



SANFELICE 1893

MERCATI

Periodico di informazione ad uso interno per soci e dipendenti a cura di SANFELICE 1893 Banca Popolare.

OTTOBRE 2024

con la collaborazione tecnica di Ruggero Bertelli - Professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università di Siena.

L'Economia globale conferma la sua crescita: in USA segnali di rallentamento della forza, in area EURO segnali di miglioramento della debolezza.

La TABELLA 1 rappresenta le ultime previsioni OECD (SETTEMBRE 2024). L'area EURO, dopo un -6,4% nel 2020, è cresciuta nel 2021 del +5,3%. Nel 2022 è cresciuta del +3,1%. È rallentata a +0,5% nel 2023; il 2024 è previsto a **+0,7%** (era +0,9%); il 2025 a **+1,3%** (era +1,5%). In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7%. Nel 2021 si è registrato un notevole +5,9% per poi scendere a +2,2% nel 2022. Il 2023 si è chiuso a +2,5%. Le previsioni: **+2,6%** (era +2,6%) nel 2024 e **+1,6%** (era +1,9%) nel 2025. L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il nostro paese il 2021 ha visto una crescita notevole del +8,3% seguita da +3,9% nel 2022 e da un 2023 a +0,9%. Nel 2024 l'Italia crescerà di un modesto **+0,8%** (era +0,7%). Per il 2025 **+1,1%** (era +0,9%), dato condiviso da Banca d'Italia (giugno 2024). Secondo OECD l'inflazione core (dato di fine periodo TABELLA 2) in area EURO ha toccato il suo picco nel 2022 (+9,2%); si è ridotta al +4,9% nel 2023 e continuerà a ridursi nel 2024 e 2025 rispettivamente: +2,8%; +2,2%. Negli USA, il massimo è stato il +7,4% del 2021. Poi la discesa ha portato al +4,1% del 2023. Secondo le previsioni seguiranno +2,7% +2,0% nel 24-25.

La Francia ha registrato dati di crescita del -8,2% del 2020, un +6,4% del 2021, e un +2,5% nel 2022. Scende a livello +1,1% nel 2023; a **+1,1%** (+0,9%) nel 2024 e **+1,2%** (era +1,3%) nel 2025.

Per la Germania il 2020 si chiuso a quota negativa -4,9%. Nel 2021 la crescita è stata del +3,1%; nel '22 è stata del +1,9%. Nel 2023 il dato è -0,20% e nel 2024 un **+0,1%** (era +0,2%). Il 2025 migliorerà, secondo le previsioni, a +1,0% (era +1,3%).

La Cina è stato uno dei pochi paesi con un dato positivo nel 2020: +2,3%. Anche il 2021 si è presentato forte: +8,4%. Il 2022 si è chiuso a +3%. Il dato 2023 si attesta a quota +5,2%. Il 2024 per la Cina è previsto a **+4,9%** (era +5,0%); il 2025 a livello +4,5% (era +4,5%), in rallentamento. Per l'India il 2020 è stato invece brutale: -8%; è stato seguito però da un 2021 a +9,1% e successivamente con un +7,2% nel 2022. Il dato 2023 è stato robustissimo +8,2%. Nel 2024 ancora un **+6,7%** (era +7,0%) e poi un **+6,8%** (era +6,5%).

Per la Russia 2020 la contrazione è stata del -3,1%. È seguito un 2021 a +4,7%. Ovviamente il 2022 ha risentito direttamente della guerra: -2,1%. Il 2023 ha chiuso ad un sorprendente +3,6%. Secondo queste (onestamente) difficili (e dubbie) previsioni, il 2024 salirebbe **+3,7%** (era +3,2%) seguito da un **+1,1%** (era +1,5% la precedente previsione) del 2025. Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +5,3% nel 2021. È cresciuto del +3% e +2,9% nei due anni successivi. Nel 2024: **+2,9%** (era +2,1% la previsione tre mesi or sono) e nel 2025 **+2,6%** (era +2,4%). Il Regno Unito chiude il 2020 a -11%. Il 2021 ha registrato un +8,7%; segue un 2022 a +4,3 e un +0,1% nel 2023. Nel 2024: **+1,1%** (era +0,7%) seguito dal **+1,2%** (+1,5%) del 2025. Secondo i dati FMI (aprile 2024), nel 2023 ci sono 15 paesi (su 58 censiti) con crescita

