



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Stati Uniti: banca centrale osservata speciale



T con Zero

La seconda generazione

N.47 - MAGGIO 2026

Stati Uniti: banca centrale osservata speciale

Le aspettative nei confronti delle banche centrali sono semplicemente troppo grandi¹. (Claudio Borio)

A metà maggio sono terminati gli otto anni di mandato di Jerome Powell come Presidente della Federal Reserve. Come ha annunciato egli stesso, rimarrà all'interno della banca centrale come governatore. Scelta inusuale, giustificata dall'intenzione di tutelare la Fed, fino a quando si chiuderanno in modo "completo e trasparente" le indagini ancora in corso. Il neopresidente Kevin Warsh vanta solide credenziali accademiche ed esperienza di mercati finanziari. La sua nomina, e l'accoglienza che gli investitori gli riserveranno, potrebbero essere influenzate dal coinvolgimento, che probabilmente ha superato i confini dell'opportunità, del presidente Trump, che è stato un critico feroce della gestione precedente e ha cercato di condizionare Powell (che ha dimostrato una capacità di resistenza e un rispetto consapevole del suo ruolo istituzionale notevoli) a orientare in direzione meno restrittiva la politica monetaria, fino ad accusarlo più volte, irridendolo, di essere "troppo in ritardo". Per questi motivi i mercati avevano originariamente formulato aspettative che Warsh potesse adottare una politica monetaria più accomodante, in particolare riducendo i tassi di riferimento, e, a seconda di come evolverà la situazione, potrebbero arrivare a dubitare dell'indipendenza della banca centrale da influenze politiche indebite (già tentate in molti Paesi). Ciò sarebbe un danno grave, poiché minerebbe la credibilità della Fed.

Il mercato azionario degli Stati Uniti e gli avvicendamenti alla guida della Federal Reserve.

È superfluo in questa sede sottolineare l'importanza delle banche centrali nelle vicende economiche degli ultimi vent'anni circa (*T con Zero* si è già occupato di questo tema², analizzando gli effetti in borsa delle comunicazioni di Fed e BCE). Nel bene o nel male, sono state le protagoniste assolute dalla Grande Crisi Finanziaria in avanti. Bisogna, per onestà intellettuale, riconoscere che i banchieri centrali, in un momento delicato, hanno dovuto supplire alle carenze della politica in molti Paesi. In alcuni casi, si pensi per esempio all'Eurozona, non sono state prese decisioni neanche dopo che le banche centrali avevano guadagnato tempo proprio per consentire alla politica di compiere riforme istituzionali e strutturali necessarie a irrobustire il sistema economico-finanziario.

Va invece ricordato come gli investitori azionari abbiano messo abitualmente alla prova la nuova guida della Fed, anche in circostanze meno particolari di quelle odierne (ma che le banche centrali siano state quasi sempre soggette a pressioni politiche non è certo una novità in prospettiva storica). Lo si può notare dal fatto che l'indice Standard & Poor's 500 ha avuto dei momenti ricorrenti di maggiore volatilità, tra i due mesi che precedono l'insediamento del nuovo Presidente e lo scadere dell'anno successivo. La scansione temporale è variata nei dodici episodi storici di avvicendamento al vertice della Fed dal 1930 (in modo da avere i dati dell'S&P 500), ma aggregando i dati emerge una certa regolarità. Si registra una flessione nella performance giornaliera mediana dell'S&P 500 di circa il -6% alla fine del primo trimestre (in particolare nel terzo mese) dopo l'insediamento e del -4% circa nel terzo trimestre (nell'ottavo e nono mese).

