

OSSERVATORIO
MERCATI

mediolanum BANCA

NOVEMBRE

2022

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

RITROVATO OTTIMISMO SUI MERCATI AZIONARI _____	3
FORTE SUPPORTO DAI RISULTATI AZIENDALI _____	3
OBBLIGAZIONARIO IN FERMENTO PER LE BANCHE CENTRALI _____	4
ANDAMENTO A DUE FACCE PER LE MATERIE PRIME _____	5

WHAT'S NEW _____ 6

STABILIZZAZIONE CRESCITA GLOBALE, DIVERGENZE TRA AREE GEOGRAFICHE _____	6
RIPRESA RESILIENTE NONOSTANTE I COLLI DI BOTTIGLIA _____	7
SALE ANCORA IL TERMOMETRO DELL'INFLAZIONE _____	7
LE BANCHE CENTRALI REAGISCONO CAUTAMENTE _____	8

WHAT'S NEXT _____ 9

STAGFLAZIONE: HA SENSO DISCUTERNE? _____	9
L'INFLAZIONE È ELEVATA (PER ORA) _____	9
MA LA STAGNAZIONE È COMPLETAMENTE FUORI DAI RADAR _____	9
L'ACCELERAZIONE DELLA PRODUTTIVITÀ È UN ASPETTO CHIAVE _____	10
PROSPETTIVE MERCATI FINANZIARI _____	10

WHAT'S UP

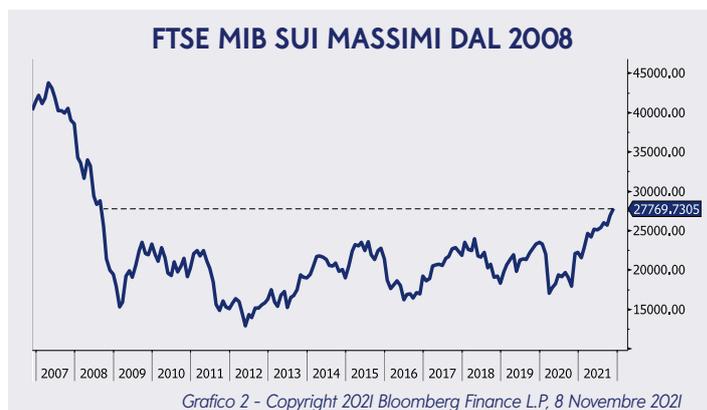
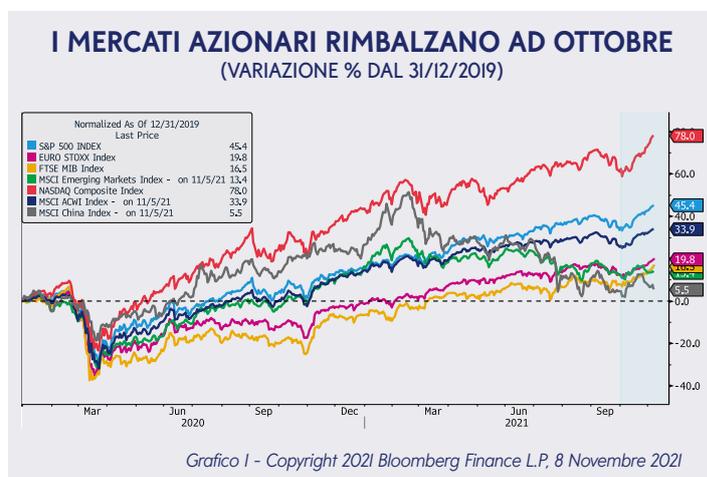
Il mese di ottobre ha visto un ritrovato ottimismo sui mercati finanziari: gli ottimi risultati aziendali nel 3° trimestre, uniti al proseguimento della ripresa globale e agli orientamenti ancora accomodanti da parte delle principali Banche Centrali hanno più che compensato l'incertezza legata al permanere delle tensioni produttive, all'aumento dell'inflazione e all'avvio della normalizzazione monetaria. Ciò ha portato a un calo della volatilità e ha spinto i principali indici azionari su nuovi massimi storici.

RITROVATO OTTIMISMO SUI MERCATI AZIONARI

La performance globale dei mercati azionari è stata molto positiva ad ottobre (grafico 1), con una progressione dell'indice globale MSCI All Country World del 5,1%, che rappresenta il maggior rialzo mensile del 2021 e ha consentito un totale recupero del ritracciamento di settembre. Questo andamento, che si sta protrahendo anche nei primi giorni di novembre, si riscontra nella maggior parte delle aree geografiche principali, tra cui spiccano sicuramente gli Stati Uniti, dove sia lo S&P 500 che il Dow Jones hanno chiuso il mese sui massimi storici, con un rialzo rispettivamente del 7% e del 5,9%.

Anche l'Europa rimane in scia: l'indice generale Stoxx 600 ha messo a segno un +4,7%, con il Ftse Mib italiano in testa tra i principali Paesi dell'area (+4,8%) che è ritornato sui massimi da ottobre 2008 (grafico 2).

Allargando l'analisi ai Paesi Emergenti, continua a evidenziarsi una relativa debolezza rispetto ai Paesi Avanzati: l'indice MSCI Emerging Markets ha visto un recupero dell'1%, fortemente condizionato tuttavia dal calo del Brasile (-6,8%), che ha risentito delle possibili [nuove politiche fiscali del governo Bolsonaro](#). Complessivamente buone le notizie dal mercato cinese, con l'indice MSCI China che ha chiuso in positivo il mese di ottobre (+4%, anche in questo caso il miglior mese del 2021), frenando così la tendenza negativa degli ultimi mesi.