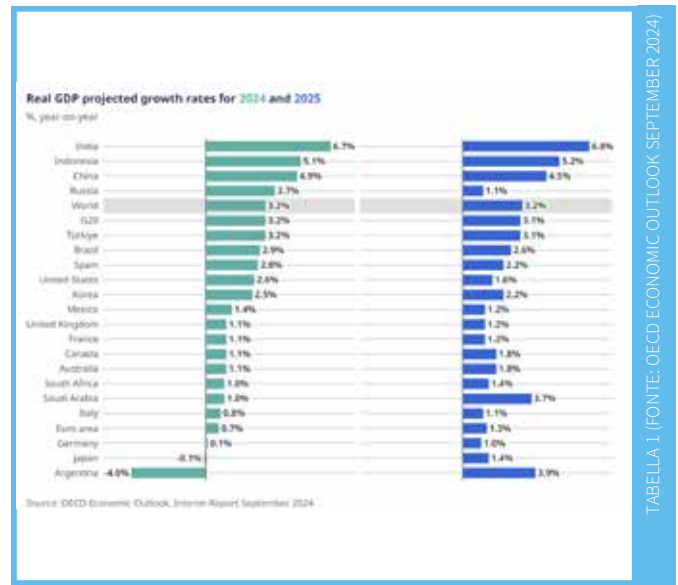


TABELLA 1 - FONTE: OECD ECONOMIC OUTLOOK SEPTEMBER 2024

	2023	2024		2025	
		Interim EO projections	Difference from May EO	Interim EO projections	Difference from May EO
G20 Advanced Economies ¹	4.2	2.7	0.2	2.1	0.0
Australia	5.3	3.6	0.2	2.6	-0.3
Canada	3.9	2.6	0.0	2.2	0.1
Euro area	4.9	2.8	0.2	2.2	0.1
Germany	5.1	3.2	0.4	2.2	0.0
France	4.0	2.5	0.5	2.2	0.2
Italy	4.5	2.3	0.0	2.2	0.1
Spain ²	4.1	2.6	-0.3	2.2	0.0
Japan	2.7	1.9	0.1	1.9	-0.1
Korea	3.4	2.2	0.0	2.0	0.0
Mexico	5.7	4.1	-0.2	2.9	-0.2
Turkiye	58.5	58.1	0.6	28.9	0.2
United Kingdom	6.2	3.7	-0.4	2.8	0.3
United States	4.1	2.7	0.1	2.0	-0.1
South Africa	5.1	4.4	-0.5	3.8	-0.8

TABELLA 2 - CORE INFLATION (Fonte: OECD Economic Outlook September 2024)

negativa (tra i quali la Germania e l'Austria) per un totale del 9,4% del PIL mondiale (PPP 2023); solo 2 paesi nel 2024 registreranno un dato negativo (Estonia e Argentina). Nel 2025 nessun dato negativo, ma ci saranno 11 paesi in rallentamento (pari al 57% del PIL) tra il 2025 e il 2024. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre e segnalano una tendenza negativa, con economie avanzate ed emergenti in crescita contrastata (FIGURE 1 e 2). Per le prime, infatti, l'indice composito è a **52,3** (era 52,8): 53,4

