

A top-down view of a grid of numerous incandescent light bulbs. Most bulbs are unlit, showing their internal filaments. One bulb, located in the upper right quadrant, is illuminated, casting a warm orange glow. A thin white vertical line runs through the center of the image, separating the left and right halves.

OM

OSSERVATORIO
MERCATI

SOFT LANDING
TRA FED
E VOTO USA

 NOV. 2024

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

WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI.....	5
MERCATI OBBLIGAZIONARI.....	6
MATERIE PRIME E VALUTE.....	7

WHAT'S NEW

ECONOMIA AL BIVIO.....	8
GLI "STOP&GO" DEI PREZZI.....	10
DECISIONI CENTRALI.....	11

WHAT'S NEXT

I TRE "PIVOT" DELL'FMI.....	12
I TREND DELL'OBBLIGAZIONARIO.....	13
RIFLESSIONI SULL'EQUITY.....	13
ALLEGATI.....	15



DATI MERCATO DEL LAVORO USA 1 novembre 2024
PRESIDENZIALI USA 5 novembre 2024
RIUNIONE FOMC 6-7 novembre 2024
CONGRESSO NAZIONALE DEL POPOLO CINESE 4-8 novembre 2024
INFLAZIONE USA 13 novembre 2024

OTTOBRE

NOVEMBRE

ANNUNCI MISURE DI STIMOLO CINA Fine settembre - metà ottobre 2024

INFLAZIONE USA 10 ottobre 2024

RIUNIONE BCE 17 ottobre 2024

AGGIORNAMENTO STIME FMI 22 ottobre 2024

PIL USA E AREA EURO 3° TRIMESTRE 30 ottobre 2024

INFLAZIONE AREA EURO 31 ottobre 2024

RIUNIONE BOJ 31 ottobre 2024



EXECUTIVE SUMMARY

Seppur non brillantissimo, ottobre è stato un mese di tenuta per l'**azionario**. Nell'attesa dell'**appuntamento elettorale statunitense** del 5 novembre (il cui esito ha aperto la strada a una nuova presidenza Trump), l'**obbligazionario** ha registrato una risalita dei rendimenti e il dollaro USA ha recuperato forza. Sullo sfondo delle persistenti incertezze geopolitiche, dallo scenario globale sono comunque arrivati ulteriori segnali di **crescita**, seppur con divergenze e differenze a livello settoriale (il manifatturiero continua a fare più fatica rispetto ai servizi) e geografico (gli Stati Uniti confermano il loro miglior andamento rispetto all'Eurozona).

Il mese è iniziato con l'annuncio di nuove forti misure di **stimolo in Cina**, in un contesto in cui l'obiettivo di crescita ufficiale per quest'anno è del 5%. Le comunicazioni che si sono susseguite nel mese non sono state dirimenti: lo è stata invece la riunione del più alto organo legislativo, tenutasi tra il 4 e l'8 novembre, al termine della quale sono annunciati importanti dettagli.

Nel complesso, l'**inflazione** prosegue lungo il suo percorso di ripiegamento, sebbene anche in questo caso con qualche discrepanza tra l'area euro, dove per la prima volta dal 2021 il tasso annuo è sceso sotto il 2% (il dato core resta più alto), e gli Stati Uniti, dove la tendenza rimane intatta ma con qualche attenzione in più, considerato che l'ultimo dato è stato leggermente sopra le attese e l'economia appare più forte.

Nel quadro appena descritto, permangono alcune distinzioni tra **BCE e Fed**: la prima ha tagliato ulteriormente a ottobre, e il mercato continua a ritenere che siano necessari ulteriori aggiustamenti, alla luce della debolezza economica; il 7 novembre, la Fed ha confermato le attese di un secondo taglio, ma il mercato si interroga sulla traiettoria futura in relazione alle politiche che la nuova amministrazione Trump potrà introdurre.



WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI

I mercati azionari hanno chiuso il mese in leggera flessione (-2,3% nella media globale per l'indice MSCI ACWI; Grafico 1). Si è difeso, pur senza brillare con un calo nelle ultime sedute del mese, l'**azionario USA** (-1% l'S&P 500), sorretto dalle crescenti attese di un ritorno di Trump alla Casa Bianca (poi effettivamente confermato dal voto) e di un Congresso a maggioranza Repubblicana.

Deboli invece i **listini europei** (-3,3% per lo Stoxx Europe 600), per i quali lo stesso scenario non è ritenuto altrettanto profittevole (vedasi alla voce "dazi"). A livello di mercati domestici, attorno alla parità il Dax tedesco (-1,3%), in calo il CAC40 francese (-3,7%), così come l'Ibex spagnolo (-1,7%). In marginale guadagno, invece, il FTSE Mib (+0,5%).

In Asia, il **Nikkei** ha terminato il mese in rialzo (+3,1%), complici le elezioni che si sono svolte nell'ultimo finesettimana di ottobre: con il partito al governo che ha perso la maggioranza, si è fatta largo l'impressione che la Banca del Giappone non avrebbe alzato i tassi, come infatti ha poi confermato nelle comunicazioni del 31 ottobre.

Per il blocco degli **emergenti**, il mese si è chiuso in calo (-4,4% l'indice MSCI EM).

Dopo l'annuncio del maxipiano di stimoli e poco prima della Golden Week (1-7 ottobre), ha preso il via il più grande rally **azionario cinese** dal 2008, che però si è attenuato nell'attesa di ulteriori dettagli. Il mese è terminato con un -3,2% per l'indice CSI 300 (tenuto conto che la prima seduta è stata quella dell'8 ottobre, dopo la Golden Week, appunto) e con il -3,9% dell'Hang Seng.

La performance non particolarmente smagliante del mese ha trovato riscontro fra i **settori**: le flessioni hanno prevalso pressoché ovunque, tolti i servizi di comunicazione (che includono in realtà alcuni dei c.d. "big tech") e i finanziari, che hanno riportato performance nulle (Grafico 2).

RIUNIONE BOJ
31 Ottobre 2024

PRESIDENZIALI USA
5 Novembre 2024

OTTOBRE

NOVEMBRE

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI

(Performance da inizio anno)

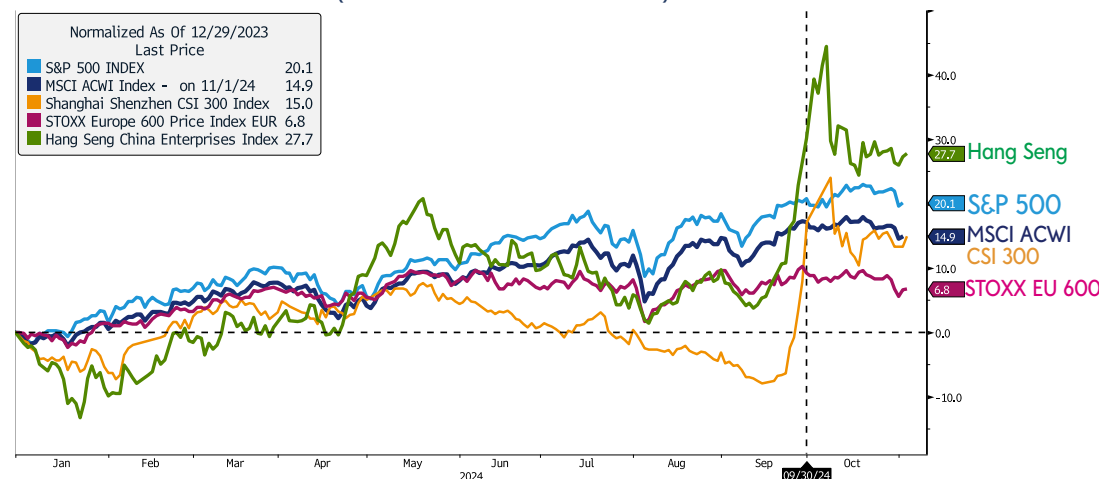


Grafico 1 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024

EQUITY GLOBALE
IN STALLO,
MAGGIOR
DEBOLEZZA IN
EUROPA



Si è intanto quasi conclusa, con risultati complessivamente buoni, **la stagione delle trimestrali**, con oltre il 75% delle società ad aver battuto le attese.

Per le Magnifiche 7 (all'appello, ad oggi, manca Nvidia, che rilascerà i conti il 20 nov) la crescita degli utili è stata nel complesso ancora molto elevata e superiore al resto del mercato, che pure ha registrato un progresso in aggregato.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

In un contesto di rendimenti in rialzo, il mese di ottobre ha segnato un calo per il Bloomberg Global-Aggregate (-3,4%).

In forte recupero, rispetto al 3,8% di fine settembre, il rendimento del **Treasury USA** decennale, che a fine ottobre si è attestato al 4,3% (+13% circa; Grafico 3).

In questo quadro, la curva USA ha mostrato uno slittamento verso l'alto, in assonanza con il rialzo dei rendimenti su tutte le scadenze (principalmente le medio-lunghe), nel clima delle aspettative di un voto USA favorevole al candidato Repubblicano e di conferme circa la forza dell'economia.

Andamento analogo, seppur con intensità minore, per il **decennale tedesco**, il cui rendimento sul finire del mese si colloca al 2,4% dal 2,1% di fine settembre (+11% circa; Grafico 4). Anche in questo caso, la curva si è spostata verso l'alto: il movimento, però, sembra aver riguardato principalmente le scadenze superiori ai due anni, mentre il rendimento è sceso in corrispondenza delle brevi, anche alla luce delle attese di ulteriori revisioni al ribasso da parte della BCE.

CURVA RENDIMENTI GOVERNATIVI US (Rendimenti titoli di stato sulle diverse scadenze, %)

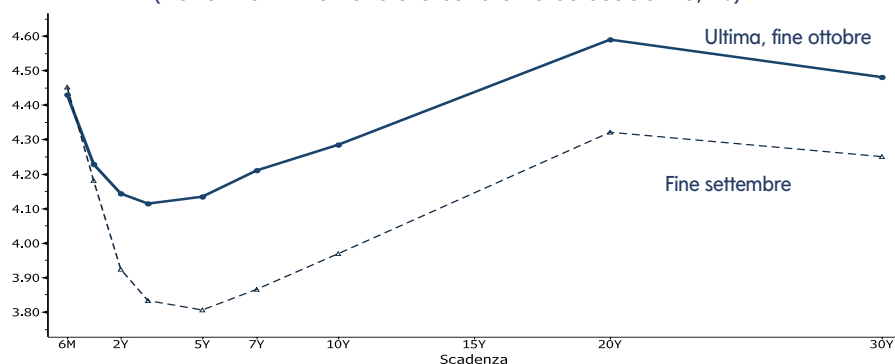


Grafico 3 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024

Performance settori globali (%) nel mese di ottobre 2024 (sottostanti indice MSCI AC World)

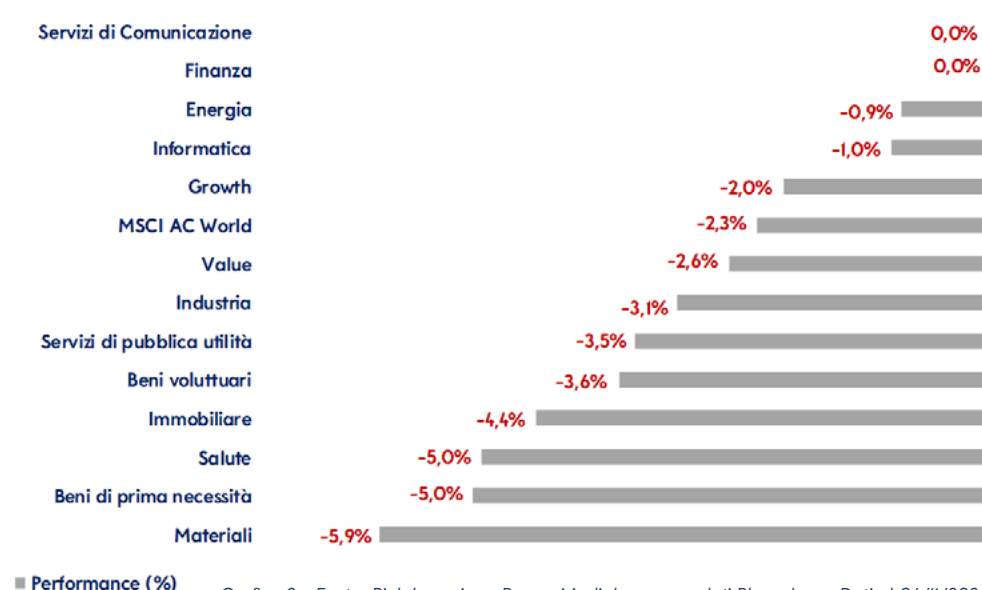


Grafico 2 - Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg. Dati al 04/11/2024

RENDIMENTI IN
RISALITA AL DI
QUA E AL DI LÀ
DELL'ATLANTICO



CURVA RENDIMENTI GOVERNATIVI GERMANIA (Rendimenti titoli di stato sulle diverse scadenze, %)

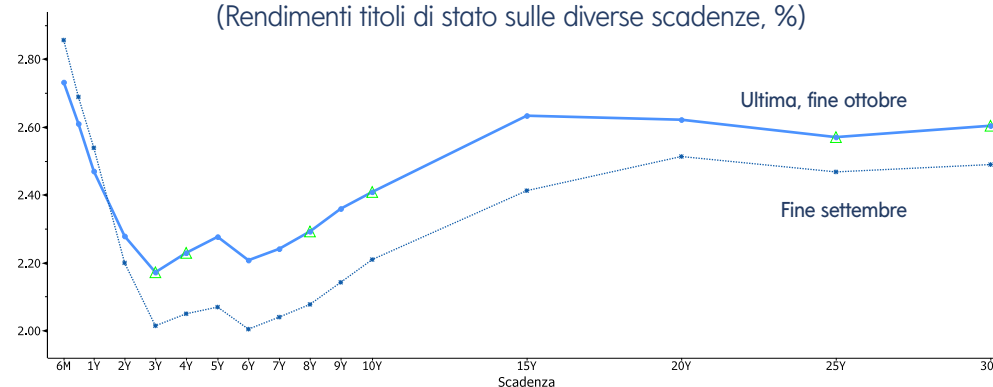


Grafico 4 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024

In calo rispetto ai valori di fine settembre lo spread tra **BTP** decennale italiano e Bund tedesco, che a fine mese si posiziona sui 126 punti base (circa -5%). A ottobre l'Italia ha ottenuto due importanti conferme: l'agenzia di rating Fitch ha mantenuto il rating BBB e rivisto al rialzo l'outlook a "positivo"; S&P ha lasciato invariato sia il giudizio (BBB) sia l'outlook ("stabile").

