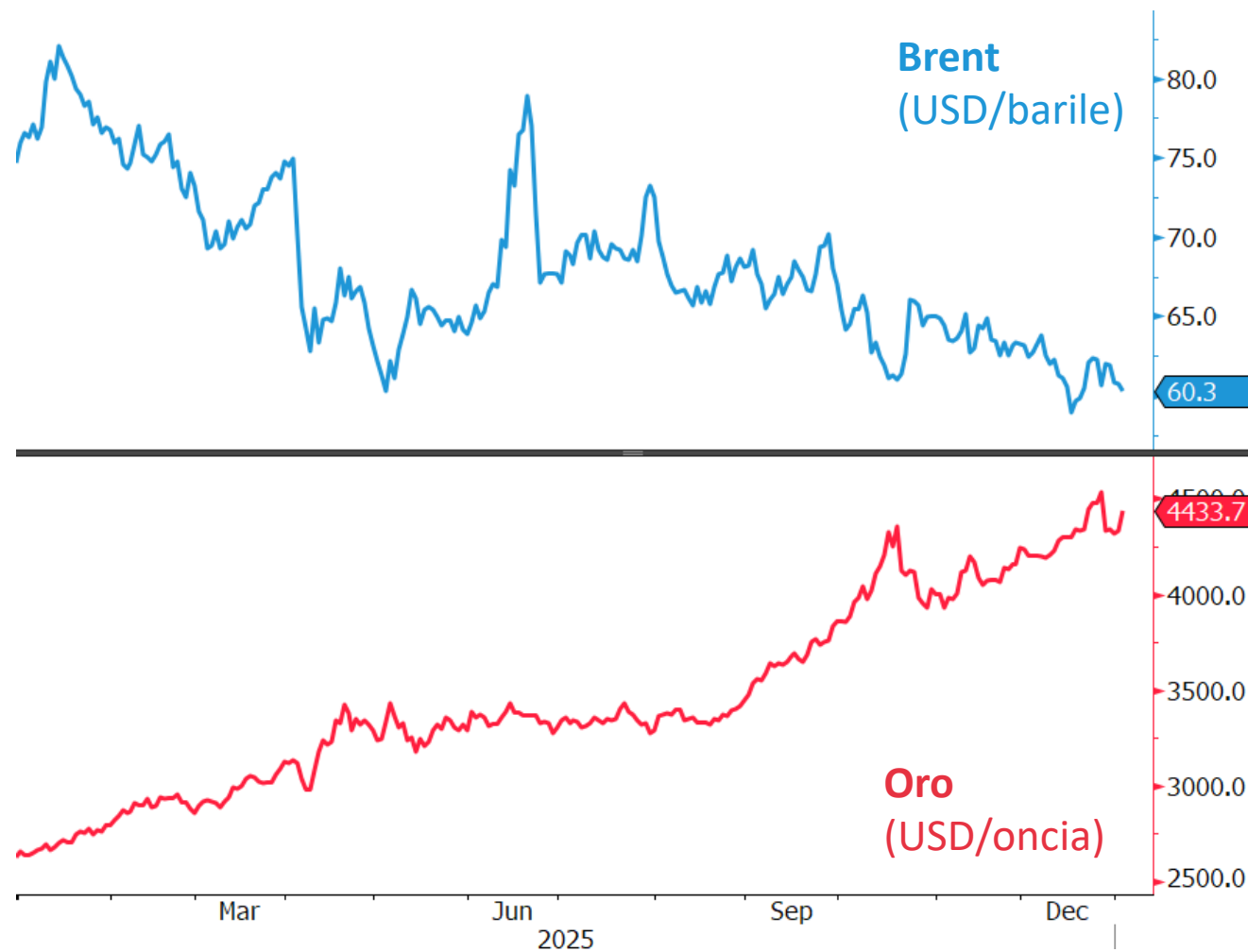
SPREAD DI CREDITO (%) - Grafico 7



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

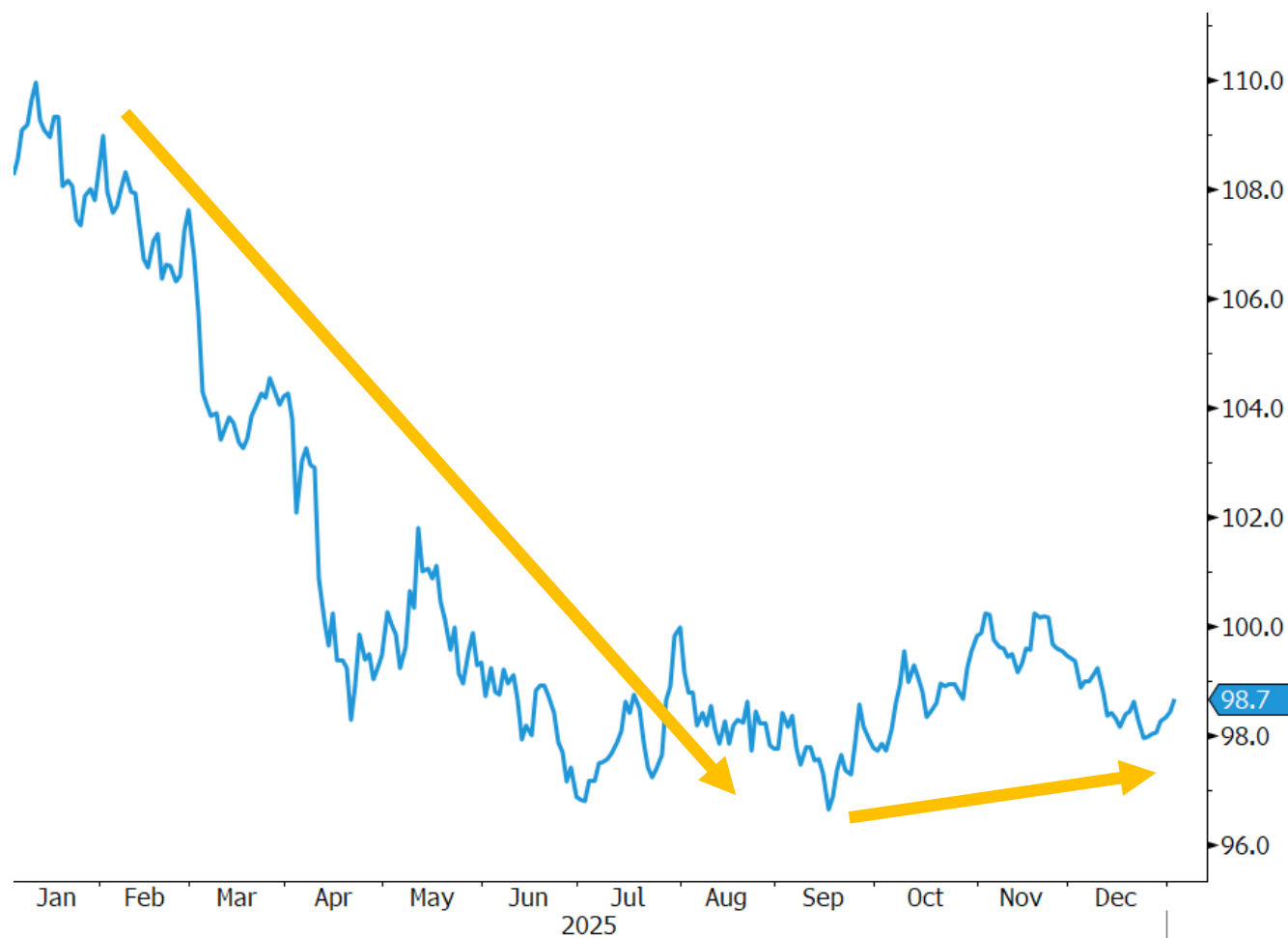
ANDAMENTO PRINCIPALI MATERIE PRIME - Grafico 8

(2025)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

ANDAMENTO DOLLAR INDEX - Grafico 9 (2025)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