Grafico 1: Performance mediana³ dell'S&P 500 da 2 mesi prima a 12 mesi dopo l'insediamento del nuovo Presidente Fed



La performance media, anziché la mediana, dei dodici episodi mostra una maggiore dispersione, a seconda di

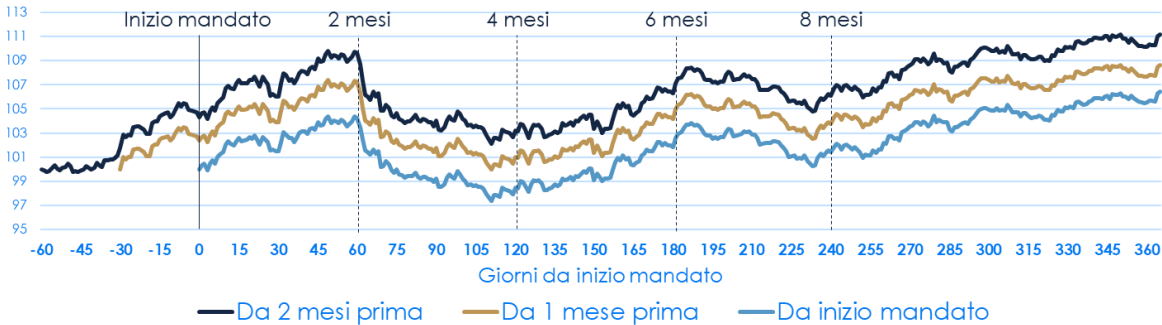
T con Zero

La seconda generazione

N.47 - MAGGIO 2026

quando si cominci ad osservarla. Ed emerge che prima si comincia e meglio è, perché, in aggregato, il periodo che ha preceduto l'entrata in carica del nuovo Presidente della Fed è stato positivo. I tempi sono sfalsati di poco rispetto al caso della mediana: le osservazioni estreme non hanno inciso oltre misura sull'andamento registrato in aggregato né per quanto riguarda i momenti in cui gli episodi di volatilità si siano manifestati, né per quanto riguarda la profondità della discesa del mercato (i due episodi si attestano a -6% e -4% circa). Il campione è attendibile, poiché gli insediamenti dei nuovi Presidenti della Fed sono avvenuti in condizioni economiche, finanziarie e di mercato letteralmente di tutti i tipi. Si può rilevare che, indipendentemente dal mese dell'anno, e dall'anno del ciclo presidenziale, in cui l'avvicendamento al vertice è avvenuto, la tendenza dell'S&P 500 sia stata rialzista nei dodici mesi successivi, e non di poco: performance media circa +7%, mediana circa +11%, in Dollari e dividendi esclusi.

Grafico 2: Performance media³ dell'S&P 500 da 2 mesi prima a 12 mesi dopo l'insediamento del nuovo presidente Fed

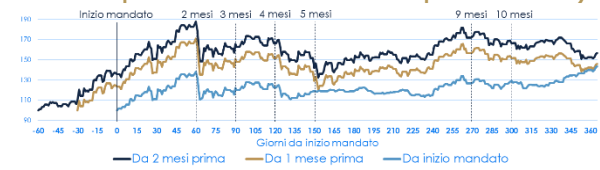


I grafici 3 e 4 seguenti mostrano l'andamento delle performance minime e massime nello stesso orizzonte temporale: da due mesi prima a dodici dopo l'insediamento di un nuovo Presidente alla Federal Reserve. Questi grafici mostrano serie storiche di dati diverse dalle precedenti. È interessante rilevare che, nel caso dei massimi, cambi visibilmente la scala dei movimenti, ma la scansione temporale delle fasi di volatilità non risulti stravolta rispetto al caso della media e della mediana. Il grafico dei minimi invece prevedibilmente illustra un andamento molto diverso dell'S&P 500, dal punto di vista della dimensione dei movimenti e dei momenti in cui sono avvenuti. La sequenza dei minimi è stata fortemente influenzata da episodi specifici di shock notevoli: la Grande Depressione (1930), la recessione del 1969-1970, il crollo di ottobre 1987, i timori per il "pilota automatico" della Fed del quarto trimestre 2018.