(era 53,4) il non manufacturing e **47,5** (era 49,7) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a **51,1** (da 53,3): non manufacturing a **51,7** (era 52,6); manufacturing a **49,8** (era 52,1). L'evoluzione mensile dei valori indica che l'ultimo mese è stato di correzione negativa. È chiaramente sotto 50 il manifatturiero delle economie sviluppate ed è sotto 50 (sia pure di poco) anche il manifatturiero delle emergenti. La FIGURA 3 mette a confronto per gli USA il leading e il coincident indicator. Come si vede chiaramente, l'economia attualmente (coincident) è in buona salute: dopo il violento calo pandemico, c'è stato un robusto ritorno alla normalità. Se però osserviamo il leading indicator i segnali sono molto meno positivi. Il leading in altre occasioni (2007, 2002, 1990) ha chiaramente indicato momenti recessivi successivi, quando ha tagliato dall'alto il coincident indicator, come è avvenuto già qualche mese addietro. È un segnale di recessione, da osservare con grande attenzione. Quanto al petrolio i molteplici scenari di crisi mediorientale non sembrano colpire le quotazioni, anche per il rallentamento globale. Il Brent si trova ora in area **74,6** (era 85 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno la variazione è negativa pari al **-18%** (era a +7% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è in aumento del **+0,7%** (fonte Economist, 5/10/2024). La politica monetaria in area EURO osserva un dato di inflazione (totale) sceso sotto il 2%, ma una core ancora sopra questo livello. In USA l'inflazione è sopra il 2% ma in chiara diminuzione. L'economia mostra segni di indebolimento, soprattutto nella manifattura. Sia BCE che FED hanno iniziato la fase di riduzione dei tassi di interesse. La BCE dopo aver aumentato di **50** punti base e di **75** punti base a luglio e a settembre 2022; poi di altri **75** a novembre e di **50** a dicembre 2022, ha continuato nel 2023 i rialzi: **50** punti base a febbraio e **50** punti base a marzo; poi **25 + 25** a maggio e giugno. Ancora **25 + 25** ad agosto e settembre, dieci rialzi consecutivi. Poi, finalmente (26 ottobre 2023), una pausa. Il 12 giugno 2024 la BCE ha deciso di ridurre i tassi ufficiali di **un quarto di punto**. Il 18 settembre 2024 ulteriore ritocco del tasso sui depositi: **-0,25**, nell'ambito di una già annunciata manovra (diciamo "tecnica") di riduzione più marcata del tasso di rifinanziamento principale (con una riduzione del corridoio dei tassi: -0,60). Il bilancio della BCE aveva raggiunto i 3 trilioni di euro a fine 2012 (crisi dell'EURO); a fine 2015 era a 2,8 trilioni; l'ultimo dato (trentanovesima settimana del 2024) è pari a 6,398 trilioni di euro (da 6,494 del trimestre precedente). La nona riduzione trimestrale da inizio 2022 (-0,98% era -1,55% il trimestre precedente). Il valore massimo è stato raggiunto il 24/6/2022 (8,836 trilioni, quindi siamo a -27,6%). Si tenga presente che il valore medio dal gennaio 1999 ad oggi è stato 2,987 trilioni. La politica fiscale in USA si conferma ancora espansiva, ma difficile valutarla in tempi di elezioni. Certamente, il livello del debito pubblico americano, in continua inarrestabile espansione, desta preoccupazioni. Più attenzione in area EURO, almeno per la parte ordinaria. Il rallentamento economico ha reso più difficile mantenere sotto controllo il rapporto deficit/PIL, anche se l'inflazione ha aiutato. In area EURO, con la fine del PEPP e del PAA e sebbene la BCE rassicuri che agirà con "flessibilità", dopo il varo del "Next generation EU" c'è una maggiore attenzione all'aumento della spesa. Le preoccupazioni per la massa di debito pubblico accumulata in questo periodo sono sempre più presenti. E le preoccupazioni sono aumentate con il rialzo dei tassi. Secondo gli ultimi dati FMI (aprile 2024), tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2024 ci sono (in verde le previsioni migliorate o stabili,

