

The background of the entire image is a top-down view of a grid of numerous incandescent light bulbs. Most of the bulbs are unlit, appearing as dark, rounded shapes with visible internal filaments. A single bulb, located in the upper right quadrant, is illuminated, casting a warm, orange glow. A thin white vertical line runs down the center of the image, separating the left and right halves.

OM

OSSERVATORIO
MERCATI

LA GRANDE ROTAZIONE TRA GEOPOLITICA E AI

 MAR. 2026

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

WHAT'S UP

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

WHAT'S NEW

SEGNALI DI TENUTA.....	9
INFLAZIONE VICINA AL TARGET, MA SOTTO OSSERVAZIONE.....	12
MENO SPAZIO AI TAGLI.....	13

WHAT'S NEXT

TRA GEOPOLITICA, ROTAZIONI E NUOVE NARRATIVE DI MERCATO.....	14
IMPLICAZIONI PER EQUITY E BOND.....	16

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



	EUROZONA, RIUNIONE BCE	19 Marzo 2026
	GIAPPONE, RIUNIONE BOJ	18-19 Marzo 2026
	USA, RIUNIONE FOMC	17-18 Marzo 2026
USA, PIL QUARTO TRIMESTRE 2025 E INTERO ANNO, SECONDA LETTURA		13 Marzo 2026
	USA, CPI FEBBRAIO	11 Marzo 2026
	EUROPA, OCCUPAZIONE 2025	6 Marzo 2026
USA, SITUAZIONE OCCUPAZIONALE FEBBRAIO		6 Marzo 2026
	CINA, DUE SESSIONI	4-11 Marzo 2026
	EUROZONA, INFLAZIONE HICP A GENNAIO	3 Marzo 2026

FEBBRAIO

MARZO

EUROZONA, RIUNIONE BCE	5 Febbraio 2026
GIAPPONE, ELEZIONI ANTICIPATE	8 Febbraio 2026
USA, SITUAZIONE OCCUPAZIONALE GENNAIO	11 Febbraio 2026
EUROZONA, PIL QUARTO TRIMESTRE	13 Febbraio 2026
USA, CPI GENNAIO	13 Febbraio 2026
USA, PIL QUARTO TRIMESTRE 2025 E INTERO ANNO	20 Febbraio 2026
ESCALATION CONFLITTO USA-ISRAELE SU IRAN	28 Febbraio 2026



EXECUTIVE SUMMARY

WHAT'S UP

Volatilità nuovamente in aumento sul finire del mese, in scia all'attacco all'Iran da parte di Stati Uniti e Israele e al conseguente riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente. In precedenza, i mercati si sono interrogati sugli equilibri commerciali, alla luce della sentenza della Corte Suprema USA sui dazi "reciproci". Su questo versante, tuttavia, le reazioni sono parse contenute rispetto agli shock osservati nel 2025. Fra i vari scenari in corso, l'azionario globale, in aggregato, evidenzia una consistente rotazione interna, articolata su tre livelli: geografico, settoriale e dimensionale. Si assiste a un ritorno di attenzione sulla cosiddetta "Old Economy" e sullo stile Value, anche alla luce del dibattito sull'"AI disruption". I mercati obbligazionari mostrano maggior stabilità relativa rispetto all'equity e confermano il ruolo dell'asset class come elemento di diversificazione e fonte di reddito.

WHAT'S NEW

Al netto delle incognite geopolitiche, che restano da monitorare - in particolare per le possibili implicazioni sul mercato energetico e sulle aspettative di inflazione - il quadro macro globale rimane improntato a una moderata solidità. Negli USA la crescita tiene e il mercato del lavoro ha mostrato segnali di stabilizzazione, dopo la debolezza del 2025. L'inflazione prosegue lungo un percorso di graduale decelerazione. L'Europa presenta un'espansione contenuta, mentre prosegue il dibattito sul rafforzamento strutturale dell'Unione: al momento, tuttavia, non si profilano riforme tali da incidere significativamente sul ciclo a breve. Le politiche monetarie appaiono in pausa su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma con la possibilità di ulteriori tagli in corso d'anno negli States, sullo sfondo di una Fed che si prepara al cambio al vertice. Le politiche fiscali continuano a fornire supporto in diverse aree, inclusi Stati Uniti, Europa e Giappone. Qui, l'orientamento espansivo dell'esecutivo introduce elementi di sostegno alla domanda, ma pone nuove sfide alla BoJ.

WHAT'S NEXT

In un quadro caratterizzato da rotazioni marcate e da elementi di incertezza, le tendenze di lungo periodo non appaiono compromesse, pur in presenza di fasi di volatilità. L'obbligazionario continua a svolgere un ruolo strategico nei portafogli, in termini di stabilità e generazione di reddito. Il credito si mostra in tenuta, in un contesto in cui aumentano le emissioni legate al finanziamento degli investimenti nell'innovazione. La diversificazione, a tutti i livelli, rimane centrale.



WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI

UN QUADRO DI ROTAZIONE SULLO SFONDO DELLE SFIDE GEOPOLITICHE, TECH E COMMERCIALI

Nelle ultime ore del mese di febbraio, i complessi scenari geopolitici in Medio Oriente hanno nuovamente richiamato l'attenzione dei mercati, dopo settimane in cui il focus è stato principalmente sul comparto tech (Grafico I). Irrobustito da suggestive visioni distopiche come quella offerta da Citrini Research, il dibattito sulla cosiddetta **"AI disruption"** e sul conseguente **"immunity trade"** ha infatti guidato parte delle dinamiche settoriali a febbraio, con una maggior volatilità nel segmento software. Le pressioni osservate appaiono riconducibili a una riflessione sulla sostenibilità e sulla visibilità prospettica di alcuni modelli di business, in un contesto nel quale si ritiene che l'adozione dell'IA potrebbe incidere su catene del valore, strutture di costo e capacità di determinazione dei prezzi. Tra i fattori che hanno riacceso il dibattito, gli annunci relativi a nuove integrazioni dell'IA nei processi aziendali da parte di operatori privati del comparto (vedasi il caso Anthropic).

In questo quadro, parte dei flussi si è direzionata verso segmenti percepiti come relativamente meno esposti al rischio di obsolescenza: si è imposto quindi all'attenzione l'acronimo HALO (**"Heavy Assets, Low Obsolescence"**), a indicare società caratterizzate da maggiore intensità di capitale e minore vulnerabilità ai rapidi cambiamenti tecnologici.

In termini aggregati, tuttavia, l'azionario globale non evidenzia correzioni di rilievo: l'indice **MSCI All Country World** ha chiuso febbraio in rialzo (+1,2% nel mese, +4,2% da inizio anno). Ciò che emerge con maggiore evidenza è piuttosto un'accelerazione della rotazione a favore dei mercati ex-USA, in un contesto di progressiva riduzione della concentrazione.

La rotazione geografica accelera

(Performance %, da inizio 2025)

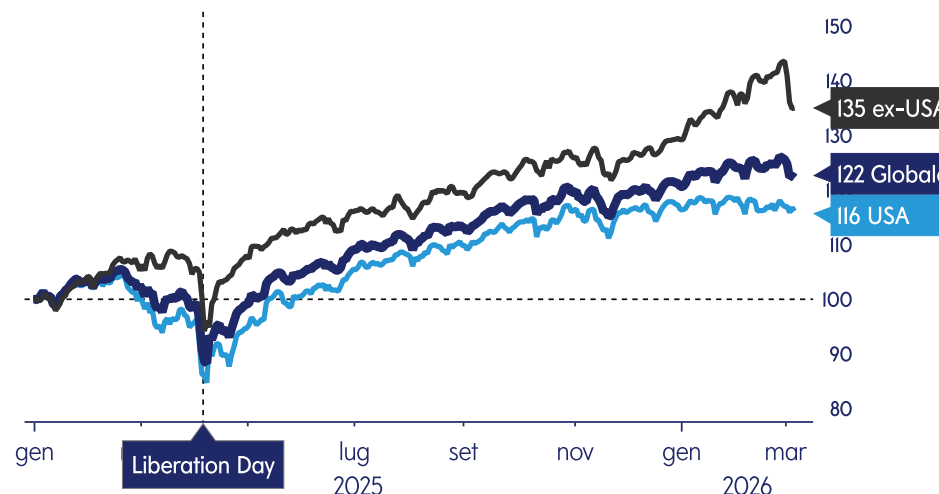


Grafico I - Fonte: Banca Mediolanum, FTSE Russell, Deutsche Boerse, Euronext, MSCI, S&P Global, CSI, Nikkei Inc., MSE, HSI, STOXX, Macrobond, marzo 2026.

L'andamento settoriale del mese conferma il ritrovato interesse per le aree più tradizionali del mercato. A febbraio si sono distinti in particolare **Materiali** (+9,8% a livello globale), **servizi di pubblica utilità** (+8,5%) ed **Energia** (+7,9%), comparti che registrano performance in doppia cifra da inizio anno (Grafico 2).

Nel frattempo, la stagione dei risultati del quarto trimestre 2025 ha segnato la decima rilevazione consecutiva con utili in crescita per l'indice S&P 500, che tuttavia ha terminato il mese leggermente sotto la parità (-0,9%). Si è confermata una dinamica già osservata nei trimestri precedenti: stime iniziali prudenti (intorno al 9%) progressivamente riviste al rialzo con la pubblicazione dei risultati effettivi (oltre il 13%). Il miglioramento non si è limitato ai grandi gruppi tecnologici, ma ha coinvolto una platea più ampia di settori, rafforzando il tema della rotazione che caratterizza l'avvio del 2026.

In questo contesto, il Nasdaq ha registrato nel mese una flessione del -3,4%, mentre i **mercati europei** hanno mostrato una dinamica più costruttiva: +3,7% lo Stoxx 600, +3,0% il DAX, +5,6% il CAC 40, +2,7% l'IBEX 35 e +3,7% il FTSE MIB. Particolarmente significativa la performance del **Nikkei** (+10,4%), con l'azionario giapponese su nuovi massimi storici in seguito alla convalida elettorale del primo ministro Sanae Takaichi, la cui agenda pro-business è stata accolta favorevolmente dagli investitori.

Più contenuta la dinamica dell'indice cinese **CSI 300** (+0,1%), a fronte di una performance più robusta dell'**area emergente** nel suo complesso (+5,4%).

Sul fronte commerciale, la reazione alla decisione della Corte Suprema statunitense in materia di dazi è risultata nel complesso contenuta rispetto agli episodi di volatilità osservati nel 2025, suggerendo che una parte significativa del rischio fosse già incorporata nelle valutazioni. Il mutamento del fondamento giuridico delle misure non ha modificato in modo sostanziale l'impostazione protezionistica di fondo, contribuendo a mantenere un quadro di incertezza, ma senza innescare movimenti disordinati.

Solo con l'inizio di marzo, il riacutizzarsi del **conflitto tra USA/Israele e Iran** ha riportato con forza al centro dell'attenzione il rischio geopolitico, riattivando la volatilità e incidendo in particolare sul comparto energetico. In prospettiva, l'evoluzione del quadro mediorientale rappresenta il principale elemento di monitoraggio per i mercati, sia per le possibili implicazioni sui prezzi dell'energia sia per i riflessi sul sentiment globale.

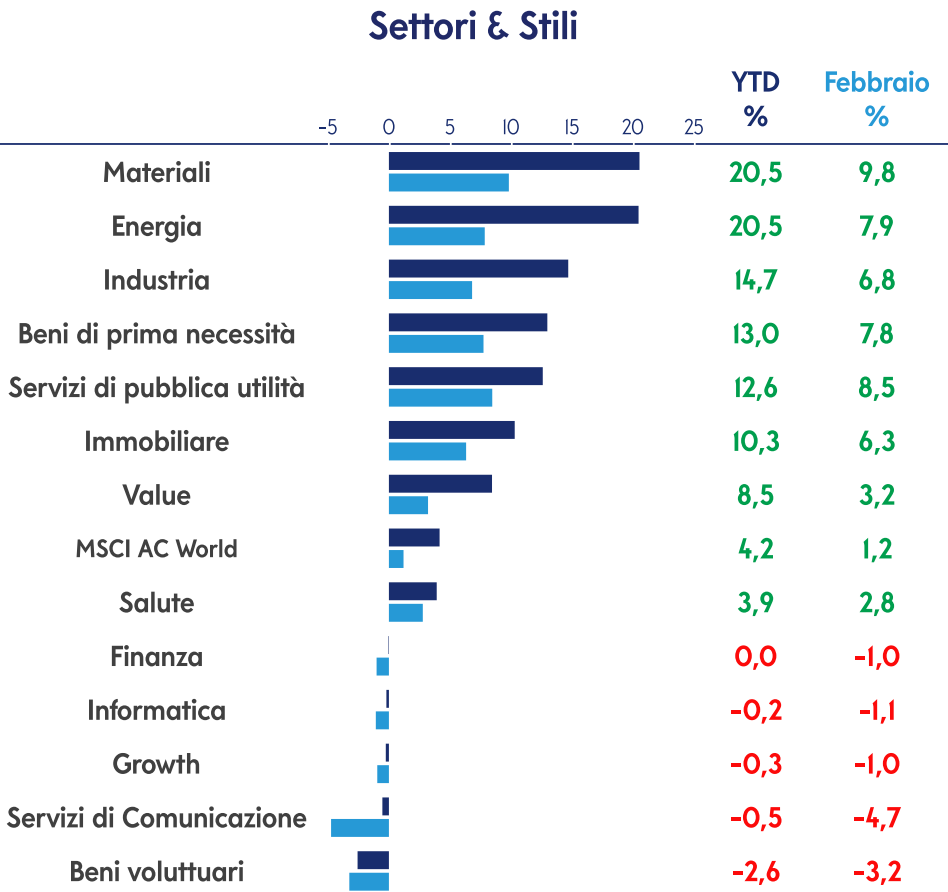


Grafico 2 - Fonte: Banca Mediolanum, MSCI, Macrobond, 27/02/2026.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

RENDIMENTI STABILI PRIMA DEL RITORNO DEI TIMORI INFLAZIONISTICI

Lato obbligazionario, il quadro restituisce una sostanziale stabilità, in contrapposizione all'incremento della volatilità registrato sull'equity. L'indice **Bloomberg Global Aggregate** dell'obbligazionario globale ha chiuso febbraio in rialzo (+1,5% circa), confermando un contesto di rendimenti che, pur in presenza di incertezza, restano complessivamente ordinati. Le indiscrezioni secondo cui le autorità cinesi avrebbero invitato alcune banche a ridurre l'esposizione ai **Treasury** hanno riaperto il dibattito su una possibile riduzione strutturale della domanda estera di debito pubblico statunitense (Grafico 3). Allo stato attuale, tuttavia, i dati aggregati suggeriscono più che altro un processo di diversificazione e ribilanciamento delle riserve: i Treasury continuano a rappresentare il segmento più profondo e liquido del reddito fisso globale, con caratteristiche difficilmente replicabili in termini di dimensione, ruolo sistemico e liquidità.

