

A top-down view of a grid of light bulbs. Most are unlit, but one in the upper right quadrant is glowing with a warm orange light. A vertical white line runs through the center of the image.

OM

OSSERVATORIO
MERCATI

...E ARRIVA
L'AUTUNNO

 SET. 2026

TIMELINE.....	3
EXECUTIVE SUMMARY	4

WHAT'S UP

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

WHAT'S NEW

C'È ANCORA RESILIENZA	11
PRUDENZA SULL'INFLAZIONE	14
IL RICHIAMO DEI RIALZI.....	15

WHAT'S NEXT

AZIONARIO: VOLATILITÀ RINVIATA?	16
"CROWDING OUT" AL CONTRARIO.....	17
ALLARGAMENTO E DIVERSIFICAZIONE	18



TIMELINE

LUGLIO/AGOSTO

● USA – EMPLOYMENT SITUATION GIUGNO	2 Luglio 2026
● VERTICE NATO	7–8 Luglio 2026
● USA – AVVIO STAGIONE TRIMESTRALI	14 Luglio 2026
● AREA EURO – MEETING BCE	23 Luglio 2026
● USA – MEETING FOMC	29 Luglio 2026
● USA – CPI LUGLIO	12 Agosto 2026
● AREA EURO – INFLAZIONE HICP LUGLIO	19 Agosto 2026
● USA – PIL SECONDO TRIMESTRE 2026 (SECONDA LETTURA)	26 Agosto 2026
● USA – PCE INDEX	26 Agosto 2026
● USA – JACKSON HOLE	27–29 Agosto 2026

SETTEMBRE

● AREA EURO – STIMA FLASH INFLAZIONE AD AGOSTO	1 Settembre 2026
● STATI UNITI – EMPLOYMENT SITUATION AGOSTO	4 Settembre 2026
● AREA EURO – PIL SECONDO TRIMESTRE 2026	7 Settembre 2026
● AREA EURO – MEETING BCE	10 Settembre 2026
● STATI UNITI – CPI AGOSTO	11 Settembre 2026
● USA – MEETING FOMC	16 Settembre 2026
● AREA EURO – INFLAZIONE HICP AD AGOSTO	17 Settembre 2026
● STATI UNITI – INCONTRO TRUMP–XI	24 Settembre 2026
● STATI UNITI – PIL SECONDO TRIMESTRE 2026 (TERZA LETTURA)	30 Settembre 2026
● STATI UNITI – PCE INDEX	30 Settembre 2026

EXECUTIVE SUMMARY

WHAT'S UP

Un'estate insolitamente tranquilla sui mercati, con il VIX sui minimi di periodo malgrado il riacutizzarsi delle tensioni tra Stati Uniti e Iran. Ma la calma sembra trovare giustificazione in alcuni elementi fondamentali. Sul fronte geopolitico, i mercati continuano a incorporare il cosiddetto "TACO", ossia la tendenza dell'amministrazione Trump ad attenuare alcune delle posizioni inizialmente più aggressive. Prova ne è il petrolio, che è risalito, sì, ma senza tornare (per ora) ai picchi della crisi. Il suo impatto sull'inflazione, inoltre, è stato meno intenso di quanto temuto, con riflessi sulle attese dei rialzi Fed. Soprattutto, gli utili societari restano solidi e mostrano segnali di allargamento oltre il tech e gli USA, con una crescita degli EPS superiore a quella delle quotazioni. Restano da monitorare i rendimenti obbligazionari a lungo termine, tra rischi fiscali e grandi investimenti nell'AI. In un contesto di crescita e di forte domanda di capitale da parte di Stati e imprese, appare difficile ipotizzare una significativa discesa: per ora, tuttavia, il loro rialzo viene letto anche come la spia di un'espansione economica in tenuta.

WHAT'S NEW

Il quadro macroeconomico, infatti, si conferma complessivamente resiliente. La maggior cautela dei consumatori è compensata da indicatori costruttivi sia negli Stati Uniti sia in Europa. Negli USA resta da monitorare una crescita ancora "K-shaped", sostenuta principalmente dalla spesa delle fasce più abbienti. I dazi, riapparso in questo contesto, pongono nuove riflessioni sui loro futuri impatti. A riguardo, non bisogna dimenticare il precedente del Liberation Day 2025: il temuto scenario di una stagflazione USA non si è concretizzato e a prevalere è stato invece il traino offerto dagli investimenti tech. Nel più ampio panorama geoeconomico, l'aspetto commerciale rimane tuttavia da seguire.

WHAT'S NEXT

Il quadro fondamentale resta relativamente favorevole ai risk asset, pur in presenza di possibili fasi di volatilità. Un passaggio da monitorare sarà l'avvicinarsi delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti che, insieme alle decisioni della Fed, potrebbe riportare sui mercati quella volatilità rimasta insolitamente contenuta durante l'estate. Le recenti correzioni dei semiconduttori, dopo i forti rialzi dei mesi precedenti, e la migliore performance di comparti più tradizionali confermano intanto l'importanza di una corretta diversificazione, per attraversare il rumore di breve evitando eccessive concentrazioni su temi o aree geografiche.

WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI

L'EQUITY HA SAPUTO DISTINGUERE IL RUMORE DAI FONDAMENTALI

L'estate non è stata priva di incognite, tra dubbi sulla sostenibilità del boom dell'AI, riacutizzarsi delle **tensioni geopolitiche** e **commerciali**, **incertezza sulla politica monetaria** USA. Eppure, i mercati hanno ancora saputo distinguere il rumore dai fondamentali.

La volatilità è rimasta contenuta e il **VIX** sui minimi di periodo, mentre il rialzo ha mostrato segnali di progressivo allargamento (Grafico 1).

MEGATREND AI: NVIDIA RIMANE LA CARTINA DI TORNASOLE

In questo scenario, i **risultati** e (soprattutto) le previsioni di **Nvidia** ormai sono stabilmente ritenuti un indicatore della dimensione e della sostenibilità del **ciclo di investimenti nell'AI**.

I numeri del secondo trimestre confermano per adesso una domanda eccezionalmente robusta, mentre per il prossimo trimestre è previsto un fatturato a 108 miliardi di dollari (non tenendo conto dei ricavi legati alle attività di calcolo nei data center in Cina).

Un'ulteriore importante espansione è prospettata per l'anno fiscale 2028, specialmente in assenza di ostacoli agli approvvigionamenti.

Il **Megatrend tecnologico** non viene meno, dunque, ma lo spettro delle opportunità si allarga: nel periodo estivo, infatti, il mercato ha continuato a manifestare segnali di maggior partecipazione (Grafico 2).

Performance Mercati Azionari

	YTD %	Agosto %
Nikkei 225	31,7	3,0
MSCI EM	22,4	3,2
Ftse Mib	17,1	0,8
Nasdaq	13,5	3,9
MSCI ACW	13,3	2,6
S&P 500	12,3	2,6
Stoxx Eurpoe 600	9,9	0,3
Dax	7,2	2,5
Cac 40	2,3	-2,1
MSCI China	-8,4	-0,4

Grafico 1 - Fonte: Banca Mediolanum, Macrobond, Bloomberg.
01/09/2026.

ALLARGAMENTO DEI RIALZI OLTRE IL TECH E GLI STATI UNITI

Il rialzo non è più soltanto una storia tecnologica: da fine luglio la leadership si è spostata verso energia, materiali e finanza (Grafico 3). Una partecipazione a livello **settoriale** più ampia, che rende il movimento dei mercati più solido e meno dipendente da pochi titoli.

L'allargamento riguarda anche la dimensione **geografica**: la stagione degli utili ha offerto segnali positivi in **Europa** e in **Giappone**, sostenendo la performance dei rispettivi listini.



Performance Settori & Stili

	YTD %	Agosto %	
Energia	33,8	4,0	35
Informatica	29,4	5,9	30
Materiali	16,3	10,2	15
Industria	12,4	-0,2	10
Finanza	10,1	1,1	5
Salute	6,2	3,8	0
Immobiliare	4,9	-2,1	-5
Beni di prima necessità	4,8	-1,3	-10
Servizi di pubblica utilità	2,0	-3,3	-15
Servizi di Comunicazione	-2,6	-0,5	-20
Beni voluttuari	-3,0	-0,3	-25

Grafico 3 - Fonte: Banca Mediolanum, MSCI, Macrobond, 01/09/2026.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

COSTI DI INDEBITAMENTO A LUNGO TERMINE SOTTO LALENTE

Nell'obbligazionario, il Global Aggregate evidenzia un complessivo **rialzo dei rendimenti**.

I costi di finanziamento a lungo termine nelle principali economie hanno raggiunto livelli pluridecennali, riflettendo un'inflazione ancora persistente, la crescente attenzione alla **sostenibilità dei conti pubblici** e **l'incremento dell'offerta di obbligazioni**, cui contribuiscono le ingenti esigenze di finanziamento legate agli investimenti nell'AI (Grafico 4). La sostenibilità del debito è stata tra i temi al centro del confronto fra i ministri delle Finanze del **G20**, riuniti a fine agosto ad Asheville (Stati Uniti).

In questa fase, ad agosto il rendimento del **Treasury trentennale** ha raggiunto il massimo dal 2007, per poi ripiegare insieme al **decennale**, con un ulteriore momento di attenzione dopo l'intervento del presidente della Fed Kevin **Warsh** a Jackson Hole (USA; Grafico 5).

Al di là dei movimenti di breve, la curva continua a riflettere uno scenario di rendimenti strutturalmente più alti. A condizionare il quadro è un mix di fattori: le crescenti esigenze di finanziamento del governo USA, le aspettative di **inflazione** e una maggior incertezza sulla traiettoria della **politica monetaria**, accentuata dalla minore enfasi della Fed di Warsh sulla cosiddetta "forward guidance".