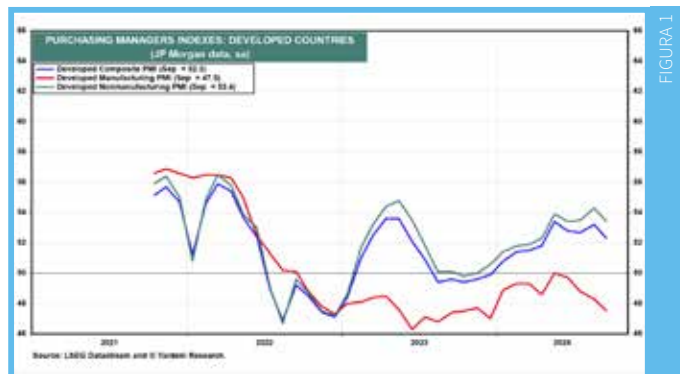


FIGURA 1

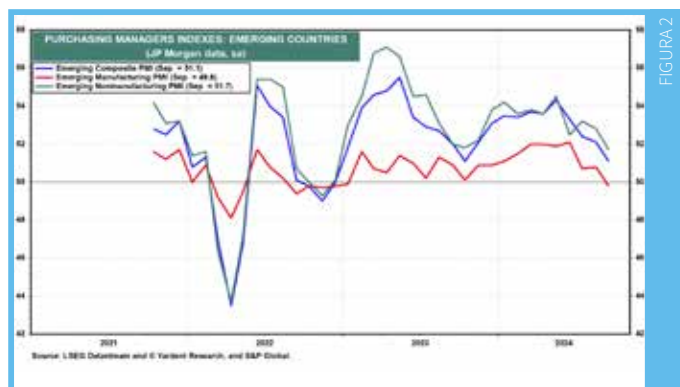


FIGURA 2

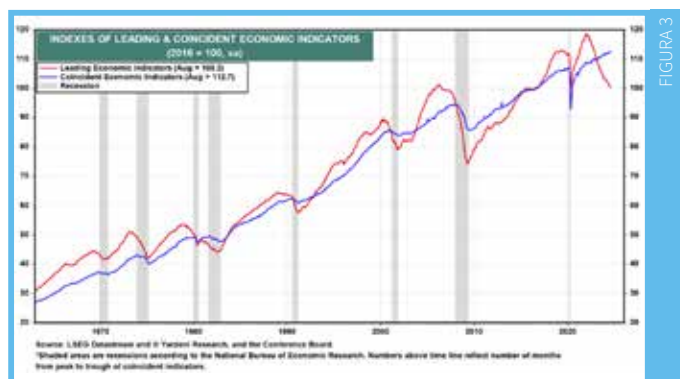


FIGURA 3

in rosso quelle che sono peggiorate): India (-7,8%); Stati Uniti (-6,5%); Brasile (-6,3%); Cina (-7,4%); Giappone (-6,5%); Italia (-4,6); Francia (-4,9%); Belgio (-4,4%); Regno Unito (-4,6%); Spagna (-3,1%); Russia (-1,9%); Germania (-1,5%). Media area EURO: **-2,9%**. Secondo il FMI (aprile 2024), il rapporto debito/PIL 2024 sarà pari a **254,6%** in Giappone; **158,8%** in Grecia; **139,20%** in Italia. Rispettivamente, nel 2029 arriveremo a **251,7%**, **138,8%** e **144,90%**. Gli Stati Uniti giungeranno al **133,90%** del 2029 dal **123,30%** del 2024 (in verde le previsioni migliorate o stabili, in rosso quelle che sono peggiorate). L'Italia (insieme per la verità agli USA) è l'unico Paese tra quelli qui elencati con un dato in peggioramento.

Prosegue il rientro inflazionistico.

“I dati recenti sull’inflazione rispecchiano sostanzialmente le attese, e le ultime proiezioni degli esperti della BCE confermano le prospettive di inflazione precedenti. Secondo gli esperti l’inflazione complessiva si collocherebbe in media al 2,5% nel 2024, al 2,2% nel 2025 e all’1,9% nel 2026, come nelle proiezioni di giugno. L’inflazione dovrebbe tornare ad aumentare nell’ultima parte di quest’anno, anche perché i precedenti bruschi ribassi dei prezzi dell’energia non incideranno più sui tassi calcolati sui dodici mesi. Dovrebbe poi diminuire fino a raggiungere il nostro obiettivo nella seconda metà del prossimo anno”. “L’inflazione interna resta elevata in quanto i salari continuano a crescere a un ritmo sostenuto. Tuttavia, le pressioni sul costo del lavoro si stanno allentando e i profitti stanno parzialmente attenuando l’impatto sull’inflazione dell’aumento delle retribuzioni.” (BCE, 12 settembre 2024). L’inflazione scende lentamente, in linea con una buona situazione macroeconomica contingente: in area EURO, l’inflazione core sembrano opporre resistenza, ma quella totale è ormai sotto il 2%. Sia in USA (FIGURA 4), sia in area EURO (FIGURA 5) il clima inflazionistico è tranquillo. L’inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+1,8%** (da +2,5% del trimestre precedente); quella core è rimasta diminuita al **+2,7%** dal +2,9% precedente. Sono dati che consolidano un miglioramento, non c’è dubbio. Anche se l’attenzione deve rimanere alta. L’intervento espansivo di BCE e la reazione dei mercati hanno dato la sensazione della “situazione sotto controllo”, con una nuova luce sulla debolezza del ciclo economico. In FIGURA 4 è riportata l’inflazione USA (dati di settembre): **+2,5%** (da +3,0%) l’inflazione totale, un dato rassicurante; **+3,2%** da +3,3% quella core. Il dato inflazionistico in contenimento è coerente con i segnali di rallentamento

dell’economia USA. La FED avrà dunque maggiori margini di manovra e ulteriori discese dei tassi sono molto probabili, soprattutto alla conferma del rallentamento economico. BCE si è mossa prima della FED, partendo da una situazione macroeconomica decisamente più debole. Ci sono (deboli) segnali di miglioramento in area EURO e i segnali di rallentamento in USA. Tutto sembra coerente. Le aspettative di inflazione in USA - calcolate come differenza tra rendimento nominale del decennale e rendimento del decennale indicizzato all’inflazione (il TIPS), rispettivamente pari a **+3,98%** (era +4,23% lo scorso trimestre) e **+1,64%** (era +1,96%) - si attestano dunque al **+2,3%** (da +2,3%; dati al 4 ottobre 2024).

Tassi di interesse EURO a breve termine ... continua la discesa “invertita”.