In un contesto di generale flessione degli indici obbligazionari, gli **High Yield** hanno mostrato una maggior tenuta grazie ad un ulteriore calo degli spread, che ha in parte compensato l'incremento della componente tasso. Leggermente negativa la performance dell'obbligazionario emergente in valuta forte (-1,7%).

MATERIE PRIME E VALUTE

Nel complesso, anche le **materie prime** hanno mostrato un ripiegamento nell'arco di un mese in cui si è assistito a importanti sviluppi sul piano geopolitico (-2,2% per l'indice Bloomberg Commodity Index; Grafico 5). Nel quadro del conflitto in Medio Oriente, le quotazioni del greggio hanno segnato solo un moderato rialzo, con il Brent sui 73 dollari USA al barile (+0,5% nel mese). La strategia attuale israeliana è quella di non voler ampliare il conflitto in corso, almeno per il momento, evitando di colpire siti nucleari e petroliferi iraniani.

EFFETTO
GEOPOLITICO
CONTENUTO SUL
PETROLIO, ORO
RECORD



Le quotazioni sembrano riflettere soprattutto le prospettive dell'offerta e della domanda per questo e soprattutto per il prossimo anno: molto dipenderà dalla richiesta cinese e dagli esiti del maxisimolo. È intanto proseguito il progresso del gas naturale, sui 38 euro a kilowattora (+0,1% a ottobre).

A fine mese l'oro ha raggiunto i 2.800 dollari USA l'oncia (+4,2%): l'incertezza geopolitica, tra tensioni in Medio Oriente e il sempre più serrato confronto elettorale negli Stati Uniti nell'imminenza del voto, può aver alimentato la corsa verso il bene rifugio per eccellenza. Quanto al mercato valutario, il **dollaro USA** ha confermato il suo recupero, come si evince dal relativo indice (+3,2%; Grafico 6).

La ritrovata forza si riscontra anche nel cambio con le principali valute: +23% rispetto all'euro, +3,7% nel cambio con la sterlina britannica, +5,8% sullo yen giapponese, +2,2% sul franco svizzero.

ANDAMENTO PRINCIPALI MATERIE PRIME DA INIZIO ANNO



Grafico 5 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024

IL DOLLARO SI RAFFORZA (Andamento dollar index da inizio 2022)



Grafico 6 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024



WHAT'S NEW

ECONOMIA AL BIVIO

Secondo la prima stima (la cosiddetta "advance") fornita dal Bureau of Economic Analysis degli Stati Uniti, nel terzo trimestre del 2024 il **Prodotto Interno Lordo** reale è cresciuto a un tasso annualizzato del +2,8%, a fronte del +3% del secondo trimestre (Grafico 7). A fare da traino sono stati decisamente i consumi, che hanno visto un'accelerazione al 3,7% dal 2,8% precedente. La seconda stima, basata su dati più completi, uscirà il 27 novembre, ma per il momento sembra che la crescita USA sia sulla buona strada per battere la previsione della Fed per il 2024 (2,0%).

Nel complesso, quello che si sta vedendo negli Stati Uniti (e non altrettanto in Europa) è un'accelerazione significativa della **produttività**, elemento cruciale per la crescita potenziale di un'economia (Grafico 8). Non solo, rende tollerabile per le imprese anche una crescita relativamente maggiore dei salari, che pure stanno mostrando una traiettoria di rientro, come evidenziato dall'Employment Cost Index, che nel terzo trimestre è sceso dal 4,1% al 3,9% anno su anno. Al netto degli scioperi legati alla vicenda Boeing e dei due uragani che si sono abbattuti sul Paese, i dati sull'occupazione confermano la tenuta e l'indagine flash sul PMI di ottobre ha segnalato un ulteriore solido incremento dell'attività delle imprese, che lascia presagire un buon avvio del quarto trimestre. In questo quadro, al voto del 5 novembre il candidato Repubblicano ed ex presidente USA Donald Trump si è aggiudicato il maggior numero di grandi elettori sui 538 totali. E dunque, di fatto, la rielezione alla Casa Bianca. I Repubblicani hanno conquistato la maggioranza al Senato e, in base ai dati delle prime ore, è apparso probabile un risultato altrettanto favorevole alla Camera.

I CONSUMI SI CONFERMANO MOTORE DEL PIL USA

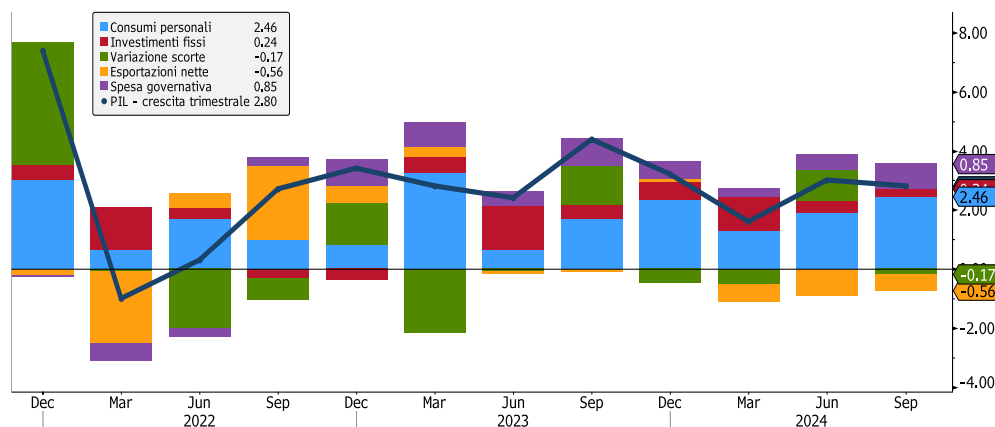


Grafico 7 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024

ANNUNCI MISURE DI STIMOLO CINA Fine settembre - metà ottobre 2024

INLAZIONE USA 10 ottobre 2024

RIUNIONE BCE 17 ottobre 2024

AGGIORNAMENTO STIME FMI 22 ottobre 2024

PIL USA E AREA EURO 3° TRIMESTRE 30 ottobre 2024

INFLAZIONE AREA EURO 31 ottobre 2024

RIUNIONE BOJ 31 ottobre 2024

OTTOBRE

FOCUS SUL
RESPONSO
DELLE URNE IN
UN QUADRO DI
CRESCITA



ACCELERAZIONE DELLA PRODUTTIVITÀ US

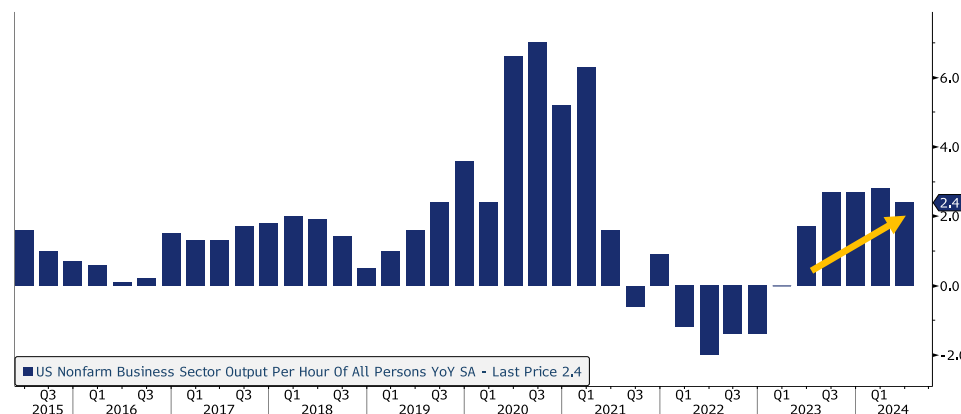


Grafico 8 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024



Più debole la **crescita nell'area euro**: secondo la stima preliminare flash pubblicata dall'Eurostat, nel terzo trimestre del 2024, rispetto al trimestre precedente, il PIL destagionalizzato è aumentato dello 0,4% nell'area dell'euro (a fronte, rispettivamente, del +0,2% nel secondo trimestre; Grafico 9). La variazione annua è stata del +0,9%, dopo il +0,6% riportato nel trimestre precedente.

Il quadro continua a presentare alcune divergenze: se la Spagna si distingue con un +0,8% e la Francia si difende con un +0,4% (anche per l'effetto Olimpiadi), per la Germania la variazione tendenziale si attesta al +0,2%. Un dato superiore alle previsioni di leggera contrazione, ma che si accompagna ad una revisione al ribasso del trimestre precedente (da -0,1 a -0,3%). Debole anche l'Italia, la cui crescita nel trimestre è stata nulla.

I dati provvisori dell'indagine PMI di ottobre hanno intanto evidenziato una persistente debolezza, con un composito in lieve ripresa in scia al manifatturiero, ma ancora al di sotto della soglia dei 50 punti (49,7; Grafico 10). In leggero calo, ma pur sempre in territorio espansivo, i servizi (51,2).

Secondo gli anticipatori, le principali fonti di indeterminazione sono ancora una volta le due maggiori economie, Germania e Francia. Nel resto dell'eurozona, la produzione è aumentata al ritmo più rapido degli ultimi quattro mesi.

L'Ufficio Nazionale di Statistica ha segnalato per la **Cina** una crescita del PIL del +0,9% nel terzo trimestre dell'anno, in recupero rispetto al +0,5% precedente, ma inferiore alle attese di +1,1%. Il dato si traduce in un +4,6% tendenziale, che rimane inferiore all'obiettivo dichiarato del 5% per l'anno in corso.

Tuttavia, alcuni segnali incoraggianti sono giunti dai dati sull'attività economica nel mese di settembre: la produzione industriale è salita del 5,4% su base annua (contro il 4,6% atteso), le vendite al dettaglio del 3,2% (2,5% atteso). E l'indice ufficiale dei responsabili degli acquisti per il mese di ottobre si è posizionato in territorio espansivo per la prima volta da aprile (50,1, a fronte del 49,8 di settembre). Tali variazioni, tuttavia, non allontanano pienamente i segnali - e i timori - di un rallentamento economico.

A fine settembre, il Politburo del Partito Comunista Cinese ha messo l'accento sulla doppia necessità di porre fine alla crisi del comparto immobiliare e rilanciare la crescita. È stato quindi annunciato un maxipiano di stimolo la cui entità, in base alle anticipazioni circolate a ottobre, potrebbe notevolmente superare i 4.000 miliardi di yuan destinati alla ripresa post Lehman. Le aree di intervento sono essenzialmente quattro: fiscale, immobiliare, monetaria e di supporto al mercato azionario (Grafico 11). Quanto al versante monetario e di sostegno al mercato, la People's Bank of China, che in questi mesi ha operato diversi tagli dei tassi ed esteso progressivamente le misure di aiuto all'immobiliare, ha nel frattempo lanciato un "security, funds and insurance companies swap facility" (SFISF) da 500 miliardi di yuan: si tratta di uno strumento che consentirà alle istituzioni finanziarie di ottenere liquidità da investire nel mercato azionario e che potrebbe essere ampliato, se necessario.