A tali dinamiche si affianca l'ingente raccolta di capitale da parte dei grandi gruppi tecnologici, volta a finanziare gli investimenti nell'AI, che spinge la competizione fra emittenti pubblici e privati. Il risultato è un premio a termine più consistente.

La revisione al rialzo dei **buyback** del Tesoro va invece letta soprattutto come un modo per sostenere liquidità ed efficienza del mercato.

Mercati Obbligazionari

	Livello fine Agosto (%)	Δ YTD (bp)	Δ Agosto (bp)
Rendimenti:			
USA 10y	4,75	63	2
Germania 10y	3,32	47	12
Italia 10y	4,15	60	13
Giappone 10y	2,96	89	15
Spread:			
Btp-Bund	0,83	13	1
US HY OAS	2,61	-6	-18
Euro HY OAS	2,60	-5	-12
EM OAS	1,56	-23	-11

Grafico 4 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, 01/09/2026.



Grafico 5 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, 01/09/2026.

Anche in **Germania** la curva lascia intravedere un complessivo rialzo dei rendimenti. Variazione molto modesta, ad agosto, per lo **spread BTP-Bund**.

Nel mercato del credito, gli **spread corporate** rimangono compressi, i default non indicano al momento stress sistemico e le condizioni di finanziamento per le aziende più solide appaiono al momento relativamente favorevoli (Grafico 6).

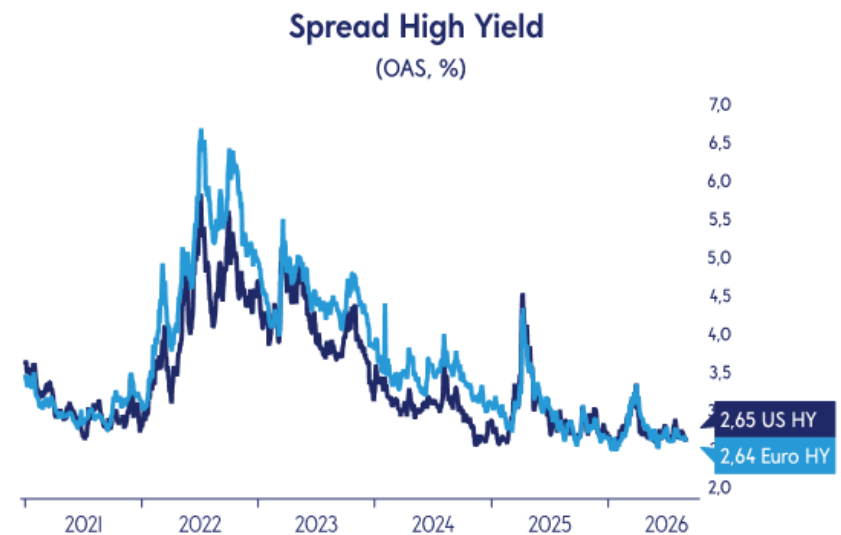


Grafico 6 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, 01/09/2026.

MATERIE PRIME E VALUTE

PETROLIO: PREZZI SOTTO CONTROLLO, MA RESTA UN PUNTO SENSIBILE

In questa fase, l'indice generale delle materie prime ha evidenziato un rialzo (Grafico 7). Il **petrolio** è rimasto un punto sensibile, in particolare dopo il vertice NATO ad Ankara, in Turchia, che ha segnato il riaccutizzarsi delle **tensioni USA-Iran** (Grafico 8).

Ad agosto l'amministrazione USA ha annunciato l'operazione "Economic Outcast", volta a isolare il Paese. Alla dichiarazione non ha però fatto seguito un'indicazione sulla data di avvio, né sono state dettagliate le sanzioni a carico di chi continuerà a intrattenere rapporti con Teheran. Alcuni vi hanno letto la volontà di non contrariare la Cina (che acquista all'incirca il 90% del petrolio iraniano), anche in vista dell'incontro Trump-Xi che dovrebbe svolgersi a fine settembre.

Stretto di Hormuz e Mar Rosso sono intanto divenuti più insicuri durante l'estate. Lo scenario si è parzialmente modificato a fine agosto, quando Iran e Oman hanno raggiunto un accordo sulla gestione del traffico navale a Hormuz. Le effettive condizioni del passaggio restano in ogni caso incerte. Ciò potrebbe determinare una maggior volatilità delle quotazioni del greggio rispetto al periodo pre-crisi.

Andranno di conseguenza valutate le possibili ricadute sull'inflazione, anche alla luce del **gas naturale** che, sullo sfondo delle persistenti tensioni Russia-Europa, ha proseguito lungo il sentiero dei rialzi.

Materie Prime & Valute

	Livello fine Agosto	YTD %	Agosto %
Materie Prime:			
Indice Generale Commodity	141,37	28,9	7,1
Petrolio (Brent)	90,49	48,7	0,4
TTF Gas	69,91	137,1	20,3
Oro	4437,38	2,7	9,7
Cambi:			
Euro-Dollaro	1,1618	-1,1	0,8

Grafico 7 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, 01/09/2026.