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) ha proseguito la discesa dai massimi. I tassi reali a 3 mesi sono ancora positivi in area euro. Una notizia buona: il “lavoro” della BCE ha raggiunto un importante obiettivo. Il livello dei tassi di interesse a breve termine AAA dell’area EURO si è ormai lasciato alle spalle il territorio negativo (FIGURA 6). I tassi a dodici mesi sono stati negativi dall’11 giugno 2014 (con un minimo a livello -0,91%) ad aprile 2022. La discesa non è finita. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati ad una diminuzione, avendo lasciato alle spalle il loro massimo. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. Anche i tassi EURIBOR tre mesi hanno iniziato la discesa. Il rischio banche (rappresentato dallo spread EURIBOR - AAA) continua ad essere molto contenuto. Lo spread tra trasso EURIBOR e AAA a tre mesi è molto contenuto a livello 0,25% (FIGURA 8). L’unione bancaria europea (vigilanza unica, il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie, riforma del MES) ha reso meno correlato il rischio “banche” rispetto a quello dei titoli governativi dei diversi paesi dell’EURO. Il tasso EURIBOR dovrebbe funzionare meglio, quale unico tasso interbancario. Se gli euro depositati nelle banche “non sono tutti uguali”, l’unione bancaria non esiste. La BCE sta vincendo questa battaglia. Il “debito comune” si afferma prudentemente. L’evoluzione dell’EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 4.



FIGURA 4



FIGURA 5

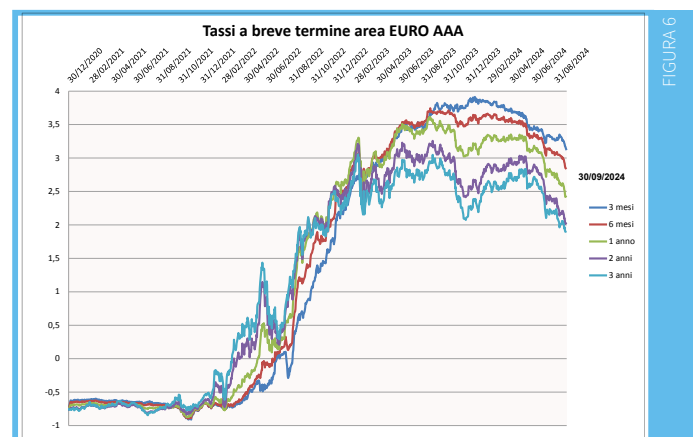


FIGURA 6

Tassi EURO lungo termine: il mercato dei tassi parla e dice “rallentamento economico in corso”.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un ulteriore ribasso “ufficiale” sul tratto a brevissimo termine ed un coerente ribasso di tutta la curva (FIGURA 9). La curva rimane tutta decrescente fino a 3,5 anni in avanti. Non è dunque di facile interpretazione e denota che si tratta di una situazione di transizione. La pendenza (negativa), misurata dal differenziale 10 anni - 3 mesi è rimasta stabile. I tassi sono decrescenti, partendo dal **3,13%** (3,40% il trimestre precedente) a tre mesi, per giungere al minimo di **1,9%** a 3,5 anni (era 2,39% a 6 anni). A 10 anni giungono al **2,29%** (2,51%). Il massimo nel lungo termine è a quota **2,55%** a 21 anni (era **2,78%** a 20 anni). Il mercato esprime tassi reali praticamente nulli, considerando i dati attuali di inflazione (FIGURA 11). I tassi USA, rispetto al trimestre precedente, sono diminuiti lungo tutta la curva. La curva rimane più alta di quella EURO di circa 200 bp ed è inclinata in modo ampiamente negativo (simile alla curva EURO). I tassi a 10 anni in Germania sono ormai superiori al 2% (+2,212%; erano a +2,489% lo scorso trimestre) e sono più alti dei tassi giapponesi: **+0,855%** (era +1,059%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota **+3,393%** (era +3,829%), quello USA è a livello **+3,975%** (era +4,283%) (fonte Refinitiv Eikon, 4/10/2024). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi ai 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva invertita che non riesce a “raggrupparsi”, compresa tra il **+1,90%** a 3 anni e il **+3,11%** a tre mesi (era tra +2,5% a 7 anni e il +3,44% a tre mesi lo scorso trimestre). La “riemersione” dei tassi EURO - almeno in termini nominali - è avvenuta e non si torna indietro. Le attuali condizioni sembrano favorevoli ad una normalizzazione della curva, che dovrebbe realizzarsi con ulteriori riduzioni dei tassi a breve termine e un lieve ribasso di quelli a lungo termine.

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell’area EURO: gli spread continuano a scendere leggermente.