Grafico 3: Performance minima³ dell'S&P 500 (2 mesi prima -12 mesi dopo l'insediamento del nuovo presidente Fed)



Grafico 4: Performance massima³ S&P 500 (2 mesi prima -12 mesi dopo l'insediamento del nuovo presidente Fed)



I dodici episodi del passato.

Il numero di episodi, dodici, è sufficientemente ristretto da consentirne un'illustrazione individuale (grafici 5-16). Due Presidenti della Fed, Black e Miller, hanno avuto mandati molto brevi, poco più di un anno, ma sufficienti per la nostra analisi. I grafici che seguono mostrano come i livelli siano variati, ma i momenti di flessione sono stati simili.

Grafico 5: S&P 500, primo anno³ di Meyer (1930-1933)



Grafico 6: S&P 500, primo anno³ di Black (1933-1934)



Grafico 7: S&P 500, primo anno³ di Eccles (1934-1948)



Grafico 8: S&P 500, primo anno³ di McCabe (1948-1951)



Al di là di quanto evidenziato poc'anzi, cioè il fatto che la linea dei minimi di tutte le osservazioni sia stata fortemente influenzata dagli episodi del 1930, 1970, 1987 e 2018, sono solo quattro le occasioni in cui i momenti

T con Zero

La seconda generazione

N.47 - MAGGIO 2026

delle oscillazioni principali sono stati diversi dalla norma generale: 1930, 1970, 2006 e 2018.

Grafico 9: S&P 500, primo anno³ di McChesney (1951-70)



Grafico 10: S&P 500, primo anno³ di Burns (1970-1978)

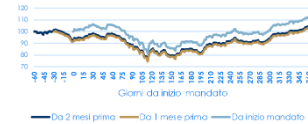


Grafico 11: S&P 500, primo anno³ di Miller (1978-1979)



Grafico 12: S&P 500, primo anno³ di Volcker (1979-1987)



Grafico 13: S&P 500, primo anno³ di Greenspan (1987-2006)



Grafico 14: S&P 500, primo anno³ di Bernanke (2006-2014)

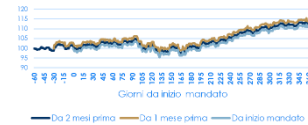


Grafico 15: S&P 500, primo anno³ di Yellen (2014-2018)

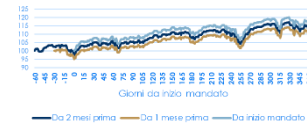


Grafico 16: S&P 500, primo anno³ di Powell (2018-2026)



L'evidenza empirica dei quasi novant'anni dal 1930 al 2018 mostra come gli investitori abbiano fisiologicamente proceduto a riposizionare, almeno in parte, i propri portafogli quando è cambiato il Presidente della Federal Reserve. Del tempismo con cui le flessioni mediane (e tutto sommato anche medie) hanno avuto luogo sembra possibile fornire un'interpretazione di buon senso. Circa tre mesi dall'insediamento sono un periodo ragionevole entro il quale la nuova leadership della banca centrale possa esprimere visioni e orientamenti programmatici, consentendo al mercato di confrontare queste informazioni con le aspettative. Nel terzo trimestre comincia a diventare possibile confrontare le decisioni effettive con le dichiarazioni ufficiali e l'evoluzione del contesto (oltre che con le aspettative iniziali). La tendenza è stata generalmente positiva o stabile. Solo in pochi casi, a un anno dall'insediamento del nuovo Presidente della Fed, l'indice Standard & Poor's 500, senza considerare i dividendi, è sceso. In tutti questi casi ci sono state ragioni economiche specifiche, chiaramente identificabili: la prima parte della Grande Depressione, dopo il crollo di Wall Street del 1929, la recessione del 1969-70, il crollo di borsa del 1987, i timori di un ritorno di una politica monetaria meno accomodante sulla base di regole deterministiche, dopo una lunga fase di allentamento per contrastare la deflazione, negli ultimi mesi del 2018. Poiché i contesti in cui i vari Presidenti sono entrati in carica sono stati molto diversi, l'andamento dell'S&P 500 sembrerebbe rivelare una discreta fiducia, probabilmente meritata, in una buona gestione della politica monetaria (e, con il passare del tempo, delle aspettative) da parte della banca centrale statunitense.