Prezzo del greggio ed evoluzione attesa

(traiettoria basata sui prezzi dei futures)



Grafico 8 - Fonte: Banca Mediolanum, CME Group, Macrobond, ICE, Macrobond, 01/09/2026.

USD PIÙ DEBOLE IN ESTATE, ORO IN RECUPERO, ATTENZIONE ALLO YEN

Sul mercato **valutario**, il tentativo del Tesoro USA di contenere le pressioni sui rendimenti ha contribuito a indebolire il dollaro USA, favorendo parallelamente l'**oro**, tornato sui massimi da oltre tre mesi (Grafico 9).

La debolezza dello **yen** ha invece portato Stati Uniti e Giappone a un raro intervento congiunto a sostegno della valuta nipponica, il che ha aggiunto un ulteriore elemento da monitorare per il mercato dei Treasury, di cui il Giappone risulta il principale detentore estero. Del clima complessivamente favorevole agli asset rischiosi ha beneficiato **Bitcoin**, che durante l'estate ha registrato una significativa ripresa.

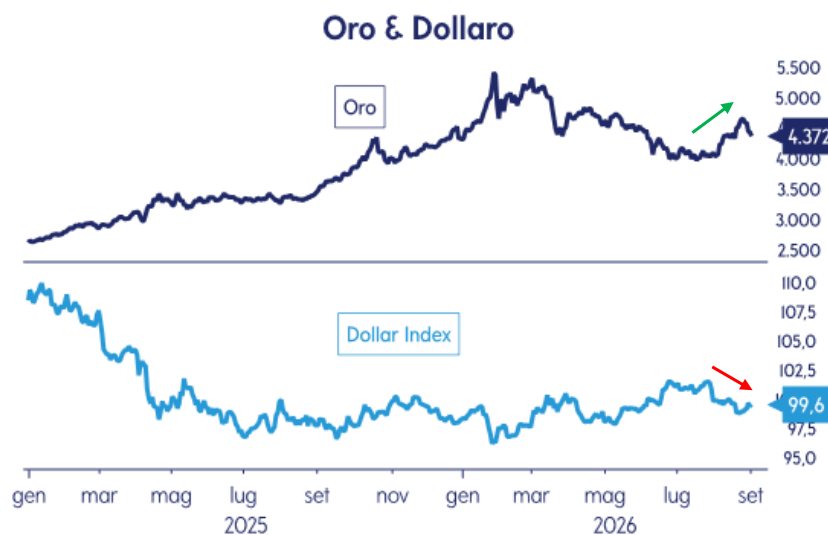


Grafico 9- Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, 01/09/2026.

WHAT'S NEW

C'È ANCORA RESILIENZA

TENUTA COMPLESSIVA MA DINAMICHE SEMPRE PIÙ DIFFERENZIATE

Dal Fondo Monetario fino all'OCSE, le indicazioni arrivate in estate continuano a delineare un'economia globale complessivamente **resiliente**, a dispetto di un quadro geopolitico ancora complesso (Grafico 10). In particolare, il Fondo Monetario Internazionale ha sottolineato come l'economia globale stia assorbendo lo shock energetico meglio di quanto temuto.

Al di là della tenuta dei dati aggregati, però, emergono dinamiche sempre più differenziate. Lo shock geopolitico ed energetico non penalizza tutte le aree allo stesso modo, mentre la domanda legata all'AI sembra al momento offrire ancora supporto a quelle più integrate nelle catene globali della tecnologia.

STATI UNITI: CRESCITA RESILIENTE, MA SEMPRE PIÙ SELETTIVA

Negli **Stati Uniti**, i dati estivi continuano a delineare un'economia resiliente.

Ad agosto la **fiducia dei consumatori** si è moderata per il secondo mese consecutivo (a 89,4 dai 90,2 di luglio) e le aspettative su attività economica e mercato del lavoro sono diventate più caute. Indicazioni più costruttive sono giunte dagli anticipatori: i **PMI** di agosto segnalano la crescita della produzione più sostenuta degli ultimi quattro anni (il Composito è a 56 punti, dai 54,5 di luglio; Grafico 11) e

Resilienza tra Shock Energetico e Boom AI

Proiezioni FMI — crescita PIL (%)	2026	2027
Mondo	↘ 3,0	↗ 3,4
Stati Uniti	= 2,3	↗ 2,2
Area euro	↘ 0,9	= 1,2
Cina	↗ 4,6	↗ 4,1
India	↘ 6,4	↗ 6,7
Inflazione mondiale (%)	↗ 4,7	↗ 3,9

Grafico 10 - Fonte: FMI, World Economic Outlook — luglio 2026.

delineano una variazione annualizzata vicina al +3% nel terzo trimestre dopo il +1,5% del secondo (confermato dalla seconda lettura del **PIL** diffusa a fine agosto).