L’evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO - tutti impegnati sul contenimento di un deficit e di un debito postpandemico, che risente degli interventi per far fronte alle conseguenze economiche di breve periodo delle guerre e al contestuale utilizzo intelligente dei fondi del piano Next Generation EU - dipende dal punto di partenza del livello DEBITO/PIL e dagli effetti sulla crescita del DEFICIT/PIL. In particolare, “spendere bene” significa creare le condizioni per crescere di più e quindi per porre le basi per la sostenibilità dell’enorme debito in accumulazione. Si è aggiunto a questo scenario il peso del servizio del debito, causato dai rialzi dei tassi di interesse. La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali (fonte FMI aprile 2024 e OECD settembre 2024) e l’andamento degli spread rispetto alla Germania. L’ipotesi è che lo spread sia funzione dal rapporto Debito/PIL; dalla crescita del PIL e dal rapporto Deficit/PIL. Vengono riportati come confronto i dati di USA, UK e Giappone. In area EURO, le previsioni economiche per il 2024, collocano l’Italia prima di Germania,

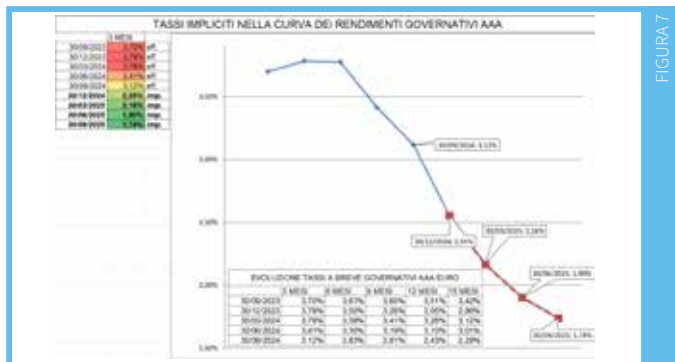


FIGURA 7

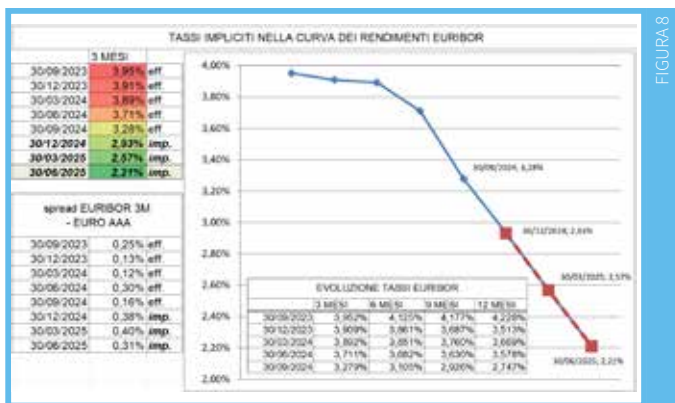


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
30/09/2023	3,70%	3,67%	3,60%	3,51%	3,42%
30/12/2023	3,78%	3,50%	3,26%	3,05%	2,86%
30/03/2024	3,78%	3,58%	3,41%	3,26%	3,12%
30/06/2024	3,41%	3,30%	3,19%	3,10%	3,01%
30/09/2024	3,12%	2,83%	2,61%	2,43%	2,29%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
30/09/2023	3,952%	4,125%	4,177%	4,228%
30/12/2023	3,909%	3,861%	3,687%	3,513%
30/03/2024	3,892%	3,851%	3,760%	3,669%
30/06/2024	3,711%	3,682%	3,630%	3,578%
30/09/2024	3,279%	3,105%	2,926%	2,747%

TABELLA 4

Austria e Olanda; nel 2025 il **+1,1%** italiano (era 0,7%) è un dato modesto (sia pure lievemente più alto della crescita tedesca). Il debito pubblico (una “certezza” negativa) costituisce il noto punto debole e determina l’andamento dello spread: lo spread italiano ha registrato rispetto al trimestre scorso una leggera diminuzione a **121 bp** (da 139 bp). Vale la pena di ricordare che il 9/11/2011 lo spread ha raggiunto il suo massimo a quasi 550 bp. Il minimo degli ultimi 20 anni è 6 bp il 6/12/2005. Il valore medio dal 1994 è **143 bp** (era 145 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **132 bp** (era 134 bp). Siamo leggermente sotto la media. Lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (**149 bp** da 157 bp). Secondo le previsioni FMI (aprile 2024), il debito PIL italiano è aumentato a 150,90% nel 2021 (in diminuzione rispetto al dato 2020 pari ad oltre il 155%) dal già poco lusinghiero 134,1% del 2019. Per il 2022 il dato era un 147,7% che diventerà **139,20** nel 2024 (secondo le previsioni) e nel 2029 è previsto raggiungere il **144,9%**. Il deficit/PIL 2024 per l’Italia si attesterebbe, secondo le previsioni, ad un livello **-4,6%** (era -5%) (meglio solo di Stati Uniti e Giappone; TABELLA 5). La nostra solvibilità dipende non solo dal modo nel quale saranno utilizzate le risorse, ma anche dall’attenzione con la quale il Governo costruirà la “manovra” (annunciata come “di sacrificio”). L’evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema (e preoccupata) attenzione. Abbiamo di fronte le scelte sul fronte energetico, una situazione difficile della manifattura e una crescita modesta: vanno dati i segnali giusti. La sensazione è che “la palla” sia passata alla politica monetaria, che tuttavia – per definizione – non ha effetti redistributivi. Il ritorno a tassi “unici” per l’area EURO (come dal 1999 al 2007) è forse più vicino, ma non scontato. Un paradosso di tre crisi (pandemia, guerra, energia e nuova guerra) che ha costretto a mettere in comune problemi e (ancora in piccola parte) debiti. Certo, in questa situazione di incremento dei debiti, il financial risk di partenza può fare la differenza, se non viene gestito a livello politico e tecnico-monetario. La BCE rimarrà sempre più neutrale su questo fronte, pronta ad agire solo in caso di effettiva emergenza.

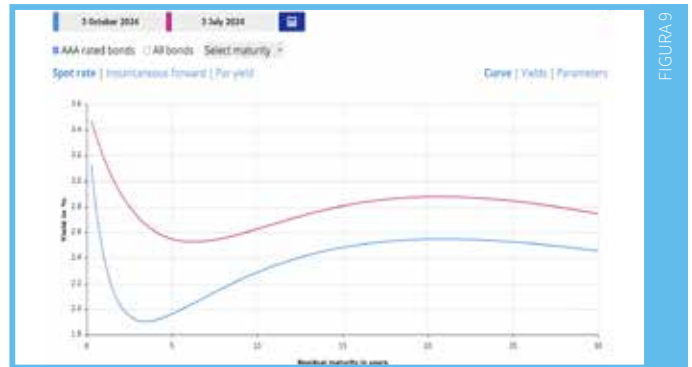


FIGURA 9

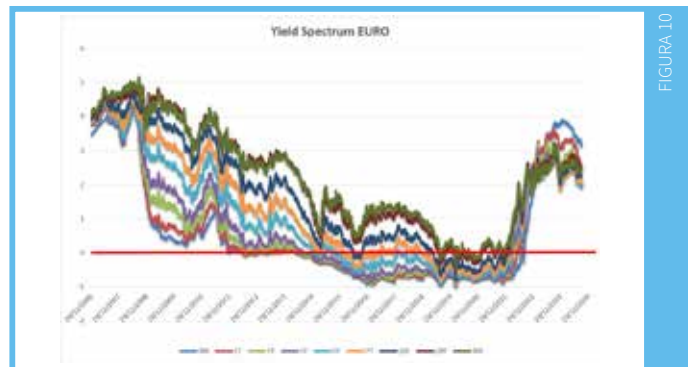


FIGURA 10

CONDIZIONI DI SOLVIBILITÀ DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA

	Debito PIL 2024	Debito PIL 2029	Crescita PIL 2024	Crescita PIL 2025	Deficit PIL 2024	Tassi a 10 anni 01/10/2024	SPREAD 01/10/2024	SPREAD 10/07/2024	Variazione SPREAD
Germania	63,70	57,70	0,1	1,0	-1,5	2,04	0,00	0,00	
Olanda	47,70	52,60	0,6	1,3	-2,0	2,33	0,29	0,33	-0,03
Francia	111,60	115,20	1,1	1,2	-4,9	2,73	0,69	0,66	0,02
Austria	75,40	76,00	0,4	1,6	-2,6	2,55	0,51	0,56	-0,05
Belgio	105,40	115,60	1,2	1,2	-4,4	2,66	0,62	0,54	0,08
Italia	139,20	144,90	0,8	1,1	-4,6	3,25	1,21	1,39	-0,18
Spagna	106,30	104,20	2,8	2,2	-3,1	2,79	0,75	0,79	-0,04
Irlanda	41,20	32,10	1,5	2,5	1,4	2,22	0,18	0,32	-0,13
Portogallo	94,70	76,90	1,7	2,1	0,2	2,55	0,51	0,59	-0,08
Grecia	158,80	138,80	2,0	1,9	-0,9	3,53	1,49	1,57	-0,08
USA	123,30	133,90	2,6	1,6	-6,5	3,74	1,70	1,76	-0,06
Giappone	254,60	251,70	-0,1	1,4	-6,5	0,87	-1,18	-1,49	0,31
UK	104,30	110,10	1,1	1,2	-4,6	3,94	1,90	1,62	0,28