In questo contesto, il rendimento del titolo USA decennale è sceso nel corso del mese di circa 30 punti base, riportandosi sotto il 4%, in linea con il movimento dell'intera curva, che evidenzia un arretramento delle scadenze a medio-lungo termine. Andamento analogo per il **Bund** decennale tedesco, in calo di circa 20 punti base nel mese, al 2,6% circa, con una curva anch'essa in flessione sulle scadenze medio-lunghe, sebbene in una configurazione meno ripida rispetto a quella statunitense. In lieve rialzo lo **spread BTP-Bund**, attestatosi intorno ai 63 punti base. A inizio marzo i rendimenti sono tornati a salire, in scia alle preoccupazioni legate al possibile impatto del conflitto in Medio Oriente sui prezzi energetici e, di riflesso, sull'inflazione. Il movimento si inserisce tuttavia dopo i cali registrati nel mese precedente e riporta i livelli complessivi su valori simili a quelli osservati a inizio anno.

Nel comparto del credito non emergono, al momento, segnali di tensione sistemica. Gli **spread** - sia Investment Grade sia High Yield, così come nel debito emergente - pur in lieve risalita, si mantengono su livelli contenuti in termini storici, coerenti con condizioni finanziarie ancora ordinate (Grafico 4).

Rendimenti governativi 10Y

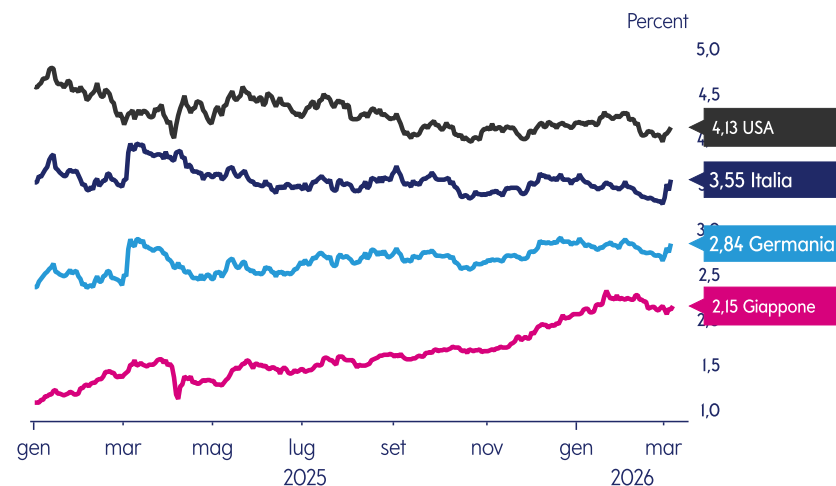


Grafico 3 - Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond, marzo 2026.

Spread High Yield

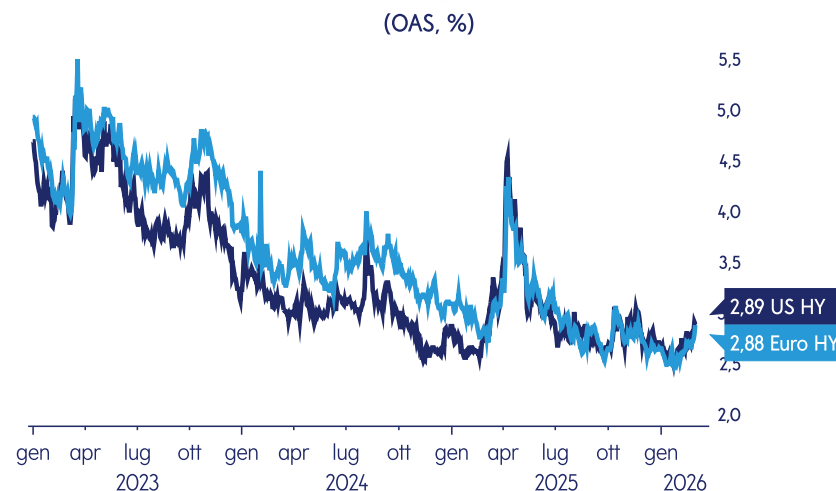


Grafico 4 - Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond, marzo 2026.

Parallelamente, cresce l'attenzione sull'esposizione del sistema finanziario ai progetti legati all'Intelligenza Artificiale, sempre più frequentemente finanziati mediante emissioni di debito, sia nel mercato pubblico sia in quello privato. In questo contesto, l'emissione obbligazionaria di Alphabet in sterline e franchi svizzeri ha registrato una domanda sostenuta, confermando un mercato primario ancora solido e un'elevata capacità di assorbimento da parte degli investitori.

MATERIE PRIME E VALUTE

PETROLIO IN RIALZO, ORO ANCORA SUI MASSIMI.

DOLLARO USA IN RIPRESA

Con il forte riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente, il comparto delle materie prime ha avviato una netta risalita.

Le ripercussioni sono apparse immediatamente evidenti non solo nel **petrolio**, ma anche nel **gas naturale**, che ha recuperato gran parte dei cali registrati nel mese di febbraio, riflettendo l'aumento dell'incertezza e le pressioni sull'offerta legate alla chiusura di fatto dello Stretto di Hormuz, nodo strategico per il transito globale di energia (Grafico 5).

In questo contesto, l'oro ha ulteriormente rafforzato il proprio ruolo di bene rifugio, superando i 5.400 dollari USA l'oncia in presenza di un quadro geopolitico più instabile (Grafico 6).

Sul fronte valutario, il **dollaro statunitense** si è mantenuto in sostanziale stabilità a febbraio (+0,7% circa su base mensile per l'indice di riferimento, +0,3% nel cambio con l'euro), assorbendo senza particolari tensioni le novità legate alla decisione della Corte Suprema.

Con il riacutizzarsi delle tensioni a inizio marzo, il biglietto verde ha inoltre mostrato un rafforzamento coerente con l'aumento dell'avversione al rischio, segnalando un recupero, almeno parziale, del suo tradizionale ruolo di asset rifugio dopo la fase di indebolimento osservata lo scorso anno e i dubbi emersi sulla sua tenuta strutturale.

Restano ora da monitorare le implicazioni dell'evoluzione dello scenario mediorientale, sia in termini di impatto sui flussi valutari sia per i possibili riflessi sulle aspettative di inflazione.

Prezzi energetici di nuovo in focus

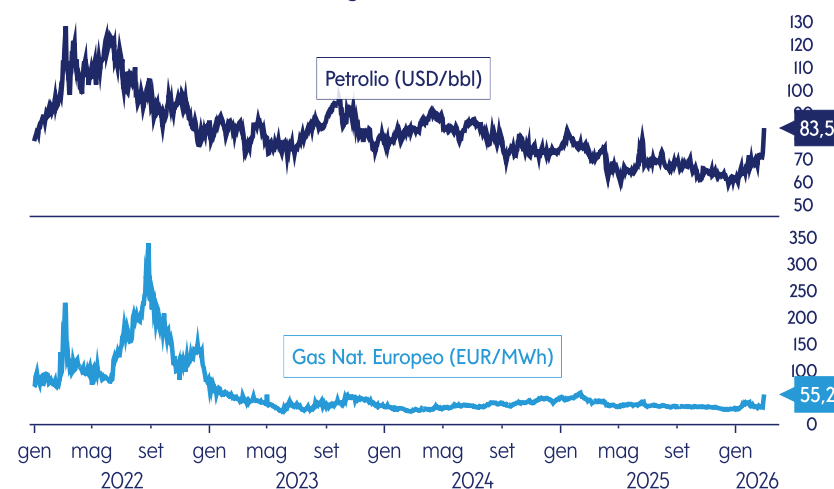


Grafico 5 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.

Beni rifugio: Oro, ma anche Dollaro

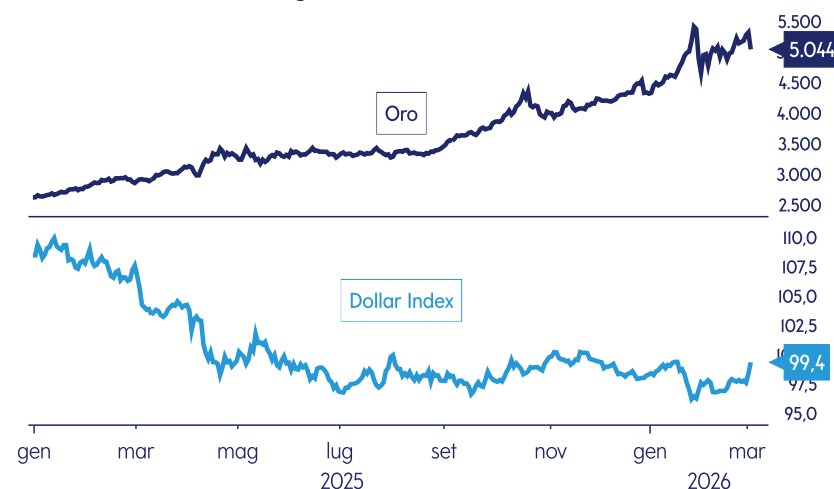


Grafico 6 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.



WHAT'S NEW

SEGNALI DI TENUTA

COMMERCIO E GEOPOLITICA TORNANO IN PRIMO PIANO

Con una maggioranza di 6 voti contro 3, il 20 febbraio la Corte Suprema statunitense ha dichiarato non legittima l'imposizione di dazi nell'ambito dell'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), bloccando le cosiddette **"reciprocal tariffs"**. Al loro posto è stato introdotto un dazio globale "flat" del 10%, con la possibilità di un successivo incremento al 15% (Grafico 7).

Nel complesso, tuttavia, il livello effettivo di protezione commerciale cambia poco nel breve periodo.

L'amministrazione ha infatti fatto ricorso alla Sezione 122 del Trade Act del 1974 per mantenere un quadro tariffario restrittivo, mentre restano aperti diversi interrogativi sull'evoluzione delle misure e sugli eventuali accordi bilaterali già negoziati.

Nel frattempo, l'attenzione dei mercati si è rapidamente spostata sul riaccutizzarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, con il conflitto tra Stati Uniti/Israele e Iran che ha riaperto interrogativi sulle possibili implicazioni per l'offerta energetica globale.

Il principale canale di trasmissione macro rimane quello dei prezzi dell'energia: eventuali tensioni prolungate sull'offerta potrebbero alimentare nuove pressioni inflazionistiche e incidere sulle prospettive di crescita globale.

Per il momento, tuttavia, gli indicatori macro continuano a segnalare una certa resilienza dell'economia globale, suggerendo che lo shock geopolitico si stia per ora riflettendo soprattutto sui mercati energetici e sul sentiment degli investitori.

Dazi: cosa cambia?

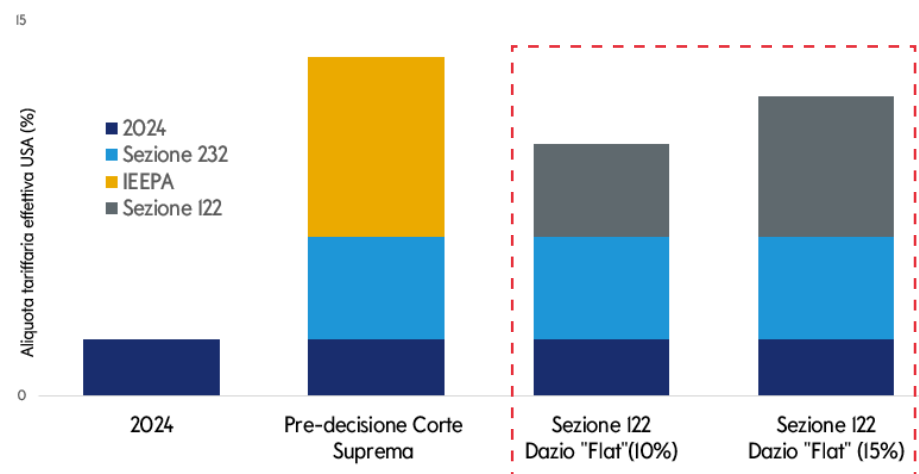


Grafico 7

Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg.

Nota: utilizza la composizione del commercio 2024. In base alla scheda informativa della Casa Bianca, la stima relativa alla Sezione 122 assume il mantenimento delle esclusioni dai dazi reciproci per i prodotti aeronautici e per i beni conformi all'USMCA.

NEGLI STATI UNITI UN QUADRO DI SOSTANZIALE TENUTA DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Negli Stati Uniti, gli aggiornamenti macroeconomici delineano un quadro di sostanziale tenuta dell'attività economica, pur in presenza di elementi di eterogeneità settoriale e incertezza.