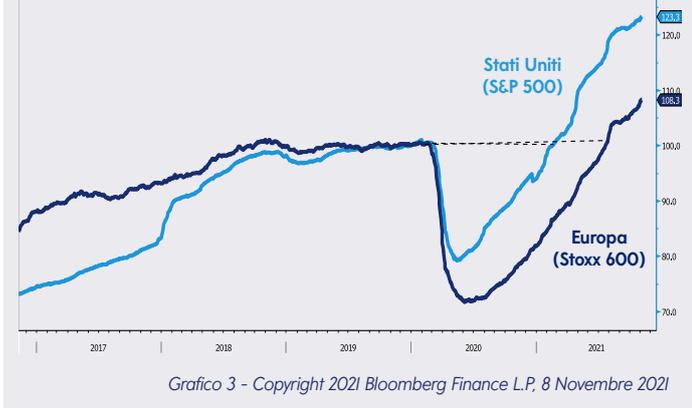


FORTE SUPPORTO DAI RISULTATI AZIENDALI

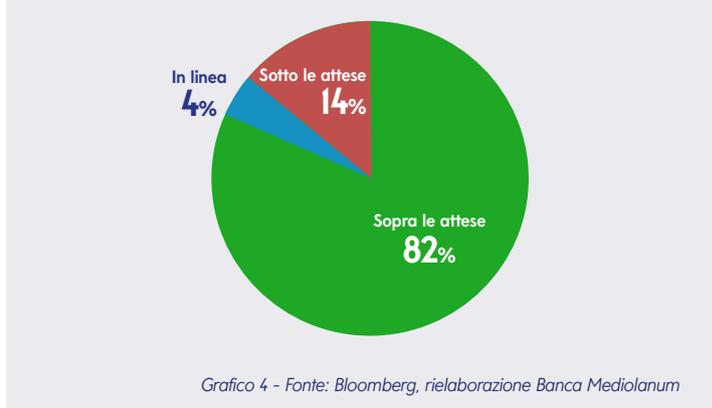
Una spinta alle quotazioni giunge sicuramente dalla reporting season: infatti, sia negli Stati Uniti che in Europa le aziende hanno visto, anche nel 3° trimestre, una forte crescita degli utili rispetto allo stesso periodo del 2020 (+41,5% per lo S&P 500 e +57,2% per lo Stoxx 600). Il trend, decisamente positivo (grafico 3), si mantiene inoltre ben al di sopra delle attese del mercato (grafico 4), con più dell'80% delle società che hanno battuto le stime della vigilia.

Tali risultati sono ancora più significativi se consideriamo che il terzo trimestre 2020 era stato il periodo meno impattato dalla pandemia l'anno scorso, con i casi ai minimi nel corso dell'estate che avevano permesso diverse riaperture e un primo recupero quindi dei conti societari.

PROSEGUE IL TREND DI CRESCITA DEGLI UTILI AZIENDALI



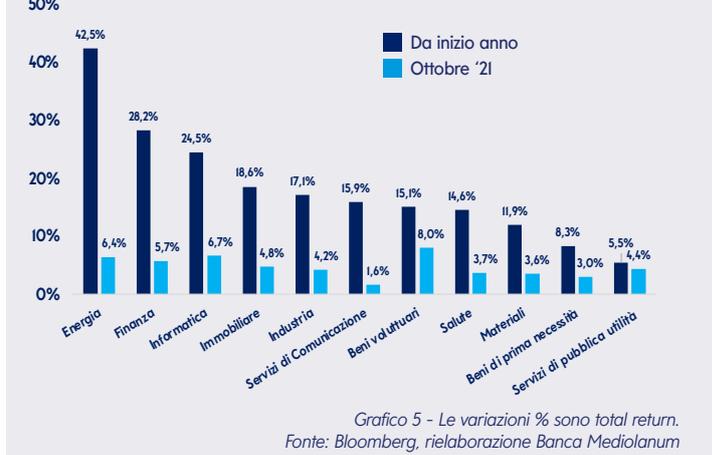
RISULTATI REPORTING SEASON 3° TRIMESTRE S&P 500



Ricordiamo inoltre che la forte ripresa degli utili - realizzati e prospettici - è il vero motore alla base dei rialzi degli indici azionari nel corso del 2021, mentre le valutazioni sono contestualmente scese rispetto ai livelli raggiunti nel 2020.

I risultati delle trimestrali hanno condizionato anche le recenti performance settoriali (grafico 5), dove svettano in particolare il comparto dell'energia e dei materiali, con un rialzo degli utili favorito dai prezzi delle materie prime; è tornato inoltre a distinguersi il settore dell'informatica, favorito dagli ottimi risultati di Microsoft e Google, portando il growth a sovraperformare di nuovo il value (+6,8% vs +4,6%), in controtendenza rispetto al mese di settembre.

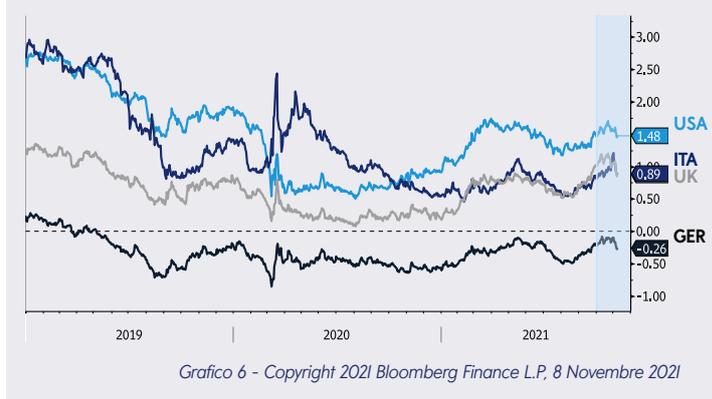
PERFORMANCE SETTORIALE



OBBLIGAZIONARIO IN FERMENTO PER LE BANCHE CENTRALI

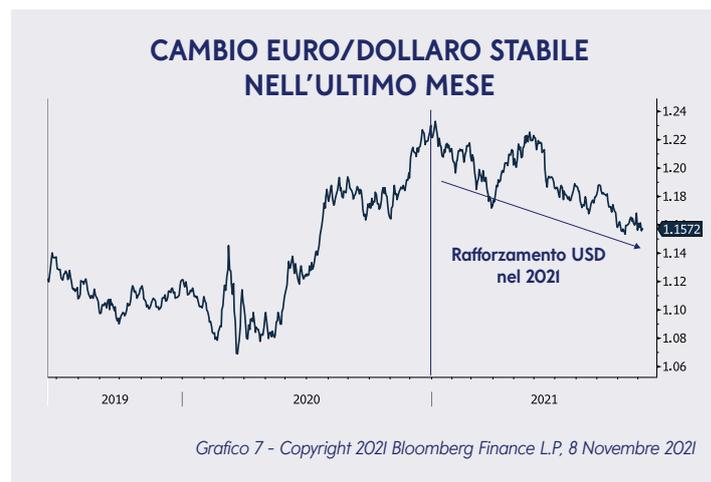
L'incertezza sulle mosse delle Banche Centrali, accentuata dal prospettato avvio di un più rapido percorso di normalizzazione in alcuni Paesi (come Canada, Australia e Regno Unito), ha generato un po' di volatilità nel mercato obbligazionario nell'ultimo mese (grafico 6). Anche nell'area euro, a seguito dell'ultima riunione del Consiglio Direttivo della BCE - che ha in realtà confermato tutti i supporti in essere - i rendimenti dei Paesi periferici hanno avuto un temporaneo aumento, legato probabilmente alla mancanza di indicazioni sul futuro del Quantitative Easing dopo la scadenza del PEPP a marzo 2022: il decennale italiano ha toccato l'1,2% e lo spread rispetto al Bund tedesco i 130 punti base (valori massimi del 2021). Tuttavia, questo movimento è rapidamente rientrato dopo le **parole di Lagarde** nei primi giorni di novembre, che ha sottolineato come non si aspetti alcun rialzo dei tassi nel 2022, favorendo il rientro del BTp nell'area intorno all'1%. Un ulteriore messaggio "dovish" è arrivato dalla riunione di novembre della Bank of England, che ha deciso, diversamente dalle attese del mercato, di non alzare i tassi e di non modificare il programma di acquisti di titoli. Anche la Fed, nonostante l'annuncio del tapering, peraltro già ampiamente scontato dal mercato, ha dato segnali di prudenza sul futuro rialzo dei tassi; i rendimenti governativi statunitensi, già in generale piuttosto stabili, sono così addirittura scesi dopo la riunione del 3 novembre, con il rendimento a 10 anni passato da 1,6% a 1,46% dell'8 novembre.

TEMPORANEA VOLATILITÀ SUL REDDITO FISSO



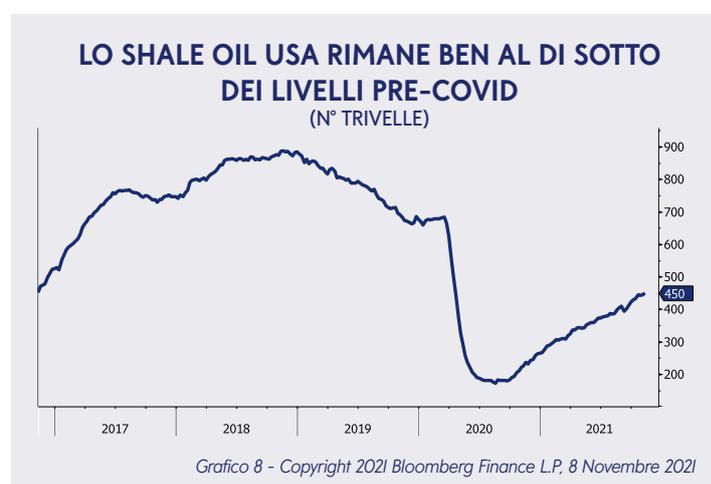
Le mosse delle Banche Centrali hanno condizionato anche il mercato valutario (grafico 7), dove il cambio euro/dollaro ha visto una lateralizzazione intorno all'1,16, dopo il rafforzamento del biglietto verde osservato durante l'estate.

Prosegue il buon andamento anche del credito societario, con lo spread high yield all'incirca stabile su livelli molto contenuti, grazie ai buoni risultati societari e sul quadro macro; permane invece la tensione sul mercato high yield cinese sulla scia della questione Evergrande.

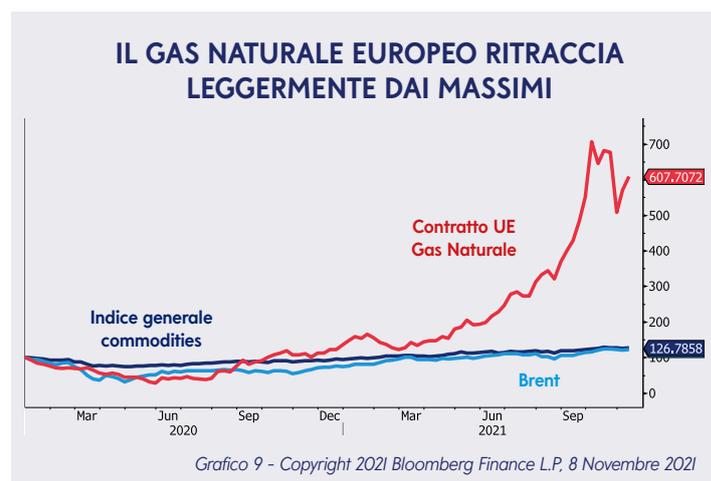


ANDAMENTO A DUE FACCE PER LE MATERIE PRIME

Dopo le forti pressioni al rialzo osservate nel mese di settembre, ad ottobre le materie prime hanno evidenziato un comportamento eterogeneo tra loro. Il petrolio ha confermato il trend al rialzo, con il Brent che ha superato a più riprese la quota di 85 dollari al barile. Le motivazioni alla base del movimento rialzista rimangono le stesse: la domanda continua a crescere e [si appresta a recuperare i 100 milioni di barili al giorno](#), favorita dalle riaperture complete delle industrie nei Paesi colpiti dalla Variante Delta, specialmente nell'area asiatica (Vietnam e Thailandia) e dalla rimozione delle limitazioni agli spostamenti, come nel caso degli Stati Uniti e dell'Australia, a cui si aggiunge un "effetto sostituzione" a causa della pressione sul prezzo del gas. D'altro canto, l'offerta rimane limitata in primo luogo dal cartello dell'OPEC+, che ha ribadito a inizio novembre la volontà di non accelerare gli aumenti delle estrazioni, e in aggiunta da un livello di trivelle di shale oil negli Stati Uniti che rimane decisamente lontano dai livelli pre-pandemia (grafico 8).



Il prezzo del gas naturale, invece, ha registrato una sensibile, per quanto parziale, correzione dopo il picco di settembre (grafico 9), grazie soprattutto alle rassicurazioni del presidente russo Putin circa le forniture da parte della controllata Gazprom all'Unione Europea, alla possibile attivazione del nuovo gasdotto North Stream 2 e ad un inverno iniziato in maniera mite: ciò ha portato ad una correzione del 20% sul principale contratto europeo (con un rialzo da inizio anno che rimane comunque intorno al 200%).



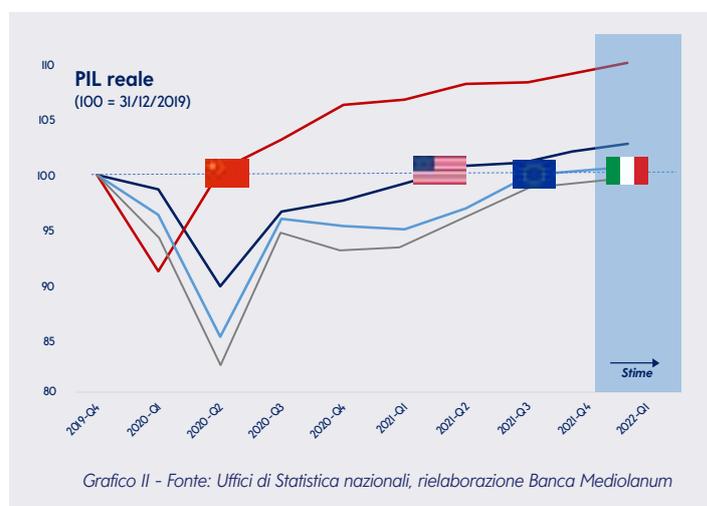
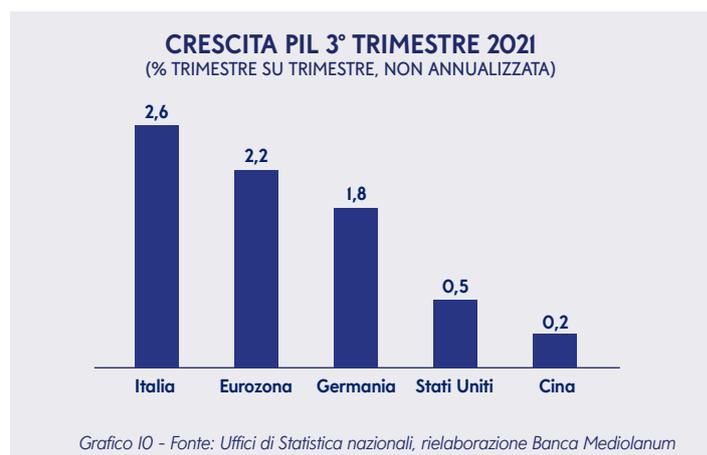
Per quanto concerne le altre materie prime, hanno risentito in maniera rilevante delle notizie provenienti dal mercato cinese. La riduzione del tasso di crescita del Dragone nel 3° trimestre, unita [all'allentamento dei timori sull'approvvigionamento di energia](#), ha fatto scendere le quotazioni di molti metalli di base come l'alluminio e il ferro dai massimi di metà ottobre.

WHAT'S NEW

STABILIZZAZIONE CRESCITA GLOBALE, DIVERGENZE TRA AREE GEOGRAFICHE

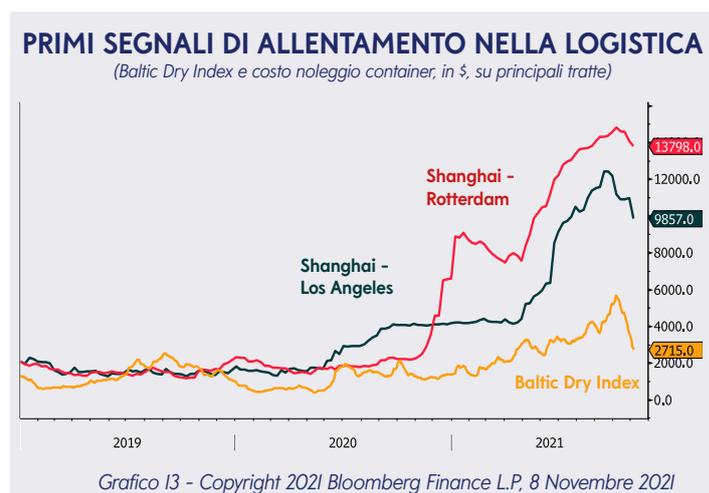
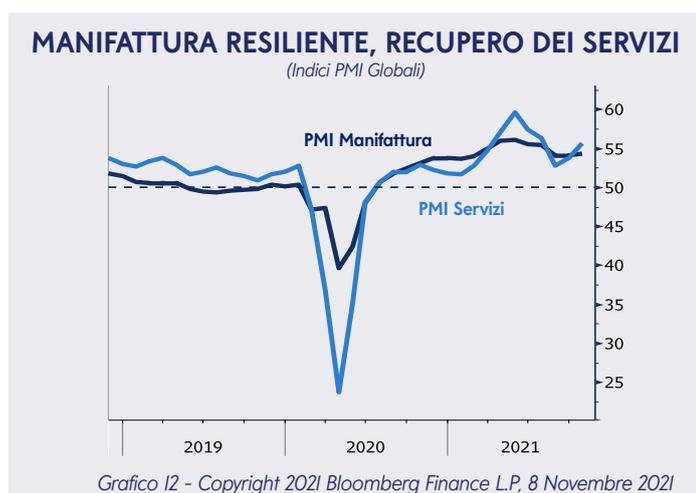
I dati sul 3° trimestre hanno confermato un proseguimento dell'espansione economica globale (grafico IO), sebbene ad un ritmo più moderato rispetto ai due trimestri precedenti e con un andamento variegato tra aree geografiche:

- La **Cina** ha visto una crescita quasi nulla (pari allo 0,2%), con una debolezza che può tuttavia considerarsi in buona parte "auto-inflitta", ossia attribuibile alle mosse del Governo, volte in generale a perseguire una crescita più equa e sostenibile nel medio-lungo termine: tra queste, la stretta sul settore immobiliare - di cui Evergrande ha rappresentato l'emblema - ha pesato notevolmente, considerando che il comparto, sommato alle costruzioni, rappresenta circa il 14% dell'economia cinese. L'industria ha risentito, inoltre, delle carenze e dei blocchi energetici, che ha costretto diverse aziende a ridurre ulteriormente l'output a settembre. La politica "zero covid", infine, ha portato a diversi mini-lockdown nel corso dell'estate, con impatto sui consumi e chiusure di porti e distretti industriali che hanno limitato la produzione.
- Anche negli **Stati Uniti** si è assistito ad una decelerazione, con un +0,5% di crescita trimestrale che rappresenta però per lo più un ritorno verso un trend "normale" di crescita, dopo il recupero dirimpente dei primi 2 trimestri del 2021, tant'è vero che risulta esattamente in linea con la crescita trimestrale media degli ultimi 20 anni. Nel dettaglio, si osserva una parziale stabilizzazione dei consumi, che sono rimasti comunque solidi nonostante il rialzo dei contagi durante l'estate. La robusta domanda ha dovuto, d'altra parte, fare i conti con i vincoli sul lato dell'offerta, che hanno pesato su vari settori: tra questi, in particolare, il comparto dell'auto ha visto una contrazione, dovuta all'ormai nota carenza di chip, senza la quale la crescita USA sarebbe stata vicina allo 0,9%.
- In questo scenario di normalizzazione globale, l'**Eurozona** si è invece contraddistinta in positivo, con un'ulteriore accelerazione del PIL (+2,2% nel trimestre), che si appresta così a raggiungere i livelli pre-pandemia nell'ultimo trimestre del 2021 (grafico II). Il Vecchio Continente ha beneficiato del completamento della campagna vaccinale e delle conseguenti riaperture, soprattutto nel periodo estivo: ciò ha consentito un riequilibrio della domanda anche verso i servizi e dunque un minor impatto dalle tensioni nelle catene produttive globali. All'interno del panorama europeo, una menzione particolare spetta all'Italia, che ha superato le attese e la media dell'area, mettendo a segno una crescita del 2,6%. Si conferma in tal modo come uno dei Paesi europei con una progressione più solida e si proietta a ritornare sui livelli di fine 2019 già nel 1° trimestre 2022.



RIPRESA RESILIENTE NONOSTANTE I COLLI DI BOTTIGLIA

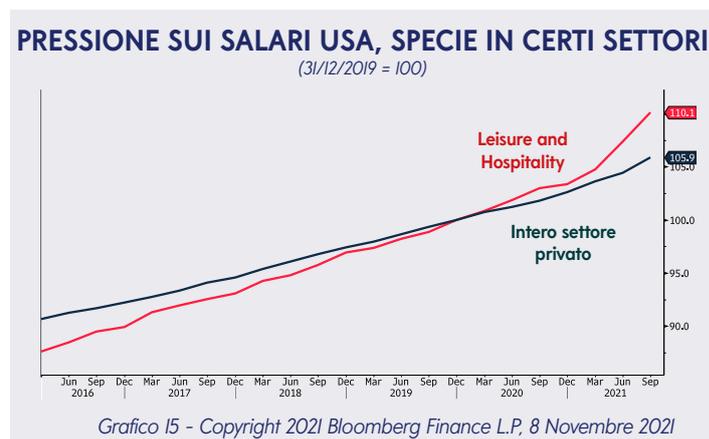
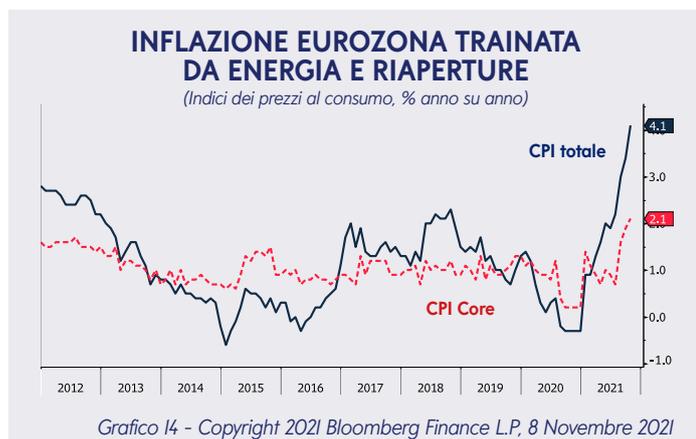
In generale, si percepisce come i colli di bottiglia nelle catene di produzione e le carenze nelle forniture energetiche abbiano pesato e continuano a pesare sull'attività economica a livello globale. I dati PMI di ottobre (grafico I2) mostrano come gli indicatori degli ordini inevasi siano ancora vicini ai massimi, uniti a un livello molto basso di scorte. Tuttavia, il settore industriale si sta confermando resiliente nelle principali macro-aree, con gli indicatori manifatturieri saldamente sopra la soglia limite di 50 nei Paesi Avanzati e un parziale recupero anche in Cina e in generale nei Paesi Emergenti, preannunciando uno scenario positivo anche nel 4° trimestre. Al contempo, prosegue il riequilibrio della domanda verso il terziario, come confermato dai PMI Servizi su livelli elevati, favorendo un primo parziale allentamento delle tensioni nella logistica (grafico I3).



SALE ANCORA IL TERMOMETRO DELL'INFLAZIONE

Gli stessi fattori che hanno concorso ad una moderazione dei ritmi di crescita, stanno allo stesso tempo facendo salire l'inflazione, che è arrivata oltre il 5% negli Stati Uniti (5,4% a settembre) e oltre il 4% nell'area euro (4,1% la stima flash di ottobre). Da notare (grafico I4) come soprattutto il dato dell'Eurozona - peraltro il più elevato degli ultimi 25 anni - sia stato fortemente influenzato dall'aumento dei prezzi energetici, come si evince dal valore molto più contenuto dell'inflazione core (depurata dei prezzi energetici e alimentari, pari al 2,1%). Anche quest'ultima ha registrato comunque un significativo incremento, riflettendo le pressioni al rialzo anche su altre categorie di consumo, in particolare sui servizi legati alle riaperture e sui beni impattati dai colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento; incide, inoltre, l'effetto base dovuto al forte calo dei prezzi lo scorso anno in questo periodo (anche per via di un temporaneo taglio dell'IVA in Germania).

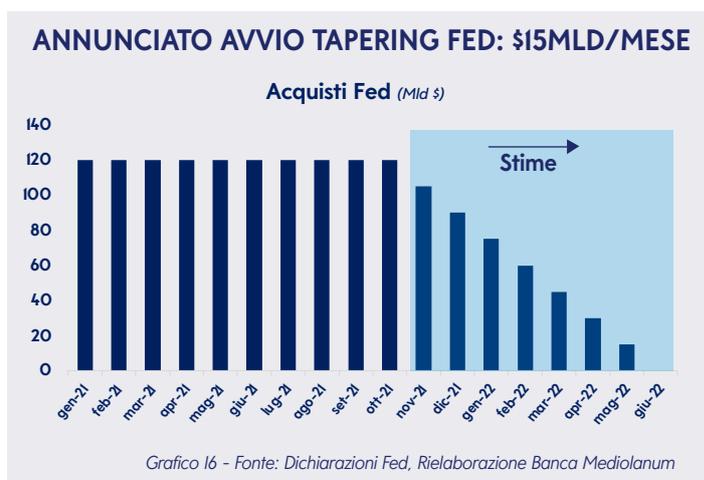
Negli Stati Uniti i fattori in gioco sono in buona parte simili, cui si aggiunge tuttavia anche una certa tensione sui salari - per lo più assente in Europa - che rispecchia le difficoltà che le imprese incontrano nell'assumere lavoratori (grafico I5). Ciò, a sua volta, appare dovuto principalmente alle distorsioni originate dalla pandemia (oltre che al graduale invecchiamento della popolazione), come i timori di natura sanitaria, le mutate esigenze familiari, i sussidi straordinari alla disoccupazione, e un accentuato dinamismo del mercato del lavoro: tali fattori dovrebbero dunque via via attenuarsi, come suggerito dall'ultimo rapporto occupazionale, che ha mostrato un rimbalzo importante ad ottobre del numero di occupati.



LE BANCHE CENTRALI REAGISCONO CAUTAMENTE

In definitiva, gli squilibri e le pressioni inflazionistiche che caratterizzano il contesto attuale sono in buona parte il risultato, da un lato, delle spaccature nell'offerta originate dalla pandemia e, dall'altro, della rapida ripresa della domanda (soprattutto di beni fisici), favorita dai tempestivi supporti dei Governi. Ne conseguono due considerazioni:

1. Certamente non sarebbe stato preferibile dover fronteggiare il problema opposto, ossia una sovrabbondanza di offerta per via di una domanda stagnante.
2. La moderazione dei ritmi di crescita e la rotazione dei consumi dai beni ai servizi che sono attualmente in corso dovrebbero portare naturalmente ad un'attenuazione di tali squilibri. Detta in altri termini: l'economia globale è un sistema che tende ad autoregolarsi.



È proprio questa la ragione per cui le principali Banche Centrali stanno reagendo in maniera molto "controllata" all'aumento dell'inflazione, cercando di guardare oltre alle pressioni ritenute transitorie, rispetto alle quali una mossa prematura potrebbe addirittura risultare controproducente (minando la crescita senza attenuare i problemi della logistica). Per usare una metafora medica, sarebbe come dichiarare "operazione riuscita, il paziente è morto". Di contro, l'intento è quello di rispondere solo all'eventuale emergere di pressioni più durature sui prezzi.

Questa lettura è coerente con le revisioni dei target d'inflazione adottate dalla Fed nel 2020 e dalla BCE pochi mesi fa, le quali, seppur in forma leggermente diversa, richiedono non solo il raggiungimento ma anche la stabilizzazione dell'inflazione intorno al 2% nel medio periodo. Inoltre, ci aiuta a comprendere le recenti dichiarazioni prudenti delle due principali Banche Centrali: la BCE ha confermato anche nell'ultimo meeting i supporti monetari in essere¹, senza accennare ad una fase di normalizzazione, proprio perché si attende un rientro dell'inflazione verso il 2% nel 2022 e un'ulteriore discesa sotto il target nel 2023; la Fed, invece, tenendo conto del recupero economico più avanzato negli USA, dell'aumento sensibile (sebbene ancora controllato) delle attese di inflazione di medio termine e delle pressioni che coinvolgono anche i salari, ha annunciato l'avvio del tapering (grafico I6). Ciò non equivale tuttavia ad una mossa restrittiva, anzi, gli acquisti di titoli (e quindi l'immissione di liquidità) proseguiranno, seppur ad un ritmo via via inferiore. Inoltre, la fine del tapering non darà automaticamente avvio al rialzo dei tassi, che richiederà una diversa e più stringente valutazione, soprattutto legata al pieno recupero del mercato del lavoro.

¹ I tassi d'interesse sono rimasti invariati, come pure le indicazioni sugli acquisti di titoli

WHAT'S NEXT

STAGFLAZIONE: HA SENSO DISCUTERNE?

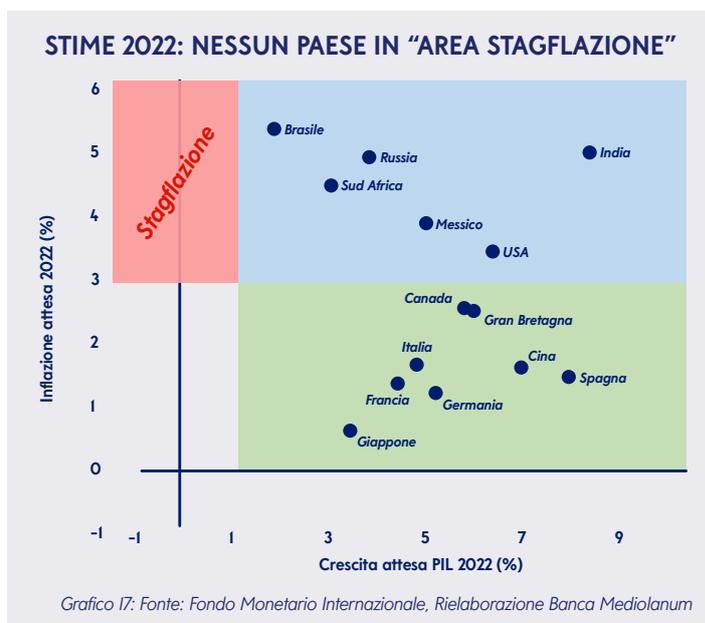
Le dinamiche macroeconomiche appena descritte - ossia il consolidamento della crescita e il contestuale incremento dell'inflazione - hanno alimentato di recente i timori circa il verificarsi di uno scenario di stagflazione, simile a quello degli anni '70. Tuttavia, tale ipotesi appare a nostro avviso fuori luogo nel contesto attuale (opinione peraltro condivisa dalla maggior parte degli economisti e dei policymakers, non da ultima la [Presidente della BCE, Christine Lagarde](#)). L'etimologia stessa del termine richiede evidentemente, infatti, il verificarsi di due condizioni: stagnazione (cioè crescita molto bassa o negativa) e inflazione elevata. Approfondiamoli più in dettaglio.

L'INFLAZIONE È ELEVATA (PER ORA)

Sul secondo punto certamente è difficile dissentire in questo momento: come già osservato nel paragrafo precedente, l'inflazione è in effetti attualmente elevata in molti Paesi, e rimarrà verosimilmente tale ancora per qualche tempo, finanche al 2022 inoltrato. Tuttavia, ci sono buone ragioni per ritenere che molti dei fattori che oggi stanno esercitando una pressione al rialzo sui prezzi si attenueranno gradualmente nei prossimi mesi, man mano che domanda e offerta si riequilibreranno. Ciò non esclude un assestamento nel medio periodo su livelli relativamente più elevati rispetto a quelli che hanno caratterizzato gli anni passati (ne abbiamo parlato diffusamente anche nello [Speciale di giugno](#)): è opinione diffusa, ad esempio, che la transizione energetica possa avere effetti inflattivi, almeno in una prima fase. Ma tutt'altra cosa è parlare di un'inflazione fuori controllo o galoppante. Tra l'altro, le tendenze disinflazionistiche in atto negli ultimi decenni (tecnologia, globalizzazione, fattori demografici, ...) non sono di certo svanite e continueranno anch'esse ad esercitare un loro effetto.

MA LA STAGNAZIONE È COMPLETAMENTE FUORI DAI RADAR

È tuttavia sul primo punto (quello relativo alla crescita) che non sembra proprio esserci riscontro: la confusione nasce probabilmente dal fatto che si scambia talvolta per bassa crescita quella che è invece semplicemente una decelerazione fisiologica della crescita verso livelli più normali, ma comunque assolutamente solidi. Non solo, ma dopo la decelerazione del 3° trimestre (dovuta ai fattori già descritti sopra) nel 4° è atteso un nuovo rimbalzo della crescita globale, sia negli USA che in Asia, accompagnato da un parziale consolidamento nell'area euro. Anche spostando lo sguardo un po' più in là, al 2022, le stime di crescita si confermano molto buone per tutte le principali economie (dati FMI), grazie al recupero dell'offerta e ad una domanda che dovrebbe restare ben supportata dal continuo miglioramento del mercato del lavoro e dal buono stato di salute dei bilanci delle famiglie - con risparmi accumulati durante la pandemia ancora molto consistenti. Ecco dunque che la situazione attuale si differenzia notevolmente da quella degli anni '70, quando l'inflazione si accompagnava ad un contesto economico stagnante (grafico 17). Un'ulteriore conferma ci arriva dal cosiddetto ["Misery Index"](#) (grafico 18), un indicatore ideato per la prima volta proprio negli anni '70 dall'economista Arthur Okun come somma tra il tasso d'inflazione e il tasso di disoccupazione, anch'esso elevato all'epoca.



IL MISERY INDEX CONFERMA UN QUADRO MOLTO DIVERSO DAGLI ANNI '70-'80

(Somma tra tasso d'inflazione e tasso di disoccupazione USA)

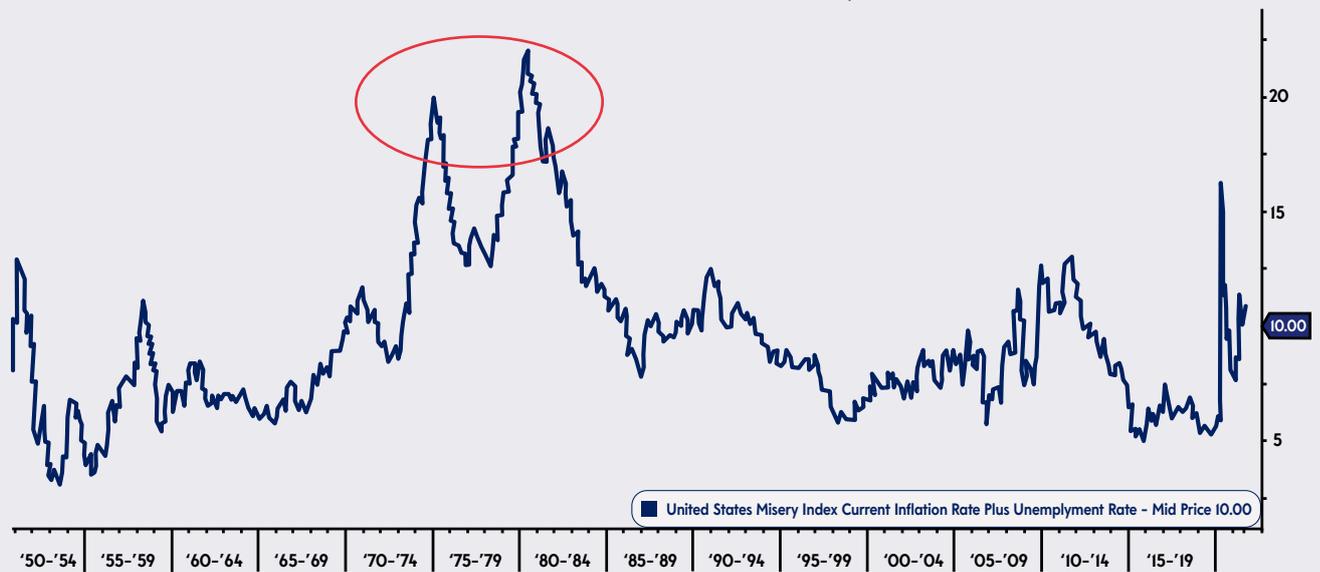


Grafico 18 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 8 Novembre 2021

L'ACCELERAZIONE DELLA PRODUTTIVITÀ È UN ASPETTO CHIAVE

Inoltre, stiamo oggi assistendo ad una ripresa della produttività che rende più agevole per le imprese operare anche in un contesto di inflazione un po' più elevata. Gli investimenti e le riforme contenute nei piani fiscali di rilancio dovrebbero continuare a favorire fortemente questo trend. Nell'area euro il Next Generation EU darà infatti un contributo rilevante alla crescita dei prossimi anni, soprattutto dei Paesi periferici come Italia e Spagna. Negli USA le sorti del piano Biden Build Back Better restano tuttora più incerte, ma l'ultima proposta, già approvata alla Camera, sembra avere maggiori chance di vedere la luce. La spesa, pur ridimensionata rispetto alla proposta originaria, dovrebbe ricadere per la maggior parte nei primi anni; dall'altra parte, il prospettato aumento delle tasse, societarie e individuali, è stato anch'esso ridimensionato e dovrebbe essere "spalmato" più uniformemente su tutto il periodo.

PROSPETTIVE MERCATI FINANZIARI

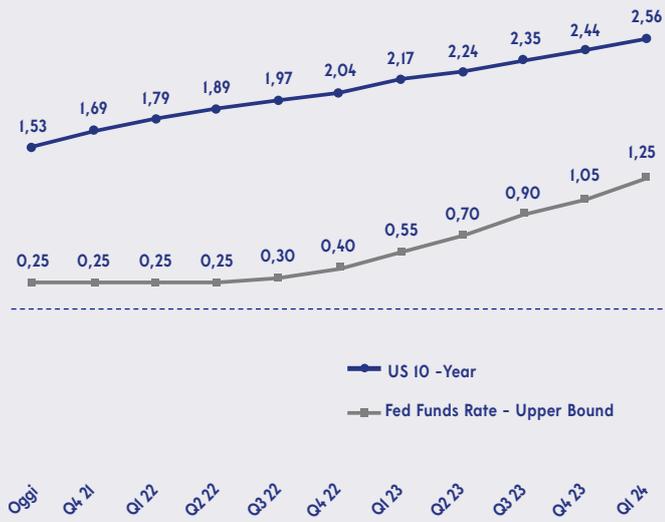
Venendo infine alle prospettive per i mercati finanziari, certamente gli attuali squilibri nelle catene produttive e le loro conseguenze sul mix di crescita e inflazione rimangono un fattore di incertezza, non tanto legata al fatto che saranno infine risolti, ma più che altro sulle tempistiche di questo aggiustamento. Nel breve, tale incertezza, unita alla progressiva riduzione dei supporti monetari da parte della Fed, potrebbe dar vita ad episodi di volatilità sui mercati azionari, a fasi di consolidamento o a rotazioni interne anche piuttosto repentine tra settori e stili gestionali.

Tuttavia, una volta che l'onda lunga della pandemia si sarà esaurita, il quadro di fondo che emergerà dovrebbe confermarsi, per l'appunto, ampiamente supportivo per la crescita e quindi per i ritorni di medio-lungo periodo dall'investimento azionario.

I tassi d'interesse, d'altra parte, vedranno probabilmente un solo limitato aggiustamento verso l'alto, dato che il processo di normalizzazione monetaria continua a profilarsi molto graduale. Il connubio tra tassi nominali bassi e inflazione un po' più elevata implica inoltre il permanere dei tassi reali su livelli molto bassi o addirittura negativi (grafico 19): ciò è funzionale sia alla crescita, sia alla sostenibilità dei debiti pubblici, che per ovvie (e giustificate) ragioni sono saliti ulteriormente con la pandemia e che certamente i Governi non intendono ridurre attraverso rigide politiche di austerità. Per gli investitori di medio-lungo termine, tuttavia, ciò implica che le alternative all'azionario rimarranno molto scarse.

² 1,75 mila miliardi di dollari rispetto ai circa 3,5, da sommarsi in ogni caso ai circa 550 mila del piano infrastrutturale già approvato in Senato

STIME FUTURE SUI TASSI USA



STIME FUTURE SUI TASSI EUROZONA

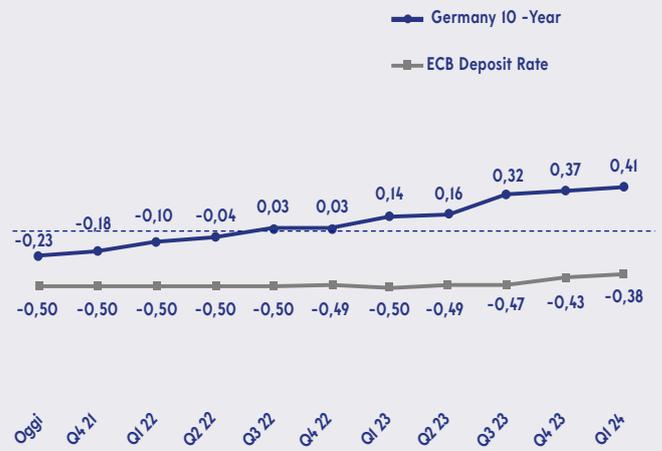


Grafico 19 - Fonte: Bloomberg Consensus, rielaborazione Banca Mediolanum