LA STIMA FLASH
SUL PIL CONFERMA
LE DIVERGENZE
EUROPEE



RITMI DIFFERENZIATI DELLA CRESCITA

Andamento PIL reale, 100=31/12/19

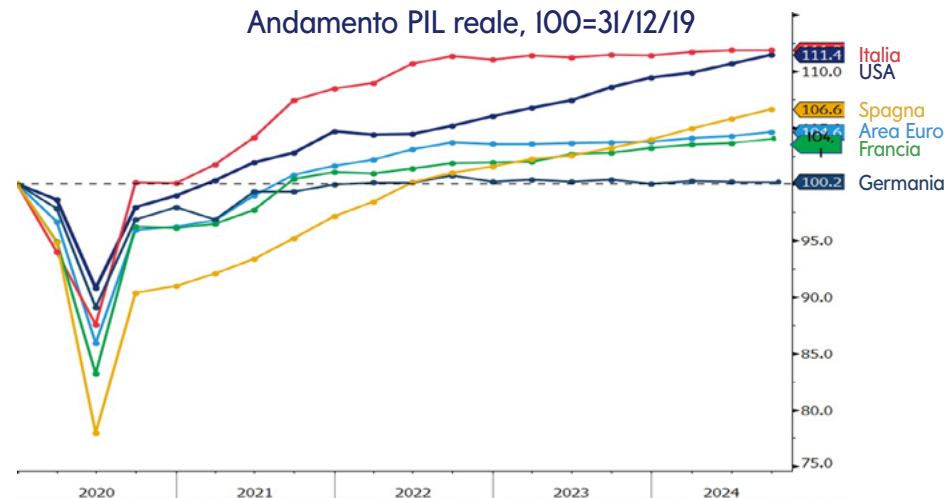


Grafico 9 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024

IL NUOVO
MAXIPIANO FARÀ
IMPALLIDIRE
QUELLO DEL 2008?



INDICI PMI AREA EURO

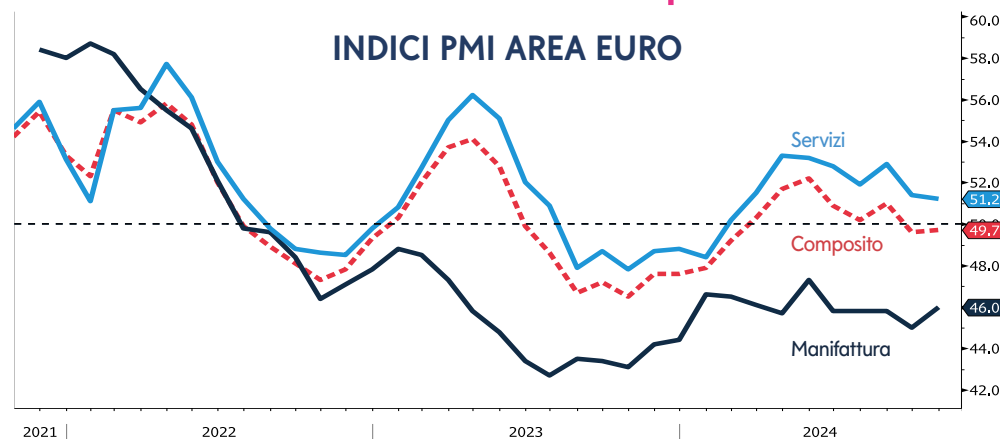


Grafico 10 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024

La stessa banca centrale ha recentemente attivato lo strumento delle “open market outright reverse repo operations facility” (operazioni pronti contro termine di mercato aperto) per infondere maggior liquidità nel mercato e sostenere il flusso di credito nel sistema bancario in vista della scadenza di 2,9 trilioni di yuan di prestiti entro fine anno. Il mese è trascorso nell’attesa dei dettagli, arrivati al termine della riunione del Comitato Permanente del Congresso Nazionale del Popolo, in calendario dal 4 all’8 novembre 2024.

È stato annunciato un piano da 10 trilioni di yuan (1,4 trilioni di dollari) per rifinanziare il debito del governo locale. Nello specifico, il tetto del debito dei governi locali sarà aumentato a 35,52 trilioni di yuan, il che consentirà loro di emettere 6 trilioni di yuan in obbligazioni speciali aggiuntive in tre anni per risolvere il nodo del debito fuori bilancio grazie ad un programma di swap. È la prima volta dal 2015 che le autorità alzano il tetto del debito per i governi locali a metà anno. Altre obbligazioni speciali, per un valore di 4 trilioni di yuan in cinque anni, potranno invece emesse a livello locale sempre per lo stesso scopo e per finanziare l’acquisto, da parte dei governi regionali, di terreni e proprietà inutilizzati.

Secondo il Ministro delle Finanze cinese, il piano libererà risorse pari a 600 miliardi di yuan altrimenti destinate a pagamenti di interessi, che potranno essere indirizzate a stimolare gli investimenti e i consumi.

La Cina sta inoltre valutando altre misure, per un valore di almeno mille miliardi di yuan, con l’obiettivo, fra gli altri, di rilanciare i consumi. Ulteriori mille miliardi verrebbero destinati alla ricapitalizzazione delle principali banche.

GLI “STOP&GO” DEI PREZZI

Negli **Stati Uniti**, a settembre l’indice dei prezzi al consumo per tutti i consumatori urbani (CPI-U) ha confermato una traiettoria di crescita discendente su base annua, ma è rimasto leggermente sopra alle aspettative (+2,4% dal 2,5% di agosto, contro il 2,3% atteso; Grafico I2).

La variazione mensile è stata del +0,2% (rispetto al +0,1% previsto), lo stesso incremento registrato ad agosto e a luglio. Esclusi cibo ed energia, l’incremento è stato del +0,3% mensile, come il mese precedente, e del +3,3% negli ultimi 12 mesi, più delle attese (+3,2%). L’indice dei prezzi PCE di settembre è salito dello 0,2% mensile (0,1% ad agosto), mentre la variazione annuale è stata del 2,1% (dal 2,3% di agosto), in linea con le attese.

Escludendo i prodotti alimentari e l’energia, l’incremento mensile è stato pari allo 0,3% (0,2% ad agosto), quello annuo al +2,7% (in linea con il mese precedente, ma leggermente sopra le attese).

PRINCIPALI MISURE ANNUNCIATE DALLE AUTORITÀ CINESI

Settore	Misure	Obiettivo	Impatto Atteso
Stimolo Monetario	- Riduzione Tassi di riferimento - Taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR)	Aumentare la liquidità nel sistema finanziario	Maggiore disponibilità di credito, stimolando investimenti e consumi. La riduzione del RRR dovrebbe aggiungere 1 trilione di liquidità.
Mercato Immobiliare	- Riduzione dei tassi ipotecari - Abbassamento quota di anticipo per le seconde case - Obbligazioni speciali governi locali per finanziare l’acquisto di terreni e proprietà inutilizzati	Stimolare l’acquisto di abitazioni	Incremento della domanda abitativa e sostegno al settore.
Espansione Fiscale	- Aumento finanziamenti al governo locale usando la quota accumulata non spesa negli anni precedenti - Aumento limite debito per facilitare risoluzione debito governi locali - Sussidi ai consumi - Piano di ricapitalizzazione banche	Sostenere la crescita e il benessere pubblico	Possibile aumento della domanda interna.
Mercato Azionario	- Programmi di supporto alla liquidità per istituzioni finanziarie - Sostegno ai riacquisti azionari	Rafforzare la stabilità dei mercati finanziari	Aumento della fiducia degli investitori.

Grafico II - Nota: Le misure elencate, annunciate a partire da fine settembre, sono ancora in attesa di ulteriori dettagli di implementazione da definire.

IL CPI E IL
PCE CORE
EVIDENZIANO UNA
CERTA RESISTENZA



INFLAZIONE A CONFRONTO

(indice dei prezzi al consumo, % anno su anno)

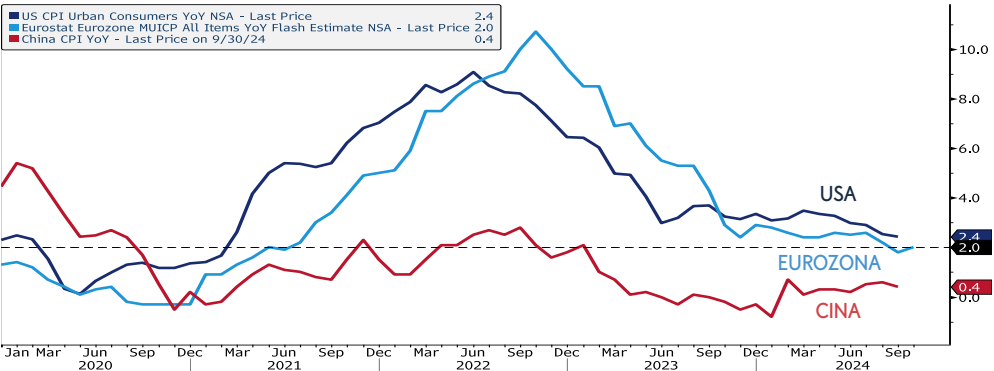


Grafico I2 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P, 4 Novembre 2024



In base alla stima flash dell'Eurostat, dopo il +1,7% di settembre, a ottobre l'inflazione annuale dell'**area euro** si è attestata al +2%. A trainare il dato sono stati ancora i servizi (con un +3,9%, stabile rispetto a settembre), seguiti da alimentari, alcol e tabacco (+2,9%, rispetto al +2,4% di settembre). Stabile, ma lievemente sopra le attese anche il dato di fondo (+2,7%).

In **Cina**, il tasso di inflazione annua a settembre si è attestato allo 0,4%, meno dello 0,6% di agosto. I prezzi al consumo core, esclusi alimentari ed energetici, sono saliti dello 0,1% annuo, la variazione più modesta dal febbraio del 2021, e meno del +0,3% di agosto. I dati ribadiscono la necessità di un intervento delle autorità a contrasto dei crescenti rischi di deflazione.

NELL'EUROZONA
INFLAZIONE IN
LINEA CON IL
FATIDICO 2%



IN CINA LA
SFIDA RESTA IL
CONTRASTO ALLA
DEFLAZIONE

DECISIONI CENTRALI

Dopo il primo taglio "jumbo" di 50 punti base attuato a settembre, il 7 novembre la **Fed** ha annunciato una nuova riduzione dei tassi di interesse di 25 pb, conforme alle attese di mercato. Nel corso della conferenza stampa successiva alla riunione, il presidente Jerome Powell ha ribadito l'indipendenza della Fed e il fatto che Presidente degli Stati Uniti non dispone dell'autorità legale per rimuovere né lui né altri alti funzionari della banca centrale.

Inoltre, ha dichiarato che per ora le elezioni presidenziali non hanno impatto sulle scelte della Banca Centrale. Le politiche che la nuova amministrazione Trump potrebbe adottare sono infatti ancora troppo lontane e incerte per poter essere prese in considerazione. Il mercato però, pur attendendosi con probabilità elevata (70%) un nuovo taglio dei tassi di altri 25 pb a dicembre e un proseguimento dell'allentamento monetario anche nel 2025, si interroga sulla dimensione di tale allentamento: le mosse preannunciate da Trump potrebbero infatti stimolare ulteriormente un'economia che già si sta dimostrando forte.

Giovedì 17 ottobre, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di riferimento della **Banca Centrale Europea**: i tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono scesi rispettivamente al 3,25%, al 3,40% e al 3,65% (Grafico I3).

POWELL DIFENDE
L'INDIPENDENZA
DELLA FED DOPO
UN TAGLIO DEI
TASSI ATTESO DAL
MERCATO



LA BCE HA
RIDOTTO I TASSI
D'INTERESSE DI
ALTRI 25 PUNTI
BASE



La BCE ora vede un'inflazione in aumento nei prossimi mesi, a seguire una flessione, e infine il raggiungimento dell'obiettivo nel corso del prossimo anno. Il Consiglio direttivo ha tuttavia, ancora una volta, ribadito che continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni seguiranno a essere definite di volta in volta a ogni riunione. Il mercato, dal canto suo, sconta con probabilità piena un nuovo taglio da 25 pb anche a dicembre (sarebbe il quarto del 2024) e successivamente un proseguimento sulla traiettoria di discesa del costo del denaro a ritmo piuttosto stabile anche nei primi mesi del 2025.

TRAIETTORIA ATTESA DAL MERCATO SUI TASSI FED E BCE

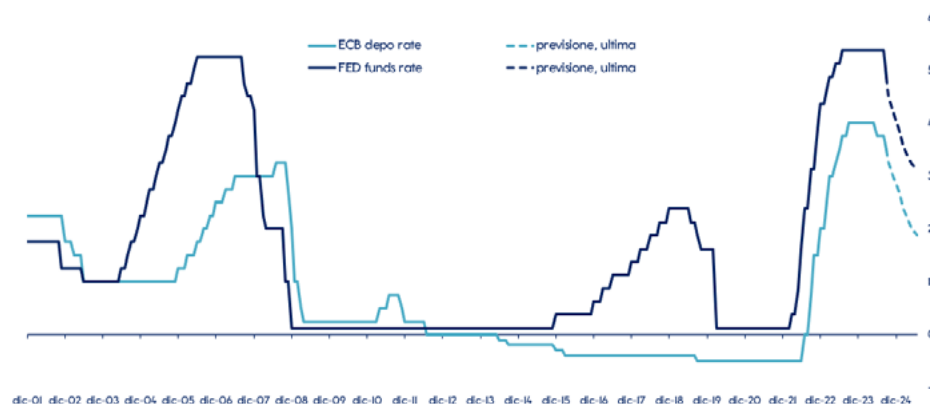


Grafico I3 - Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg. Dati al 08 Novembre 2024.