A febbraio, l'**indice ISM manifatturiero** si è confermato sopra la soglia dei 50 punti (a 52,4), ai livelli più elevati dal 2022, seppur trainato anche dalla componente legata ai prezzi pagati, che segnala pressioni ancora diffuse sui costi di input, in particolare sulle materie prime energetiche e sui metalli. In parallelo, l'**ISM servizi** ha registrato un significativo miglioramento, attestandosi a 56,1, ben al di sopra delle previsioni di 53,5, segnalando un'espansione più robusta del previsto nel settore terziario. (Grafico 8).

Secondo le stime del Bureau of Economic Analysis, nel quarto trimestre del 2025 il **Prodotto Interno Lordo** è cresciuto dell'1,4% su base trimestrale annualizzata, in rallentamento rispetto al 4,4% del trimestre precedente.

Sull'intero anno, il PIL ha registrato un incremento del 2,2%, lievemente inferiore al 2,3% dell'anno precedente. Il rallentamento di fine anno è associato tuttavia a fattori temporanei: la chiusura delle attività governative (shutdown) e un contributo più contenuto di consumi e commercio estero.

Gli investimenti, inclusi quelli riconducibili allo sviluppo e all'adozione di tecnologie legate all'Intelligenza Artificiale, hanno invece fornito un contributo positivo, attenuando l'impatto restrittivo derivante dal contesto commerciale.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, i dati di febbraio hanno mostrato segnali leggermente più deboli del previsto: la creazione di nuovi posti di lavoro (non-farm payrolls) è scesa di 92 mila unità, al di sotto delle attese, mentre il tasso di disoccupazione è risalito marginalmente al 4,4%. Queste indicazioni mettono in parte in discussione i segnali di stabilizzazione emersi con i dati di gennaio. Altri indicatori continuano tuttavia a suggerire un contesto di complessiva tenuta. Le richieste settimanali di sussidi alla disoccupazione restano su livelli contenuti e anche la rilevazione sulle buste paga elaborata dalla società privata ADP indica una dinamica dell'occupazione ancora positiva.

In questo quadro, a febbraio è risalita leggermente la fiducia dei consumatori statunitensi rilevata dal Conference Board (91,2). I cittadini restano tuttavia cauti riguardo alle prospettive del mercato del lavoro e al livello ancora elevato dei prezzi. La rilevazione è inoltre antecedente sia alla sentenza della Corte Suprema sui dazi sia allo scoppio del conflitto in Medio Oriente.

Indici ISM

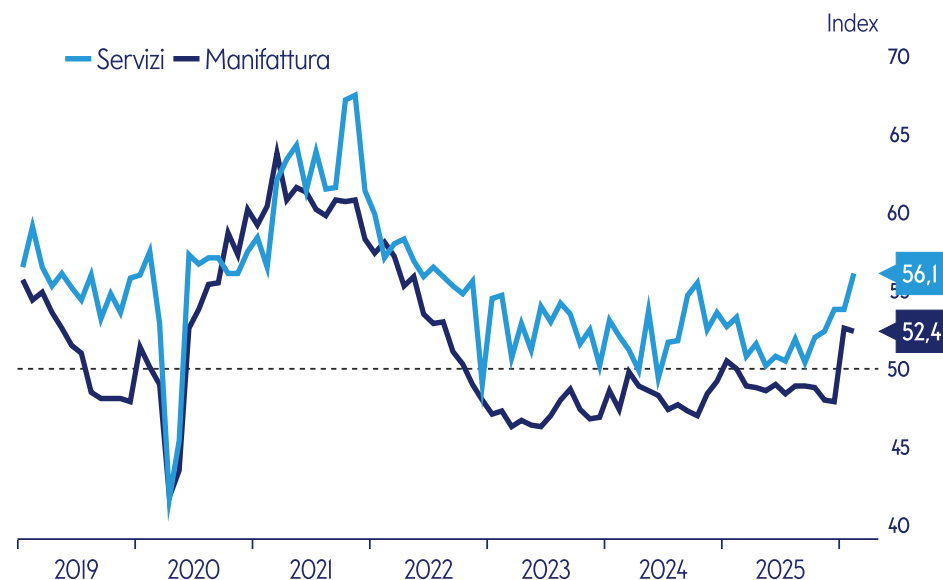


Grafico 8 - Fonte: Banca Mediolanum, ISM, BEA, Macrobond, marzo 2026.

EUROPA, CRESCITA MODERATA MENTRE S'INTENSIFICA IL CONFRONTO SU UN'UNIONE PIÙ FORTE

Nel complesso, l'**area euro** evidenzia una dinamica di crescita moderata ma ancora positiva, in un contesto caratterizzato da progressi molto cauti sul piano strutturale e da un miglioramento ancora selettivo degli indicatori ciclici.

Sul primo punto, il dibattito in corso segnala una crescente consapevolezza che tuttavia, allo stato attuale, ancora non si è tradotta in interventi di portata tale da modificare in modo significativo lo scenario di breve.

Sul secondo, va segnalato che a febbraio l'indice composito dei responsabili degli acquisti (**PMI**) elaborato da S&P Global si è attestato a 51,9 dai 51,3 del mese precedente (Grafico 9).

Il contributo principale lo ha fornito la Germania: qui, il settore manifatturiero è tornato in espansione per la prima volta in oltre tre anni, anche in relazione all'incremento della spesa per difesa e infrastrutture.

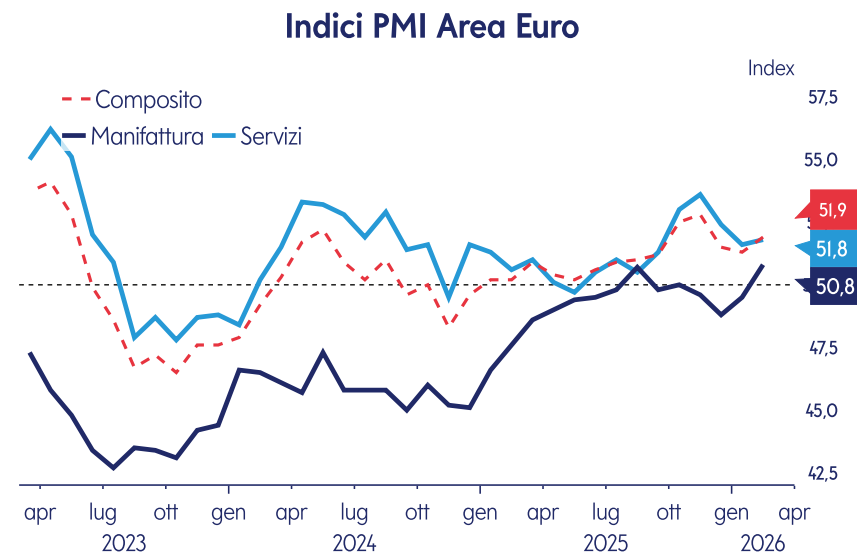


Grafico 9 - Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, febbraio 2026.

CINA, I CONSUMI INTERNI SI CONFERMANO IL PRINCIPALE NODO DA SCIogliere

In occasione delle "Due Sessioni", l'annuale riunione dell'Assemblea Nazionale del Popolo (4-11 marzo 2026), la Cina presenterà ufficialmente l'obiettivo di crescita per il 2026 e le linee guida del quindicesimo piano quinquennale. Le attese del mercato collocano il possibile obiettivo nazionale per il 2026 in un intervallo fra il 4,5% e il 5%, alla luce delle revisioni al ribasso dei target di crescita operate nel periodo precedente da diverse amministrazioni provinciali.

Un target nella parte bassa dell'intervallo (4,5-5%) segnerebbe una discontinuità rispetto ai tre anni precedenti, caratterizzati da un obiettivo indicativo "attorno al 5%". In passato, la crescita ha beneficiato in misura significativa del contributo delle esportazioni, che in futuro potrebbe farsi più incerto. Nel suo recente rapporto annuale sulla Cina, il Fondo Monetario Internazionale ha sottolineato che una dipendenza strutturale dal canale estero appare meno sostenibile nel medio periodo: fra le misure suggerite figurano interventi a sostegno del reddito disponibile delle famiglie, onde accrescere il peso dei consumi sul PIL.

GIAPPONE, IN ATTESA DELLE MISURE PRO-CRESCITA DEL PRIMO MINISTRO TAKAICHI

In **Giappone**, la dinamica del quarto trimestre 2025 (+0,1% su base congiunturale e tendenziale) è stata sostenuta principalmente dai consumi e investimenti privati, che hanno compensato la debolezza di esportazioni e spesa pubblica. Sul piano politico, le elezioni dell'8 febbraio hanno rafforzato la posizione del Partito Liberal Democratico guidato dal primo ministro **Sanae Takaichi**: dopo la vittoria elettorale, il governo ha ribadito l'intenzione di sostenere la crescita attraverso una politica fiscale definita "proattiva", pur senza dettagliarne pienamente i contenuti operativi.

INFLAZIONE VICINA AL TARGET, MA SOTTO OSSERVAZIONE

SEGNALI DI GRADUALE CONTENIMENTO, MA RIEMERGONO RISCHI LEGATI ALL'ENERGIA

Negli **Stati Uniti**, gli ultimi dati sull'inflazione confermano una traiettoria di progressiva moderazione, coerente con il processo di normalizzazione avviato nei trimestri precedenti, pur in presenza di pressioni sui prezzi che non possono dirsi del tutto riassorbite. A gennaio, l'indice dei prezzi al consumo (CPI-U) è aumentato dello 0,2% su base mensile stagionalizzata, mentre la componente "core", al netto di alimentari ed energia, ha registrato un incremento dello 0,3%. Su base annua, l'inflazione complessiva si è attestata al 2,4%, in calo rispetto al 2,7% dei dodici mesi precedenti, mentre la variazione "core" si è collocata al 2,5%, confermando un graduale raffreddamento (Grafico 10).

Anche l'indice dei prezzi delle spese per consumi personali (**PCE**), misura di riferimento per la Federal Reserve, ha mostrato un'evoluzione nel complesso contenuta, seppur con una parziale risalita: A dicembre, l'indice complessivo è cresciuto del 2,9% su base annua, mentre la componente "core" si è attestata al 3,0 %, in lieve aumento rispetto al +2,8% precedente. I prezzi alla produzione hanno invece registrato un incremento più marcato del previsto a gennaio (+2,9% su base annua), segnalando che lungo la filiera produttiva permangono pressioni non del tutto trascurabili.

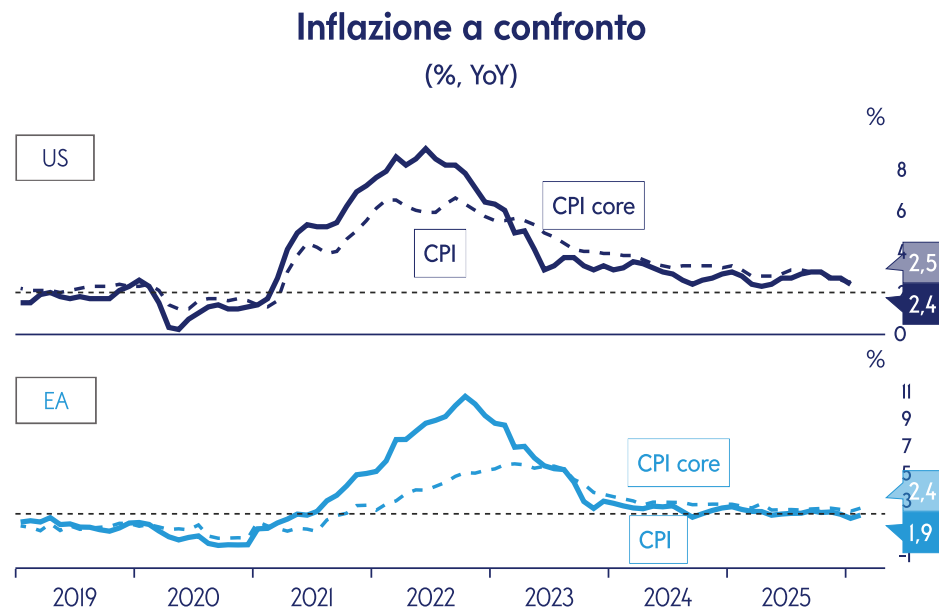


Grafico 10 - Fonte: Banca Mediolanum, BLS, Eurostat, Macrobond, marzo 2026.

INFLAZIONE VICINA AL TARGET NELL'EUROZONA, PREZZI ENERGETICI SOTTO OSSERVAZIONE

Il lieve aumento dell'inflazione nell'**area euro**, salita all'1,9% a febbraio dall'1,7% di gennaio, riflette principalmente l'andamento dei servizi. L'accelerazione appare in parte riconducibile a fattori temporanei - tra cui l'incremento dei prezzi nel comparto turistico in Italia in occasione delle Olimpiadi invernali di Milano - e fornisce pertanto indicazioni limitate sulle pressioni di fondo. Nel complesso, la dinamica dei prezzi resta coerente con il target di medio termine della Banca Centrale Europea, pur richiedendo attenzione alla possibile trasmissione di un eventuale rialzo persistente delle quotazioni energetiche all'inflazione complessiva nei mesi a venire.

LA CINA PROVA A SUPERARE LA DEFLAZIONE, GIAPPONE SOTTO IL TARGE DELLA BOJ

In **Cina**, l'inflazione al consumo è aumentata dello 0,2% a gennaio su base annua, sotto le attese, dopo il +0,8% di dicembre. I prezzi alla produzione restano in deflazione: -1,4% su base annua. In **Giappone**, il tasso di inflazione complessivo è sceso a gennaio all'1,5%, il livello più basso dal marzo 2022, che ha messo fine a una serie di 45 mesi consecutivi nei quali l'inflazione è rimasta al di sopra dell'obiettivo del 2% fissato dalla Bank of Japan. Il tasso di inflazione "core", che esclude i prezzi dei prodotti alimentari freschi, è sceso al 2%, il livello più basso dal gennaio 2024. La cosiddetta inflazione "core-core", la quale esclude i prezzi dei prodotti alimentari freschi e dell'energia, si è attestata al 2,6%, rispetto al 2,9% di dicembre.

MENO SPAZIO AI TAGLI

FED ATTENDISTA, BCE FERMA CON IL RITORNO DEI TIMORI INFLAZIONISTICI

Le principali banche centrali si trovano in una fase di sostanziale pausa. Sia negli Stati Uniti sia nell'area euro, l'orientamento monetario può essere definito neutrale o moderatamente accomodante, pur in un contesto in cui l'evoluzione dei prezzi energetici e le tensioni geopolitiche stanno riaprendo il dibattito sulle prospettive dell'inflazione (Grafico II).

Negli **Stati Uniti**, la Fed mantiene un atteggiamento attendista. La complessiva tenuta del mercato del lavoro riduce la probabilità di interventi espansivi nel breve termine e rafforza l'ipotesi di tassi invariati almeno fino a metà anno.

Dai verbali della riunione di gennaio emerge inoltre l'attenzione del Comitato al rischio che l'inflazione possa stabilizzarsi su livelli superiori al target del 2%.

In questo contesto, anche alla luce dei nuovi sviluppi geopolitici e delle possibili ripercussioni sui prezzi energetici, l'orientamento prudente della banca centrale appare destinato a proseguire.

Nell'**area euro**, dopo la riunione di inizio febbraio nella quale il Consiglio direttivo ha lasciato invariati i tassi di riferimento, la Banca Centrale Europea appare orientata a mantenere l'attuale livello.

Tuttavia, il recente rialzo dei prezzi energetici e il ritorno di timori inflazionistici hanno ridotto le aspettative di un ulteriore allentamento monetario: i mercati iniziano anzi a incorporare la possibilità di un orientamento più restrittivo nella parte finale dell'anno.

GLI AMBIZIOSI PIANI DELLA "TAKAICHI-NOMICS" LANCIANO LA SFIDA ALLA BOJ

In Giappone, gli ambiziosi programmi del primo ministro Sanae Takaichi rappresentano una sfida per la **Bank of Japan**, che ora si trova in una situazione più scomoda, fra contenimento dell'inflazione e piani di normalizzazione della politica monetaria.

Traiettorie attese dal mercato sui tassi Fed e BCE

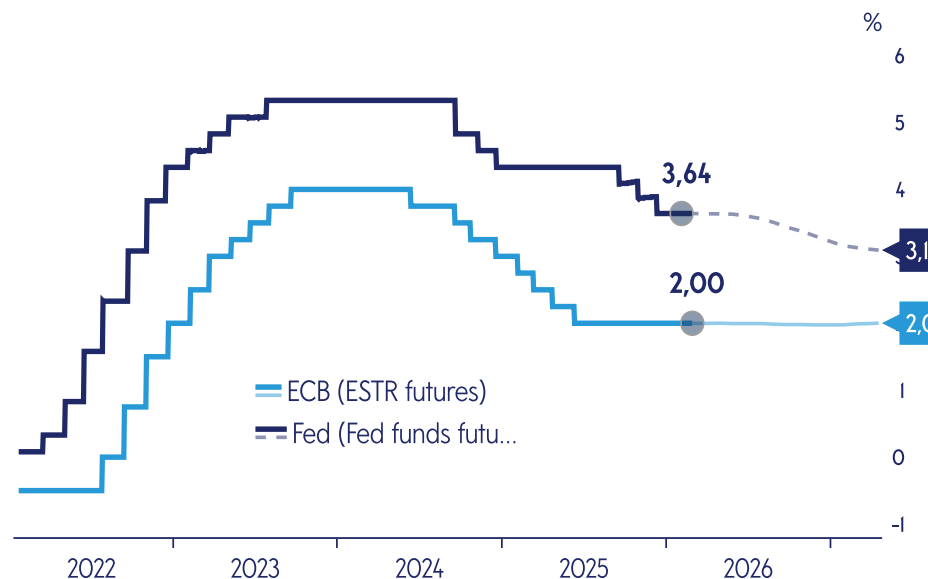


Grafico II - Fonte: Banca Mediolanum, ECB, ICE, New York Fed, CME Group, Macrobond, marzo 2026.

WHAT'S NEXT

TRA GEOPOLITICA, ROTAZIONI E NUOVE NARRATIVE DI MERCATO

GEOPOLITICA E MERCATI: LE TENSIONI IN MEDIO ORIENTE TORNANO A INCIDERE SUL SENTIMENT

Il riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente rappresenta uno degli elementi di maggiore attenzione per i mercati nelle prossime settimane. Come spesso accade nelle fasi iniziali di crisi geopolitica, la reazione degli investitori tende a concentrarsi nel breve periodo sull'incertezza e sul canale energetico.

Eventuali tensioni prolungate sull'offerta potrebbero tradursi in un aumento del premio geopolitico incorporato nei prezzi del petrolio, con possibili implicazioni per le aspettative di inflazione e, indirettamente, per il percorso delle politiche monetarie.

L'impatto macro più ampio dipenderà tuttavia dalla durata del conflitto e dall'eventuale coinvolgimento delle infrastrutture energetiche regionali. In prospettiva storica, molti shock geopolitici hanno generato fasi di volatilità nel breve periodo senza necessariamente tradursi in effetti persistenti sui mercati finanziari. Un'analisi dei principali conflitti degli ultimi decenni mostra infatti come, nella maggior parte dei casi, a dodici mesi dagli eventi l'indice S&P 500 abbia registrato una performance positiva (Grafico I2).

Come reagisce l'S&P 500 ai grandi shock geopolitici

Rendimenti a 12 mesi (dal 1950)

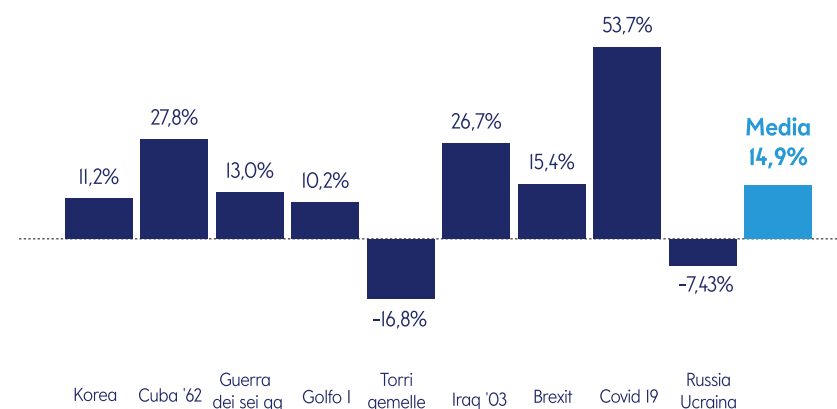


Grafico I2 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.

LA ROTAZIONE DEI MERCATI POTREBBE RALLENTARE NEL BREVE PERIODO

Nel corso degli ultimi mesi i mercati hanno mostrato una rotazione significativa, articolata su più livelli: geografico, settoriale e dimensionale. La leadership molto concentrata negli Stati Uniti e nel comparto tecnologico negli anni precedenti ha lasciato spazio a una partecipazione più ampia dei mercati globali e a un maggiore interesse per settori tradizionali e titoli legati alla cosiddetta "Old Economy".

Il riemergere del rischio geopolitico potrebbe tuttavia incidere almeno temporaneamente su queste dinamiche. Nelle fasi di maggiore incertezza internazionale, i flussi tendono infatti a privilegiare i mercati più liquidi e i segmenti percepiti come più difensivi, tra cui gli Stati Uniti e alcuni grandi titoli tecnologici.

In questo senso, gli sviluppi geopolitici potrebbero rallentare - almeno nel breve periodo - la rotazione geografica e settoriale che aveva caratterizzato l'inizio dell'anno, senza necessariamente modificarne le tendenze di fondo.

INTELLIGENZA ARTIFICIALE: OLTRE LE LETTURE BINARIE

Parallelamente, il dibattito sull'Intelligenza Artificiale continua a influenzare le dinamiche dei mercati finanziari. Nelle ultime settimane si sono affermate due narrative contrapposte: da un lato l'idea che gli investimenti delle Big Tech possano rivelarsi eccessivi rispetto alle prospettive di monetizzazione; dall'altro la visione di un'innovazione talmente dirompente da trasformare rapidamente interi settori economici (Grafico I3).

È improbabile che due visioni così estreme possano tradursi integralmente nella realtà. Gli aggiustamenti osservati nei mercati appaiono piuttosto riconducibili a un riprezzamento delle aspettative e alla ricerca di nuovi equilibri dopo una fase di forte concentrazione delle performance.

Lo scenario più plausibile appare intermedio: l'Intelligenza Artificiale rappresenta verosimilmente uno shock positivo di produttività, ma la sua diffusione sarà graduale e differenziata tra settori, aziende e fasi del ciclo economico. In questo contesto, evitare letture binarie e mettere in conto volatilità e dispersione appare l'approccio più coerente con l'evidenza disponibile (Grafico I4).

Contributo delle società AI alla performance dello S&P 500

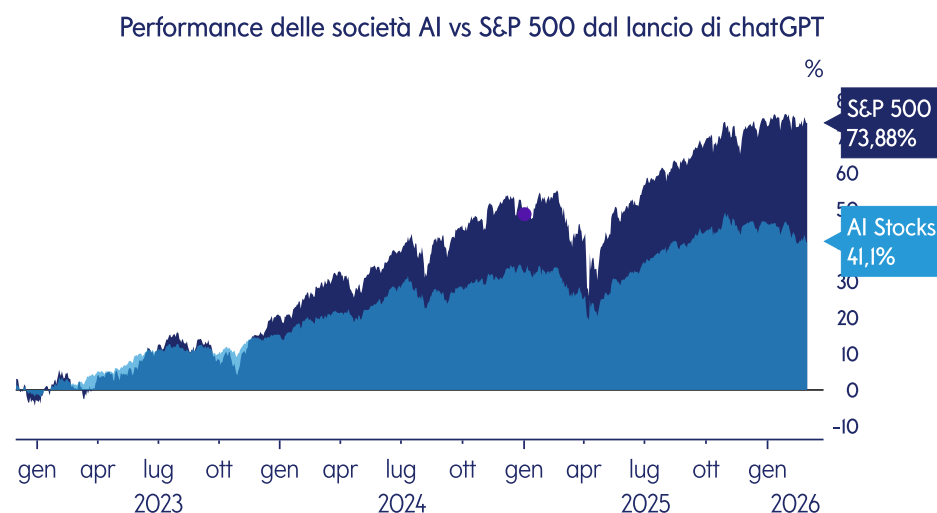


Grafico I3 - Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, marzo 2026.

AI: leadership in evoluzione

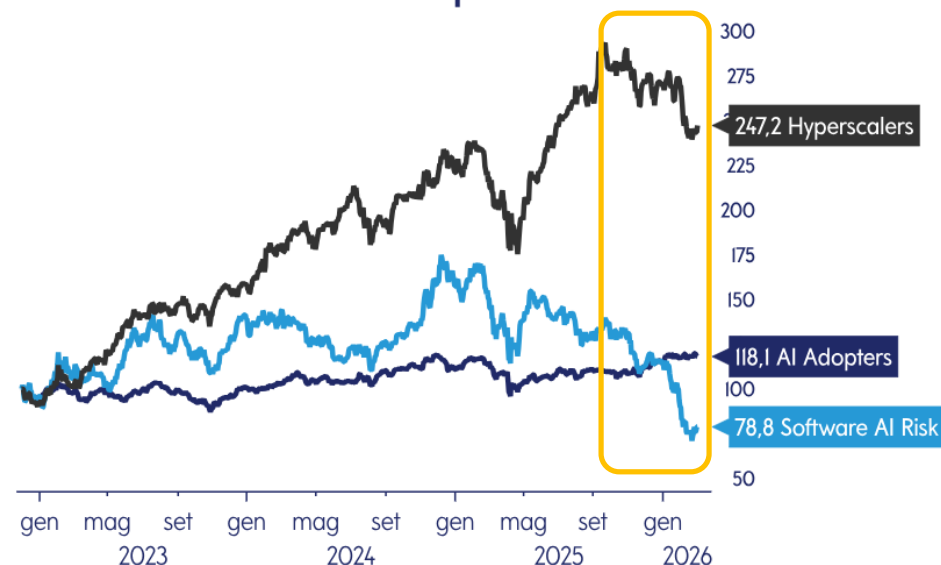


Grafico I4 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.

IMPLICAZIONI PER EQUITY E BOND

EQUILIBRIO E SELETTIVITÀ RESTANO CENTRALI

In un contesto caratterizzato da rotazioni marcate, riassetto valutativi e un quadro geopolitico più instabile, la costruzione di portafoglio richiede equilibrio e selettività. La diversificazione su base geografica, settoriale e dimensionale rimane centrale, così come il mantenimento di un'adeguata esposizione obbligazionaria.

In questo contesto il reddito fisso continua a svolgere pienamente le proprie funzioni tradizionali:

- **generazione di reddito**, grazie a livelli di rendimento più elevati rispetto al recente passato;
- **stabilizzazione**, in un quadro caratterizzato da volatilità azionaria e narrative contrastanti;
- **diversificazione**, alla luce della maggiore dispersione tra i diversi segmenti obbligazionari.

Il focus non è individuare il tema “vincente” del momento, ma combinare in modo coerente le diverse componenti del portafoglio per costruire strutture resilienti in contesti di mercato differenti.

In una fase caratterizzata da rotazioni marcate, riassetto valutativi e un contesto geopolitico più instabile, la disciplina nell'allocazione e la coerenza con l'orizzonte temporale restano i principali fattori di successo. I fondamentali, ad oggi, non risultano compromessi: è piuttosto la distribuzione delle opportunità a essere cambiata. Ed è proprio in queste fasi che equilibrio, diversificazione e visione strategica risultano determinanti.

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

 MAR. 2026

La rotazione geografica accelera

(Performance %, da inizio 2025)

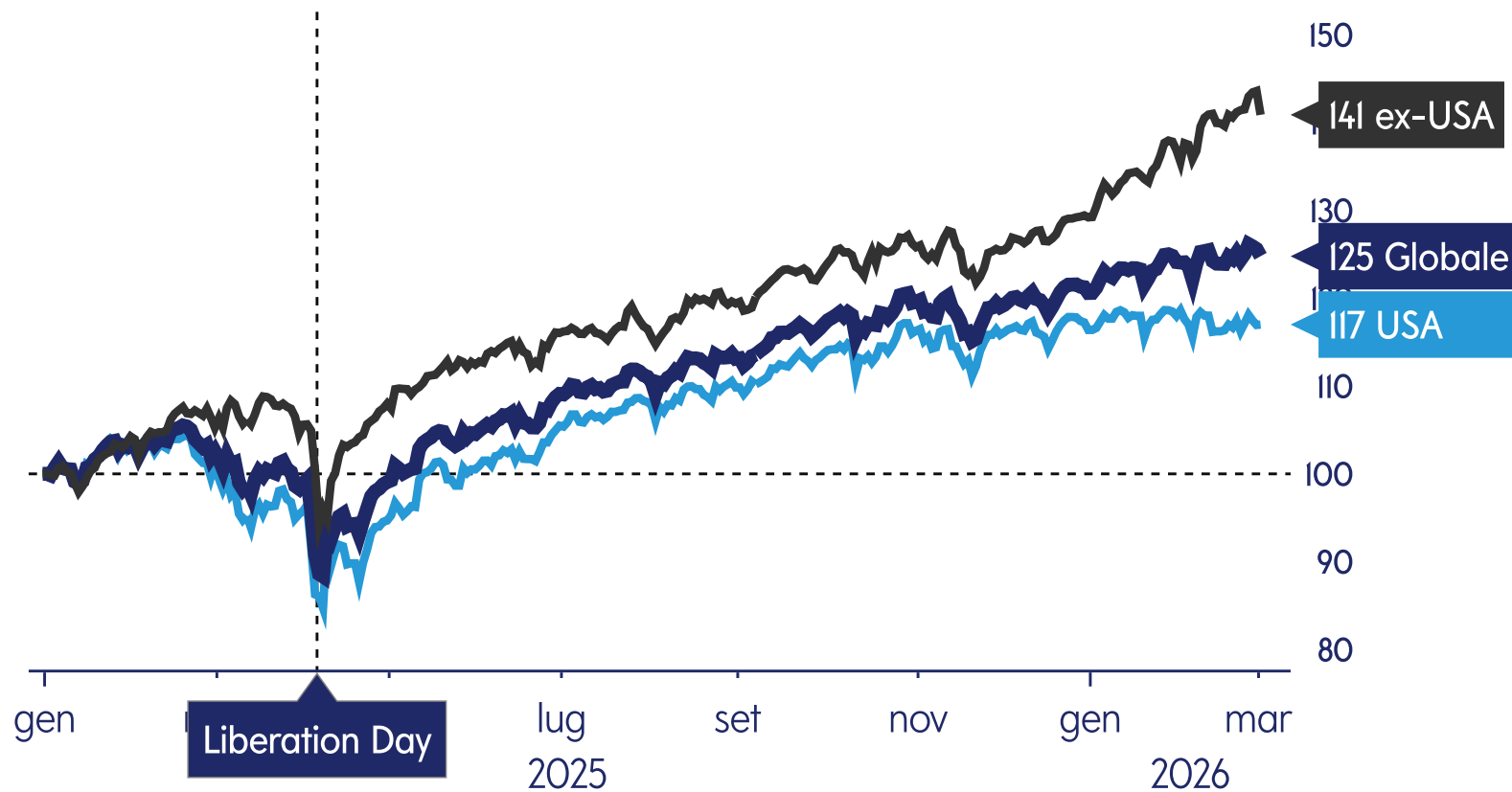


Grafico I - Fonte: Banca Mediolanum, FTSE Russell, Deutsche Boerse, Euronext, MSCI, S&P Global, CSI, Nikkei Inc., MSE, HSI, STOXX, Macrobond, marzo 2026.

Settori & Stili

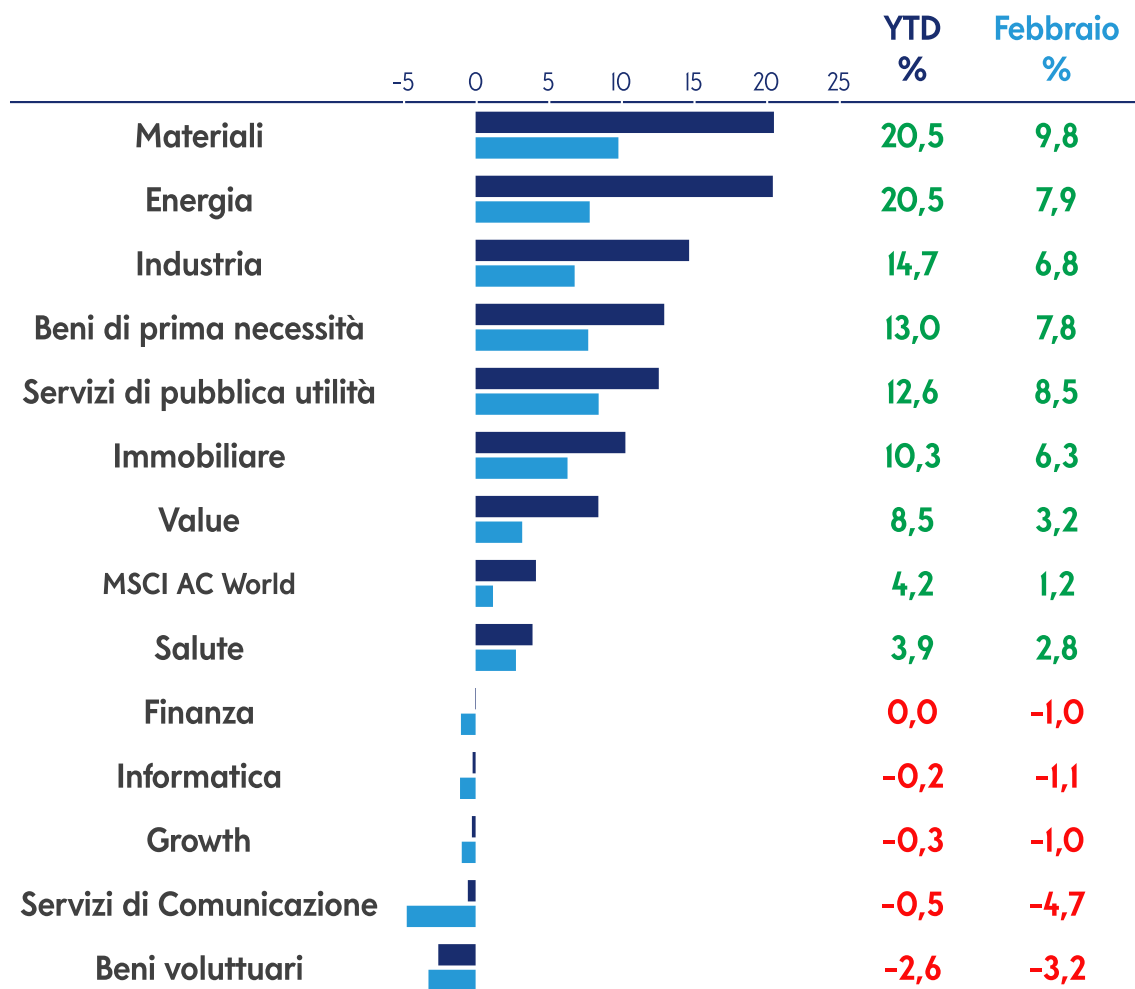


Grafico 2 - Fonte: Banca Mediolanum, MSCI, Macrobond, 27/02/2026.

Rendimenti governativi 10Y

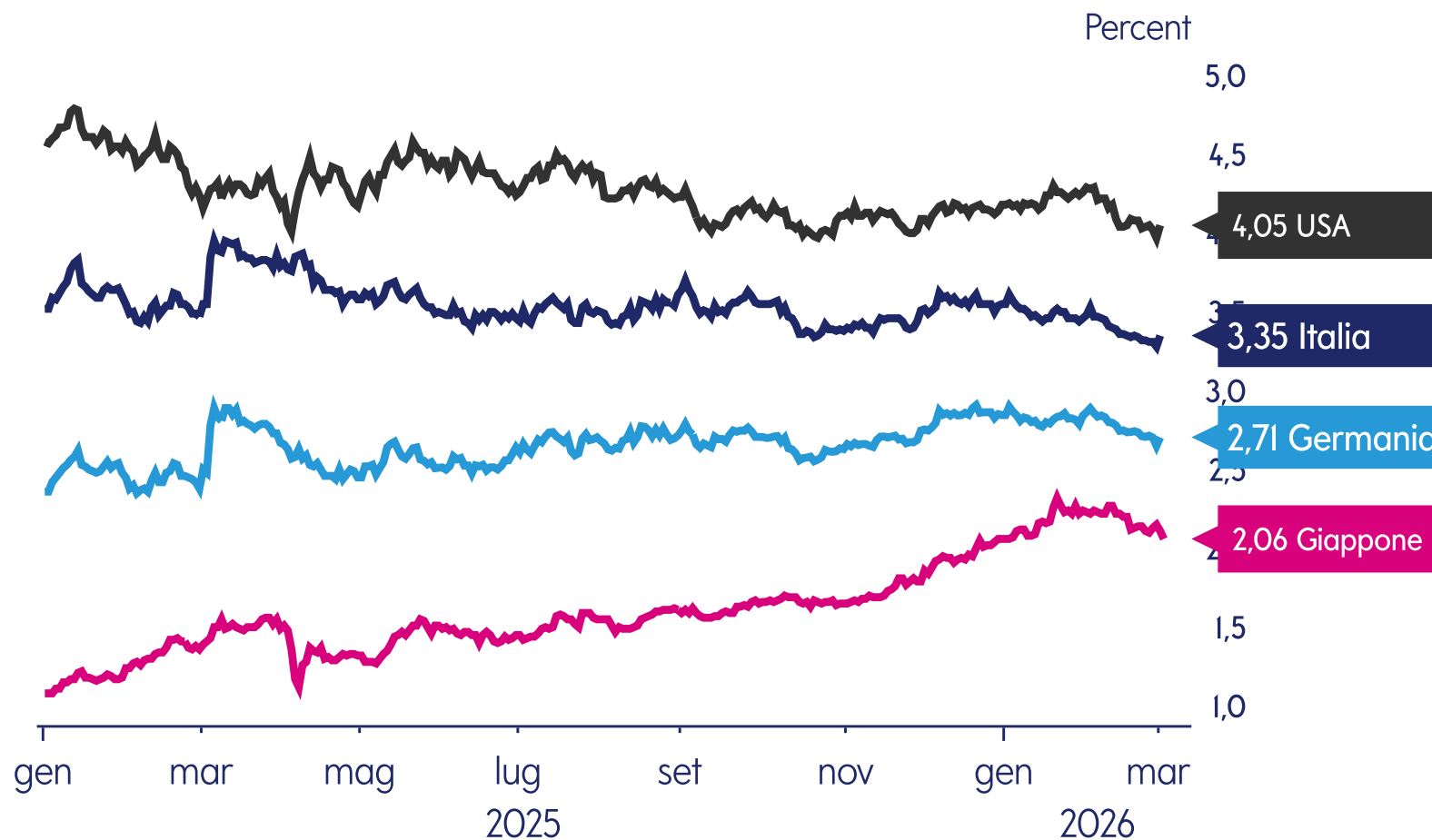


Grafico 3 - Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond, marzo 2026.

Spread High Yield (OAS, %)

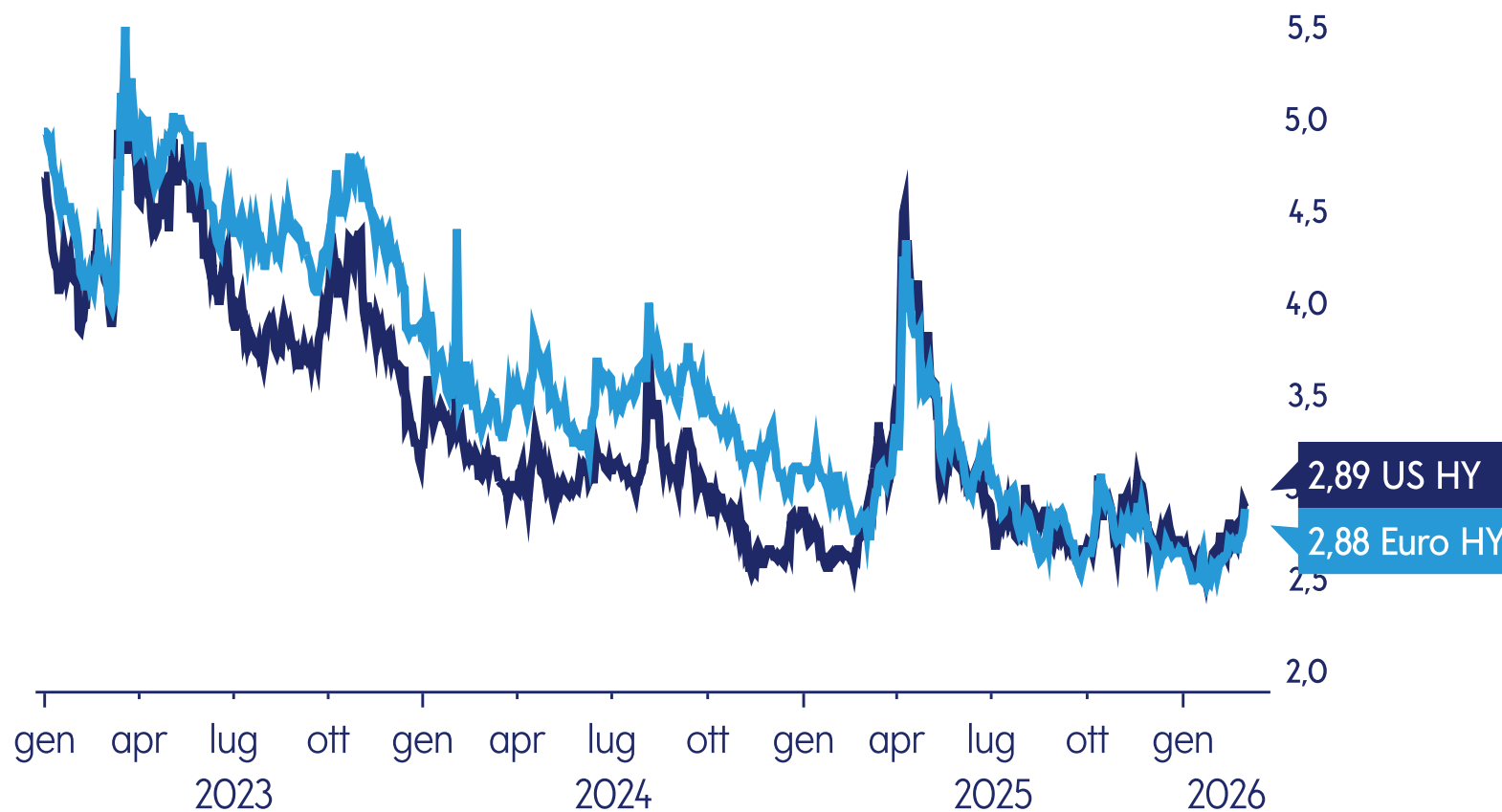


Grafico 4 - Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond, marzo 2026.

Prezzi energetici di nuovo in focus

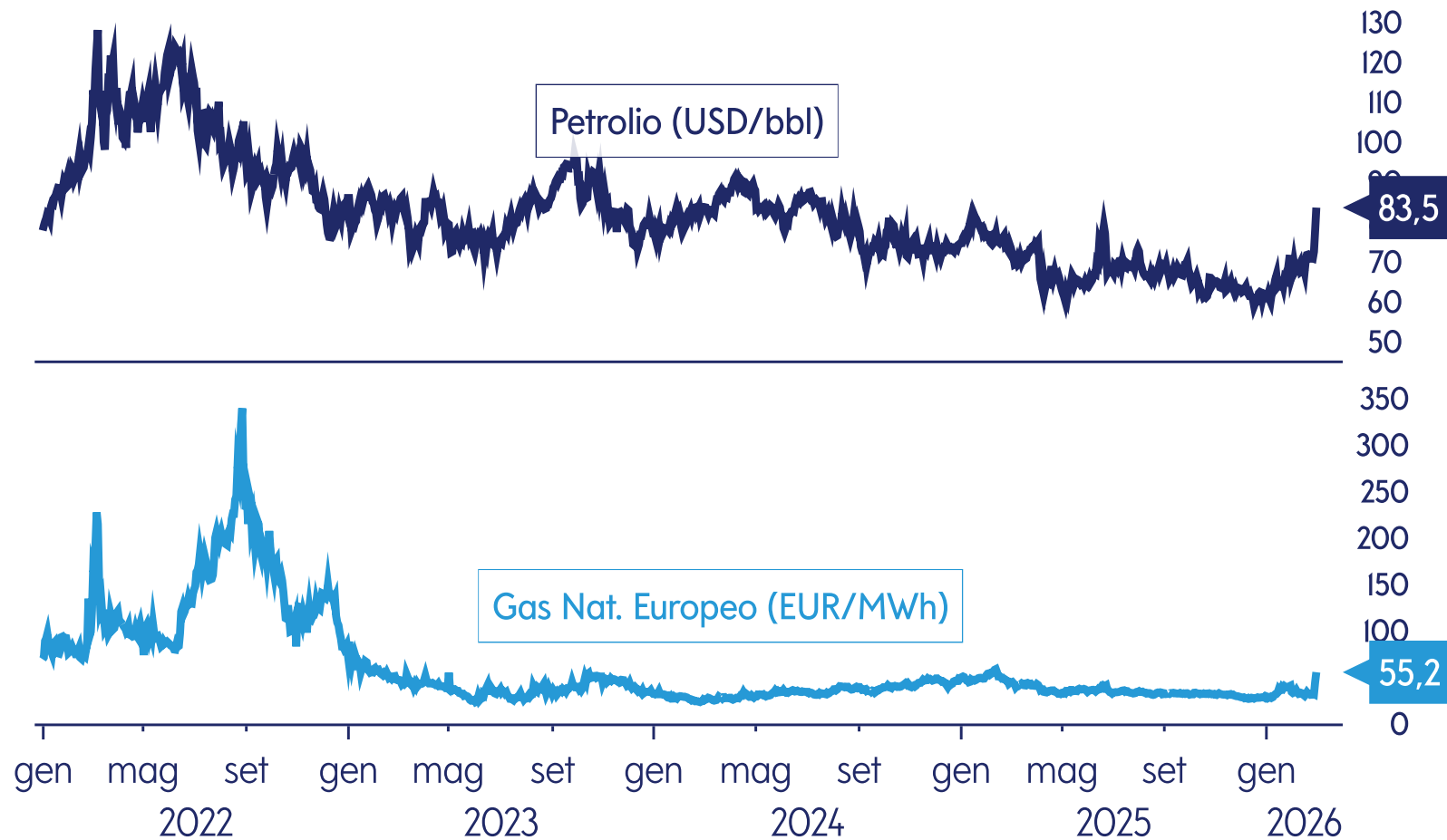


Grafico 5 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.

Beni rifugio: Oro, ma anche Dollaro

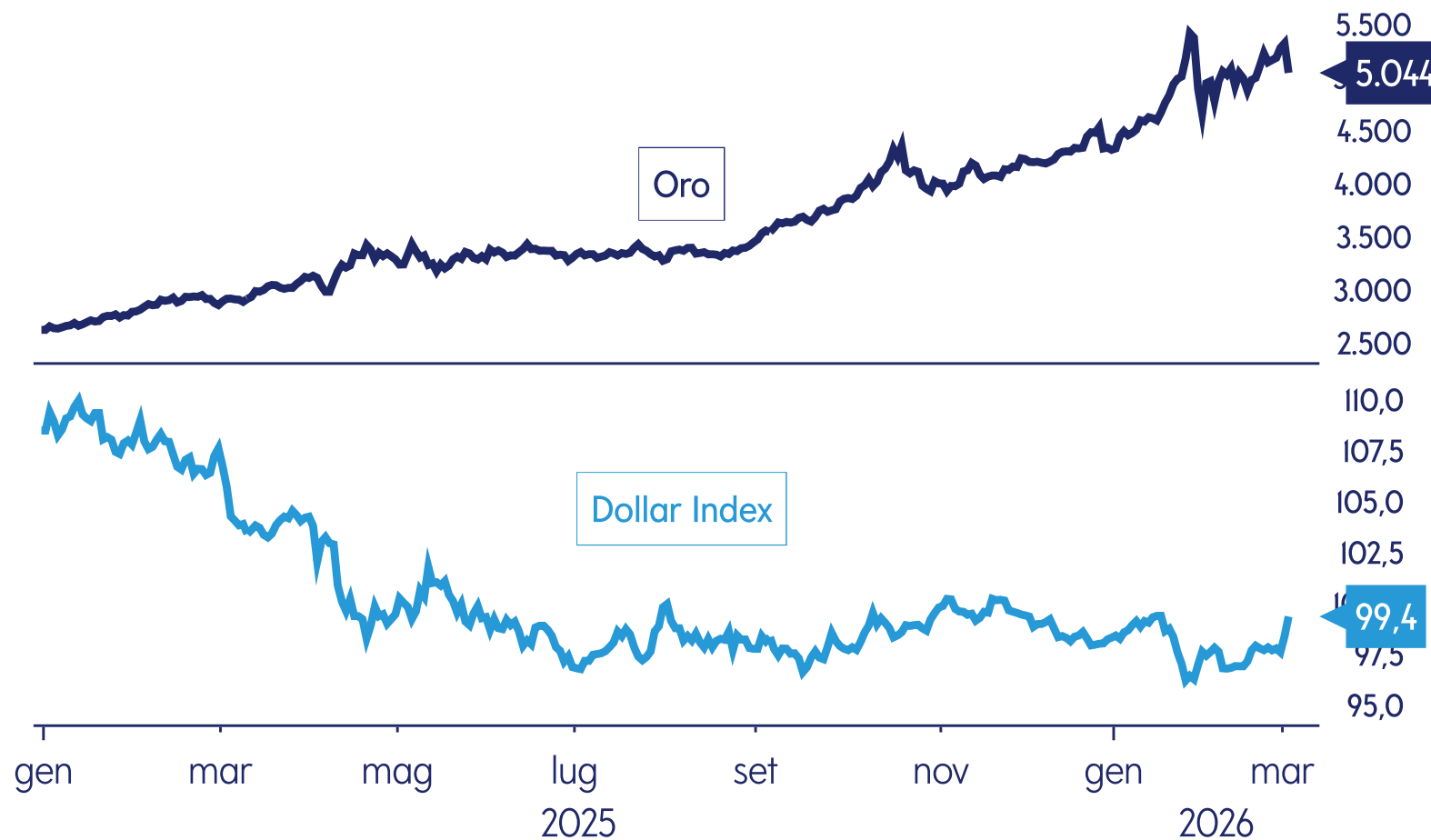


Grafico 6 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.

Dazi: cosa cambia?

15

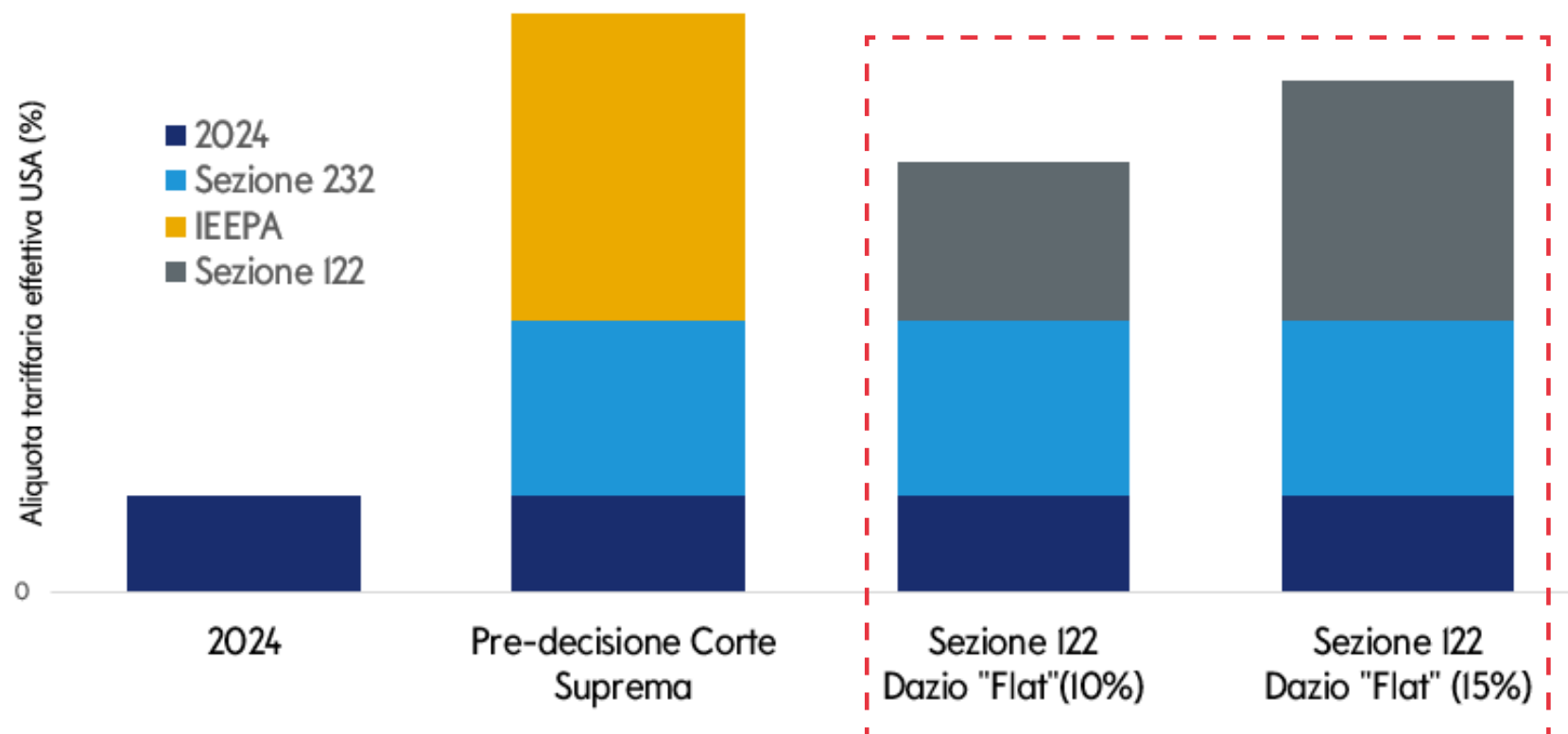


Grafico 7

Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg.