La prospettiva di oggi e il neopresidente Warsh.

Kevin Warsh, che si è insediato ufficialmente venerdì 22 maggio 2026, pensava probabilmente di poter iniziare il suo mandato con l'idea generale di ridurre i tassi di riferimento (un obiettivo condiviso dal presidente Trump, che potrebbe esercitare notevoli pressioni in tal senso) e la dimensione dello stato patrimoniale della banca centrale. La dinamica dell'inflazione, da quando è cominciato l'attacco di Stati Uniti e Israele all'Iran, ha modificato lo scenario. Oggi solo un peggioramento qualitativo del mercato del lavoro potrebbe apparire compatibile con un taglio del costo del denaro a breve, mentre le aspettative di ulteriori ingenti emissioni di debito pubblico (e in alcuni casi privato) potrebbero indurre le banche centrali a riprendere gli acquisti di titoli nei prossimi anni: un potenziale ribaltamento dell'idea iniziale. Ed è plausibile che sia l'andamento dei prezzi a scandire i tempi e determinare le prospettive della politica monetaria.

Le attese degli investitori sulle scelte della Federal Reserve e delle principali banche centrali sono una variabile importante per i mercati finanziari. In situazioni di incertezza multidimensionale, bisogna stare attenti a non riporre aspettative eccessive nella loro capacità di gestire la complessità: gli strumenti a disposizione hanno un'utilità e un contesto di applicazione efficace ben definiti. Questo perimetro è già stato allargato dopo la Grande Crisi Finanziaria e nel periodo della pandemia di Covid-19, ma non può estendersi oltre certi limiti. È possibile che il ritorno di pressioni politiche complichino la vita a Warsh, ma alla fine sarà, come sempre, un apprendimento per tentativi ed errori e il mercato si adeguerà. Attualmente sembra poco probabile che dalla politica monetaria possa giungere un sostegno immediato all'espansione delle valutazioni azionarie, espansione che appare per ora limitata nel suo potenziale anche da rendimenti obbligazionari governativi più alti che nel recente passato e da un maggior premio per il rischio che, in un contesto incerto, gli investitori potrebbero ragionevolmente esigere. Una volta riprezzata la forte crescita degli utili, tutti questi elementi potrebbero contribuire al ritorno della volatilità nelle borse. Non sarebbe una sorpresa se ciò accadesse in momenti analoghi a quelli osservati nelle ultime dodici occasioni di avvicendamento alla guida della Federal Reserve.

A cura di Luca Tobagi, CFA – Head of Investment Strategy



T con Zero

La seconda generazione

N.47 - MAGGIO 2026

Note e riferimenti

1: *The expectations on central banks are simply too great*, quotes from interview with Claudio Borio, Head of the Monetary and Economic Department of the BIS, in *Germany's Börsen-Zeitung*, conducted by Mr Mark Schrörs and published on 21 November 2019.

2: *T con Zero* n.3, agosto 2022, *L'importanza di non fare niente*.

3: I grafici mostrano la performance giornaliera dell'S&P 500 in Dollari e dividendi esclusi, ribasata a 100 in ognuna delle seguenti date: due mesi prima dell'insediamento ufficiale di un nuovo Presidente della Federal Reserve, un mese prima e nel giorno dell'insediamento. Tutti i grafici terminano a un anno dalla data di insediamento. Oltre ai dodici episodi (grafici 5-16), i grafici 1-4 mostrano le linee dei valori mediani, medi, minimi e massimi di ogni giorno negli intervalli indicati in precedenza.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking, dell'autore e del team di Investment Strategy su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 30 aprile 2026.

Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro T con Zero vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t* con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero devo spostarmi in *t* con 1; per spostarmi in *t* con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING