

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

DISTINGUERE I
SEGNALI
IN MEZZO
AL RUMORE

 FEB. 2026

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

WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI.....	5
MERCATI OBBLIGAZIONARI.....	7
MATERIE PRIME E VALUTE.....	8

WHAT'S NEW

ECONOMIA IN TENUTA.....	9
INFLAZIONE SOTTO CONTROLLO.....	12
BANCHE CENTRALI IN PAUSA.....	13

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE PER L'EQUITY E I BOND.....	14
ALLEGATI.....	17



CORTE SUPREMA USA, POSSIBILE DECISIONE SUI DAZI 20 Febbraio 2026
USA, CPI GENNAIO 11 Febbraio 2026*
GIAPPONE, ELEZIONI ANTICIPATE 8 Febbraio 2026
USA, RAPORTO SUL MERCATO DEL LAVORO A GENNAIO 6 Febbraio 2026*
EUROZONA, RIUNIONE BCE 5 Febbraio 2026

GENNAIO

FEBBRAIO

USA, EMPLOYMENT SITUATION DICEMBRE 9 Gennaio 2026
USA, CPI DICEMBRE 13 Gennaio 2026
EUROZONA, INFLAZIONE HICP DICEMBRE 19 Gennaio 2026
DAVOS, WORLD ECONOMIC FORUM 19-23 Gennaio 2026
EUROZONA, PIL E OCCUPAZIONE TERZO TRIM. 2025 20 Gennaio 2026
USA, MEETING FOMC 27-28 Gennaio 2026
USA, PPI DICEMBRE 30 Gennaio 2026
EUROZONA, STIMA FLASH PRELIMINARE PIL QUARTO TRIM. 2025 30 Gennaio 2026
NUOVO SHUTDOWN DEL GOVERNO FEDERALE 31 Gennaio 2026

* il BLS pubblicherà il report sull'occupazione di gennaio l'11 febbraio; il CPI di gennaio è atteso il 13 febbraio.



EXECUTIVE SUMMARY

WHAT'S UP

Il 2026 si è aperto all'insegna dell'incertezza geopolitica, con interventi su diversi fronti da parte dell'amministrazione Trump: il blitz in Venezuela, le mire sulla Groenlandia, le tensioni in Iran. A livello domestico, un nuovo shutdown del governo federale - questa volta temporaneo e parziale - ma anche un disaccordo sempre più evidente nei confronti del presidente della Fed, Powell. E la nomina del suo successore, Kevin Warsh, che ha innescato un temporaneo rimbalzo del dollaro e interrotto il rally dei metalli preziosi. Nel complesso del mese, tuttavia, la reazione dei mercati è stata contenuta. Sull'azionario appare sempre più evidente la progressiva rotazione settoriale e geografica. Tenzialmente stabile l'obbligazionario, al netto delle tensioni sui titoli di Stato giapponesi: la temuta fuga dai Treasury non ha finora trovato riscontro nella realtà. Tra le materie prime, si è nuovamente distinta la performance dell'oro.

WHAT'S NEW

I dati pubblicati a gennaio fotografano un'accelerazione dell'economia USA e una sostanziale tenuta di quella europea, seppur in un contesto strutturalmente più debole. L'inflazione ha continuato a mostrare segni di raffreddamento, mentre le banche centrali - Fed compresa - sembrano orientate a una nuova fase di neutralità sui tassi di interesse, nonostante le pressioni della politica per tagli più aggressivi negli Stati Uniti. I dazi restano un tema da monitorare, tra nuove tariffe minacciate (e poi ritirate) da Trump e l'attesa decisione della Corte Suprema sulla legittimità di quelli introdotti ai sensi dello IEEPA (l'International Emergency Economic Powers Act). L'avvicinarsi delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti (novembre 2026) potrebbe incentivare l'amministrazione USA a offrire maggiore sostegno all'economia.

WHAT'S NEXT

Nel corso dell'anno, l'economia globale dovrebbe continuare a crescere a velocità moderata, come evidenziano le stime del Fondo Monetario, riviste leggermente al rialzo rispetto a ottobre. Sui mercati potremmo assistere a episodi di volatilità innescati da fattori geopolitici, ma resta fondamentale distinguere i segnali di fondo, senza badare troppo alle oscillazioni momentanee. In questo contesto, l'azionario potrebbe beneficiare della rotazione in atto e delle attese positive sugli utili aziendali, che non sono più limitate all'universo ristretto delle Magnifiche 7. Al netto delle notizie allarmistiche, rimane solido il ruolo svolto dall'obbligazionario in termini di diversificazione.



WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI

L'EQUITY CORRE CON RIALZI PIÙ "DEMOCRATICI"

I mercati azionari hanno chiuso il mese in rialzo, recuperando in fretta dopo qualche scivolone legato ai timori sulla Groenlandia e sull'indipendenza della Fed. L'**indice mondiale** ha registrato un rialzo del 2,9% nel mese (per l'indice Msci All Country World; Grafico I), confermando la tendenza degli investitori a guardare anche al di fuori degli USA.

Continua la corsa dell'**S&P 500**, che ha superato i 6.900 punti (+1,4% nel mese), apparentemente immune alle minacce di Trump. Si è tornati, anzi, a parlare di "TACO trade", dove TACO sta per "Trump Always Chickens Out": gli investitori si aspettano che il presidente faccia marcia indietro e questa aspettativa viene incorporata nei prezzi azionari. Ma se il presidente statunitense - riflettono alcuni analisti - cambia rotta solo quando assiste a una discesa dei mercati, dovrà ricorrere ad azioni sempre più estreme per ottenere una reazione. Il corollario paradossale di TACO, quindi, è "TAPAS": "TACO Is Already Priced, Amplifying Shocks" (l'effetto TACO è già prezzato, e questo finisce per amplificare gli shock). In terreno positivo anche il **Nasdaq** (+0,9% nel mese), sostenuto a fine gennaio dalle buone trimestrali di alcune Big Tech. L'**Europa** ha beneficiato della ricerca di diversificazione, con lo Stoxx 600 in rialzo del 3,2%. In ordine sparso gli indici nazionali: +0,2% il DAX, -0,3% il CAC 40, +3,3% l'IBEX 35 e 1,3% il FTSE MIB.

Da segnalare l'indice azionario bulgaro, Sofix, in rialzo di quasi il 19% nel mese: dal primo gennaio il Paese ha adottato l'euro, alimentando la speranza di una maggior integrazione economica nell'UE. Il giapponese **Nikkei** si è unito al coro dei rialzi (+5,9%), sostenuto da un miglioramento delle prospettive sugli utili e da una rinnovata fiducia nelle aziende nazionali. Il primo ministro Sanae Takaichi, in carica da ottobre, ha indetto elezioni anticipate per l'8 febbraio, puntando a ottenere una maggioranza più forte in Parlamento e a consolidare così la sua leadership. Bene, infine, l'indice cinese **MSCI China** (+5%) e ancora di più l'area emergente per **MSCI EM** (+8,8%).

Andamento principali indici azionari

(Performance %, da inizio 2025)

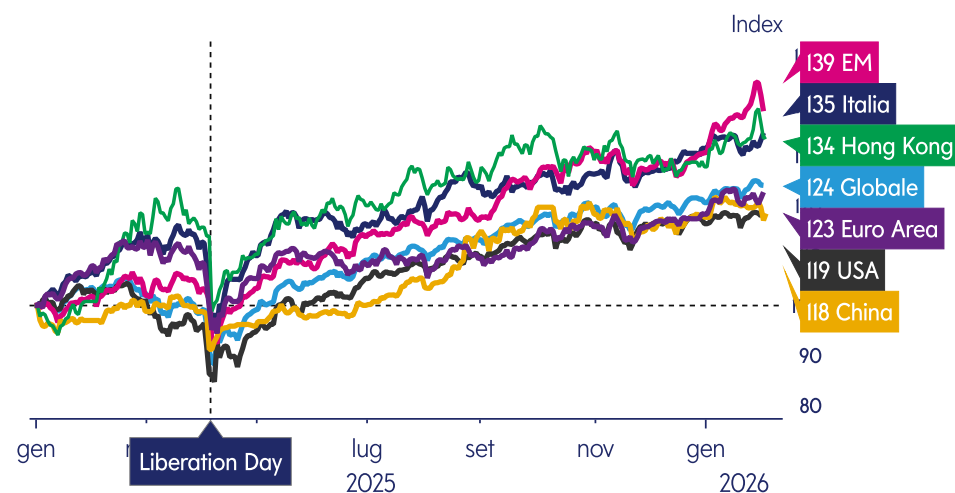


Grafico I - Fonte: Banca Mediolanum, FTSE Russell, Deutsche Boerse, Euronext, MSCI, S&P Global, CSI, Nikkei Inc., MSE, HSI, STOXX, Macrobond, febbraio 2026.

In un contesto in cui i guadagni si fanno via via più diversificati, andando oltre le sole large cap, si distingue nel mese la performance del comparto energetico, mentre perde slancio la corsa del tech (Grafico 2). L'attenzione resta alta sull'IA, dove l'approccio si fa però più attento: lo dimostrano le ultime trimestrali tech, con Meta premiata per la crescita dei ricavi e Microsoft penalizzata, nonostante gli ingenti investimenti, per le previsioni prudenti sui ritorni economici di breve periodo (Grafico 3).



Grafico 2 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, febbraio 2026.

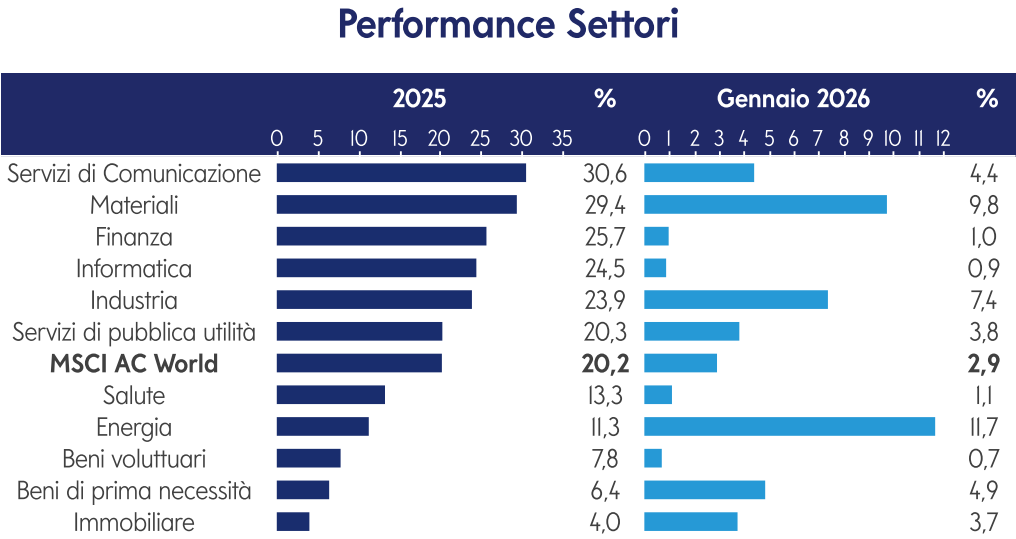


Grafico 3 - Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, Macrobond, febbraio 2026.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

TREASURY SENZA GROSSI SCOSSONI, GIAPPONE SOTTO LA LENTE

L'**obbligazionario globale** ha chiuso gennaio con quotazioni in rialzo (+0,9% per l'indice Bloomberg Global Aggregate).

Il rendimento del **Treasury** decennale si è attestato al 4,24% dal 4,16% di fine dicembre, mentre la curva resta ripida, con rendimenti elevati sulle scadenze più lunghe. Sostanzialmente stabile il rendimento del **Bund** decennale (2,84%): anche in questo caso, la curva si conferma in graduale irripidimento. In questo quadro, i rendimenti dei decennali italiano e tedesco continuano ad accorciare le distanze (Grafico 4).

Qualche turbolenza si è registrata invece nell'**obbligazionario giapponese**, finito sotto la lente lo scorso 20 gennaio, quando i rendimenti dei titoli di Stato a 40 anni sono saliti al 4,19%, record dal loro debutto nel 2007, e quelli dei titoli decennali hanno toccato il 2,34%, per poi ripiegare parzialmente dopo le rassicurazioni arrivate da Takaichi.

Sull'andamento dei rendimenti ha pesato il timore che le politiche fiscali espansive del primo ministro possano far ulteriormente lievitare un debito già elevato, mentre sullo sfondo persiste un'inflazione ancora ostinata.

Takaichi ha annunciato l'intenzione di sospendere per due anni l'IVA sui generi alimentari: un taglio che, secondo i calcoli del ministero delle Finanze giapponese, dovrebbe tradursi in un costo di circa 5 trilioni di yen (all'incirca 27,18 miliardi di euro) l'anno, con un incremento significativo del deficit di bilancio.

Ad agitare i mercati si sono poi aggiunte le speculazioni su un possibile intervento coordinato delle autorità di Stati Uniti e Giappone a sostegno dello yen. Si tratta indubbiamente di dinamiche da monitorare, che potrebbero avere riverberi anche all'estero. Ad oggi, tuttavia, non sembrano sussistere gli elementi per parlare di "effetto contagio" o per temere una crisi internazionale.

Gli **spread creditizi**, per esempio, si confermano su livelli estremamente compressi, così come l'obbligazionario emergente.

Rendimenti governativi 10Y

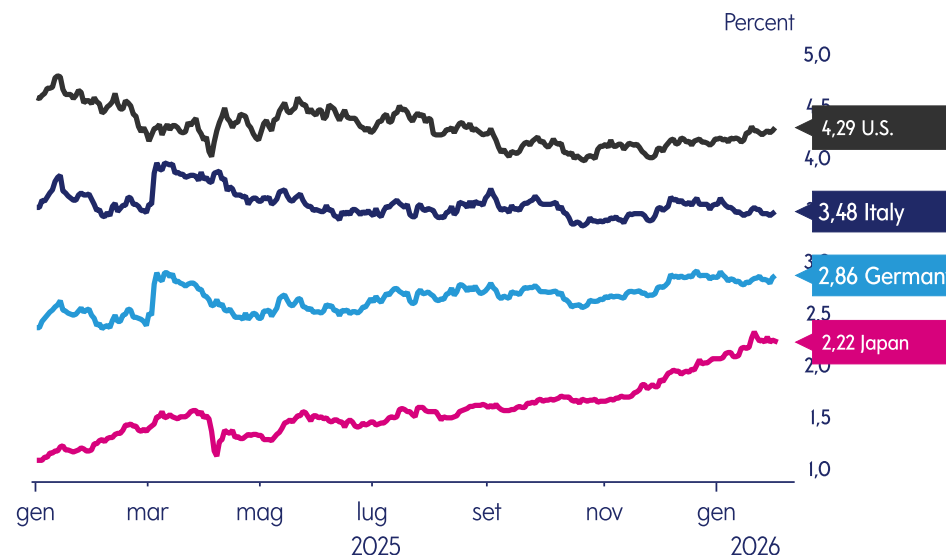


Grafico 4 -Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond, febbraio 2026.

MATERIE PRIME E VALUTE

RALLY PER ORO E ARGENTO, ATTENZIONE AL DOLLARO USA

Bilancio positivo, a gennaio, per il complesso delle **materie prime** (+10% per l'indice Bloomberg commodity; Grafico 5).

Le quotazioni di **Brent e WTI** sono rimaste pressoché indifferenti all'ipotesi che gli Stati Uniti portino sotto il loro controllo i vasti giacimenti venezuelani. Le ragioni comprendono un contesto di eccesso di offerta, una produzione venezuelana attualmente limitata (a dispetto delle enormi riserve) e la necessità di tempo e investimenti per rilanciarla. I prezzi del petrolio hanno tuttavia registrato qualche rialzo negli ultimi giorni di gennaio, complici le tensioni in Iran, che alimentano attese di possibili interruzioni dell'offerta, e un'ondata di gelo e maltempo negli Stati Uniti, che avrebbe provocato perdite consistenti nelle scorte. Due fattori di cui hanno beneficiato anche le quotazioni di gas naturale.

Sostenuto da un dollaro debole e dai massicci acquisti delle banche centrali, l'**oro** ha superato per la prima volta i 5.300 dollari l'oncia, mentre l'argento ha oltrepassato i 100 dollari l'oncia.

L'annuncio della nomina di Warsh come prossimo presidente della Fed ha temporaneamente interrotto il rally - segno di quanto cavalcare gli eccessi di mercato possa rivelarsi rischioso - ma il trend positivo per i metalli preziosi potrebbe non essere finito. Alla fine del mese il rialzo è stato dell'13,3% per l'oro e dell'18,8% per l'argento.

Sul fronte **valutario**, prosegue la debolezza del **dollaro**, al netto di un rimbalzo sul finire del mese (-1,2% a gennaio per l'indice, invariato il cambio con l'euro): le incertezze geopolitiche e le voci di un intervento congiunto USA-Giappone a sostegno dello yen lasciano intravedere una divisa strutturalmente più debole. Nel complesso, il ruolo del dollaro USA come valuta di riferimento internazionale non sembra venir meno ma piuttosto ridimensionarsi, a vantaggio di una maggior diversificazione.

Metalli preziosi e Dollar index

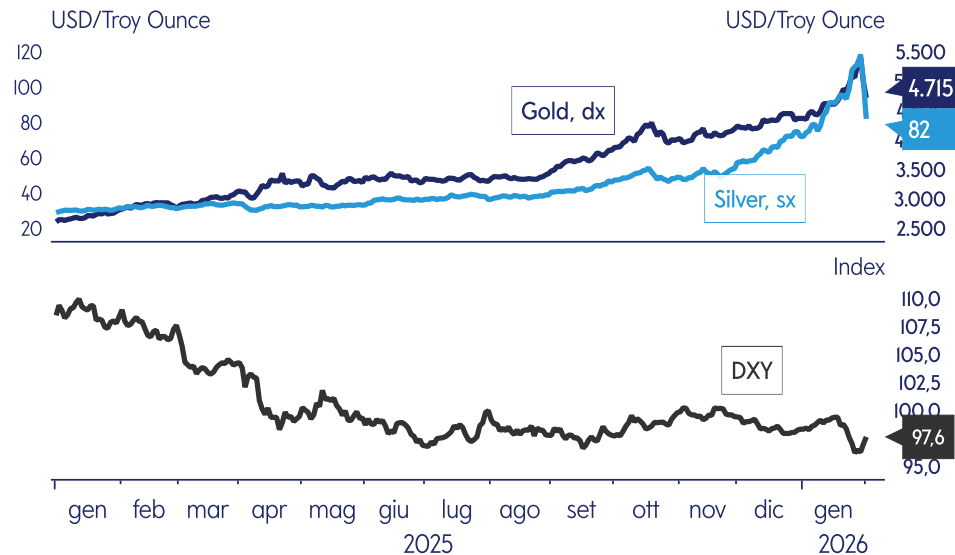


Grafico 5 - Fonte: Banca Mediolanum, ICE, LBMA, S&P Global, Macrobond, febbraio 2026.

WHAT'S NEW

ECONOMIA IN TENUTA

IL CONTRIBUTO DEL TECH E DELLE POLITICHE ACCOMODANTI

Nonostante le incertezze e il “rumore” mediatico che ne deriva, i dati indicano un'economia globale ancora solida. Le ultime **stime del Fondo Monetario Internazionale** prevedono una crescita globale del 3,3% nel 2026 e del 3,2% nel 2027 (rivista al rialzo rispetto a ottobre; Grafico 6), sostenuta da investimenti tecnologici, supporto monetario e fiscale, condizioni monetarie accomodanti e capacità di adattamento del settore privato.

IL CAPITOLO “DAZI” NON È ANCORA CONCLUSO

Il presidente USA ha agitato lo spettro di nuove barriere doganali nei confronti di alcuni Paesi europei in relazione al dossier Groenlandia, salvo poi tornare sui suoi passi. Ha inoltre reso noto un rialzo dei dazi a carico della Corea del Sud, accusata di non rispettare l'accordo commerciale stipulato. Sul fronte giuridico, la Corte Suprema non si è ancora pronunciata sulla legittimità dei dazi cosiddetti “reciproci”, annunciati da Trump ad aprile.

Intanto, gli altri Paesi reagiscono cercando di diversificare gli accordi. Un esempio è quello siglato tra l'UE e l'India, che dovrebbe eliminare fino a 4 miliardi di euro di dazi sulle esportazioni europee.

Stime di crescita reale del PIL

IMF World Economic Outlook Updates

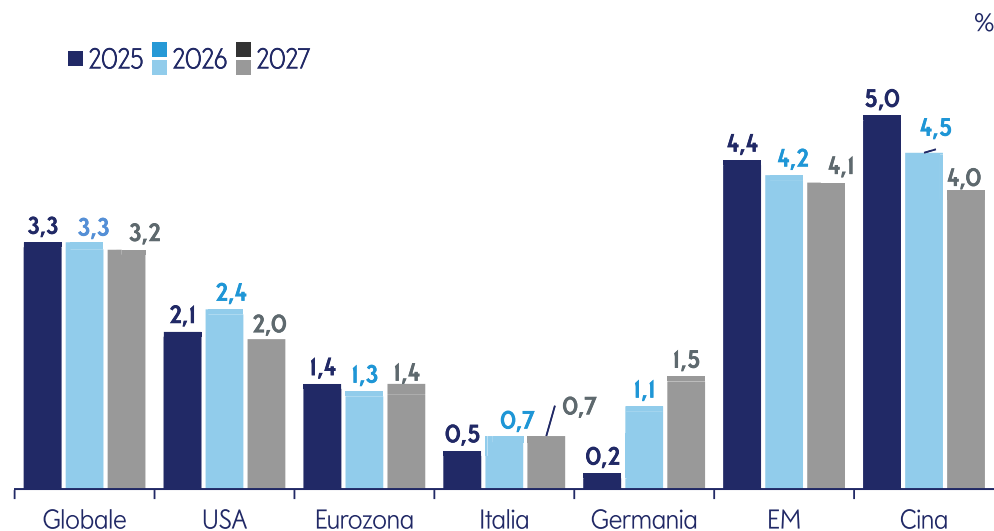


Grafico 6 - Fonte: Banca Mediolanum, IMF, Macrobond, gennaio 2026.

NEGLI USA I DATI ECONOMICI SI CONFERMANO POSITIVI

Negli **Stati Uniti**, la crescita del Prodotto Interno Lordo del terzo trimestre è stata rivista al rialzo al 4,4% annualizzato (dal 4,3%), segnando il ritmo più sostenuto degli ultimi due anni, trainato in larga misura dalla dinamica dei consumi. Particolarmente rilevante il contributo della produttività, che nel periodo è aumentata del 4,9%: se sostenuta nel tempo, consentirebbe un'espansione dell'attività economica con pressioni sui costi più contenute - come già segnalato dalla flessione dell'1,9% del costo unitario del lavoro - rafforzando lo scenario di un processo disinflattivo graduale e ordinato (Grafico 7).

Segnali positivi arrivano anche dai PMI di gennaio, che mostrano un miglioramento dell'attività manifatturiera, confermato anche dall'indice ISM, tornato sopra la soglia di 50 per la prima volta da quasi un anno e sui massimi dal 2022; rimane stabile la componente legata ai servizi.

Più cauti gli indicatori sulla fiducia dei consumatori statunitensi: questi ultimi appaiono preoccupati per la debolezza del mercato del lavoro, in un contesto di economia "a K": l'indice calcolato da Conference Board è sceso a 84,5 dai 94,2 di dicembre, il punto più basso dal 2014.

Quanto al **mercato del lavoro**, nel mese di dicembre si sono registrati 50.000 nuovi posti nel settore non agricolo, sotto le attese degli analisti (70.000). Si segnala invece un miglioramento nella disoccupazione, al 4,4% dal 4,6% di novembre.

CRESCITA LENTA MA POSITIVA NEL VECCHIO CONTINENTE

Secondo la stima flash di Eurostat, il PIL dell'**Eurozona** è cresciuto dell'1,3% su anno nel quarto trimestre del 2025, dopo il +1,4% del terzo trimestre. Da segnalare in particolare la Germania, dove nel 2025 l'economia è tornata a crescere dopo due anni di contrazione (+0,2% nell'intero anno), trainata dall'aumento dei consumi e dagli ampi stimoli di bilancio.

Guardando al 2026, gli indicatori PMI di gennaio mostrano una sostanziale stabilità dell'attività economica del settore privato, con una riduzione della debolezza nella manifattura compensata da un parziale rallentamento nei servizi.

A dicembre il tasso di disoccupazione ha segnato un nuovo minimo al 6,2% nella zona euro, in leggero calo dal 6,3% di novembre (Grafico 8).

Produttività del lavoro USA

Labor Productivity (Output Per Hour)



Grafico 7 - Fonte: Banca Mediolanum, BLS, Macrobond, gennaio 2026.

CINA, LA DOMANDA ESTERA CONTINUA A FARE DA TRAINO

Nel quarto trimestre dell'anno, la crescita del Prodotto Interno Lordo **cinese** ha registrato un rallentamento (+4,5% su anno dopo il +4,8% del periodo luglio-settembre), dovuto alle ripercussioni delle difficoltà del comparto immobiliare. Il Paese ha comunque centrato l'obiettivo del 5% annuo. Sotto le attese le vendite al dettaglio, salite del +0,9% dopo il +1,3% di novembre. La domanda estera sembra fare ancora da traino: nel 2025, infatti, il surplus commerciale ha registrato la cifra record di 1.189 miliardi di dollari, con le esportazioni salite del +5,5% annuo e le importazioni stabili (Grafico 9).

Tasso di disoccupazione Area Euro

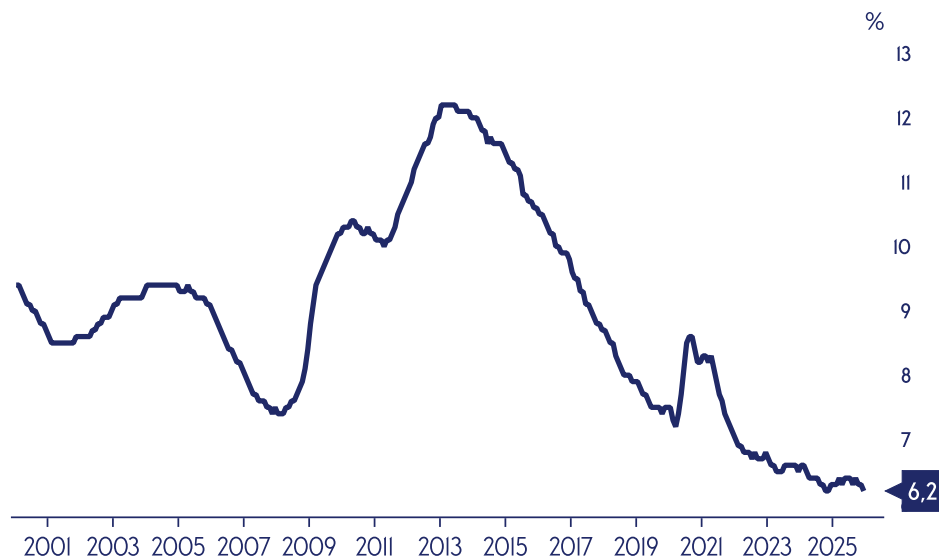


Grafico 8 - Fonte: Banca Mediolanum, Eurostat, Macrobond, gennaio 2026.

Cina: contributi al PIL

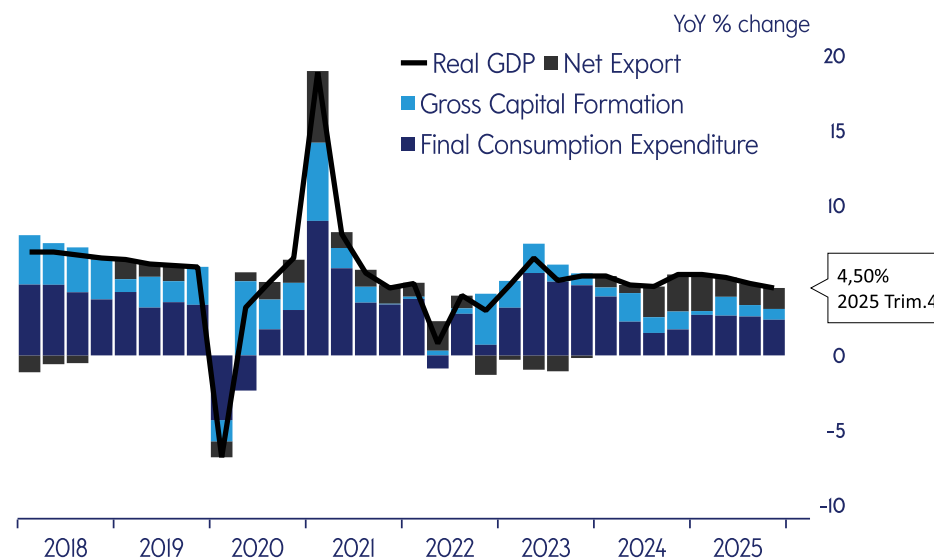


Grafico 9 - Fonte: Banca Mediolanum, NBS, Macrobond, gennaio 2026.

INFLAZIONE SOTTO CONTROLLO

NEGLI STATI UNITI I PREZZI APPAIONO STABILI

Negli **Stati Uniti** i dati di dicembre confermano un'inflazione sotto controllo: l'indice dei prezzi al consumo per tutti i consumatori urbani (CPI-U) si è posizionato al 2,7% su anno, in linea con la lettura di novembre, così come il dato core, in rialzo del +2,6% (Grafico IO). Gli indici PCE e PCE core - che fanno riferimento ai mesi di ottobre e novembre, a seguito dei ritardi dovuti all'ultimo shutdown - sono stati entrambi pari al 2,7% a ottobre e al 2,8% a novembre.

INFLAZIONE ENTRO I RANGHI FISSATI DALLA BCE

Nella **zona euro**, la variazione dell'inflazione è stata pari all'1,7% a gennaio, dopo l'1,9% di dicembre, ulteriormente sotto l'obiettivo di stabilità dei prezzi fissato dalla BCE e in linea con un percorso di discesa dei prezzi. In calo anche la core, al 2,2%.

PREZZI FERMI IN CINA, OSTINATI IN GIAPPONE

In **Cina** si registra un'accelerazione dei prezzi a dicembre: +0,8% su base annua (il livello più alto dal febbraio 2023). Per l'intero 2025, tuttavia, la variazione è stata nulla, quindi ben al di sotto dell'obiettivo ufficiale del 2%. Ancora in calo i prezzi alla produzione, diminuiti dell'1,9%.

Sotto i riflettori la dinamica dei prezzi in **Giappone**, alle prese con un'inflazione più resiliente del previsto: il dato di dicembre è sceso al 2,1%, ma resta comunque superiore - per il 45esimo mese consecutivo - all'obiettivo del 2% fissato dalla Bank of Japan. La quale ha ritoccato al rialzo le stime sui prezzi al consumo per l'anno fiscale 2026: le attese sono ora per un CPI al +1,9%, dal precedente 1,8%.

INFLAZIONE A CONFRONTO (% YoY)

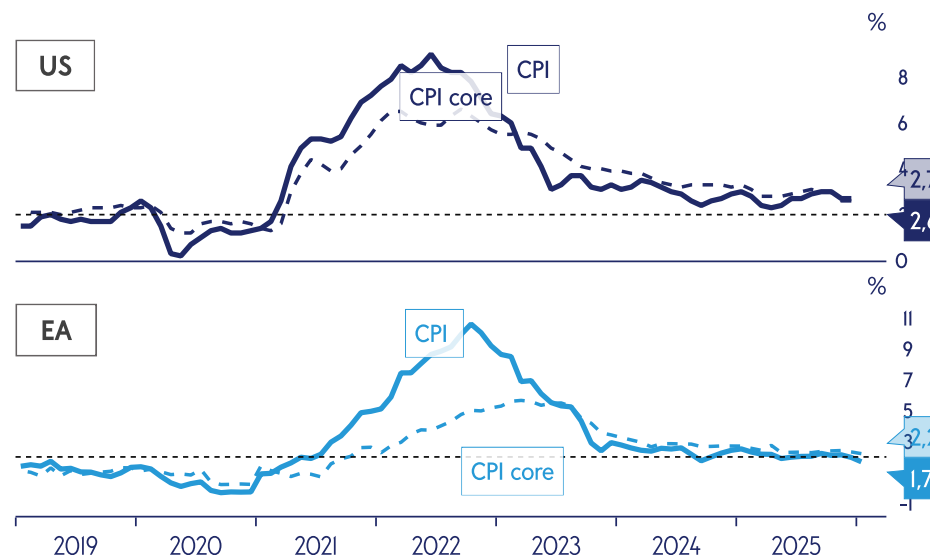


Grafico IO - Fonte: Banca Mediolanum, BLS, Eurostat, Macrobond, febbraio 2026.

BANCHE CENTRALI IN PAUSA

FED ATTENDISTA, INCURANTE DELLE PRESSIONI POLITICHE

Nella riunione di gennaio, la **banca centrale statunitense** non ha toccato i tassi (fermi tra il 3,50% e il 3,75%), prendendosi una pausa dopo la riduzione del costo del denaro di 75 punti base complessivi nel corso del 2025 (con tagli a settembre, ottobre e dicembre; Grafico II). La decisione è arrivata in un momento molto delicato per il presidente Jerome Powell, destinatario di numerosi attacchi mossi dalla Casa Bianca, sostenitrice di una linea ben più accomodante.

Le iniziative dell'amministrazione gettano un'ombra sul futuro dell'indipendenza della banca centrale: il mandato di Powell scade a maggio e al suo successore Kevin Warsh - annunciato il 30 gennaio dal presidente Trump - spetterà il compito di assicurare le istituzioni e i mercati. Difficile fare previsioni sul suo stile: se negli ultimi tempi Warsh si è avvicinato alle posizioni di Donald Trump su riduzione dei tassi e controllo dell'inflazione, è anche vero che, in passato, si è mostrato più rigido, soprattutto sulla politica di bilancio.

LA BANCA CENTRALE EUROPEA NON SORPRENDE

La BCE ha lasciato i tassi fermi per la quinta riunione consecutiva, confermando l'approccio attendista, lasciando. Lagarde ha ridimensionato l'impatto del recente apprezzamento dell'euro, giudicando l'inflazione su livelli coerenti con l'obiettivo e ribadendo una strategia guidata dai dati in un contesto di tenuta dell'economia nonostante l'elevata incertezza geopolitica.

LA BOJ ALZA LE STIME DI CRESCITA E INFLAZIONE

Tassi fermi (allo 0,75%) anche in Giappone, dove la banca centrale ha rivisto al rialzo le previsioni su inflazione e crescita (il PIL è atteso ora al +1% per il 2026), nella prospettiva di un maggior sostegno fiscale da parte del governo, a pochi giorni dalle elezioni anticipate dell'8 febbraio.

Traiettoria attesa dal mercato sui tassi
Fed e BCE

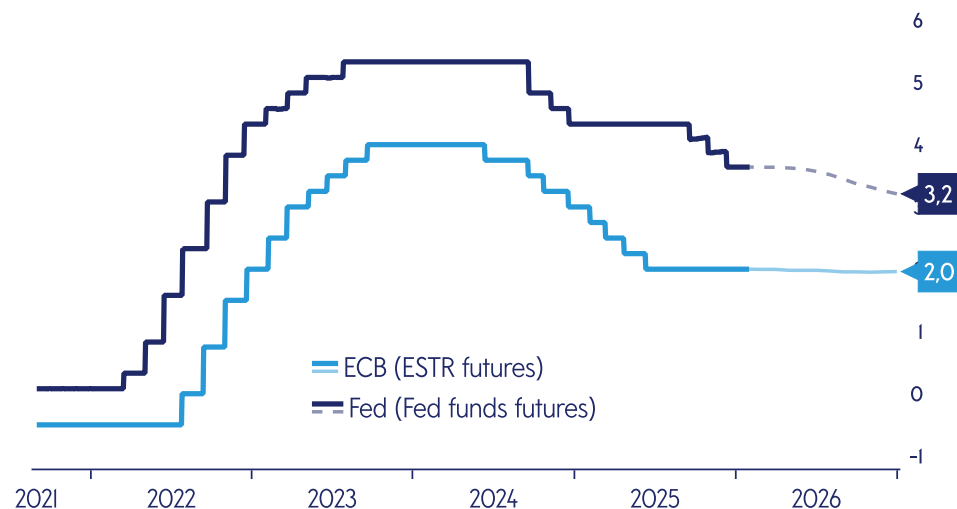


Grafico II - Fonte: Banca Mediolanum, ECB, ICE, New York Fed, CME Group, Macrobond, febbraio 2026.

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE PER L'EQUITY E I BOND

È BENE CONCENTRARSI SULLE TENDENZE DI FONDO

Secondo il report sui rischi globali del **World Economic Forum**, il confronto geoeconomico si conferma il principale rischio percepito nel 2026 e, più in generale, nel breve termine; su un orizzonte decennale emergono invece con maggiore forza i rischi ambientali. La geopolitica è dunque destinata a restare un tema di primo piano anche negli anni a venire.

Per i mercati, tuttavia, questi fattori tendono spesso a tradursi in shock di breve durata e non intaccano le tendenze di fondo, che continuano a essere guidate soprattutto dai fondamentali aziendali e dai dati macroeconomici più che dai titoli di giornata. L'incertezza rimane e non va sottovalutata, ma per chi investe la sfida è guardare oltre il rumore mediatico, concentrandosi sui segnali. E, allo stato attuale, tali segnali suggeriscono che, pur in un contesto complesso, lo scenario macro mantiene un'impostazione complessivamente costruttiva.

L'AZIONARIO STA CAMBIANDO PASSO (IN POSITIVO)

Sul fronte azionario, le dinamiche in atto potrebbero tradursi in fasi di maggiore volatilità, con potenziali aggiustamenti e prese di profitto che appaiono fisiologici alla luce dei significativi rialzi registrati negli ultimi tre anni, ma che si configurano come temporanei. Dall'inizio del 2026, infatti, sta prendendo forma una progressiva **rotazione a livello settoriale** (non più solo tech), dimensionale (con un ampliamento dalle large cap verso le società di minori dimensioni) e geografico (dagli Stati Uniti verso altre aree del mondo). In questo contesto, le aspettative ancora positive sugli utili - pur a fronte di un ridimensionamento dell'eccezionalità delle "Magnifiche 7" - continuano a offrire supporto all'intera asset class.

Il tema dell'Intelligenza Artificiale rimane centrale, ma il mercato appare sempre più selettivo: non è sufficiente investire, occorre dimostrare capacità di monetizzazione. Un'evoluzione che segnala un possibile cambio di fase, orientato verso un mercato più equilibrato, più sano e potenzialmente più sostenibile nel tempo.

L' IMPATTO AMBIVALENTE DEL VOTO SUI MERCATI

Novembre 2026 sembra lontano, ma non lo è: le elezioni di metà mandato saranno un test importante per il presidente degli Stati Uniti d'America e potrebbero avere sui mercati un impatto ambivalente.

Da un lato, l'avvicinarsi del voto potrebbe spingere l'amministrazione Trump a evitare colpi di scena eccessivi e a favorire un contesto economico e di mercato favorevole: in un Paese nel quale l'esposizione azionaria delle famiglie è ai massimi storici, il mercato è infatti cartina di tornasole del consenso elettorale. Si può leggere sotto questa luce il rinnovato interesse del governo per temi come l'"affordability", la crescita e il sostegno al reddito.

Dall'altro lato, le statistiche mostrano come storicamente gli anni delle elezioni di metà mandato siano stati spesso caratterizzati da mercati deboli e volatili, con ribassi anche consistenti. Si tratta, però, di cali temporanei, seguiti da un rimbalzo: a 12 mesi dal voto, si registrano ritorni positivi nella maggior parte dei casi (Grafico 12).

Non si possono dunque escludere fasi di volatilità nel breve periodo, ma nel lungo periodo la view resta costruttiva.

OBBLIGAZIONARIO COME FONTE DI STABILITÀ E DIVERSIFICAZIONE

Sul fronte obbligazionario, nonostante le incertezze geopolitiche e fiscali, i mercati dei titoli di Stato hanno mostrato una buona capacità di assorbimento dell'offerta, confermando il ruolo dei bond come pilastro di stabilità nei portafogli. Quanto al mercato USA, quella a cui stiamo assistendo non è una fuga dai Treasury (i quali, anzi, mantengono il loro ruolo fondamentale), ma una diversificazione dal rischio sistemico in un mondo più frammentato.

Con le principali banche centrali orientate a un approccio prudente e le politiche fiscali tendenzialmente espansive, le curve dei rendimenti restano relativamente ripide, rendendo le scadenze medio-lunghe particolarmente interessanti in termini di carry e potenziale contributo alla diversificazione complessiva.

S&P 500: ritorno medio negli anni delle elezioni di Mid-Term rispetto agli altri

(dal 1950)

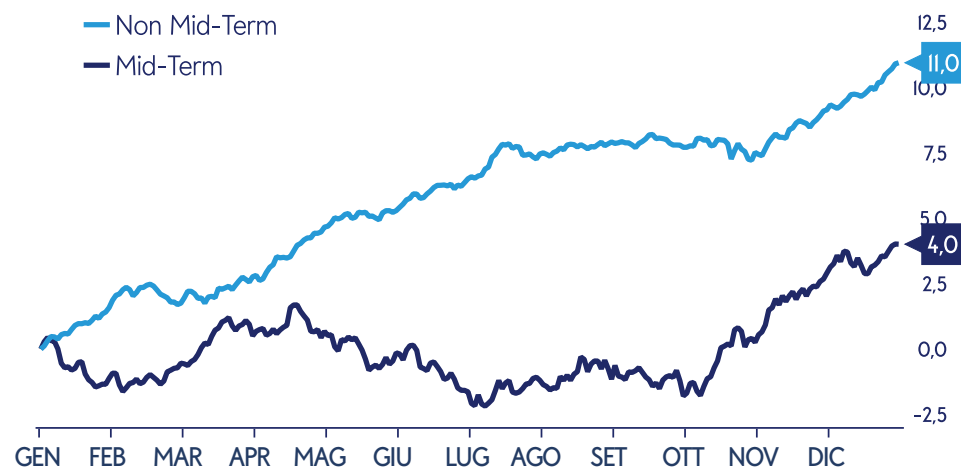


Grafico 12- Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, febbraio 2026.

DOLLARO: ISTRUZIONI PER L'USO

Chiudiamo con alcune considerazioni sulla gestione dell'esposizione valutaria al dollaro, alla luce del deprezzamento già osservato nel 2025 e di un contesto che resta caratterizzato da elevata incertezza sull'andamento della valuta statunitense. Per gli investitori, la gestione dell'USD rappresenta una leva di asset allocation da calibrare in funzione dell'orizzonte temporale e della composizione del portafoglio, evitando risposte reattive al rumore di breve periodo.

In ambito obbligazionario, in particolare sulle scadenze più brevi, la copertura valutaria può contribuire a migliorare il profilo rischio/rendimento, anche alla luce di rendimenti USA ancora interessanti, delle prospettive di ulteriori riduzioni dei tassi da parte della Fed e di un costo della copertura che si è parzialmente ridotto negli ultimi mesi.

Con il progressivo allungarsi dell'orizzonte temporale e l'aumento della componente azionaria, l'impatto delle oscillazioni valutarie tende invece ad attenuarsi, lasciando spazio ai fondamentali e alle dinamiche di crescita come principali driver di performance.

Al di là delle fluttuazioni cicliche, il dollaro continua a occupare una posizione centrale nel sistema finanziario globale (Grafico I3); per un investitore euro-based, mantenere una quota in USD conserva dunque una valenza strategica di diversificazione, più che una funzione tattica legata allo scenario di breve periodo.

Composizione delle riserve internazionali per valuta

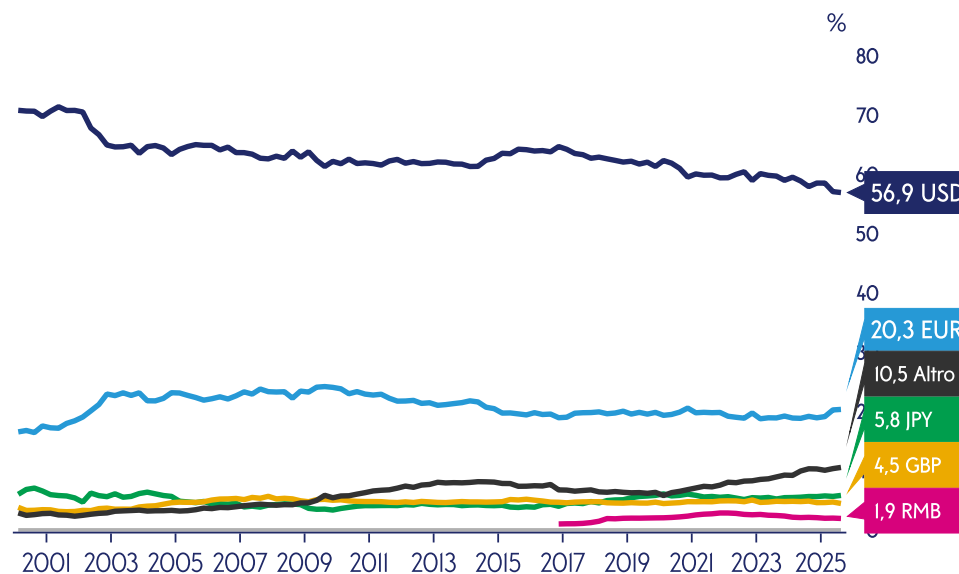


Grafico I3 - Fonte: Banca Mediolanum, IMF, Macrobond, dicembre 2025.

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 down the center of the image.

OM

OSSERVATORIO
MERCATI

ALLEGATI

 FEB. 2026

Andamento principali indici azionari

(Performance %, da inizio 2025)

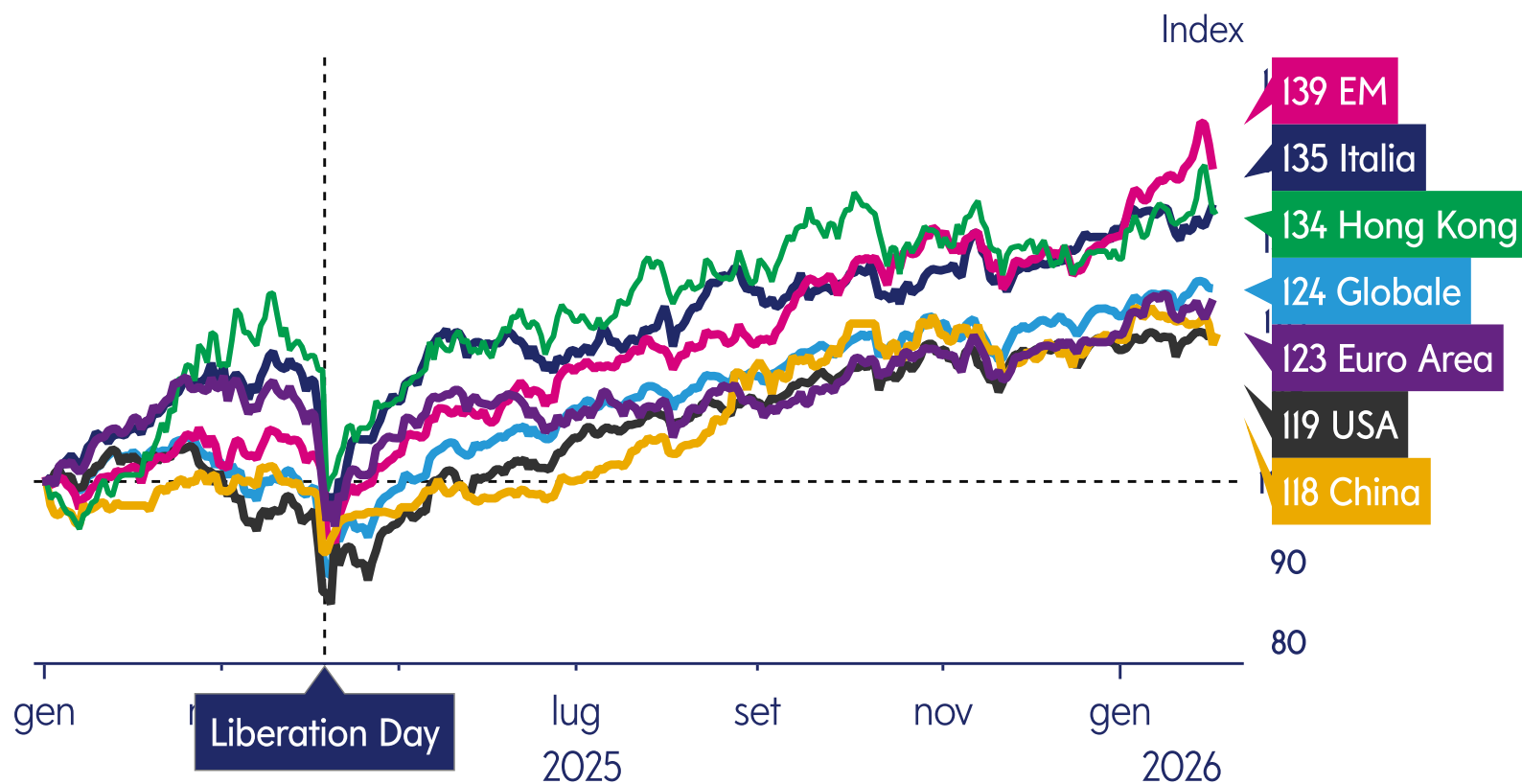


Grafico 1 - Fonte: Banca Mediolanum, FTSE Russell, Deutsche Boerse, Euronext, MSCI, S&P Global, CSI, Nikkei Inc., MSE, HSI, STOXX, Macrobond, febbraio 2026.

"Respiro" del mercato

S&P 500 INDEX, % di membri sopra la media mobile a 200 gg



Grafico 2 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, febbraio 2026.

Performance Settori

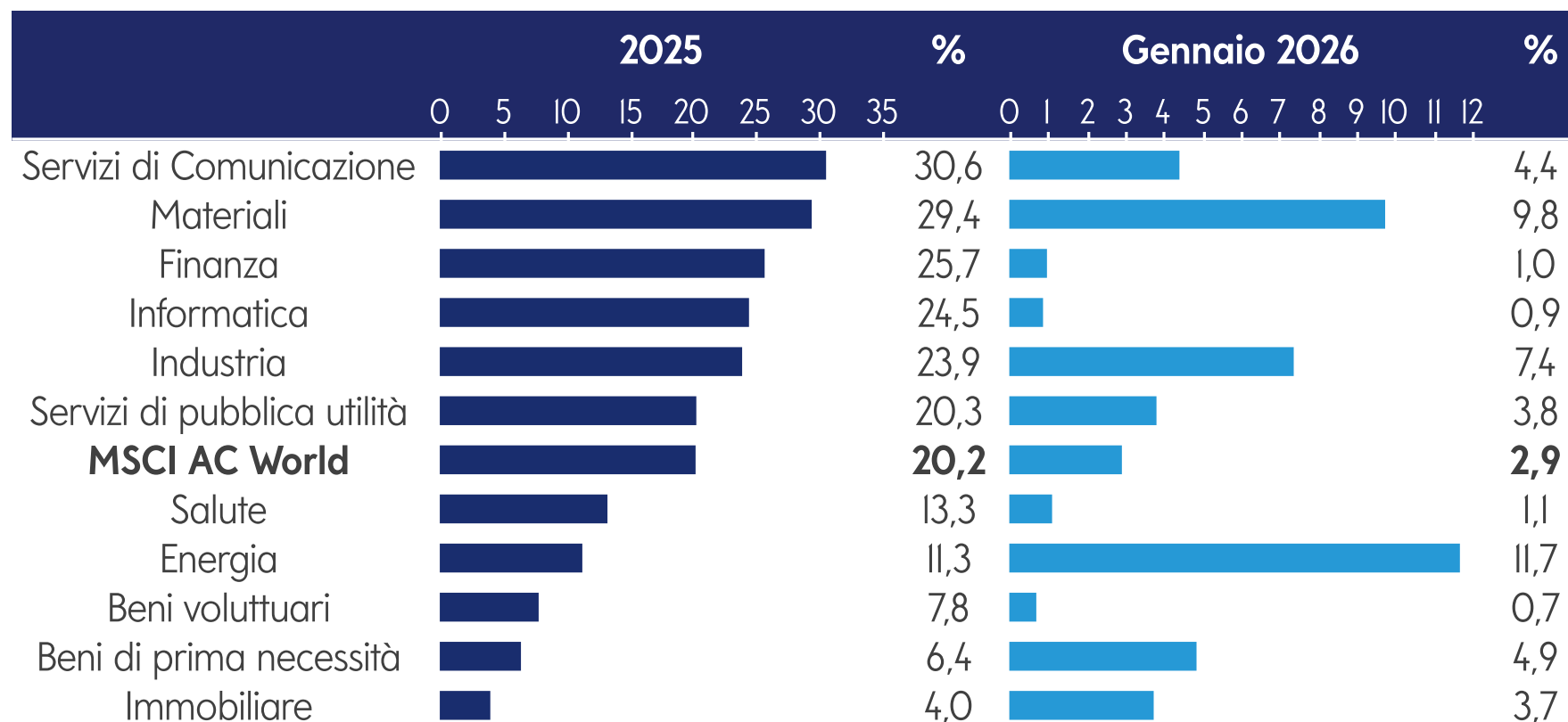


Grafico 3 - Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, Macrobond, febbraio 2026.

Rendimenti governativi 10Y

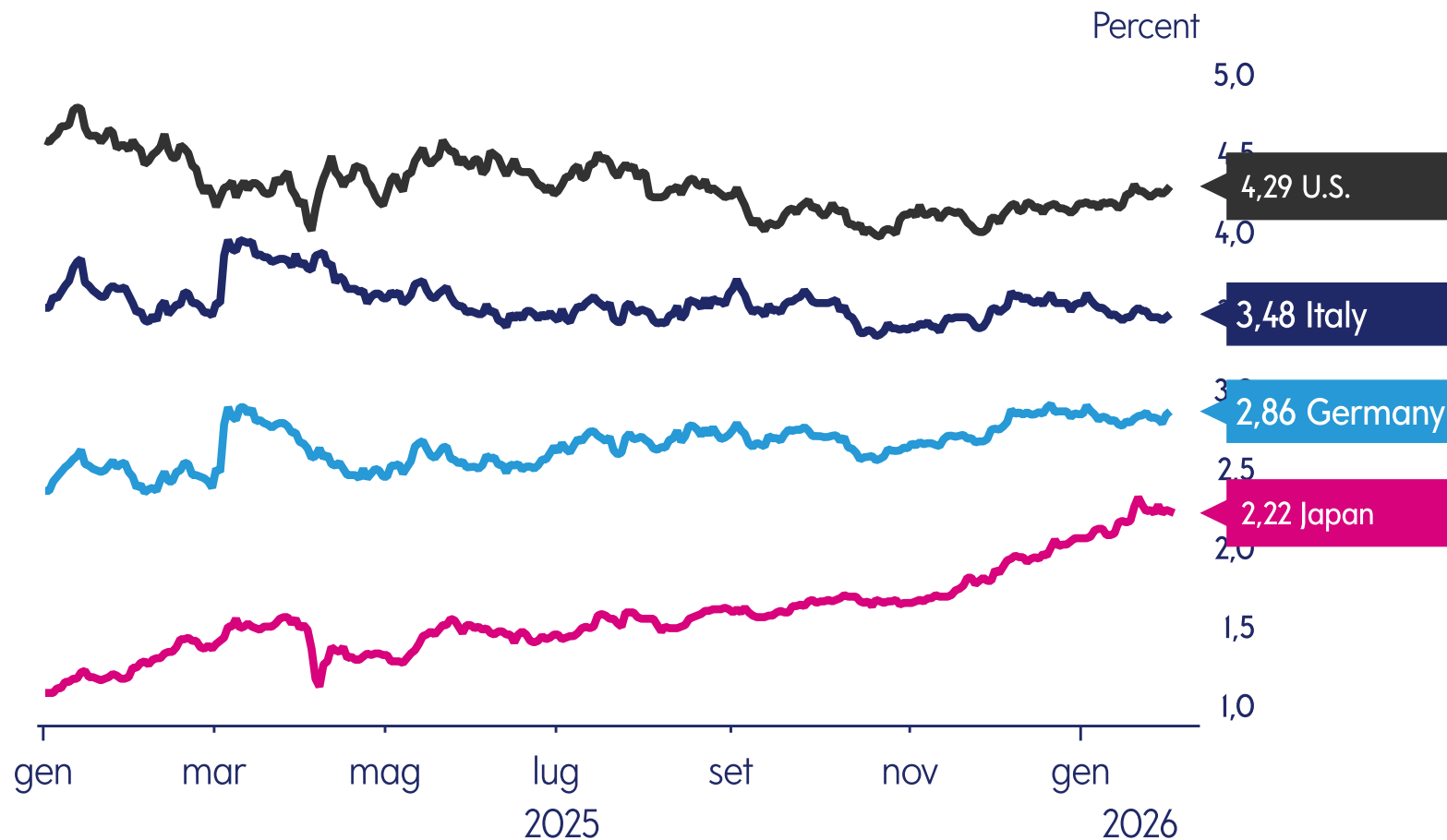


Grafico 4 -Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond, febbraio 2026.

Metalli preziosi e Dollar index

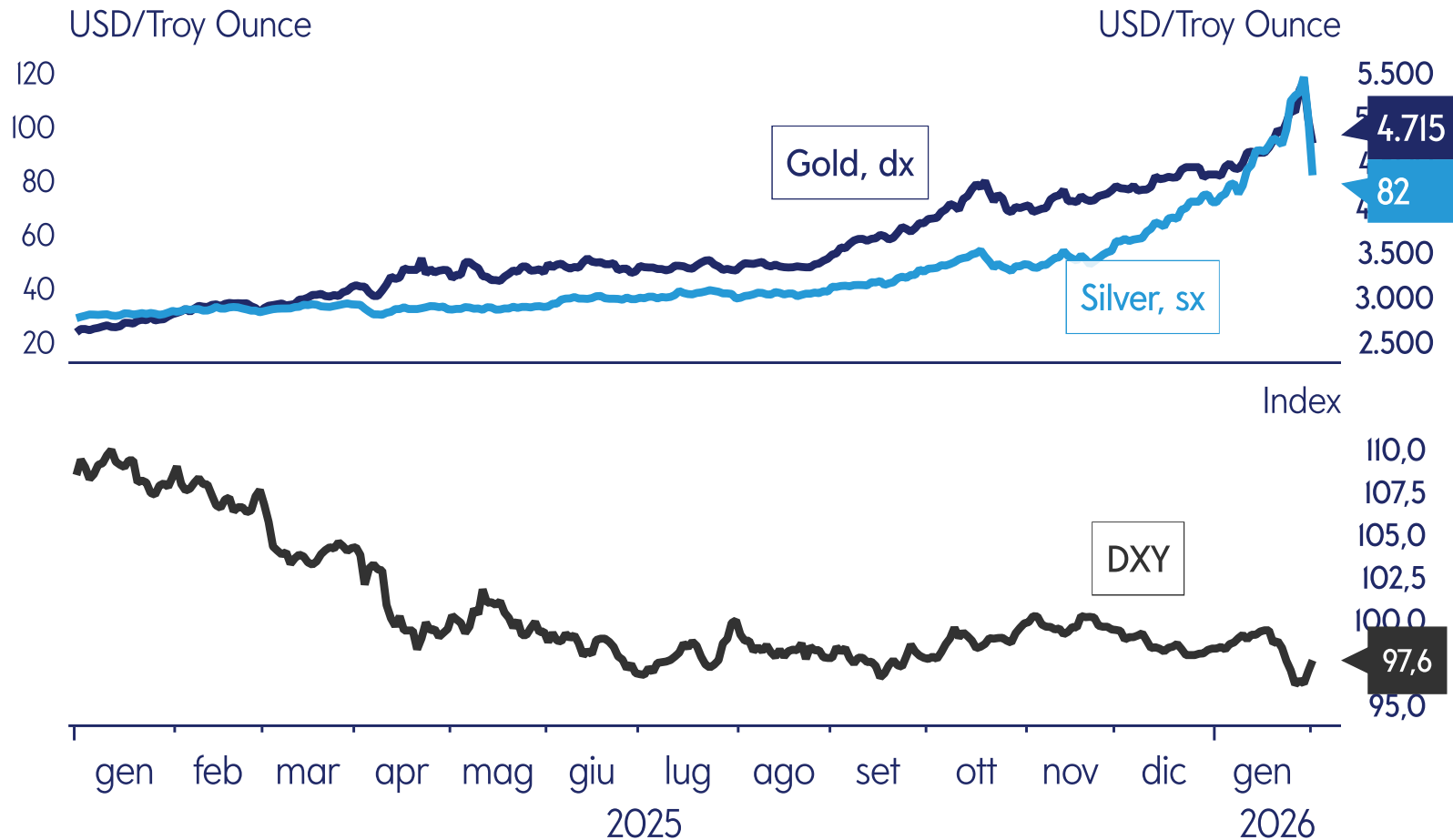


Grafico 5 - Fonte: Banca Mediolanum, ICE, LBMA, S&P Global, Macrobond, febbraio 2026.

Stime di crescita reale del PIL

IMF World Economic Outlook Updates

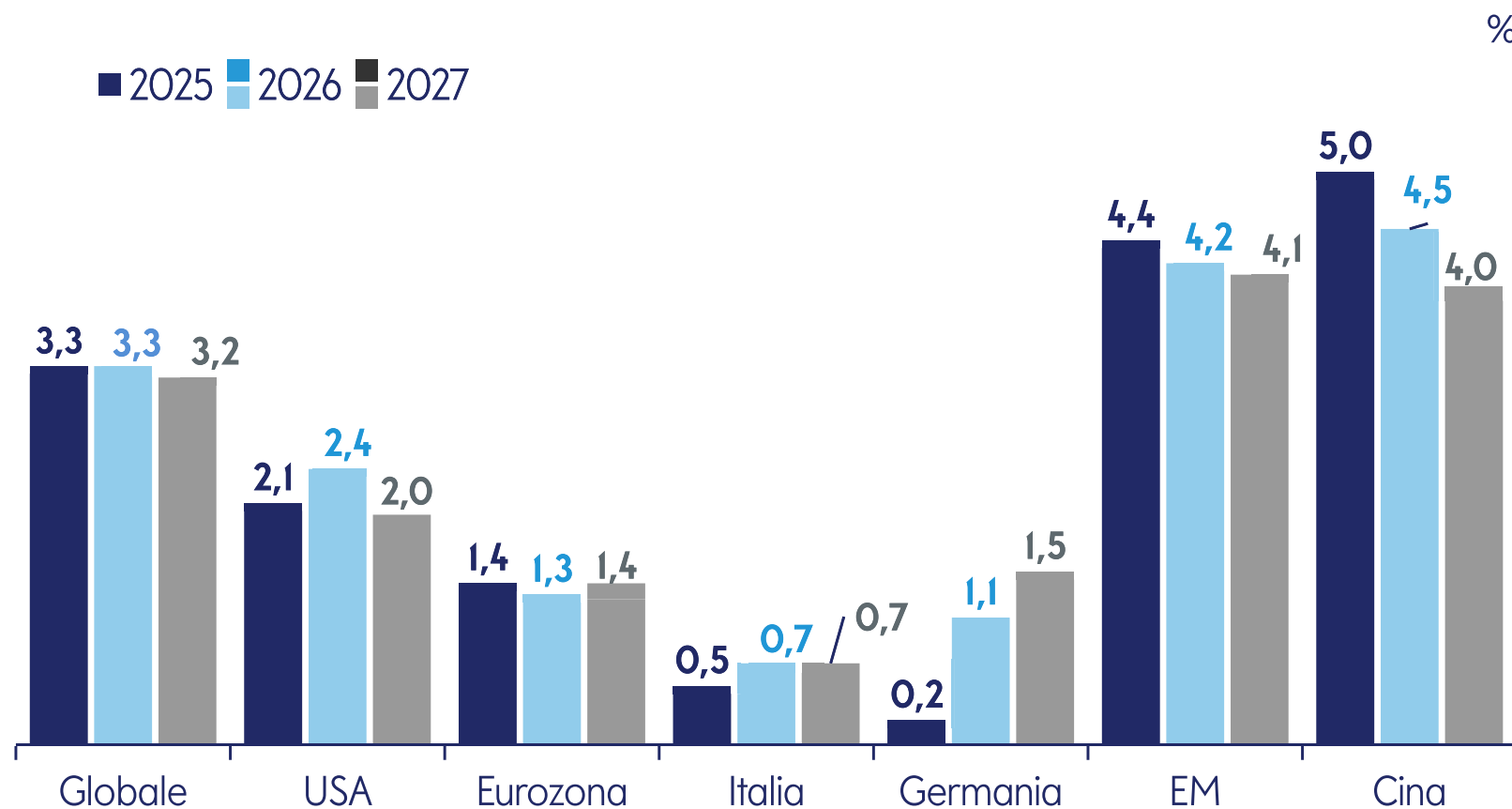


Grafico 6 - Fonte: Banca Mediolanum, IMF, Macrobond, gennaio 2026.

Produttività del lavoro USA

Labor Productivity (Output Per Hour)

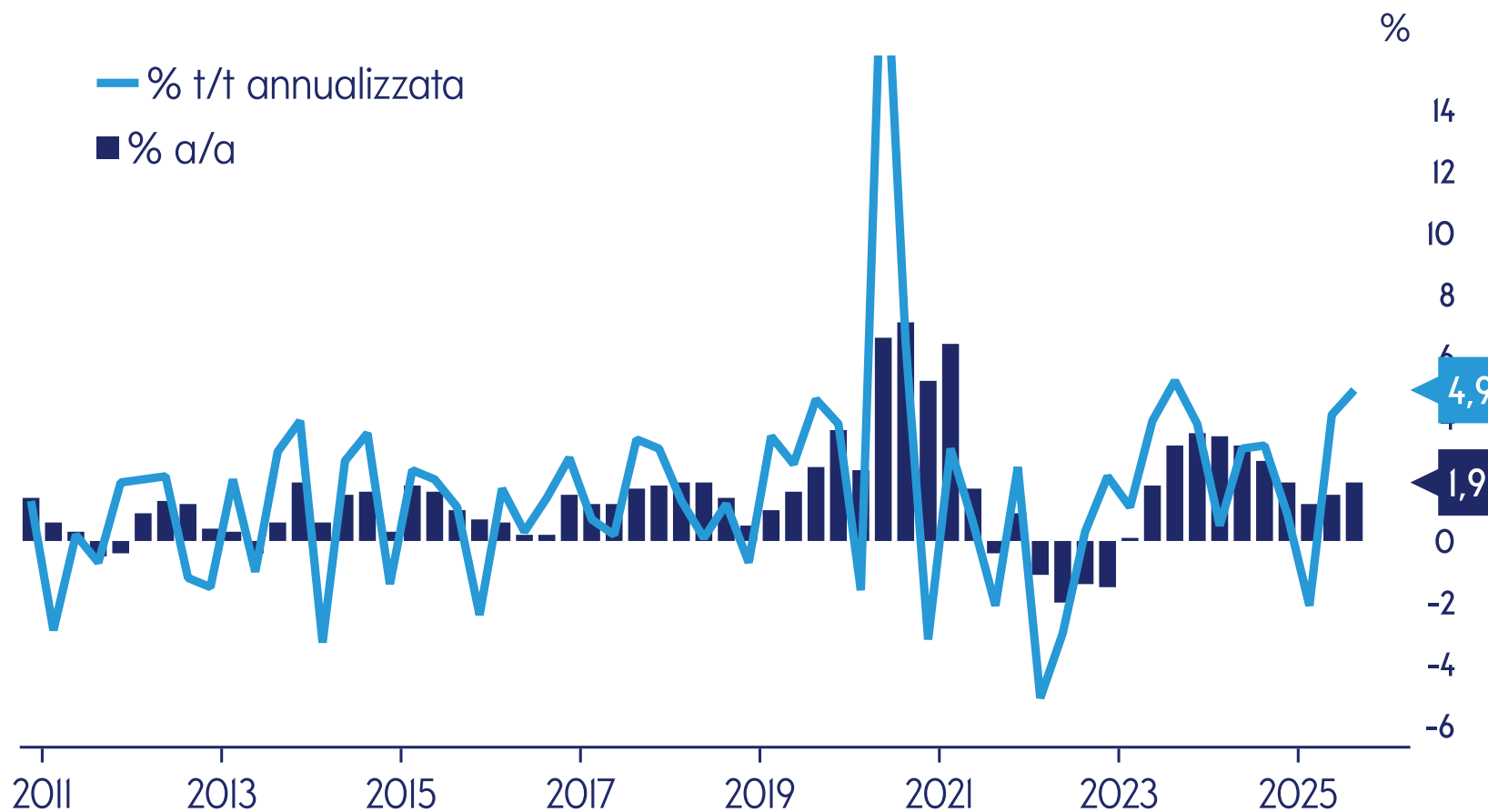


Grafico 7 - Fonte: Banca Mediolanum, BLS, Macrobond, gennaio 2026.

Tasso di disoccupazione Area Euro

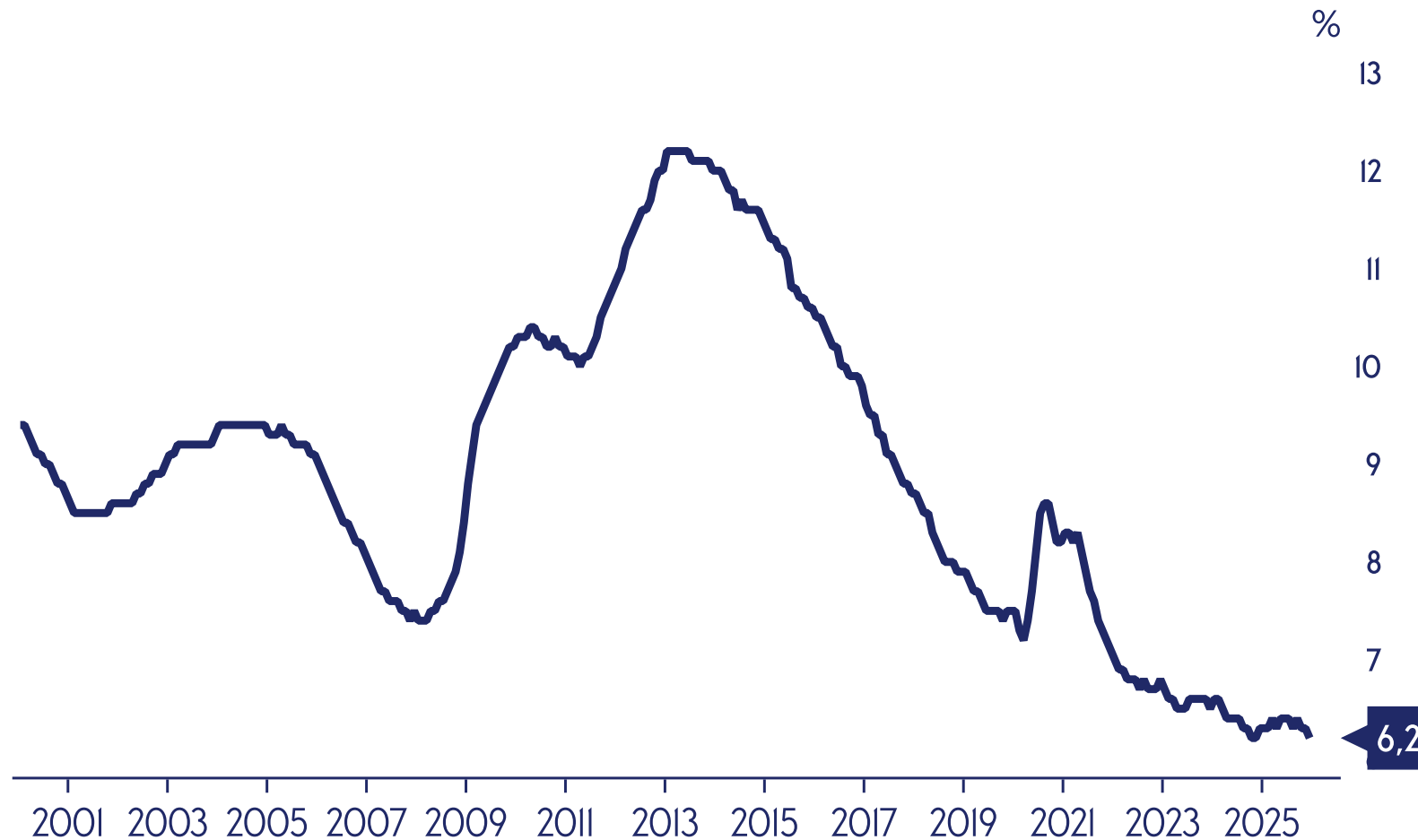


Grafico 8 - Fonte: Banca Mediolanum, Eurostat, Macrobond, gennaio 2026.

Cina: contributi al PIL

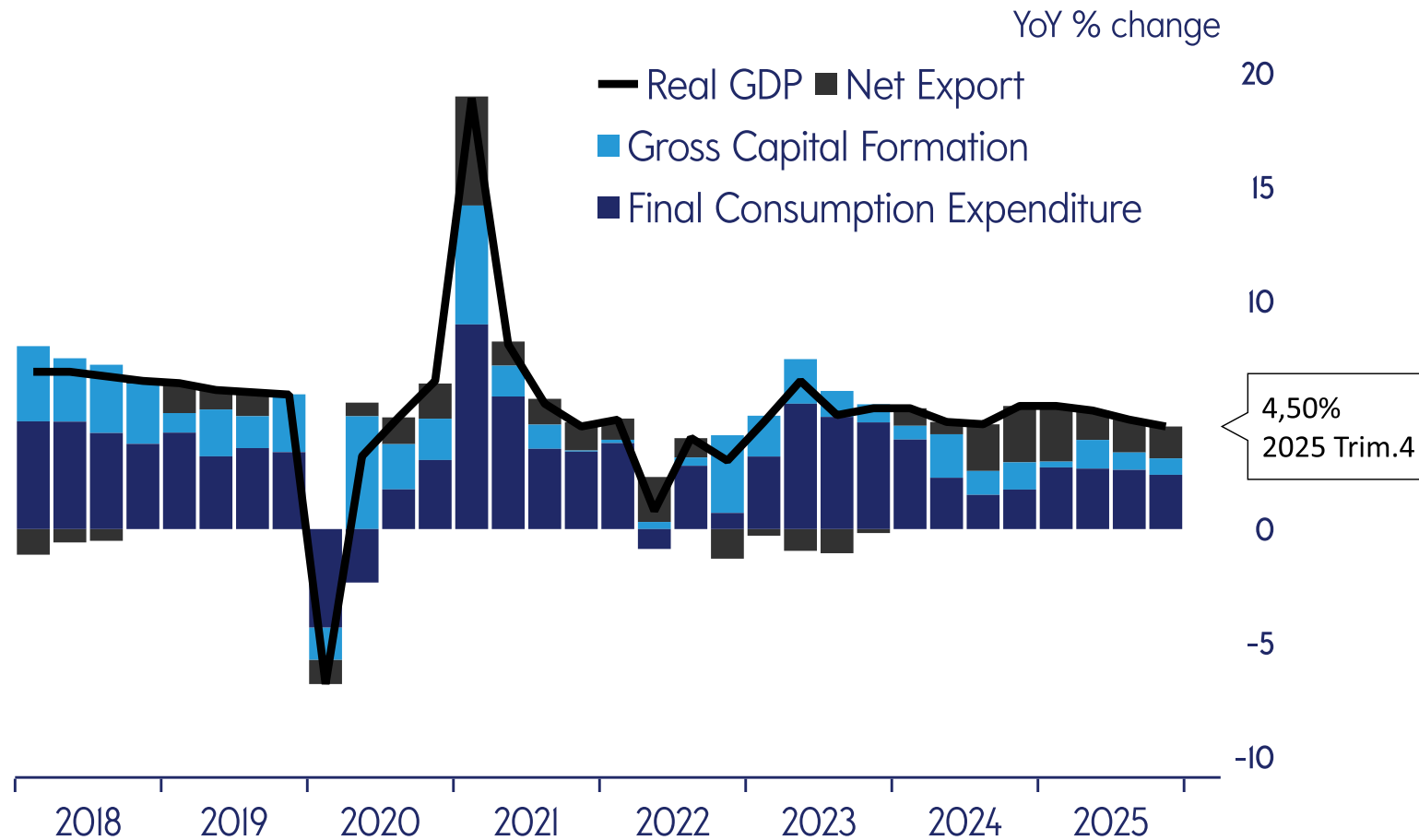


Grafico 9 - Fonte: Banca Mediolanum, NBS, Macrobond, gennaio 2026.

INFLAZIONE A CONFRONTO (% YoY)

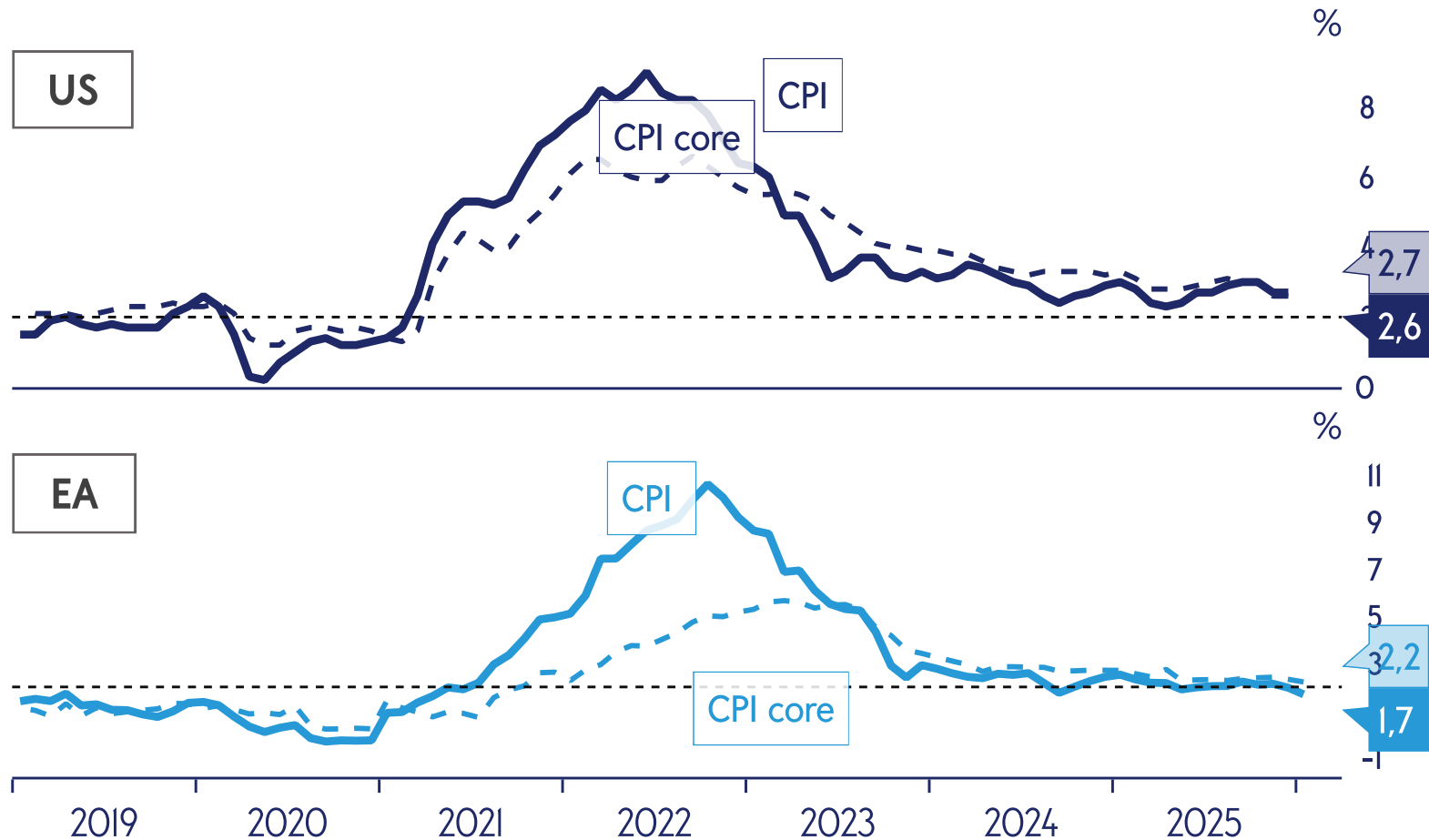


Grafico I0 - Fonte: Banca Mediolanum, BLS, Eurostat, Macrobond, febbraio 2026.

Traiettoria attesa dal mercato sui tassi Fed e BCE

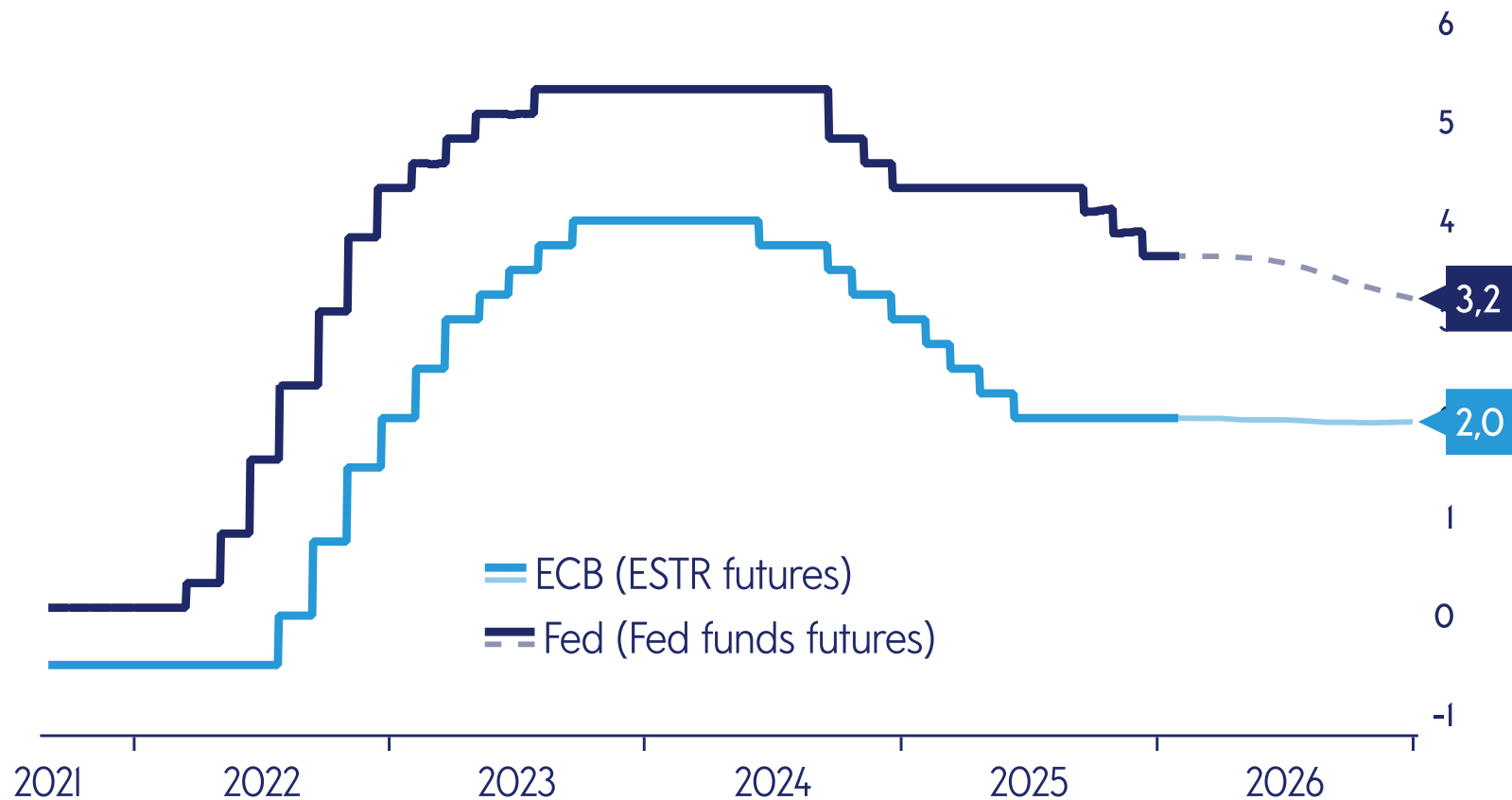


Grafico II - Fonte: Banca Mediolanum, ECB, ICE, New York Fed, CME Group, Macrobond, febbraio 2026.

S&P 500: ritorno medio negli anni delle elezioni di Mid-Term rispetto agli altri

(dal 1950)

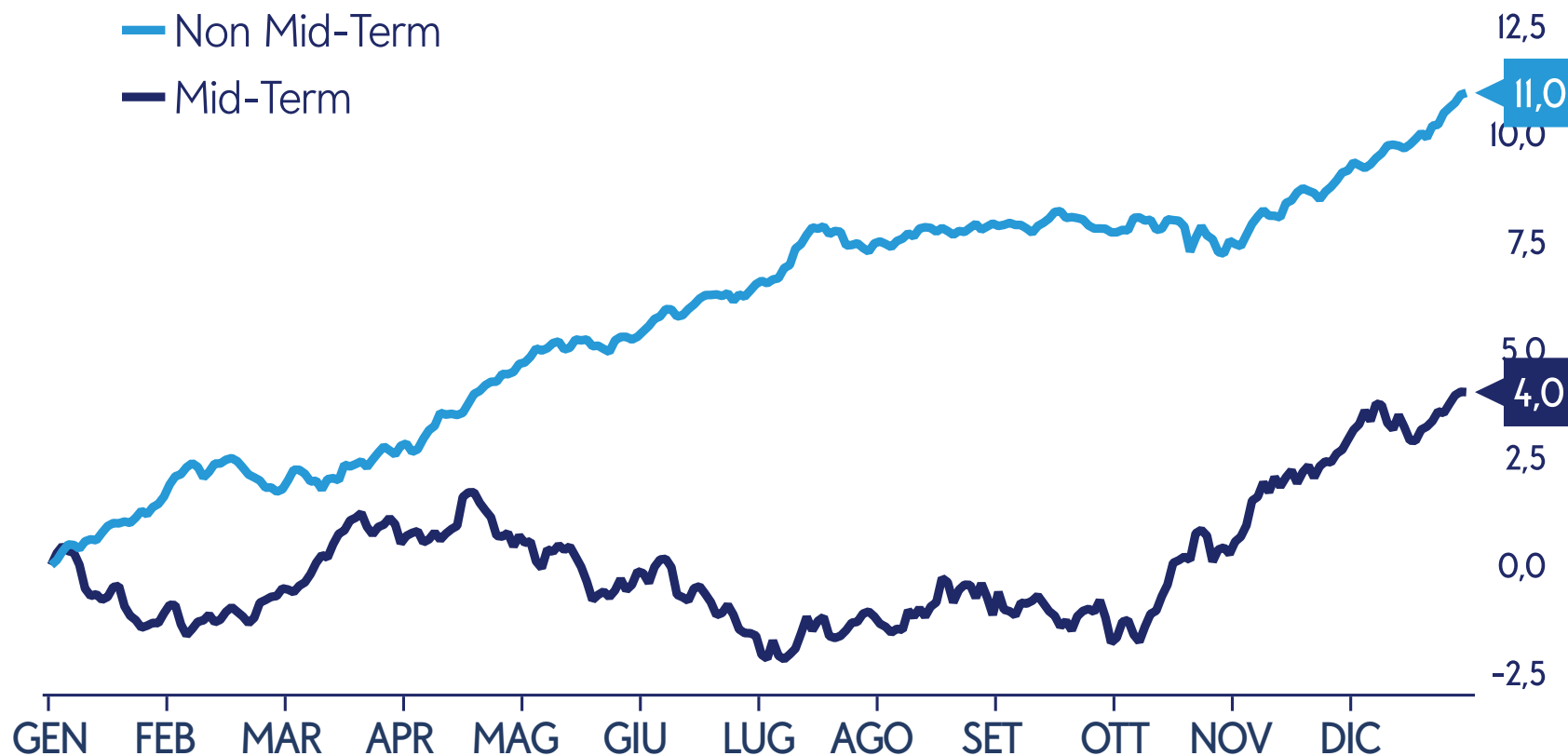


Grafico 12- Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, febbraio 2026.

Composizione delle riserve internazionali per valuta

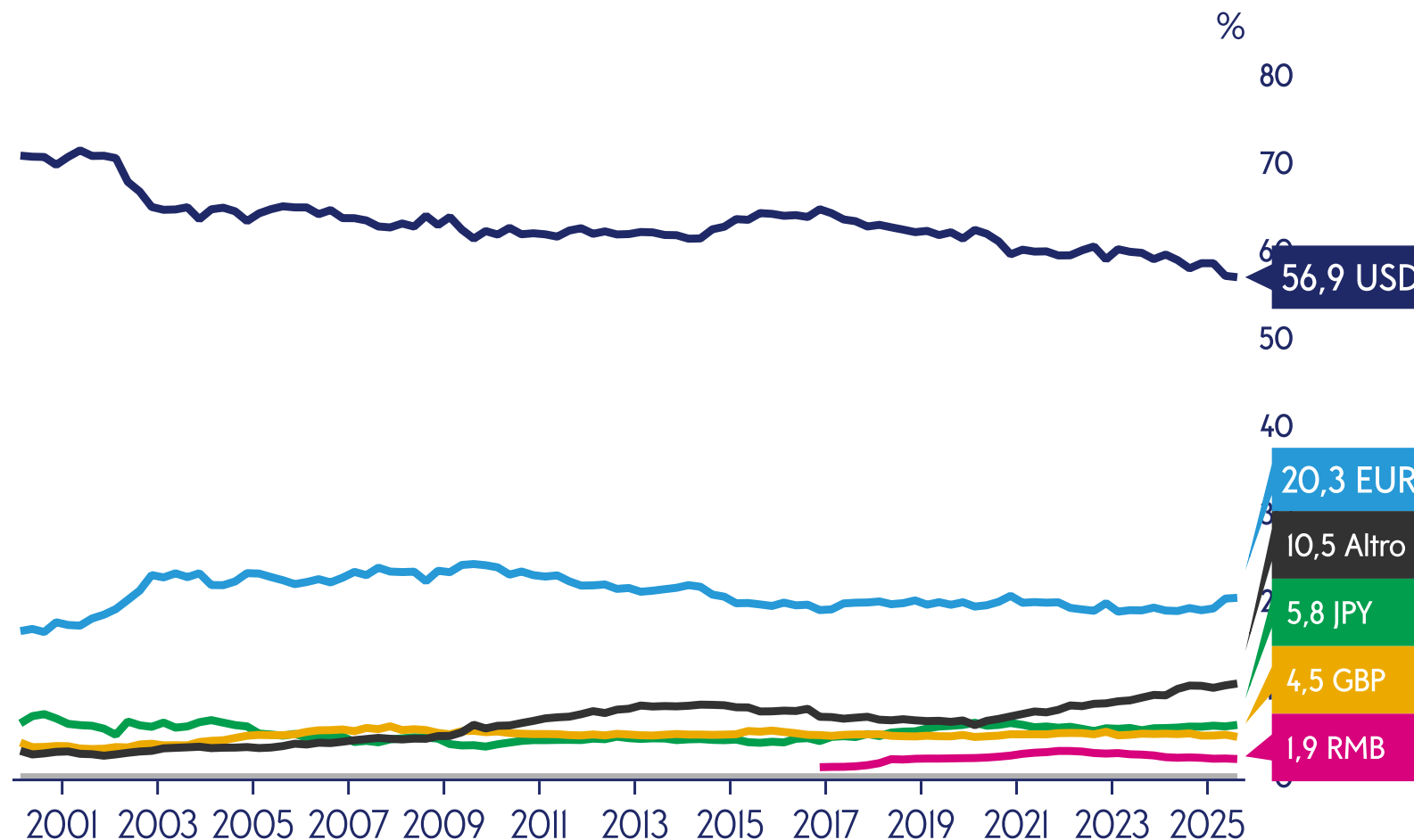


Grafico I3 - Fonte: Banca Mediolanum, IMF, Macrobond, dicembre 2025.