Nota: utilizza la composizione del commercio 2024. In base alla scheda informativa della Casa Bianca, la stima relativa alla Sezione 122 assume il mantenimento delle esclusioni dai dazi reciproci per i prodotti aeronautici e per i beni conformi all'USMCA.

Indici ISM

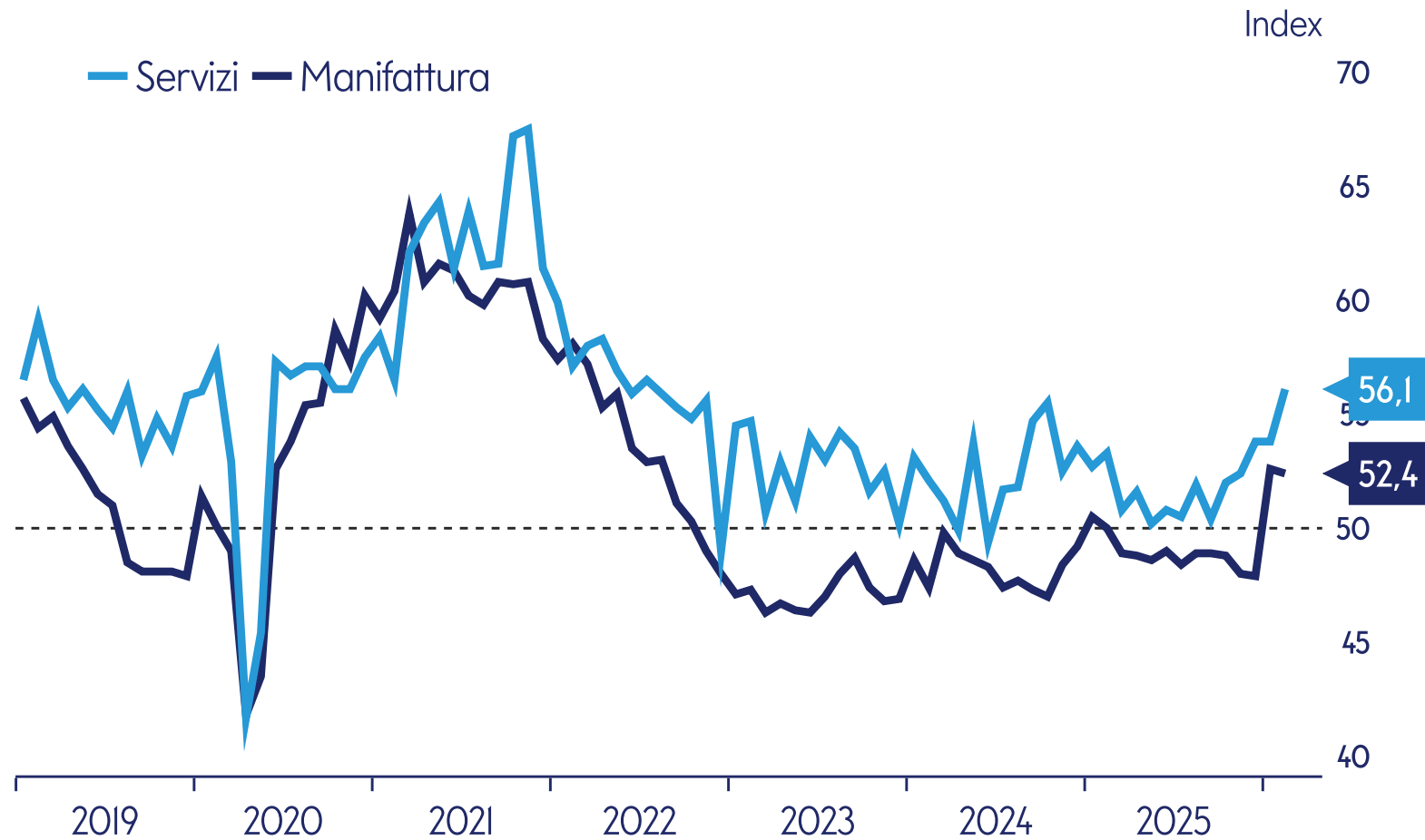


Grafico 8 - Fonte: Banca Mediolanum, ISM, BEA, Macrobond, marzo 2026.

Indici PMI Area Euro

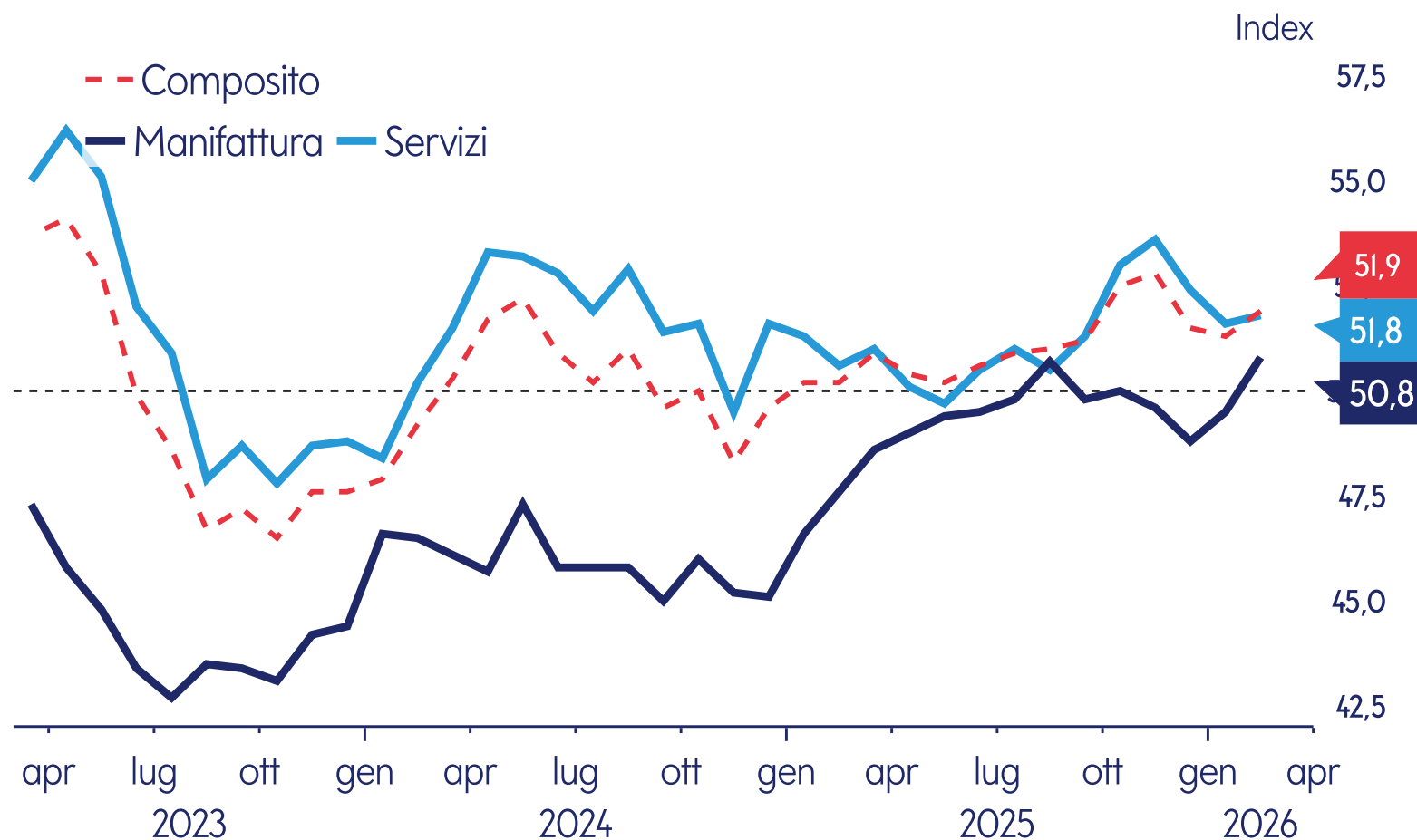


Grafico 9 - Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, febbraio 2026.

Inflazione a confronto

(%, YoY)

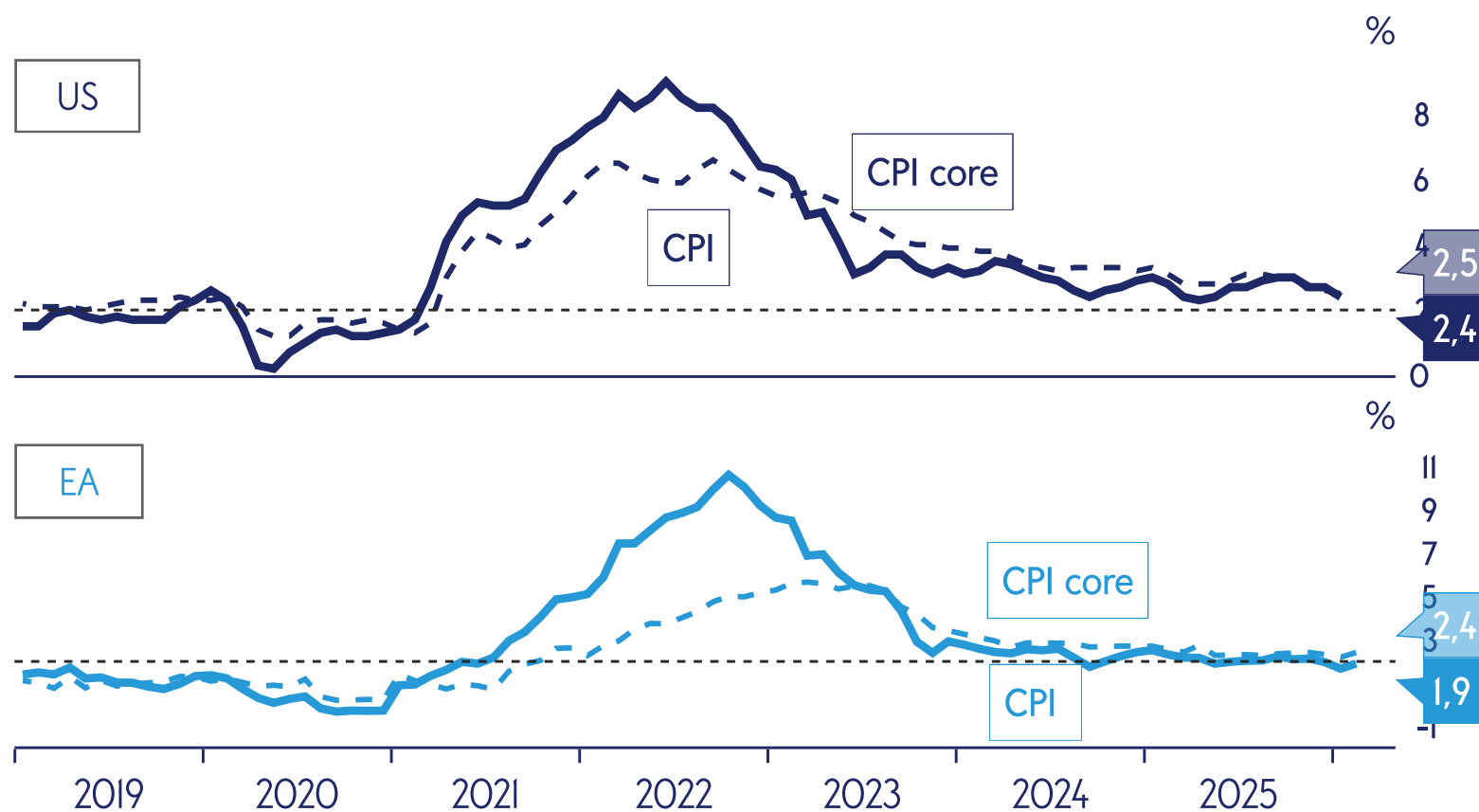


Grafico IO - Fonte: Banca Mediolanum, BLS, Eurostat, Macrobond, marzo 2026.

Traiettoria attesa dal mercato sui tassi Fed e BCE

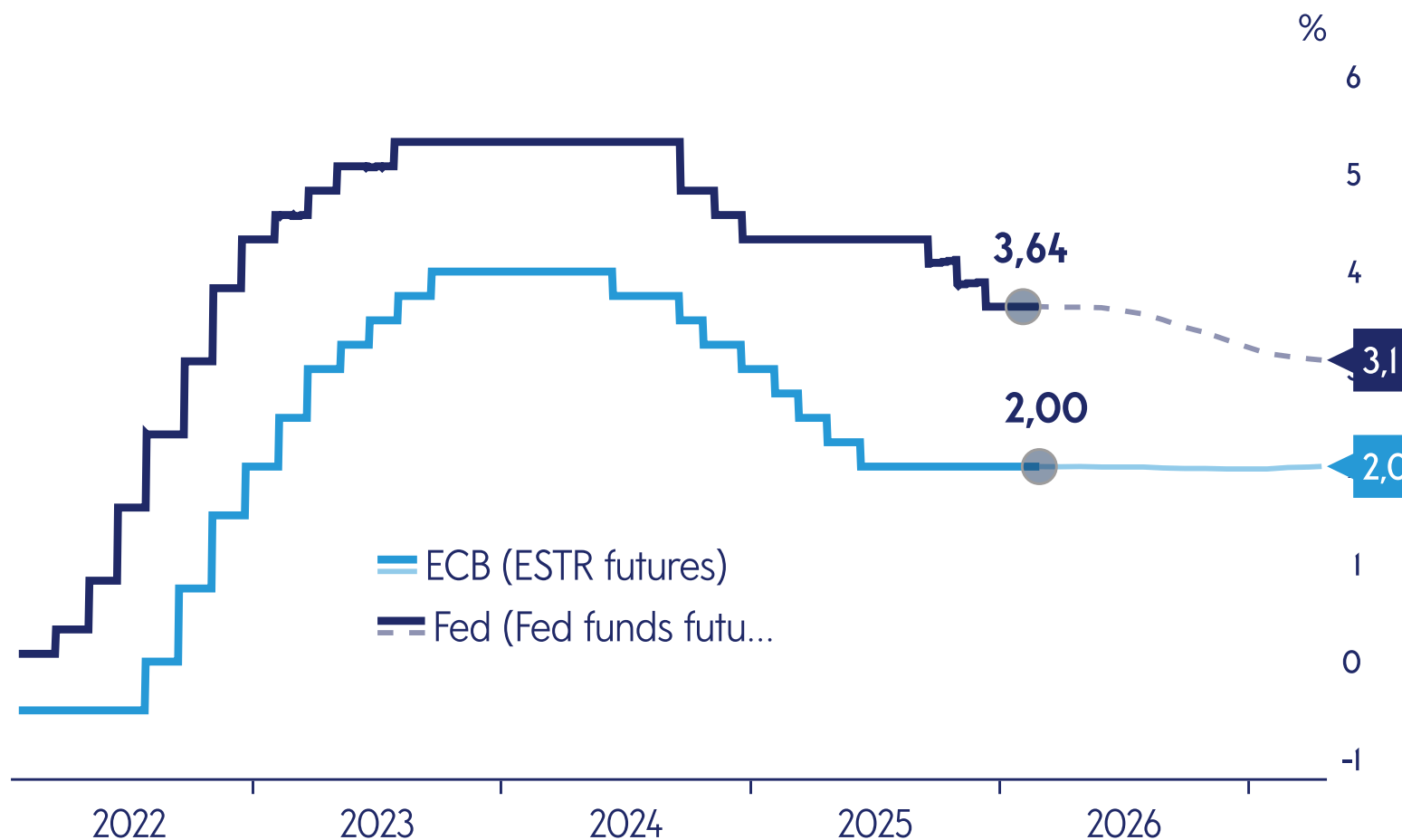


Grafico II - Fonte: Banca Mediolanum, ECB, ICE, New York Fed, CME Group, Macrobond, marzo 2026.

Come reagisce l'S&P 500 ai grandi shock geopolitici

Rendimenti a 12 mesi (dal 1950)

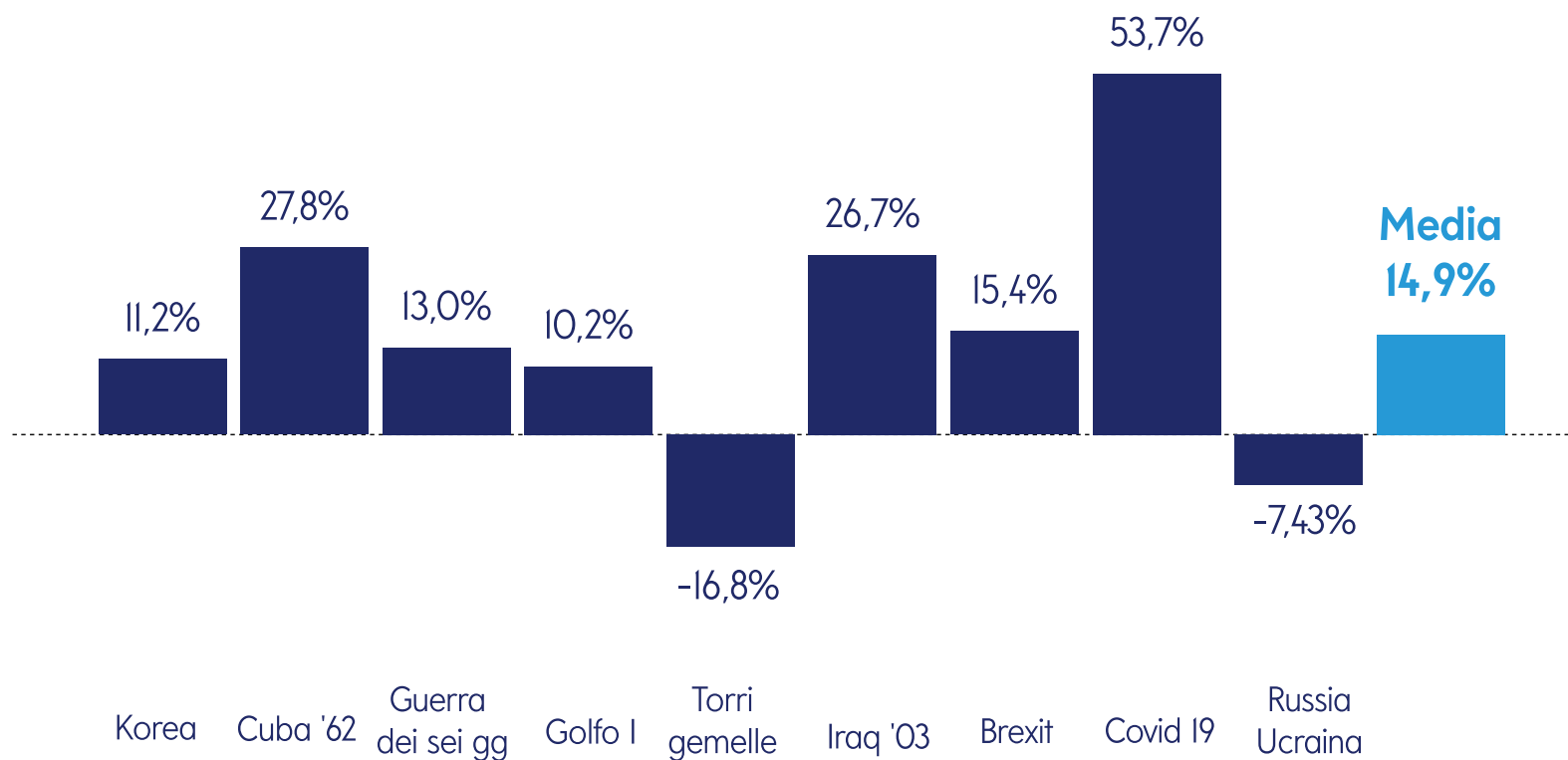


Grafico 12 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.

Contributo delle società AI alla performance dello S&P 500

Performance delle società AI vs S&P 500 dal lancio di chatGPT

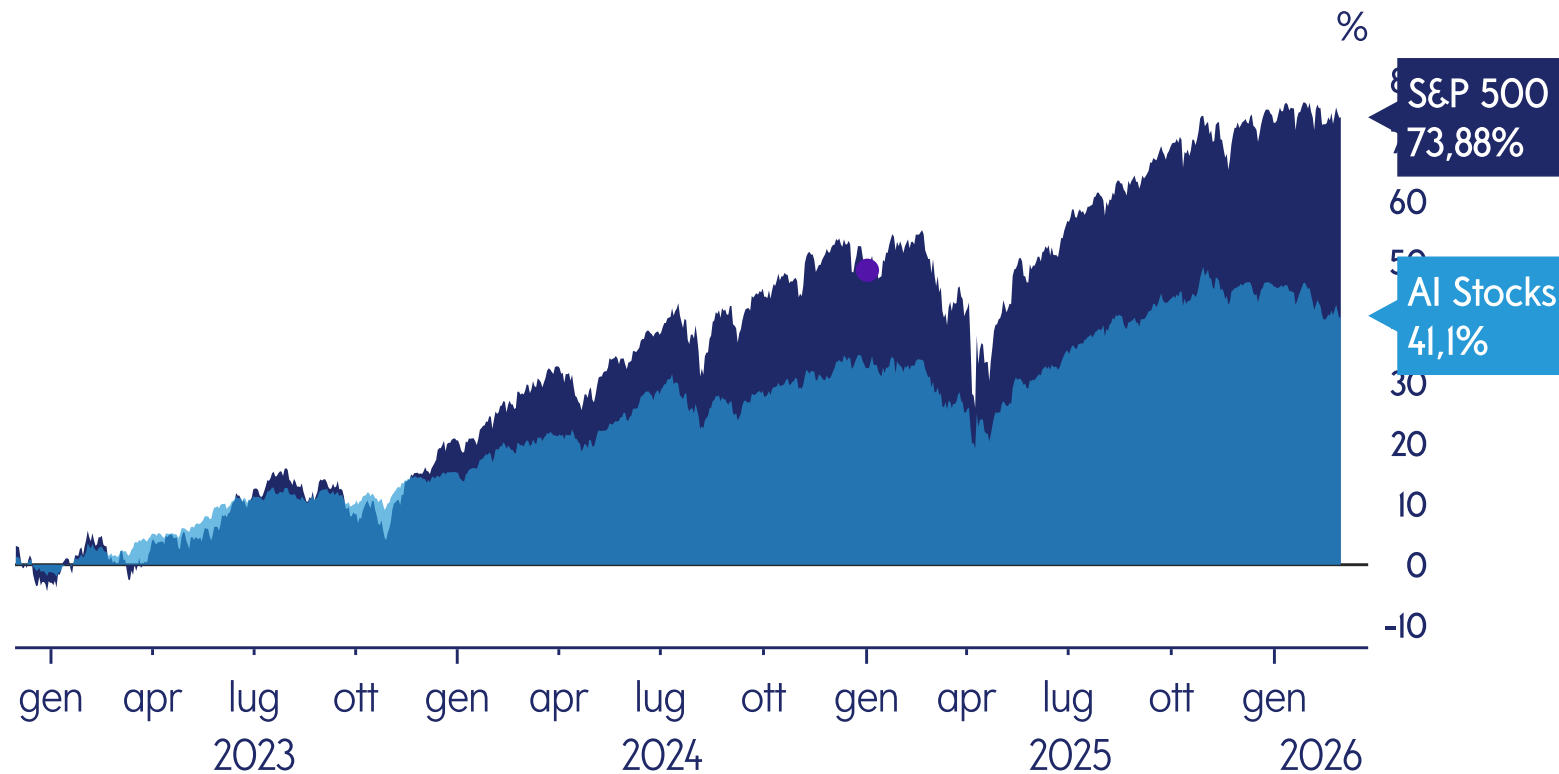


Grafico I3 - Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, marzo 2026.

AI: leadership in evoluzione

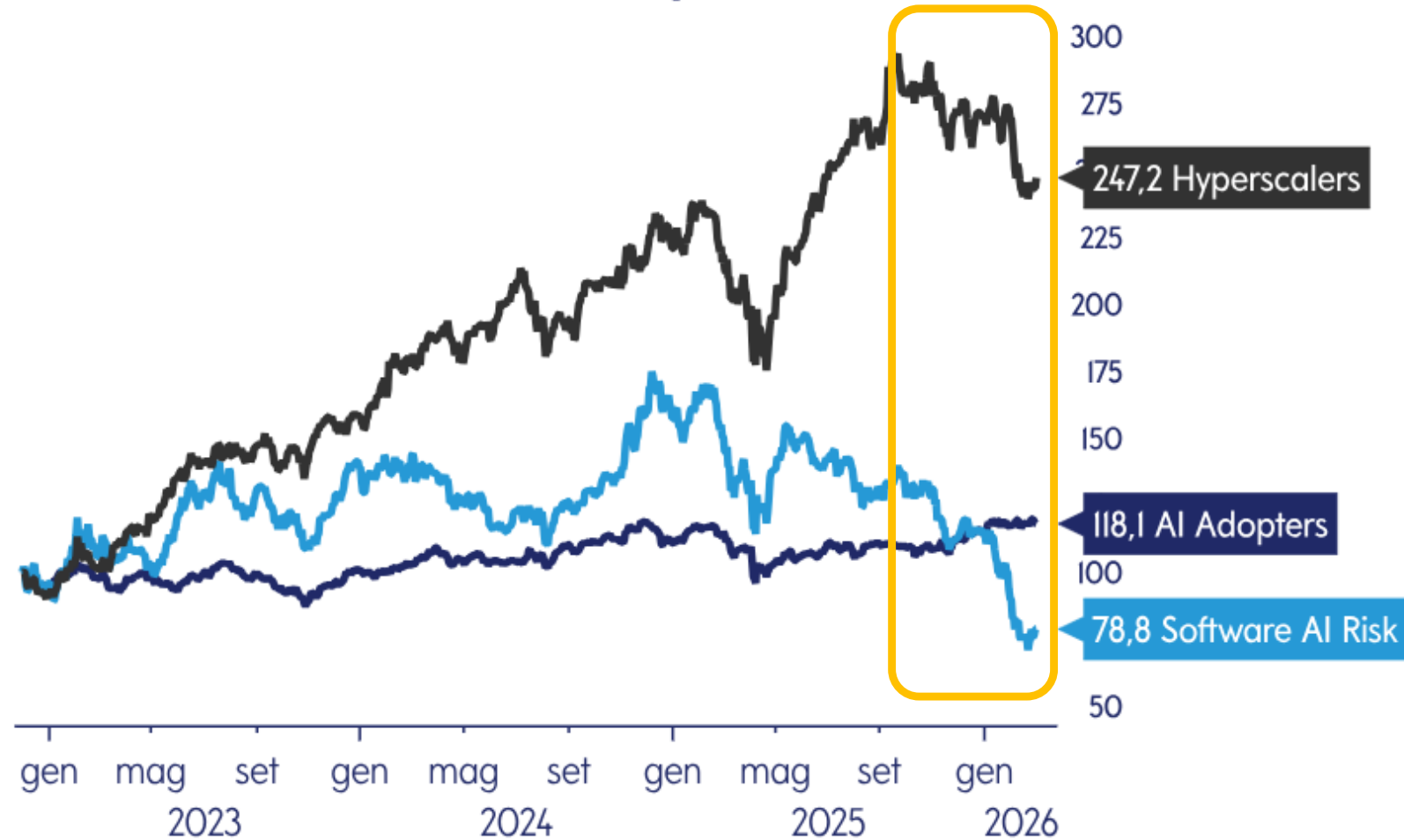


Grafico I4 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, marzo 2026.