La tenuta economica non è priva di alcuni elementi da monitorare: fra questi, la capacità di spesa fortemente differenziata tra le diverse fasce della popolazione, con le più abbienti che trainano i consumi segnando la persistenza di una dinamica “K-shaped”.

DAZI: I RISCHI CI SONO, MA È CAMBIATA LA LETTURA DEI MERCATI

La politica commerciale statunitense è tornata al centro dell'attenzione: scaduto il 24 luglio il regime transitorio seguito alla sentenza della Corte Suprema di febbraio, l'amministrazione Trump ha annunciato, su basi giuridiche diverse, dazi tra il 10% e il 12,5% sulle importazioni dalla maggior parte dei principali partner commerciali.

Il precedente del “**Liberation Day**” dell'aprile 2025 offre una lezione utile: i timori di un marcato rallentamento dell'economia USA con pressioni inflazionistiche persistenti si sono rivelati assai più contenuti nei fatti, mentre altri driver, a partire dagli investimenti tech, hanno sostenuto attività economica e mercati. Il fronte commerciale resta però aperto, tra il mancato accordo con il Canada e le rinnovate tensioni con l'UE sulla regolamentazione delle grandi piattaforme tecnologiche USA: i dazi restano quindi un rischio da monitorare per prezzi, catene di approvvigionamento e margini aziendali, pur confermando l'utilità di distinguere fra intensità degli annunci ed effettivo impatto su economia e utili.

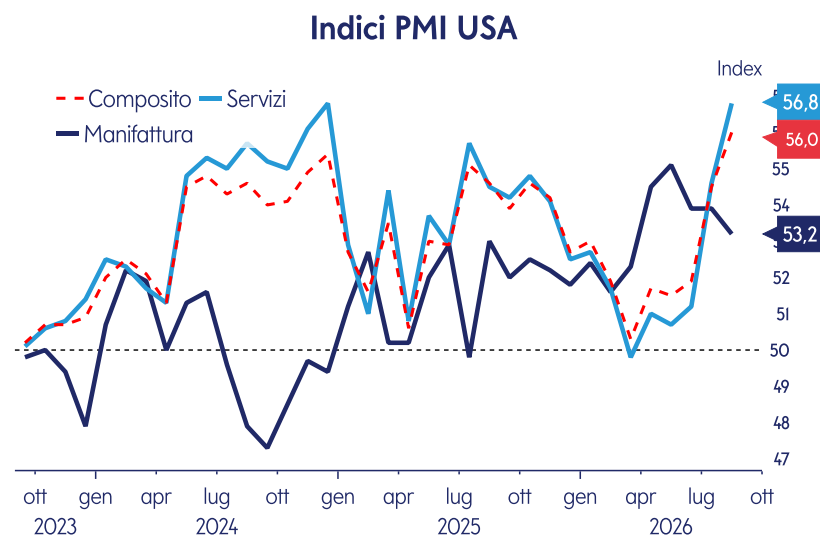


Grafico II - Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, agosto 2026.

IN EUROPA LA RIPRESA SEMBRA GUADAGNARE CONSISTENZA

I dati estivi hanno restituito segnali costruttivi anche nell'area euro. Nel secondo trimestre, il **PIL** è cresciuto del +0,4% rispetto ai tre mesi precedenti, dopo la stagnazione del primo trimestre, portando la crescita all'1% su base annua.

Gli anticipatori sembrano suggerire una prosecuzione dell'espansione: ad agosto, il **PMI Composito** è salito a 52,1 punti, il massimo da nove mesi, e le indicazioni paiono coerenti con una crescita del PIL intorno al +0,3% nel terzo trimestre (Grafico I2).

Particolarmente significativo è apparso il contributo della **manifattura**, la cui produzione ha registrato l'espansione più sostenuta degli ultimi quattro anni e mezzo. Accanto all'accumulo di scorte, legato alle persistenti difficoltà nelle catene di approvvigionamento, s'intravedono driver più strutturali, fra cui la crescente domanda di beni tecnologici legati all'AI e di attrezzature connesse all'incremento della spesa per la difesa, con effetti particolarmente evidenti in Germania. L'espansione prosegue pure nei **servizi**, sostenuti fra l'altro dalla domanda turistica.

IN CINA IL CANTIERE DEL RIEQUILIBRIO È ANCORA APERTO

Nel secondo trimestre il **PIL cinese** ha riportato un +4,3%, il ritmo più debole degli ultimi tre anni. L'economia continua a trovare nell'**export** uno dei suoi principali motori, mentre rimane **debole il contributo della domanda interna**. Il Paese non è ancora riuscito a riequilibrare il suo modello di crescita e, alla luce di ciò, sembra esserci spazio per ulteriori interventi da parte delle autorità.

Indici PMI Area Euro

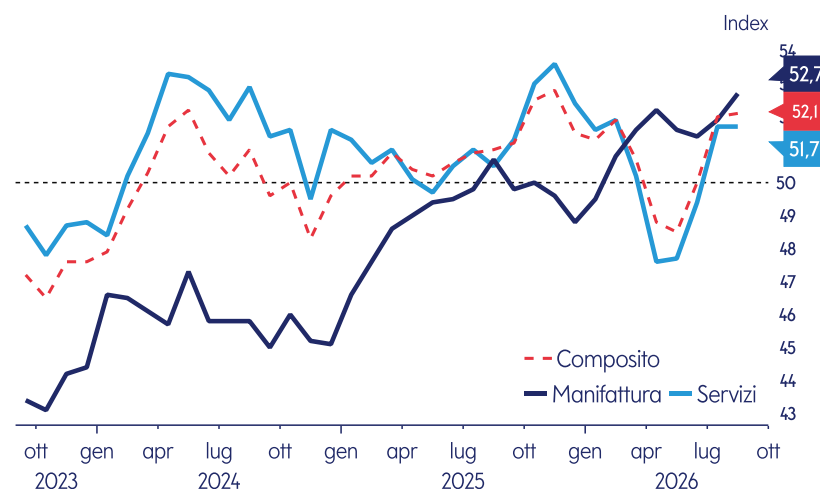


Grafico I2- Fonte: Banca Mediolanum, S&P Global, Macrobond, settembre 2026.

PRUDENZA SULL'INFLAZIONE

STATI UNITI: I PREZZI AL CONSUMO RESTANO UNA SFIDA PER LA FED

Negli **USA**, il **CPI** di luglio è salito del +0,1% su base mensile e del +3,4% annuo, in lieve rallentamento dal +3,5% di giugno. La componente **core** è scesa dal +2,6% al +2,5% (Grafico I3). Segnali nel complesso favorevoli, in un quadro di persistenti tensioni geopolitiche e commerciali.

Tuttavia, non bisogna trascurare le indicazioni più caute arrivate dal **PCE**, la misura dei prezzi maggiormente seguita dalla Fed. A luglio l'indice è cresciuto del +3,7% annuo; la componente core ha registrato una variazione del +3,3%.

Per il presidente Warsh, il quadro continua a suggerire prudenza, alla luce di un'economia ancora resiliente e dei rischi legati a energia, dazi e catene di approvvigionamento.

EUROZONA: L'INDICE FA PRESAGIRE UNA BCE ANCORA RESTRITTIVA

Nell'**area euro** l'inflazione ha accelerato: dopo il +2,9% di luglio (dal +2,8% di giugno), ad agosto l'indice dei **prezzi al consumo** è salito al +3,3%, il livello più alto da settembre 2023. Il rialzo ha interessato in modo diffuso i Paesi dell'area. Di segno opposto le componenti di fondo: il dato **core** è inaspettatamente sceso al +2,4% e i **servizi**, osservati con particolare attenzione dalla BCE, sono rientrati al +3%.

Il quadro racconta però due storie diverse: a spingere l'indice generale è soprattutto il caro energia, mentre il rientro di core e servizi indica pressioni interne meno forti. Un dettaglio non secondario, perché è proprio su queste componenti che la BCE misura la solidità del rientro dell'inflazione.

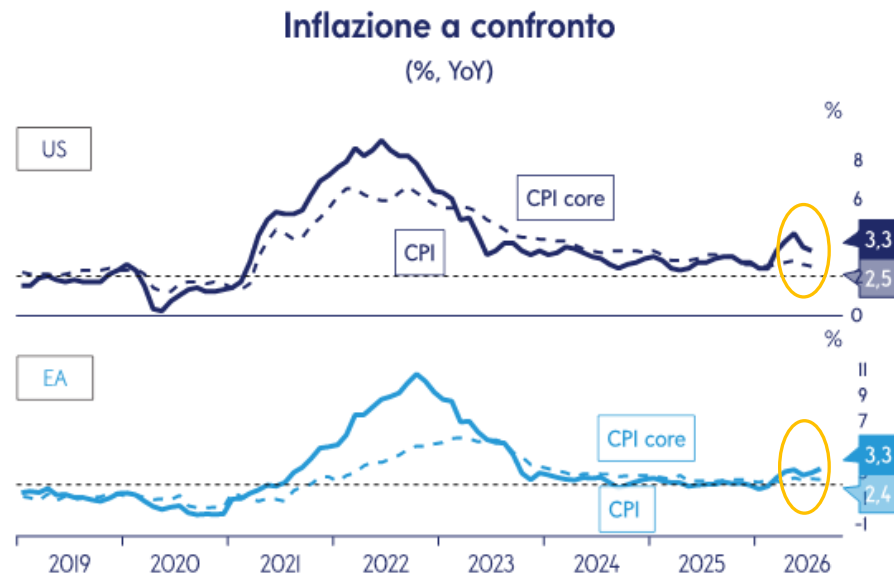


Grafico I3 - Fonte: Banca Mediolanum, BLS, Eurostat, Macrobond, settembre 2026.

IL RICHIAMO DEI RIALZI

FED: IL PRESIDENTE WARSH CONFERMA LA LINEA RESTRITTIVA

A fine luglio la **Federal Reserve** ha mantenuto i Fed Funds al 3,50%-3,75%, con tre membri del FOMC favorevoli a un rialzo di 25 punti base (Grafico 14). Un mese dopo, nel discorso tenuto al simposio di Jackson Hole (Stati Uniti), il presidente Kevin Warsh ha ribadito una linea improntata alla cautela: l'inflazione non sta rallentando a sufficienza e il ritorno al target del 2% resta l'obiettivo.

Il messaggio assume particolare rilievo dopo le incertezze legate alla nomina di **Warsh** e alla sua decisione di ridurre il ricorso alla "forward guidance", che ha privato i mercati di indicazioni sulla traiettoria futura dei tassi. Le sue parole hanno spinto gli operatori a rivedere le attese: la probabilità implicita di una stretta da 25 punti base già alla riunione di metà settembre è salita oltre il 60%, da circa il 35% precedente, mentre, ad oggi, il mercato sconta in totale uno o due rialzi entro fine anno. L'attenzione si concentra dunque sulla prossima riunione, quando saranno aggiornate anche le proiezioni economiche della Fed: con un'economia ancora solida e prezzi che faticano a rientrare, resta aperta la possibilità di un ulteriore irrigidimento monetario.

BCE: IN ESTATE PRUDENZA, INTERROGATIVI SU SETTEMBRE

A luglio la **BCE** ha lasciato invariati i tassi di riferimento, con il tasso sui depositi al 2,25%, quello sulle operazioni di rifinanziamento principali al 2,40% e quello sui prestiti marginali al 2,65%, in continuità con l'orientamento emerso nei mesi precedenti.

Poiché l'impatto dello shock energetico sull'inflazione potrebbe non essersi ancora esaurito, l'Eurotower ha ribadito un approccio **dipendente dai dati**, senza indicazioni preventive sul percorso dei tassi.

Le dichiarazioni e i resoconti estivi (inflazione ancora superiore all'obiettivo e segnali di rafforzamento dell'attività economica) rendono però concreta l'ipotesi di una stretta già a settembre, che i mercati scontano ormai pienamente. Le aspettative di mercato prezzano attualmente la possibilità di circa uno/due ulteriori rialzi entro dicembre.

Traiettoria attesa dal mercato sui tassi Fed e BCE

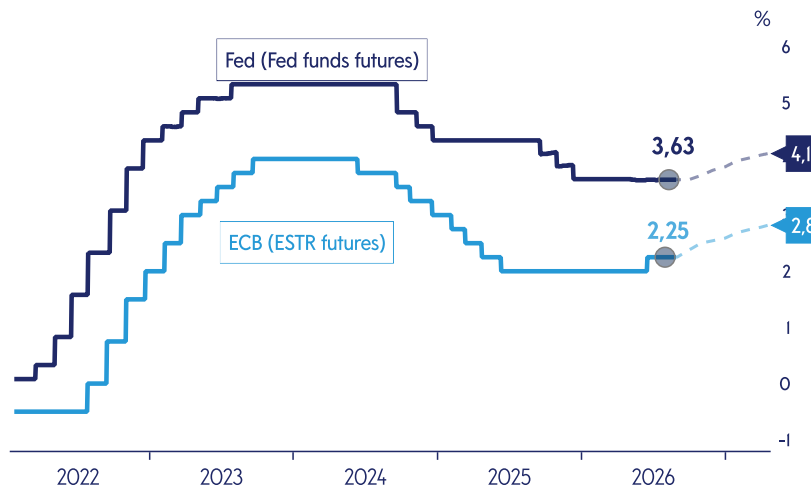


Grafico 14 - Fonte: Banca Mediolanum, ECB, ICE, New York Fed, CME Group, Macrobond, settembre 2026.

WHAT'S NEXT

AZIONARIO: VOLATILITÀ RINVIATA?

LE RAGIONI DELLA TRANQUILLITÀ ESTIVA (E COSA ASPETTARSI ORA)

La relativa tranquillità che ha caratterizzato i mercati durante l'estate, a dispetto di un quadro ancora complesso, ha continuato ad alimentare un interrogativo: cioè, se la tenuta dei listini intorno ai **massimi storici** poggi su ragioni **fondamentali** (Grafico 15). Al momento, almeno **tre** elementi sembrano deporre a favore di tale interpretazione.

Il primo riguarda la percezione del **rischio geopolitico e politico**. Negli ultimi mesi, i mercati hanno progressivamente incorporato il cosiddetto "TACO" ("Trump Always Chickens Out"), espressione che descrive la tendenza dell'amministrazione USA ad attenuare alcune delle posizioni inizialmente più aggressive. La conseguenza è una minore reattività agli annunci e agli scenari più estremi.

Il secondo elemento riguarda l'**inflazione**. L'impatto dello shock energetico sui prezzi è risultato finora più contenuto di quanto inizialmente temuto, pur non venendo meno l'attenzione della Fed, che dovrebbe mantenere una linea restrittiva. Le attese in tal senso paiono essersi nuovamente rinvigorite dopo l'intervento di Warsh a Jackson Hole. Resta quindi uno scenario di tassi elevati e di politica monetaria prudente, in un quadro di variazioni dei prezzi al consumo ad oggi complessivamente ragionevoli.

La spiegazione probabilmente più importante, però, arriva dai **fondamentali** societari. Come detto in precedenza, la stagione delle **trimestrali** ha restituito risultati solidi (non solo negli USA) e segnali di un progressivo **allargamento oltre le Magnifiche Sette**: ciò sembra



Grafico 15 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloombergc DocumentSourceAbbreviations], Macrobond, 01/09/2026.

suggerire che gli effetti degli **investimenti** nell'AI e i guadagni di **produttività** inizino a interessare una porzione più ampia dell'economia. Nelle fasi più recenti, poi, la crescita degli utili per azione ha superato quella delle quotazioni, determinando una moderazione dei multipli.

Lo **scenario** rimane quindi costruttivo per gli asset rischiosi, pur senza escludere possibili nuove fasi di volatilità. Fra gli appuntamenti da monitorare nei prossimi mesi, figurano le elezioni di metà mandato negli USA e le decisioni della Fed: la volatilità rimasta insolitamente contenuta durante l'estate potrebbe riaffacciarsi all'inizio del quarto trimestre, senza che ciò implichi necessariamente un deterioramento del quadro fondamentale.

“CROWDING OUT” AL CONTRARIO

OBLIGAZIONARIO: RENDIMENTI ANCORA COMPATIBILI CON LA CRESCITA

La relativa tranquillità dell'azionario trova un'ulteriore possibile spiegazione nel comportamento dell'**obbligazionario** (Grafico 16). I **rendimenti a lungo termine** sono risaliti, sì, ma senza portarsi a livelli tali da essere interpretati come possibile segnale di stress. Negli USA, in particolare, la robusta crescita nominale continua a offrire un importante termine di confronto per valutare il costo del debito: finché i rendimenti restano coerenti con un'economia in espansione, il loro rialzo può essere letto, almeno in parte, come espressione della tenuta del ciclo.

Resta ovviamente alta l'attenzione sulla sostenibilità fiscale e sull'offerta crescente di titoli, che potrebbero esercitare pressione sulla parte lunga della curva. Treasury e corporate bond si trovano a competere per una disponibilità di capitale che, pur ampia, non è illimitata, contribuendo potenzialmente a mantenere elevato il costo del finanziamento. E se un tempo si parlava di “**crowding out**” per indicare i debiti statali che drenano risorse sottraendole al corporate, oggi potrebbe anche verificarsi il contrario.

La corsa agli investimenti nell'AI alimenta inoltre un interrogativo destinato ad accompagnare i mercati ancora a lungo: la capacità di trasformare il capitale investito in ritorni adeguati. La fase attuale resta prevalentemente di sviluppo e nessuno dei principali operatori può



Grafico 16 - Fonte: Banca Mediolanum, Bloomberg, Macrobond, agosto 2026.

permettersi di rimanere indietro; sarà la capacità di generare flussi di cassa e utili a determinare, nel tempo, vincitori e vinti. In questa cornice, le **emissioni degli hyperscaler** rappresentano un ulteriore indicatore da monitorare, anche per valutare l'evoluzione complessiva del ciclo di investimenti nel comparto.

Per gli investitori, il punto di partenza resta al momento favorevole: dopo la lunga fase di rendimenti estremamente contenuti, l'obbligazionario è tornato a offrire **carry** e una fonte autonoma di rendimento. In un contesto caratterizzato da tassi strutturalmente più elevati e crescente competizione per il capitale, diventano tuttavia ancor più importanti la gestione della duration, la qualità del credito e la diversificazione delle fonti di rendimento.

ALLARGAMENTO E DIVERSIFICAZIONE

INVESTIRE ANDANDO OLTRE I CONFINI DEL TEMA DOMINANTE

La portata strutturale dell'AI resta difficilmente contestabile: la dimensione degli investimenti previsti è tale da produrre effetti duraturi sulle **economie** e sui mercati, nei vari **settori**. Per chi investe, però, la centralità dell'AI non dovrebbe tradursi in un'eccessiva concentrazione dei portafogli su un unico tema.

Accanto all'esposizione ai grandi **driver strutturali (tecnologia, energia e sicurezza)**, va ribadita la rilevanza di un'adeguata **diversificazione**, con la ricerca di fonti di rendimento meno correlate a livello settoriale e geografico. In quest'ottica, anche l'Europa può offrire opportunità: valutazioni mediamente più contenute e utili in miglioramento ne rafforzano il ruolo all'interno di un portafoglio diversificato, pur richiedendo un'attenta selezione tra Paesi, settori e singole società.