I TRE "PIVOT" DELL'FMI

Ottobre è stato scandito anche dagli aggiornamenti delle proiezioni del Fondo Monetario Internazionale, che ha pubblicato il nuovo **World Economic Outlook** e il Fiscal Monitor, oltre al Global Financial Stability Report. Anche il Fondo Monetario, come in precedenza l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), segnala una crescita globale stabile (+3,2% sia nel 2024 sia nel 2025; Grafico 14), seppure con un andamento disomogeneo: il WEO include infatti una revisione al rialzo per gli Stati Uniti, una al ribasso per l'Eurozona e, appunto, differenze di velocità tra le varie aree economiche.

Secondo il Fondo Monetario, l'economia globale necessita in questa fase di un **triplo "pivot"**. Il primo, di tipo **monetario**, è già in corso, con il passaggio dalle restrizioni all'allentamento.

Il secondo è di natura **fiscale**. Molte aree economiche hanno bisogno di un maggior rigore, dopo gli ingenti interventi di spesa a supporto dell'economia nelle varie crisi che si sono susseguite nell'ultimo quindicennio circa, in particolare a seguito della pandemia e degli shock energetici.

Il terzo "pivot" riguarda il sostegno alla crescita attraverso **riforme** che possano stimolare l'innovazione e la produttività. Solo con ampie riforme, secondo l'FMI, sarà possibile affrontare le numerose sfide all'orizzonte: invecchiamento e contrazione della popolazione in molte parti del mondo, transizione climatica, miglioramento della qualità della vita delle fasce più vulnerabili, rivoluzione digitale, solo per menzionarne alcune.

RIFORME E UNA SVOLTA FISCALE OLTRE A QUELLA MONETARIA

I TRE "PIVOT" CHE OGGI SERVONO ALL'ECONOMIA GLOBALE



VELOCITÀ DI CROCIERA ETEROGENEE

Real GDP projected growth rates
%, year-on-year

2024				2025			
Paese	Ultima	Precedente	Revisione	Paese	Ultima	Precedente	Revisione
Globale	3,2	3,2	0,0	Globale	3,2	3,3	-0,1
Paesi Avanzati	1,8	1,7	0,0	Paesi Avanzati	1,8	1,8	0,0
Stati Uniti	2,8	2,6	0,2	Stati Uniti	2,2	1,9	0,3
Eurozona	0,8	0,9	-0,1	Eurozona	1,2	1,5	-0,3
Germania	0,0	0,2	-0,2	Germania	0,8	1,3	-0,5
Francia	1,1	0,9	0,2	Francia	1,1	1,3	-0,2
Italia	0,7	0,7	0,0	Italia	0,8	0,9	-0,1
Giappone	0,3	0,7	-0,4	Giappone	1,1	1,0	0,1
Regno Unito	1,1	0,7	0,4	Regno Unito	1,5	1,5	0,0
Paesi Emergenti	4,2	4,3	-0,1	Paesi Emergenti	4,2	4,3	-0,1
Asia Emergente	5,3	5,4	-0,1	Asia Emergente	5,0	5,1	-0,1
Cina	4,8	5,0	-0,2	Cina	4,5	4,5	0,0
India	7,0	7,0	0,0	India	6,5	6,5	0,0

Grafico 14 - Fonte: FMI, World Economic Outlook Ottobre 2024.

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/10/22/world-economic-outlook-october-2024>

² <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2024/10/23/fiscal-monitor-october-2024>

³ <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2024/10/22/global-financial-stability-report-october-2024>

I TREND DELL'OBBLIGAZIONARIO

Nell'attuale contesto economico, le dinamiche del mercato obbligazionario continuano a destare interesse. Come già discusso in precedenti analisi, a fronte della discesa dei tassi d'interesse che si osserva a livello globale, la situazione presenta alcune peculiarità, in particolare negli USA (Grafico 15).

I rendimenti dei titoli obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti sembrano presentare una certa resistenza al ribasso, in un contesto in cui i futuri tagli sono già stati almeno in parte scontati e l'inflazione e la crescita restano al centro dell'attenzione. Ancor più alla luce della vittoria di Trump, che lascia presagire un ulteriore ampliamento del deficit fiscale.

In questo quadro, il **"carry"** rimane un aspetto cruciale, molto più dell'effetto "duration" legato a forti cali dei rendimenti che non si stanno per l'appunto verificando. La permanenza dei rendimenti su livelli più alti più a lungo prolunga le opportunità per l'investitore che è disposto a mantenere posizioni di medio-lungo termine, soprattutto in un mercato attualmente caratterizzato da qualche oscillazione e incertezza.

I RENDIMENTI
DEI TITOLI USA
RESISTONO AI
RIBASSI



RENDIMENTI IN CALO MA NON TROPPO

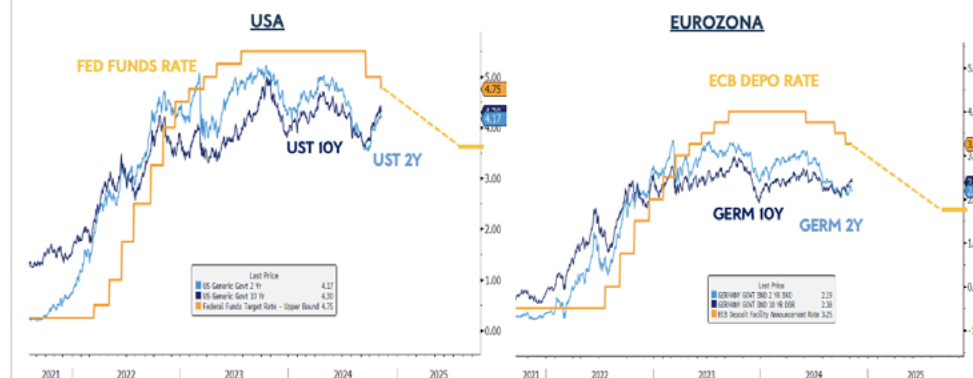


Grafico 15 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 28 Ottobre 2024

RIFLESSIONI SULL'EQUITY

In ambito azionario, se da una parte taluni fattori spingono alla cautela nel breve termine, dall'altra quegli stessi fattori continuano a segnalare uno scenario di fondo supportivo. I **punti di attenzione**, ognuno dotato di un rovescio della medaglia, sono essenzialmente i seguenti:

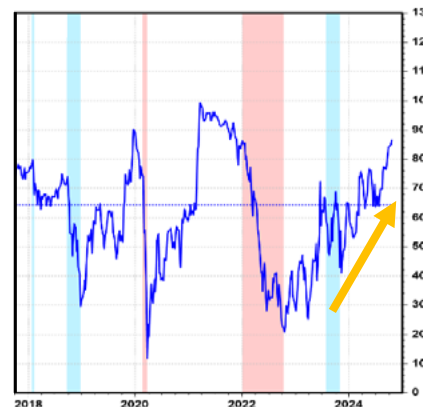
1. Attualmente ci troviamo davanti a un rally che ha appena compiuto due anni e la storia ci dice che, statisticamente, il terzo anno non è altrettanto brillante.
2. persiste un tema di concentrazione a favore dei giganti tecnologici che si mantiene ai massimi livelli storici e continua a sollevare alcune perplessità.
3. Persiste anche il timore che le valutazioni siano eccessive.
4. I vari fattori geopolitici possono creare instabilità.

PER LAZIONARIO
LO SCENARIO
RIMANE
SUPPORTIVO



RIALZI SEMPRE PIÙ PARTECIPATI

% aziende S&P 500 con variazione
positiva a 12 mesi del prezzo



% aziende S&P 500 con variazione
positiva a 12m sugli utili futuri

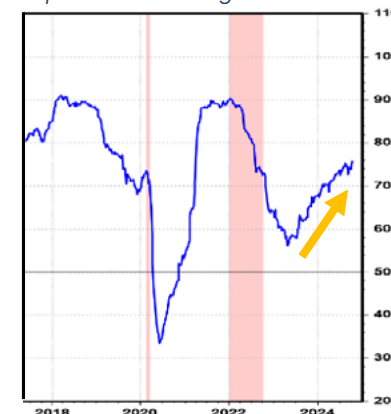


Grafico 16 - Fonte: Yardeni Research

E veniamo al **rovescio della medaglia**.

1. Dati di più ampio respiro ci dicono che la vita media di un rally di solito va oltre i due anni: potremmo dunque aver di fronte un rally ancora giovane, in termini di entità e durata.
2. Quanto alla concentrazione, la recente stagione delle trimestrali ha in qualche modo certificato che la crescita degli utili non è più circoscritta al solo settore tech, ma è ben più diffusa (Grafico 16); inoltre, la rielezione di Trump potrebbe favorire i titoli più esposti a livello domestico, come le small cap, e settori anche diversi dal tech grazie



3. In valore assoluto, le valutazioni, soprattutto negli USA, non posso definirsi modeste, ma è anche vero che finora a fare da traino è stata la crescita degli utili. Si tratta, perciò, di valutazioni fondate su dati concreti. Se poi confrontiamo il 2022 con oggi, notiamo che nel frattempo non sono particolarmente salite, a fronte invece di una performance importante del mercato: di nuovo, una conferma sul fatto che il vero driver è stato l'incremento dei profitti (Grafico 17).

4. Infine, i temi geopolitici. A quanto si osserva, solitamente nel breve periodo gli scenari geopolitici, incluse le elezioni statunitensi, possono avere un impatto, ma nel medio-lungo tendono a passare in secondo piano. E sono i temi economici a guidare (Grafico 18).

Tra fattori che alimentano l'incertezza nel breve e prove di una tendenza di medio-lungo termine positiva, si riafferma la bontà di una **strategia di graduale accumulazione**, per minimizzare il rischio legato al momento del mercato ("timing"), attutire gli effetti della volatilità e cogliere le opportunità che ogni fase può offrire, tenuto conto del potenziale di ripresa che finora i mercati hanno sempre mostrato.

VALUTAZIONI ECCESSIVE?

Il mercato USA è salito di circa il 22% dal 2022, ma le valutazioni sono rimaste stabili grazie alla crescita degli utili

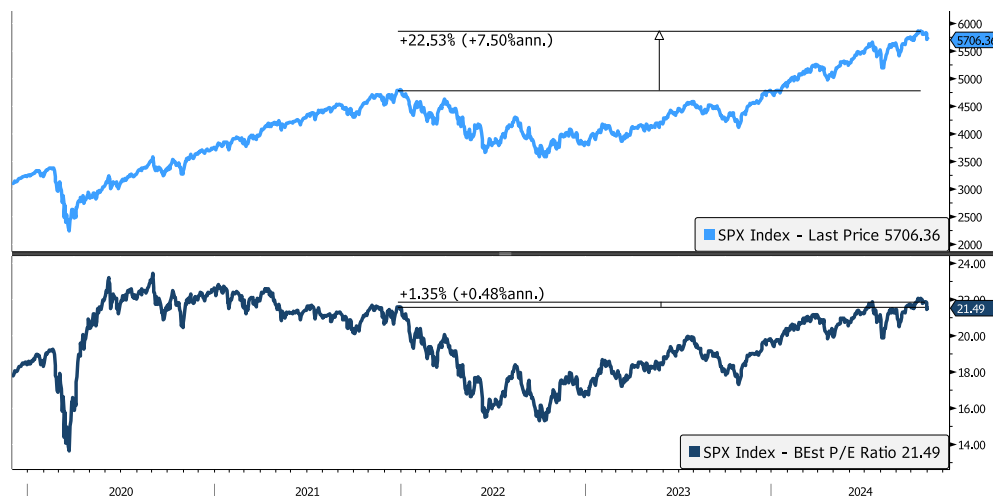


Grafico 17 - Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024

INVESTIRE IN BASE ALL'ORIENTAMENTO POLITICO NON È UNA STRATEGIA VINCENTE

Crescita di 1\$ investito nell'indice S&P 500 sotto vari regimi politici, dal 1950 al 2024

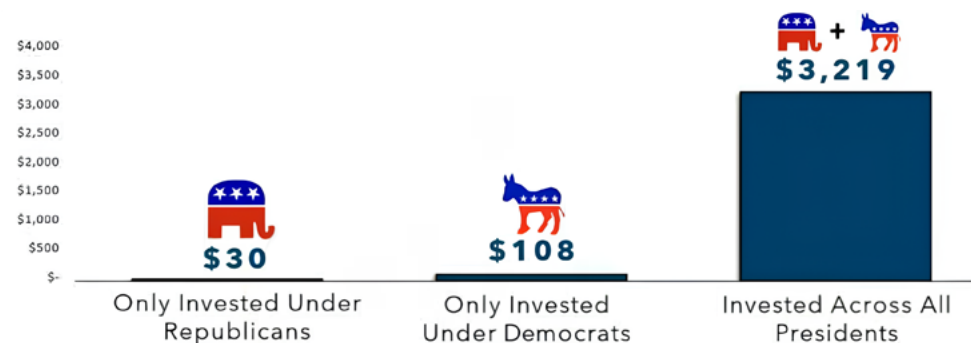


Grafico 18 - Fonte: Ritholtz. Mostra la crescita di un investimento di 1\$ nell'S&P 500 sotto l'amministrazione esclusiva dei repubblicani, dei democratici, o senza considerare il partito al potere.

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 thin white vertical line runs through the center of the image.

OM

OSSERVATORIO
MERCATI

ALLEGATI

 NOV. 2024

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI - Grafico 1

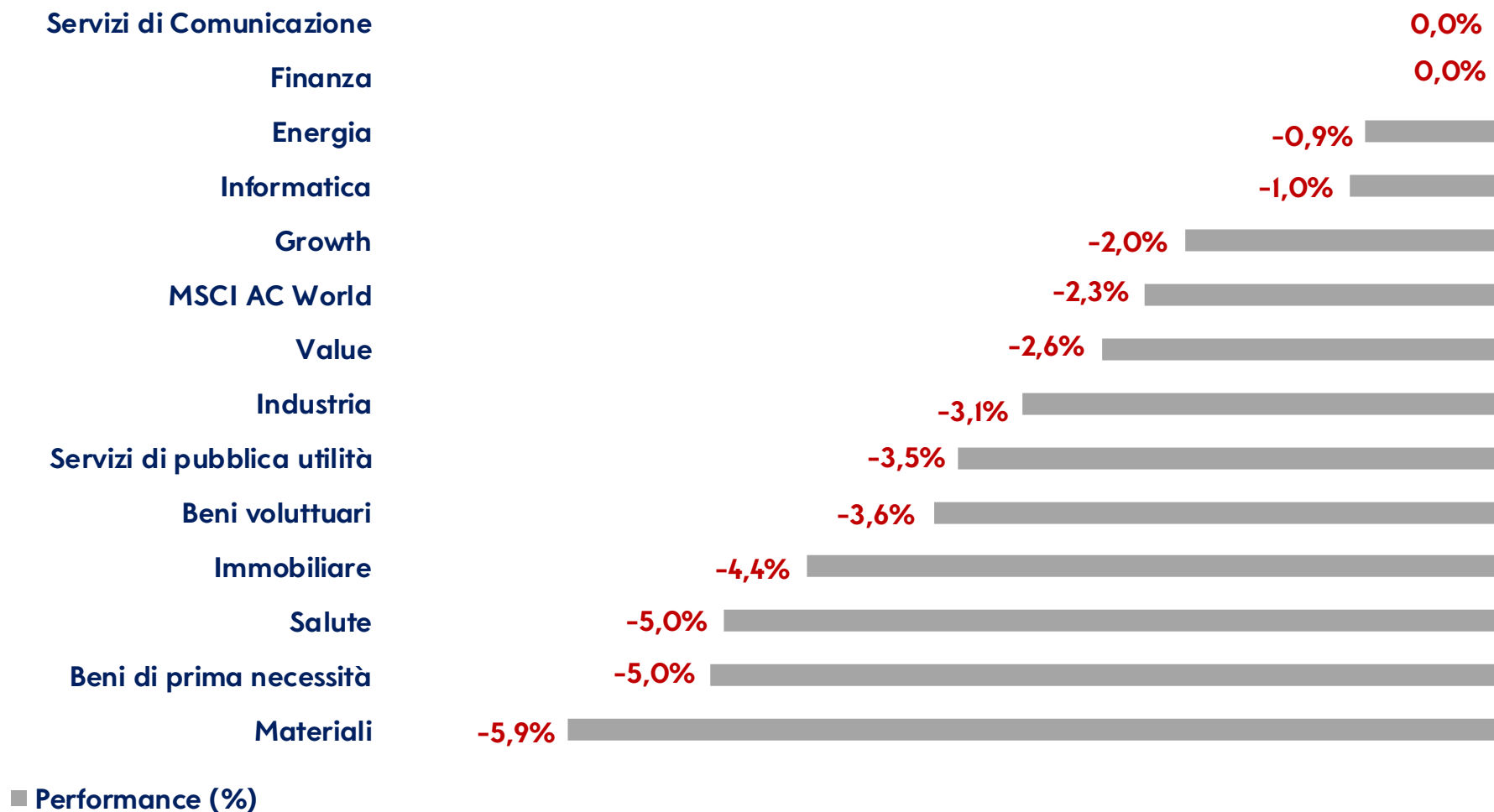
(Performance da inizio anno)



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P, 4 Novembre 2024



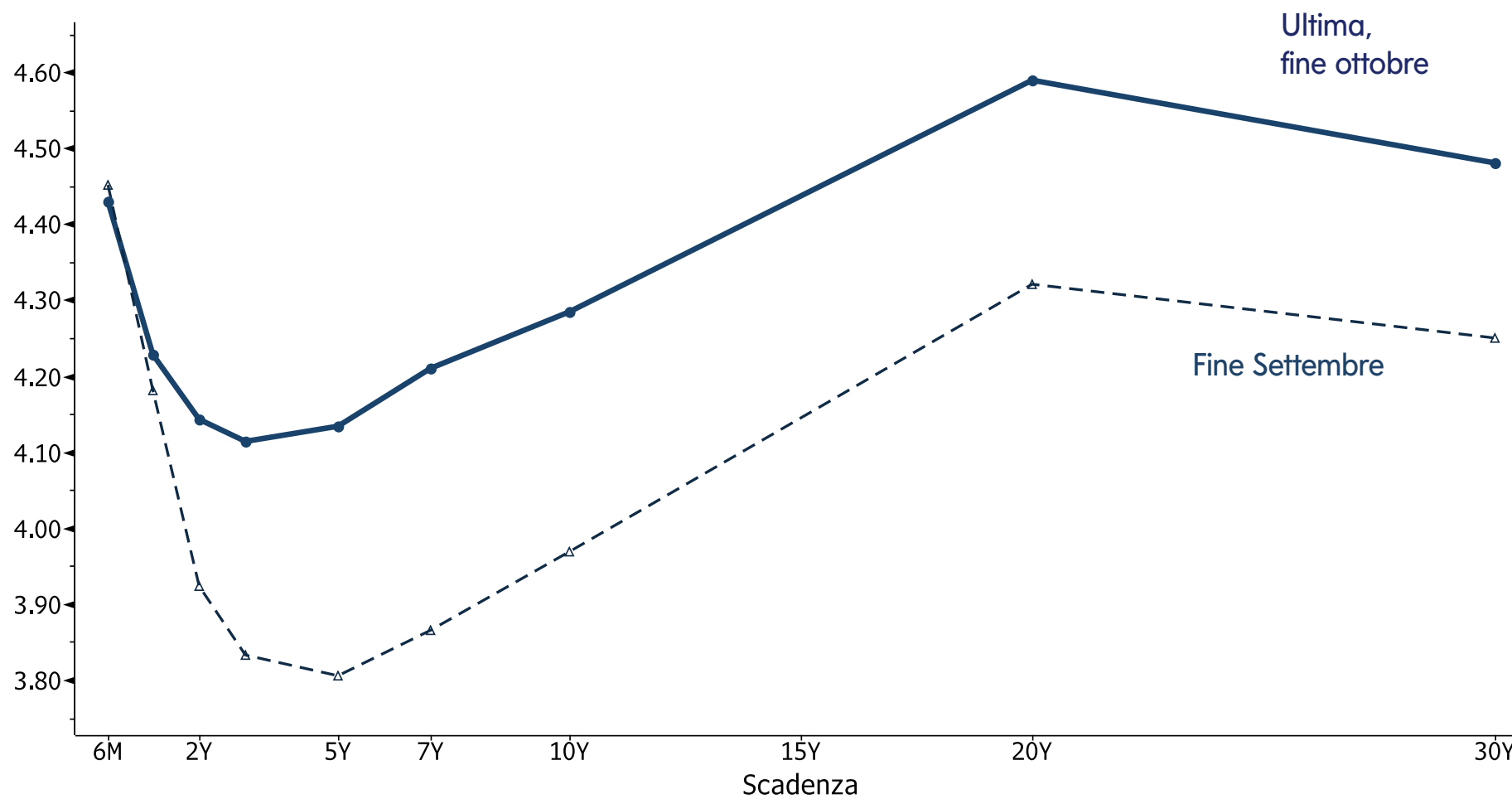
PERFORMANCE SETTORI GLOBALI (%) NEL MESE DI OTTOBRE 2024 - Grafico 2



Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg. Dati al 4 Novembre 2024

CURVA RENDIMENTI GOVERNATIVI US - Grafico 3

(Rendimenti titoli di stato sulle diverse scadenze, %)

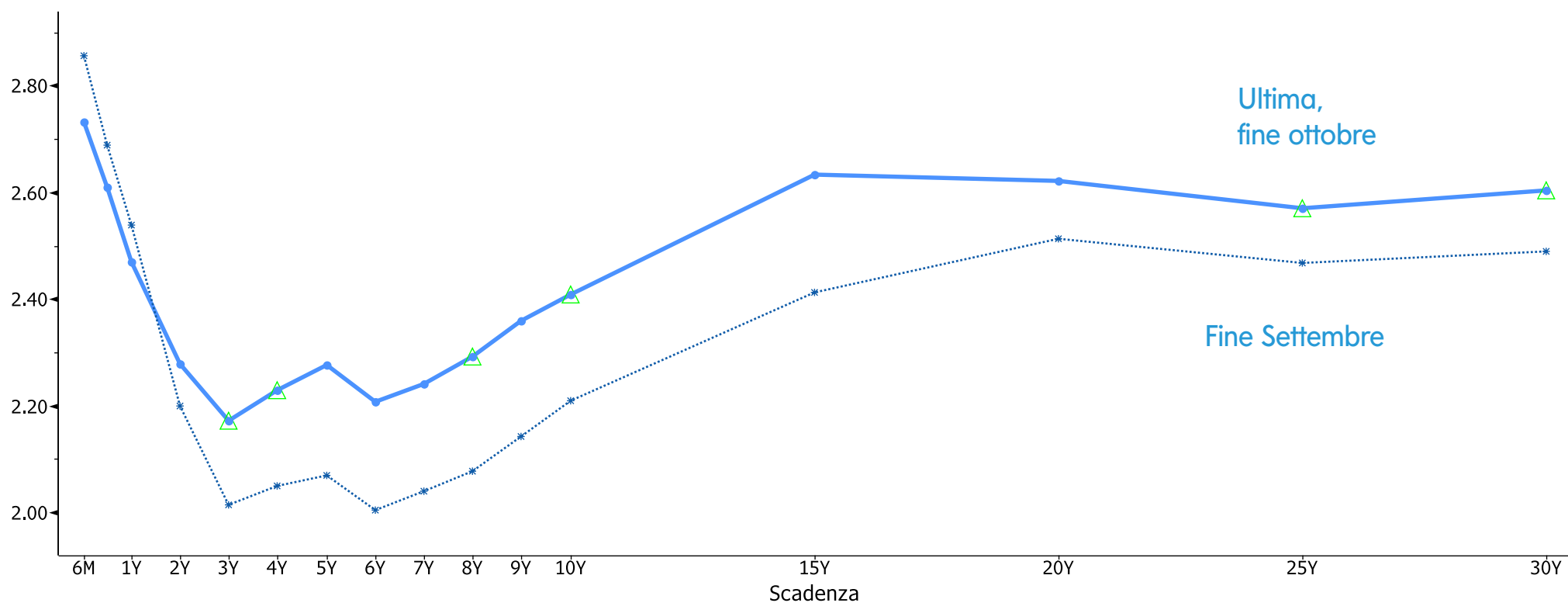


Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 Novembre 2024



CURVA RENDIMENTI GOVERNATIVI GERMANIA - Grafico 4

(Rendimenti titoli di stato sulle diverse scadenze, %)



Fonte: Relaborazione Banca Mediolanum, dati Bloomberg. Dati al 01/10/2024

ANDAMENTO PRINCIPALI MATERIE PRIME DA INIZIO ANNO - Grafico 5



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024



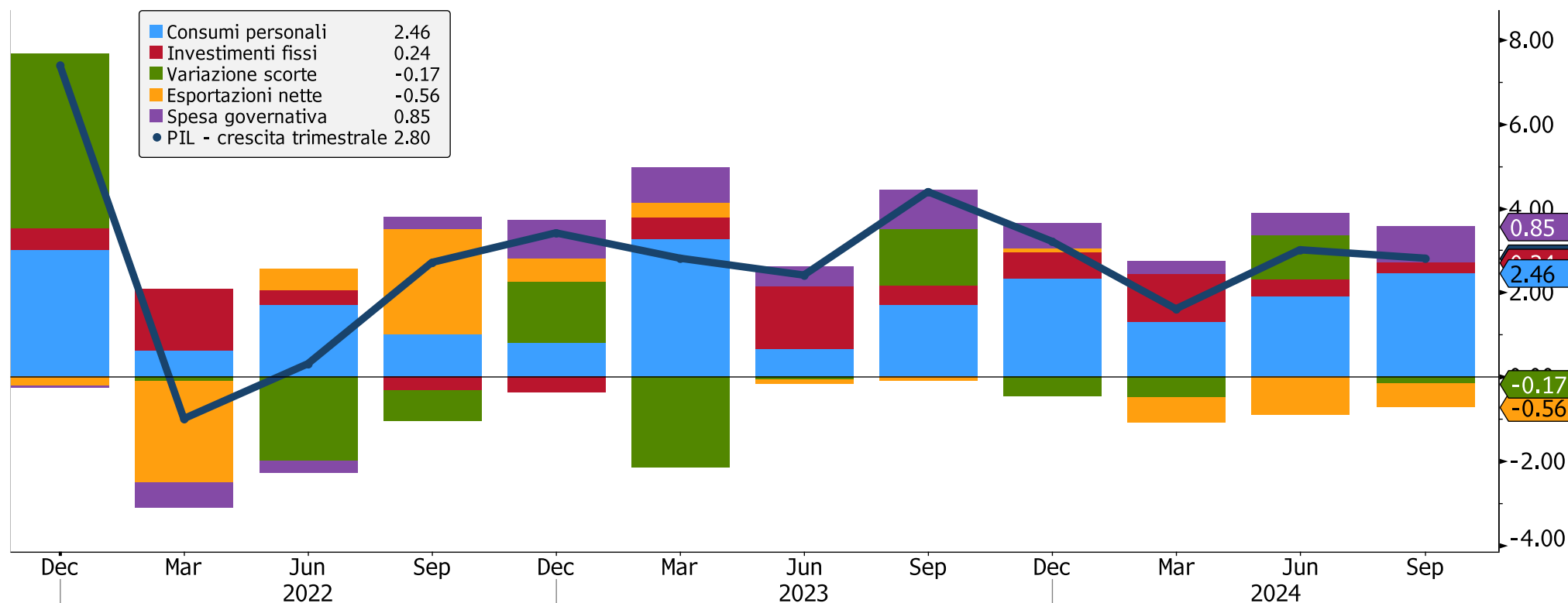
IL DOLLARO SI RAFFORZA – Grafico 6



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024

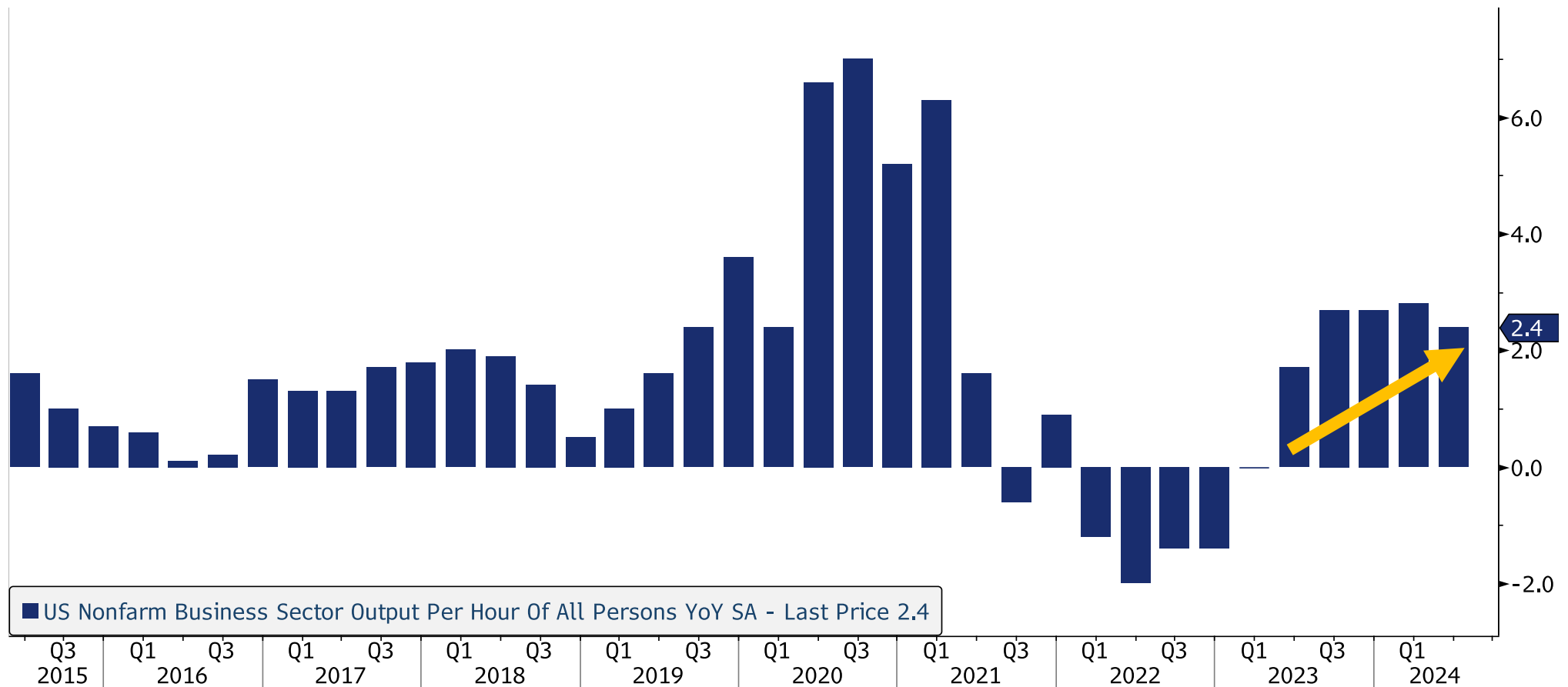


I CONSUMI SI CONFERMANO MOTORE DEL PIL USA - GRAFICO 7



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024

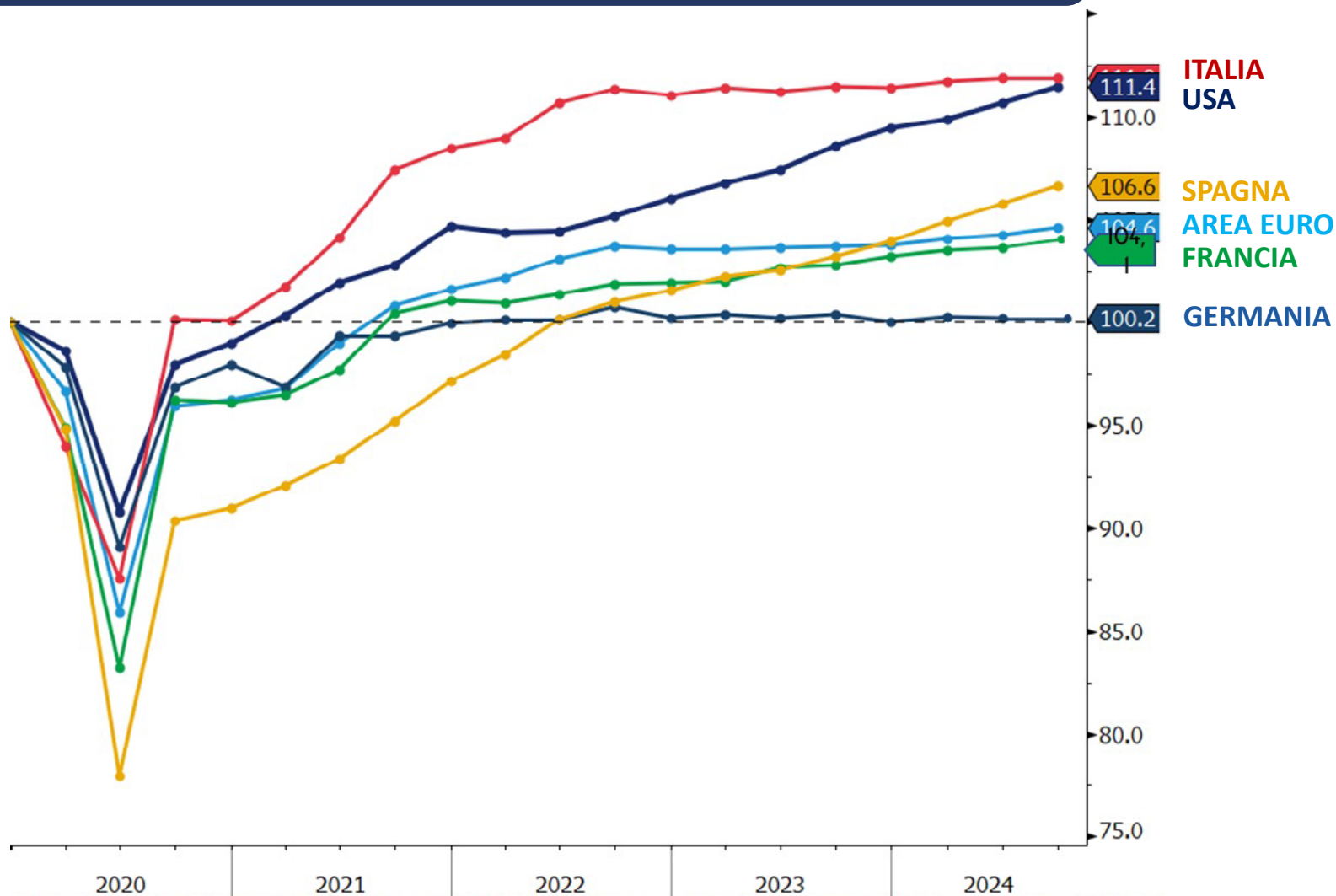
ACCELERAZIONE DELLA PRODUTTIVITÀ US - GRAFICO 8



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024

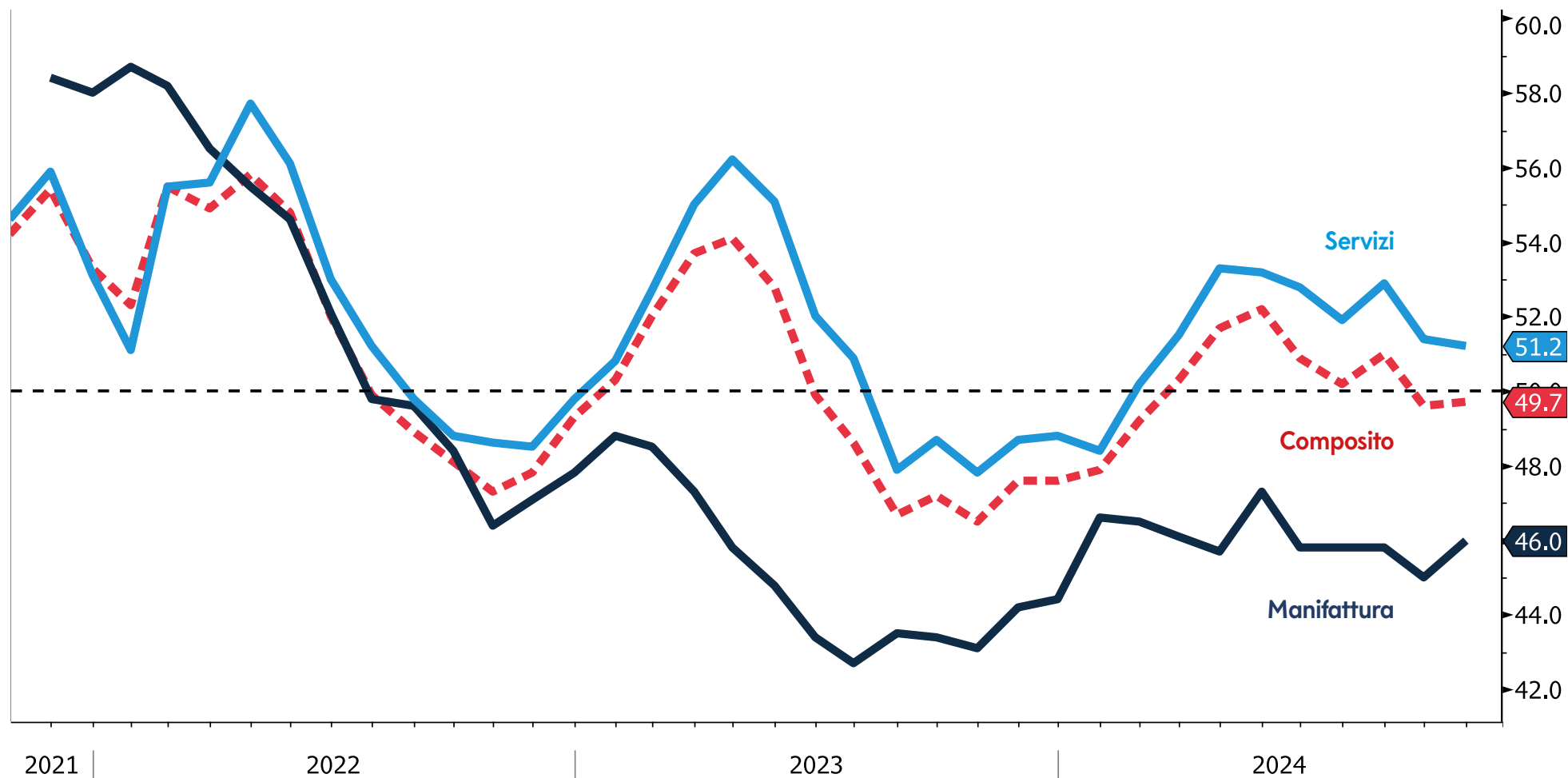
RITMI DIFFERENZIATI DELLA CRESCITA NEL 3Q - GRAFICO 9

(Andamento PIL reale, 100 = 31/12/19)



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024

INDICI PMI AREA EURO - Grafico 10



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024



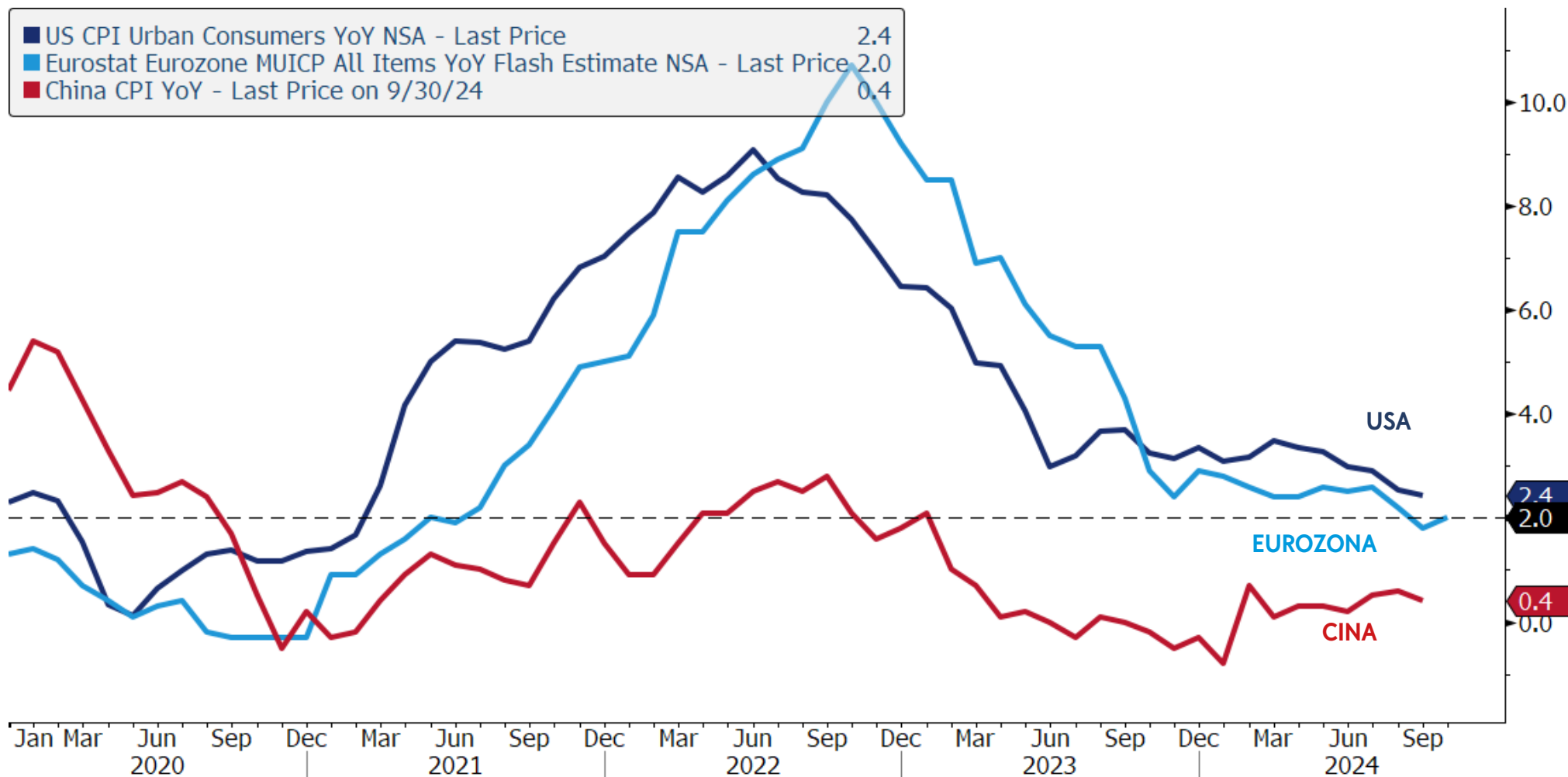
PRINCIPALI MISURE ANNUNCIATE DALLE AUTORITÀ CINESI – GRAFICO 11

Settore	Misure	Obiettivo	Impatto Atteso
Stimolo Monetario	- Riduzione Tassi di riferimento	Aumentare la liquidità nel sistema finanziario	Maggiore disponibilità di credito, stimolando investimenti e consumi. La riduzione del RRR dovrebbe aggiungere 1 trilione di liquidità.
	- Taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR)		
Mercato Immobiliare	- Riduzione dei tassi ipotecari	Stimolare l'acquisto di abitazioni	Incremento della domanda abitativa e sostegno al settore.
	- Abbassamento quota di anticipo per le seconde case		
	- Obbligazioni speciali governi locali per finanziare l'acquisto di terreni e proprietà inutilizzati		
Espansione Fiscale	- Aumento finanziamenti al governo locale usando la quota accumulata non spesa negli anni precedenti	Sostenere la crescita e il benessere pubblico	Possibile aumento della domanda interna.
	- Aumento limite debito per facilitare risoluzione debito governi locali		
	- Sussidi ai consumi		
	- Piano di ricapitalizzazione banche		
Mercato Azionario	- Programmi di supporto alla liquidità per istituzioni finanziarie	Rafforzare la stabilità dei mercati finanziari	Aumento della fiducia degli investitori.
	- Sostegno ai riacquisti azionari		

Nota: Le misure elencate, annunciate a partire da fine settembre, sono ancora in attesa di ulteriori dettagli di implementazione da definire.

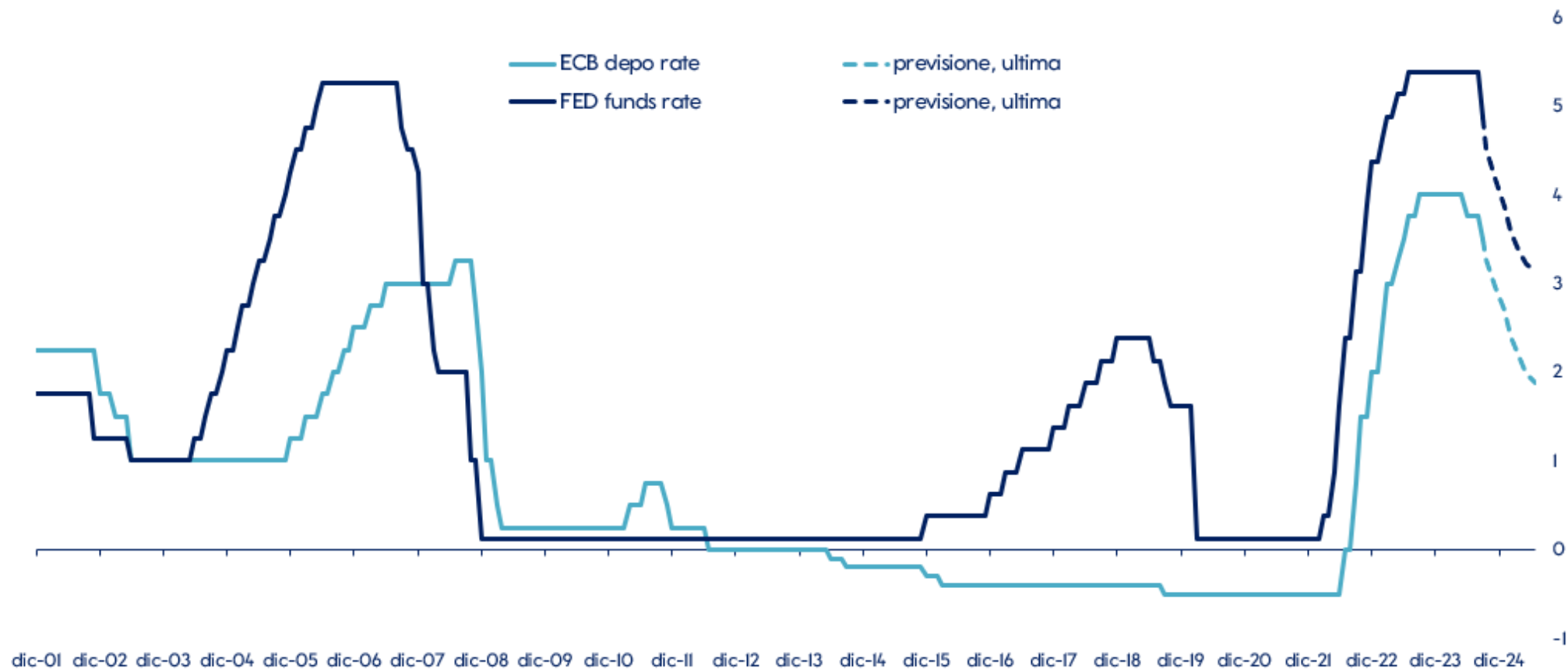
INFLAZIONE A CONFRONTO - Grafico 12

(Indici dei prezzi al consumo, % anno su anno)



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024

TRAIETTORIA ATTESA DAL MERCATO SUI TASSI FED E BCE - Grafico 13



Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum, su dati Bloomberg. Dati al 08 Novembre 2024.

VELOCITÀ DI CROCIERA ETEROGENEE - Grafico 14

Real GDP projected growth rates - %, year-on-year

2024

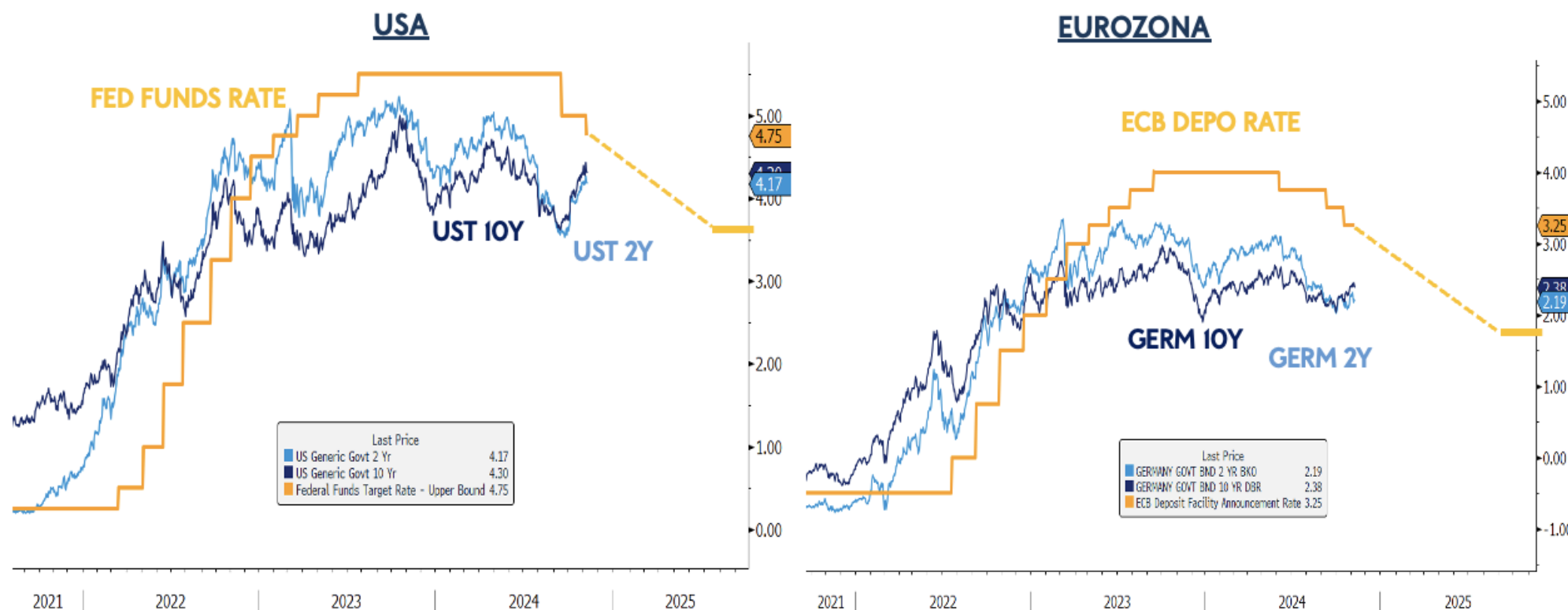
Paese	Ultima	Precedente	Revisione
Globale	3,2	3,2	0,0
Paesi Avanzati	1,8	1,7	0,0
Stati Uniti	2,8	2,6	0,2
Eurozona	0,8	0,9	-0,1
Germania	0,0	0,2	-0,2
Francia	1,1	0,9	0,2
Italia	0,7	0,7	0,0
Giappone	0,3	0,7	-0,4
Regno Unito	1,1	0,7	0,4
Paesi Emergenti	4,2	4,3	-0,1
Asia Emergente	5,3	5,4	-0,1
Cina	4,8	5,0	-0,2
India	7,0	7,0	0,0

2025

Paese	Ultima	Precedente	Revisione
Globale	3,2	3,3	-0,1
Paesi Avanzati	1,8	1,8	0,0
Stati Uniti	2,2	1,9	0,3
Eurozona	1,2	1,5	-0,3
Germania	0,8	1,3	-0,5
Francia	1,1	1,3	-0,2
Italia	0,8	0,9	-0,1
Giappone	1,1	1,0	0,1
Regno Unito	1,5	1,5	0,0
Paesi Emergenti	4,2	4,3	-0,1
Asia Emergente	5,0	5,1	-0,1
Cina	4,5	4,5	0,0
India	6,5	6,5	0,0

Fonte: FMI, World Economic Outlook Ottobre 2024.

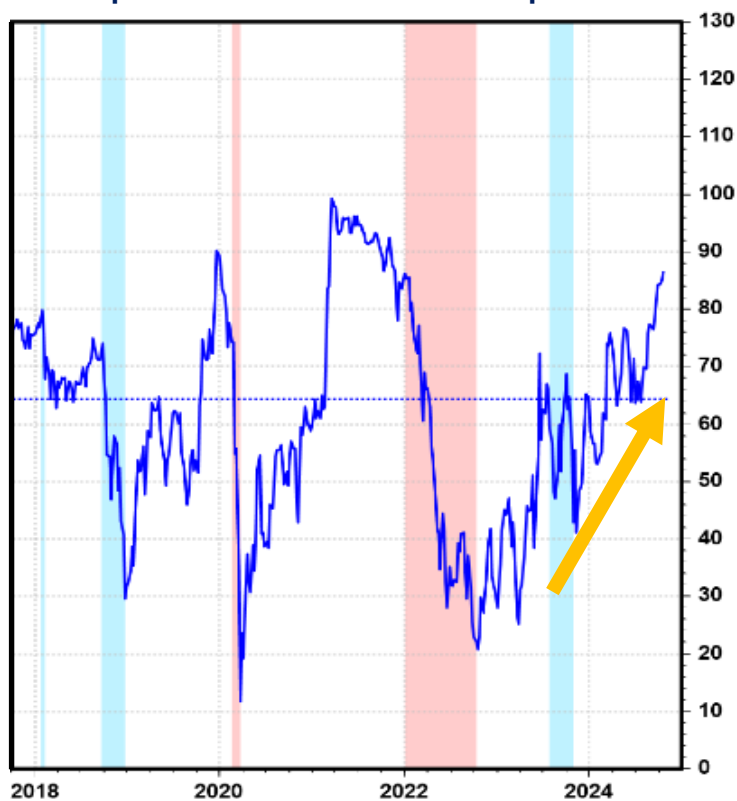
RENDIMENTI IN CALO, MA NON TROPPO – Grafico 15



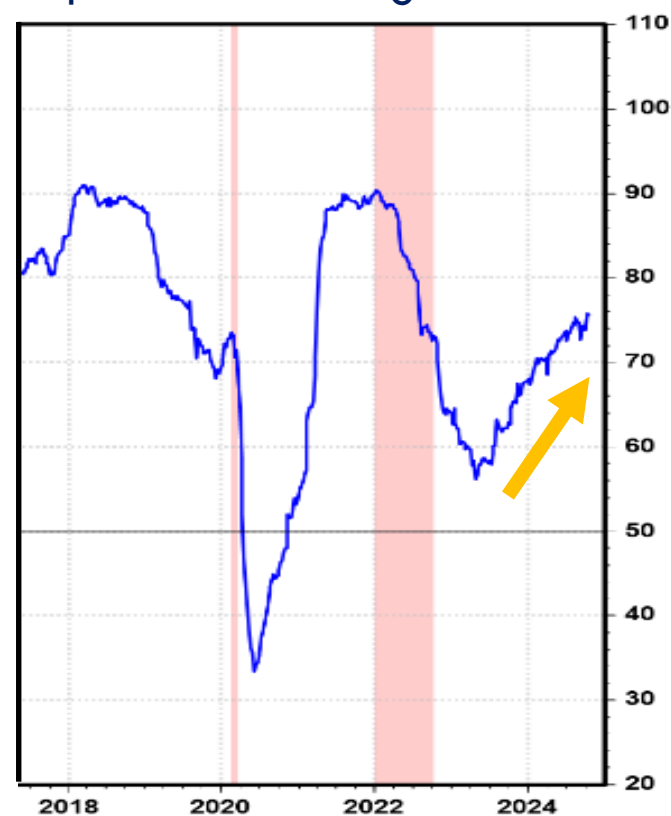
Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 28 ottobre 2024

RIALZI SEMPRE PIÙ PARTECIPATI- Grafico 16

% aziende S&P 500 con variazione positiva a 12 mesi del prezzo



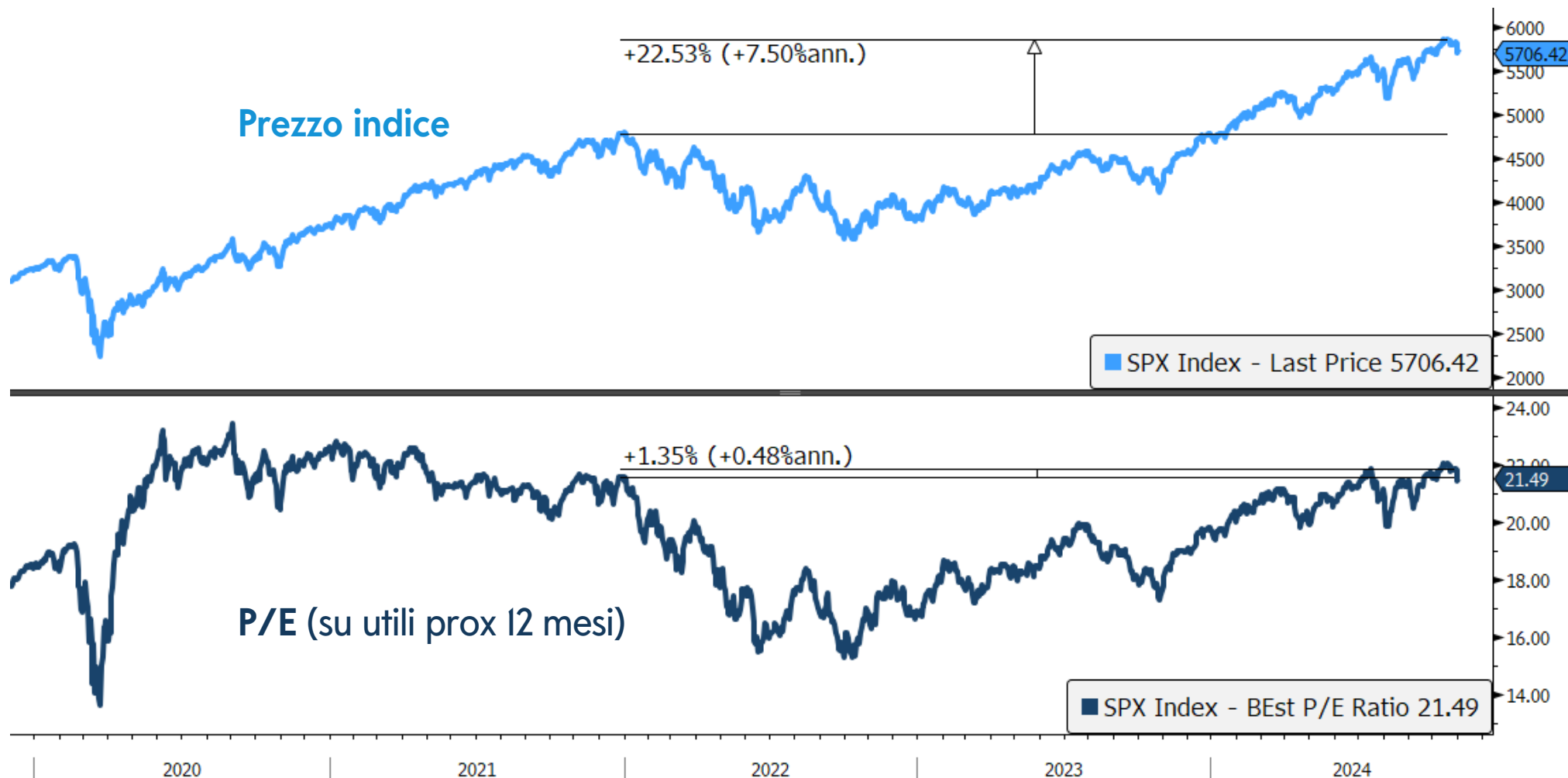
% aziende S&P 500 con variazione positiva a 12m sugli utili futuri



Fonte: Yardeni Research

VALUTAZIONI ECCESSIVE? – GRAFICO 17

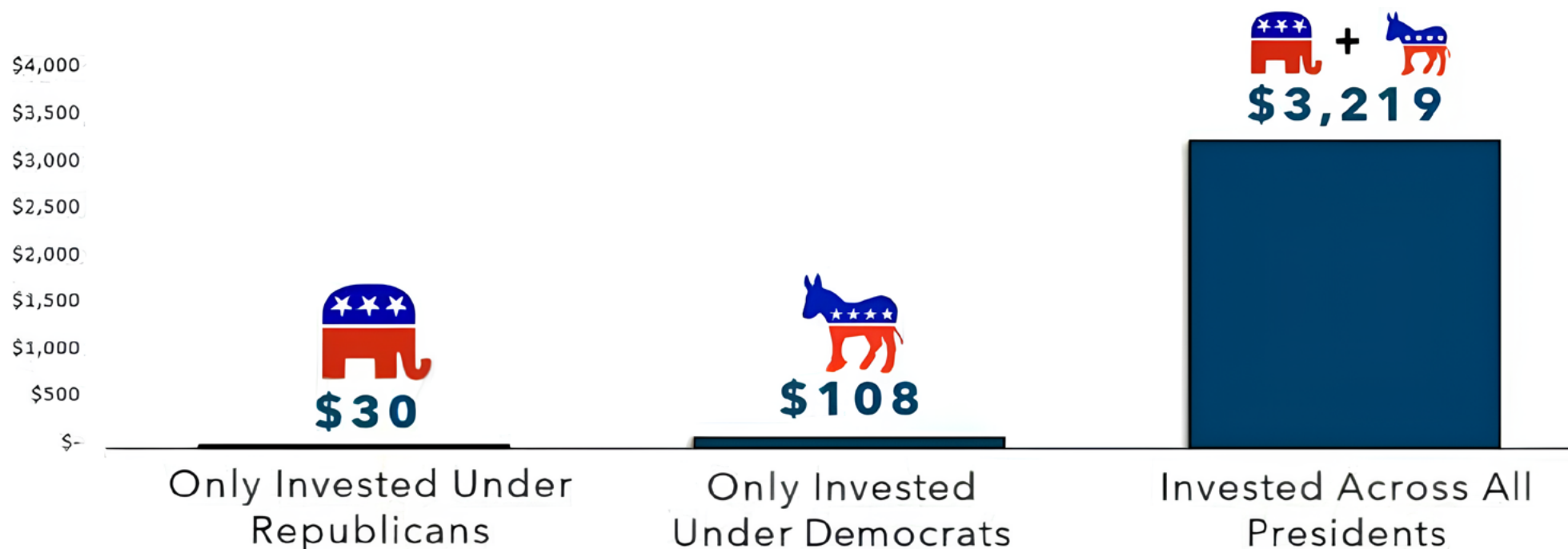
Il mercato USA è salito di circa il 22% dal 2022, ma le valutazioni sono rimaste stabili grazie alla crescita degli utili



Copyright 2024 Bloomberg Finance L.P., 4 novembre 2024

INVESTIRE IN BASE ALL'ORIENTAMENTO POLITICO NON È UNA STRATEGIA VINCENTE - GRAFICO 18

Crescita di 1\$ investito nell'indice S&P 500 sotto vari regimi politici, dal 1950 al 2024



Fonte: Ritholtz. Mostra la crescita di un investimento di 1\$ nell'S&P 500 sotto l'amministrazione esclusiva dei repubblicani, dei democratici, o senza considerare il partito al potere.