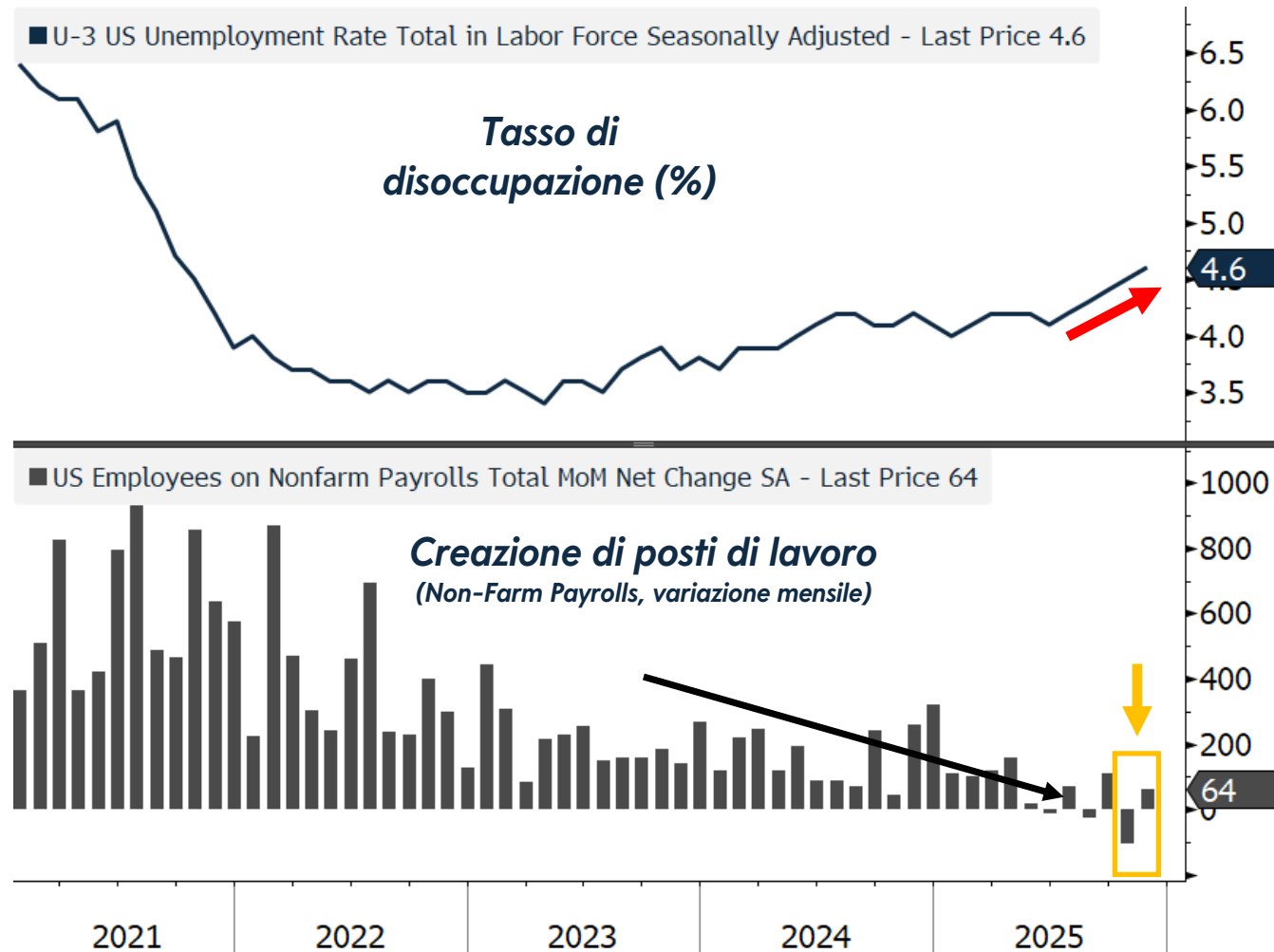
CRESCITA GLOBALE: RESILIENZA CONFERMATA - Grafico 10

 Upward revision, by 0.3 percentage points or more

		2025	2026	2027
 World		3.2	2.9	3.1
 OECD		1.7	1.7	1.8
€ Euro area		1.3	1.2	1.4
 Germany		0.3	1.0	1.5
 France		0.8	1.0	1.0
 Italy		0.5	0.6	0.7
 Spain		2.9	2.2	1.8
 Japan		1.3	 0.9	0.9
 Korea		1.0	2.1	2.1
 United Kingdom		1.4	1.2	1.3
 United States		2.0	1.7	1.9
 China		5.0	4.4	4.3
 India		6.7	6.2	6.4

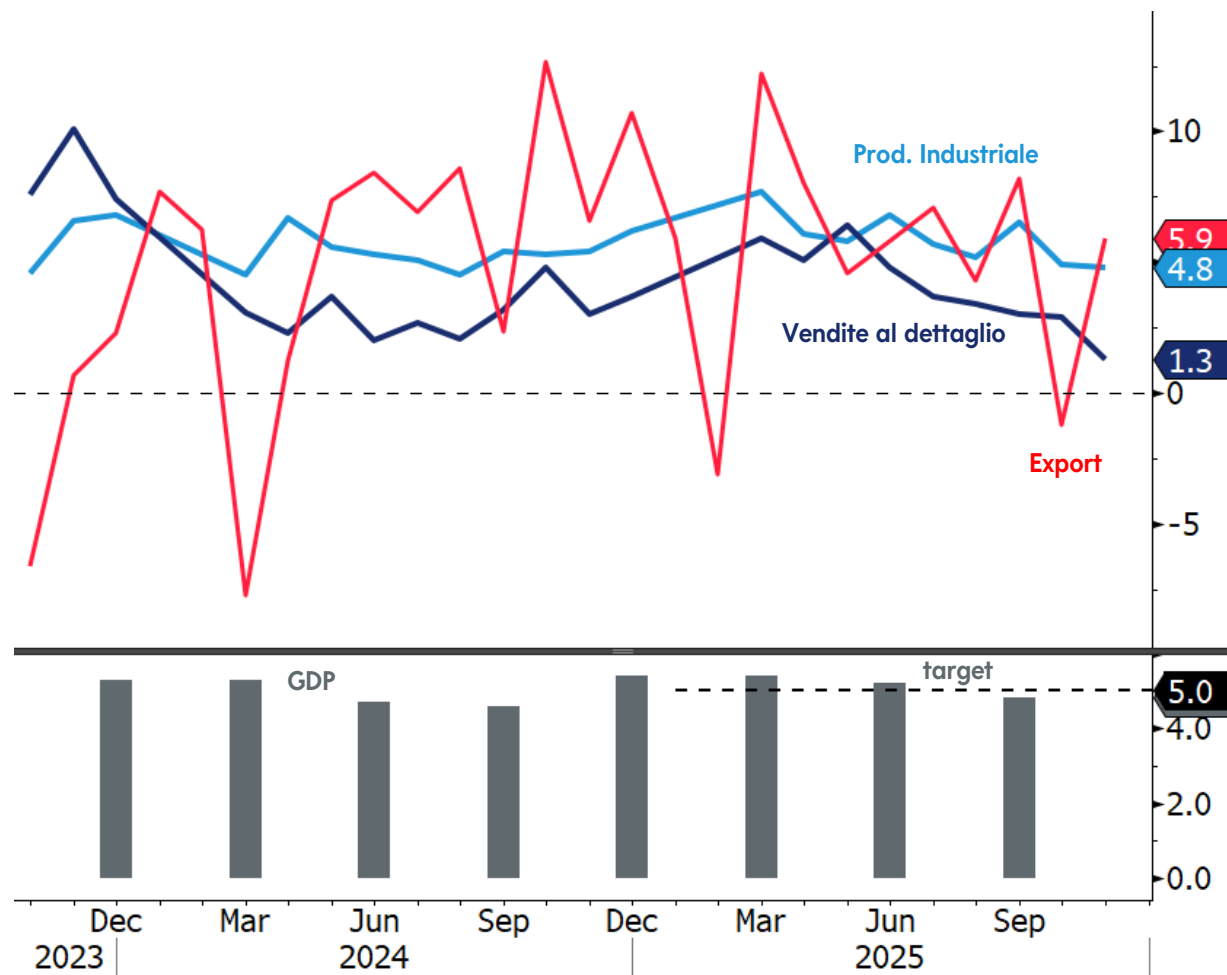
Fonte: OECD Economic Outlook, Dicembre 2025. Resilient Growth but with Increasing Fragilities, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9f653cal-en>.

MERCATO DEL LAVORO USA - Grafico 11



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

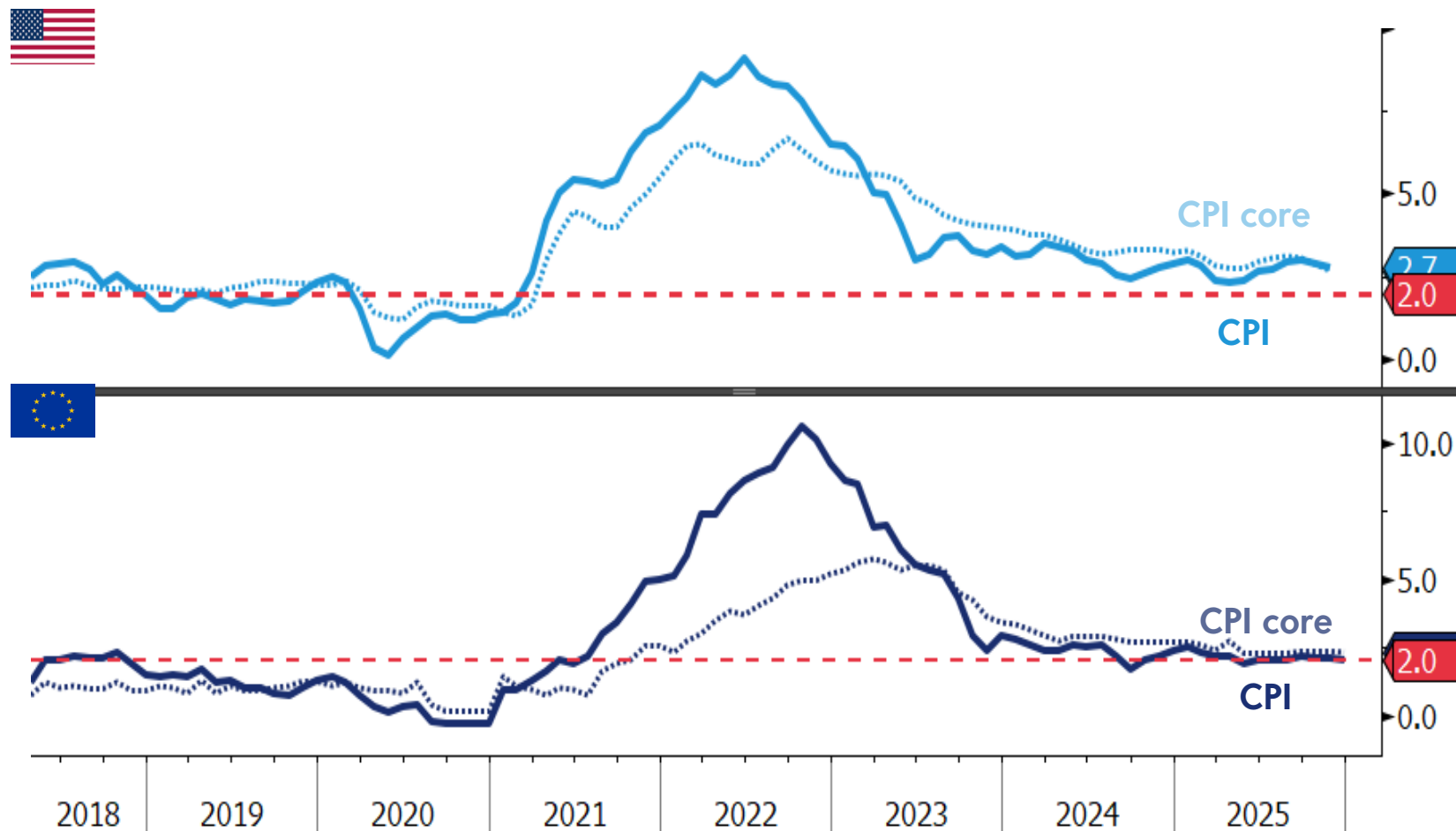
DATI MACRO CINESI - Grafico 12



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 7 Gennaio 2026

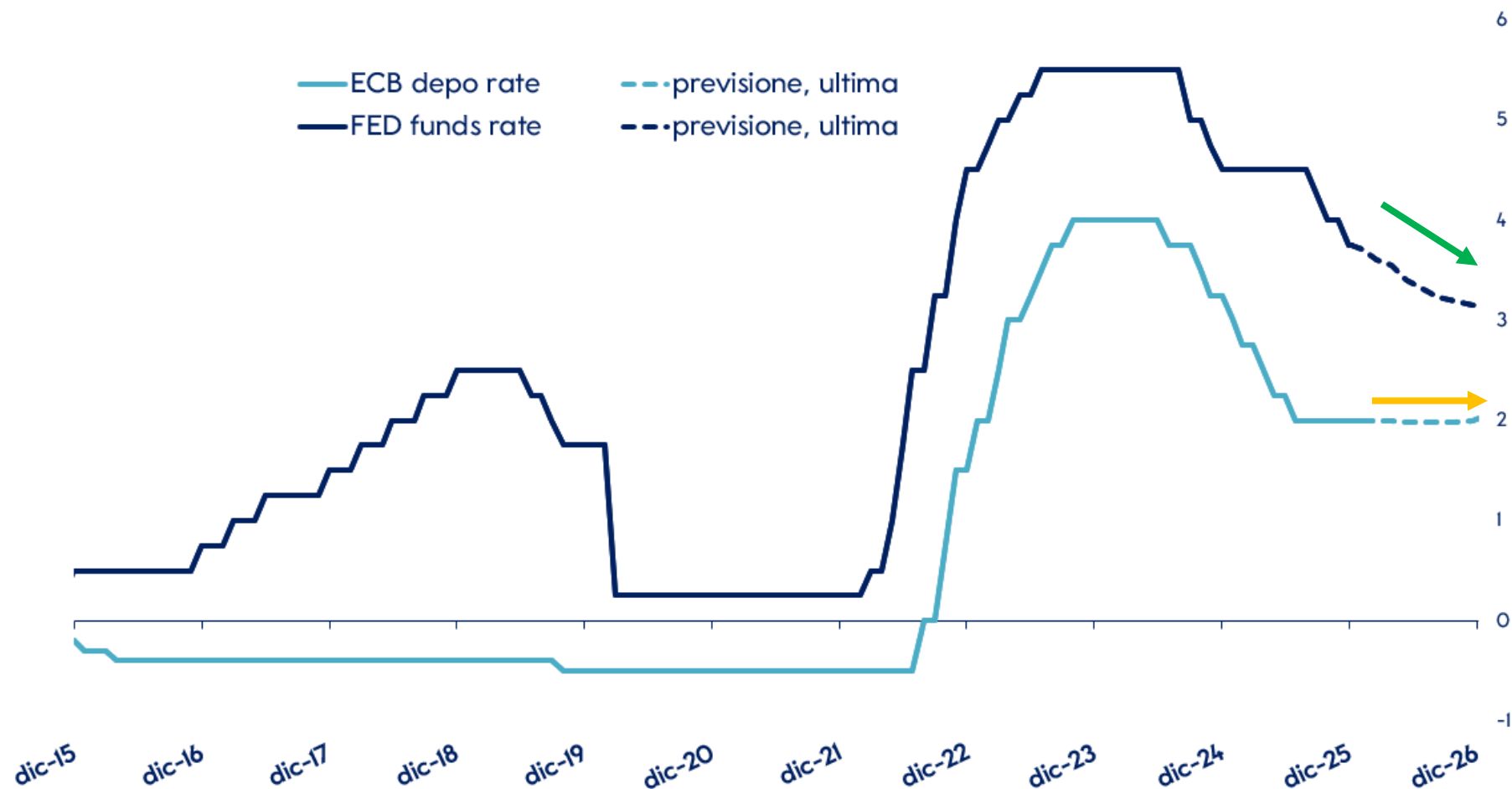
INFLAZIONE A CONFRONTO - Grafico 13

(% YoY)



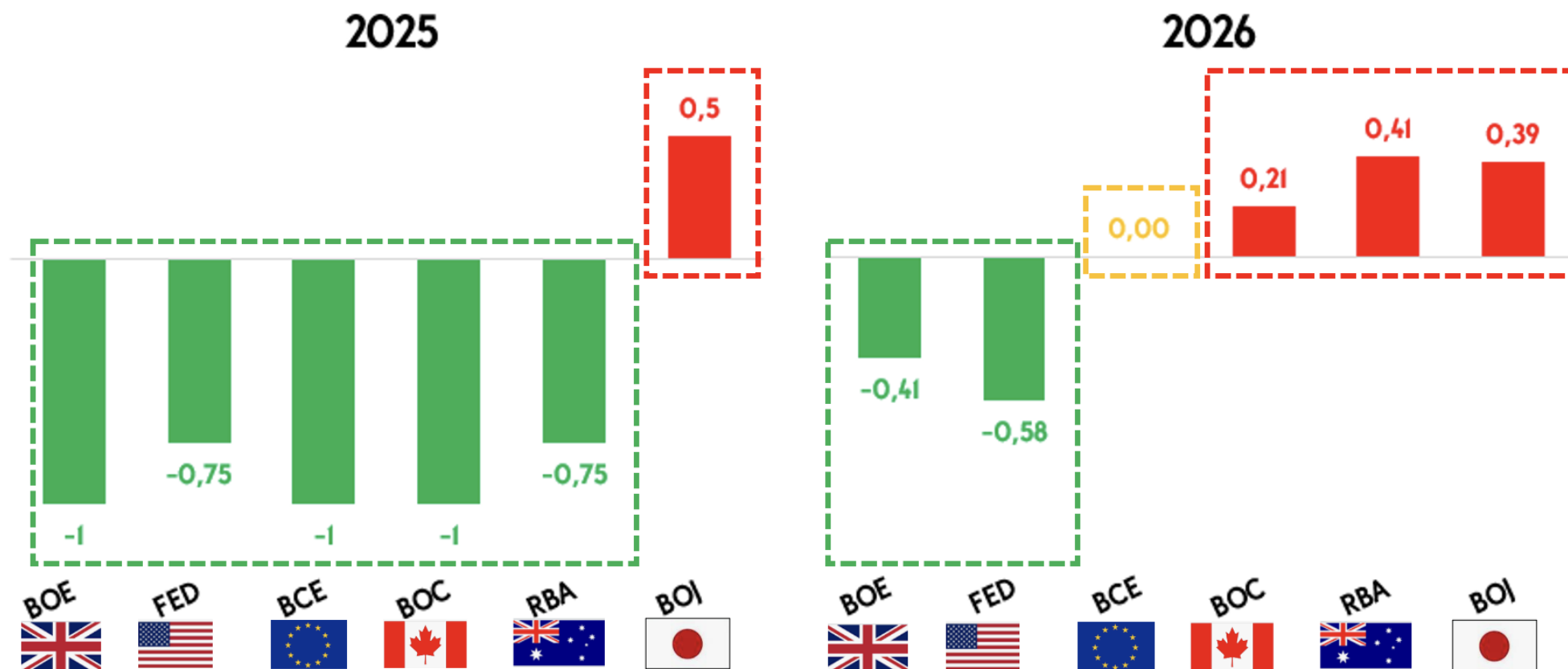
Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 7 Gennaio 2026

TRAIETTORIA ATTESA DAL MERCATO SUI TASSI FED E BCE - Grafico 14



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

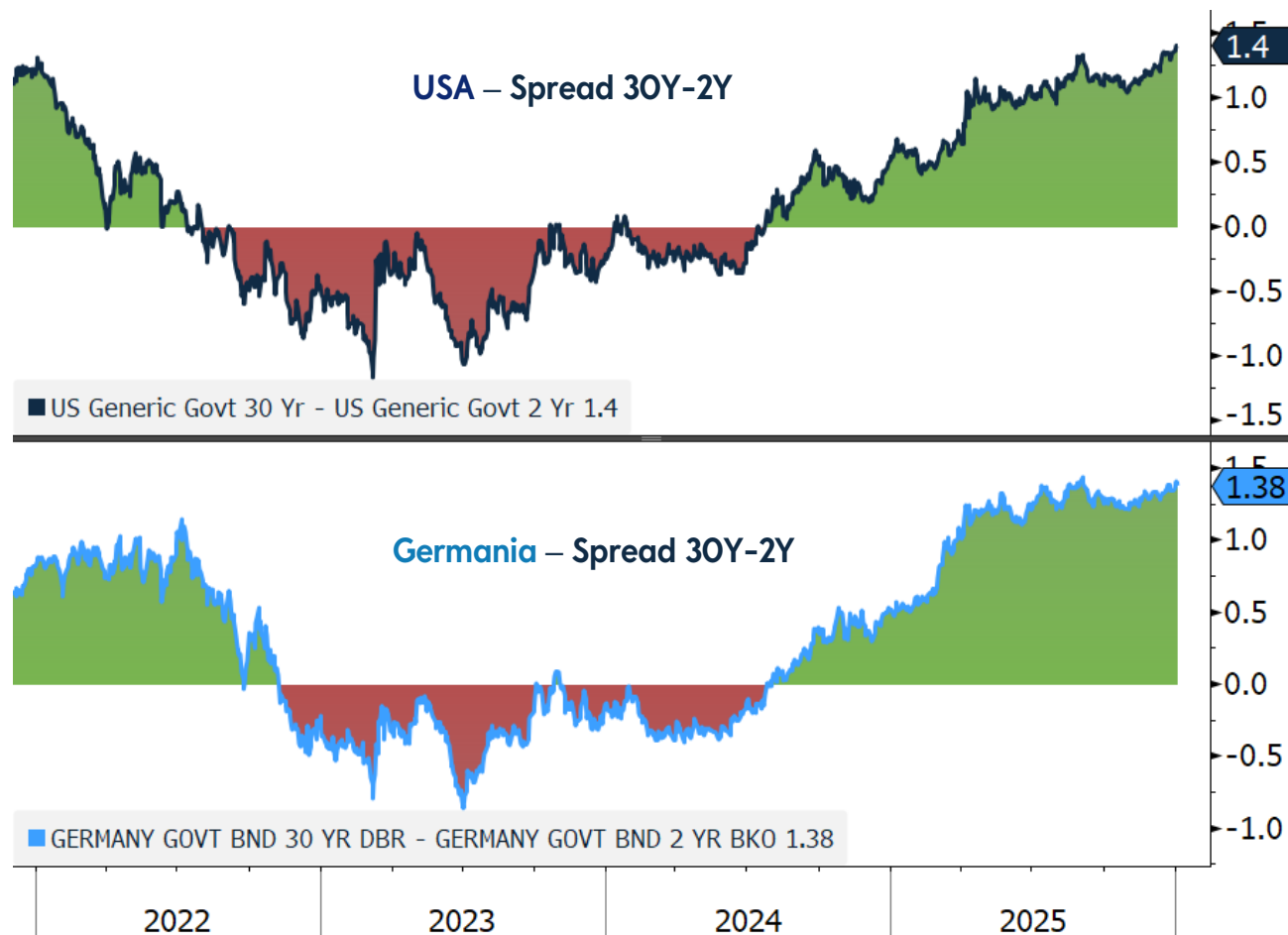
POLITICHE MONETARIE: 2025 VS 2026 - Grafico 15



Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg, al 31/12/2025.
 $\Delta\%$ dei tassi di riferimento delle principali Banche Centrali - 2025 vs attese implicite 2026.

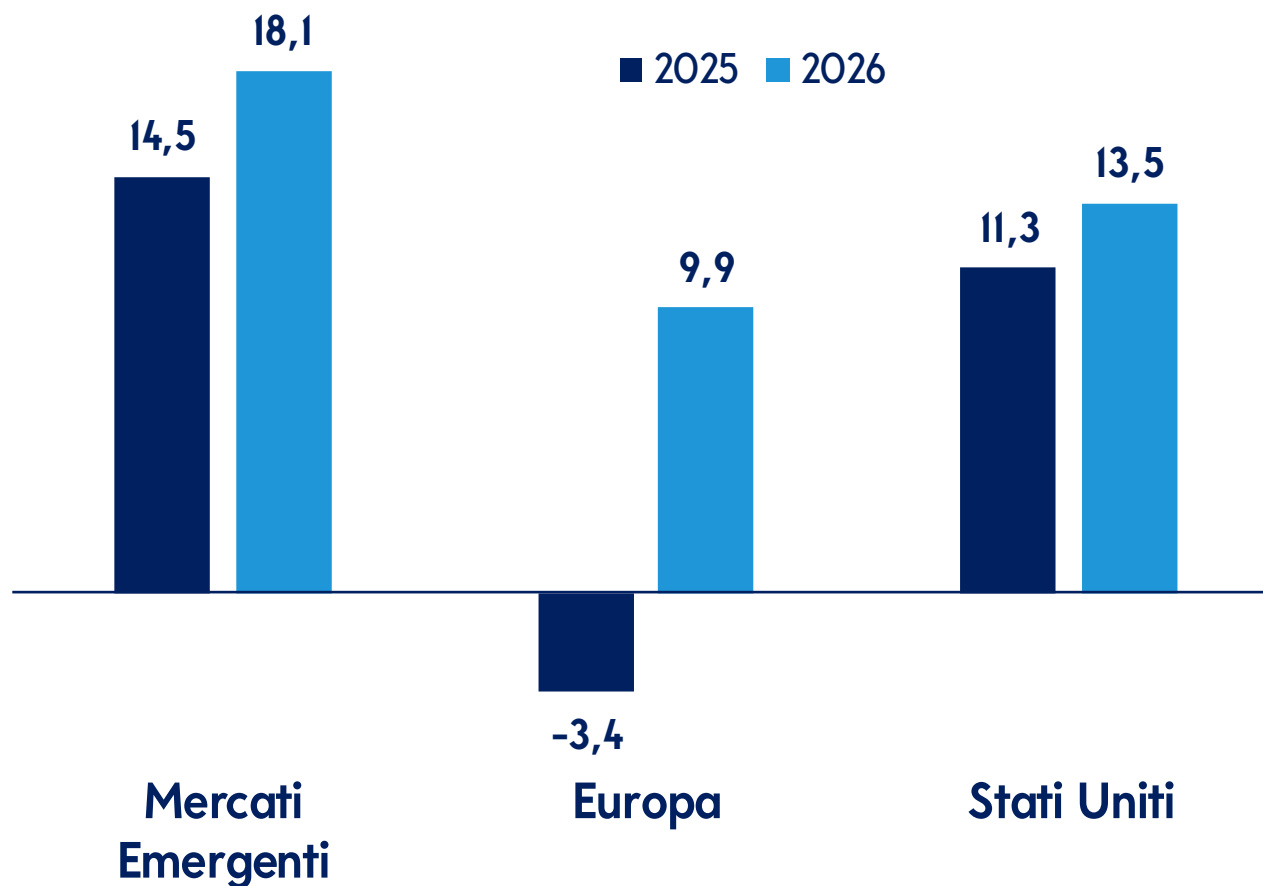
CURVE PIÙ RIPIDE – Grafico 16

(RENDIMENTI ELEVATI SULLA PARTE LUNGA DELLA CURVA)



Fonte: Copyright 2025 Bloomberg Finance L.P., 5 Gennaio 2026

STIME DI CRESCITA DEGLI UTILI PER AZIONE (%) - Grafico 17



Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum su dati Bloomberg.
Gli indici di riferimento sono: MSCI EM, Stoxx Europe 600 e S&P 500.