Fonte: FMI APRIL 2024 (in grassetto aggiornamento OECD settembre 2024)

Fonte Datastream

TABELLA 5

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate si mantengono su livelli medio-bassi, ma attenzione agli effetti di un rallentamento economico inatteso.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. Gli spread sui corporate hanno raggiunto il loro livello minimo nel 2014, già toccato in altre occasioni (1998, 2005, 2007). Poi sono saliti. Sono giunti a quasi 900 punti base a fine 2015, un livello già visto nel 2011 e nel 2001. Dopo il rialzo di fine 2018 (paura di una recessione improvvisa, ma "naturale"), lo spread si era stabilizzato (FIGURA 13) per poi salire a oltre 1000 bp a causa della recessione pandemica. Ha ritracciato a 737 (16 aprile 2020) dopo gli annunci monetari e fiscali, poi è sceso a 587 bp in luglio e si attestava a 454 cinquantasette mesi addietro. Al 19/4/2021 lo spread sui governativi era pari a 325 bp (era 373 bp a gennaio). Al 16/7/2021 è ancora in diminuzione a 318 bp. Il 20/10/2021 raggiunge i 307 bp. Il 22/4/2022 è pari a 365 bp, da 329 bp di sei mesi prima. A luglio è salito a 553 bp ed era a livello 525 ad ottobre (13/10/2022). Mercati azionari pesanti e rialzi dei tassi molto veloci spiegano questo dato. Oggi (4 ottobre 2024) è in diminuzione a 306 da 336 di tre mesi or sono (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 7,04% (era 7,59% il trimestre precedente). Anche ai livelli di tasso complessivo attuale, questa asset class diviene meno interessante perché gli spread appaiono a livello basso.

I mercati azionari non mostrano particolari segni di cedimento. Rimane il fatto che qualche fondato dubbio è un lusso che possiamo permetterci.

Quando si è aperta la crisi del 2008 gli utili aziendali S&P500 hanno subito una violenta contrazione: sono diminuiti del -23,4%; poi -7,3% anche nel 2009, giungendo a 60,8 dollari per azione. Nel 2010, con un +40%, sono tornati sopra i livelli del 2007 (85,32). Il 2013 si è chiuso con 109,68 dollari per azione S&P 500 (+5,7% rispetto all'anno precedente; erano 97,82 nel 2011 e 85,32 nel 2010). Il 2014 si è chiuso a quota 117,86 (+7,5%). Chiusura 2015: 117,46 in diminuzione dello 0,3% rispetto all'anno precedente. Insomma, il primo anno di "fermo", dopo la corsa iniziata nel 2010. Ma il 2016 si chiude in leggero aumento a 118,04 con una crescita di +0,5%. Il 2017 si è chiuso a 131,98, con una crescita dell'11,8%. Il 2018 termina con utili a 161,93 (+22,7%). Una crescita spettacolare, seconda solo a quella del 2010, l'anno dopo la crisi. Il 2019 si è chiuso in leggero aumento a 163 dollari (quasi il doppio dei livelli del 2010). Le previsioni per il 2020 si attestavano due anni fa ad un buon +9,6% a livello 177,01. Le prime previsioni 2021 erano a 195,99. Poi la recessione da lockdown. Il 2020 ha chiuso a 139,76 (in calo del -14% rispetto al 2019) che ci riportano appena sopra agli utili 2017. Il 2021 si è chiuso con una spettacolare crescita del +49,2% a 208,53 dollari (la previsione era +47,4% a 205,98 dollari), che ha superato di slancio il livello 2019.



FIGURA 11

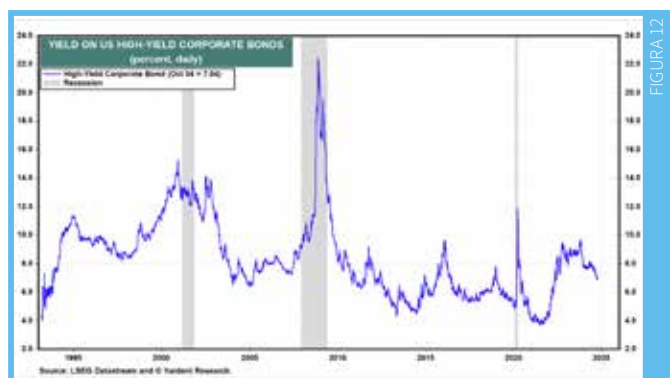


FIGURA 12

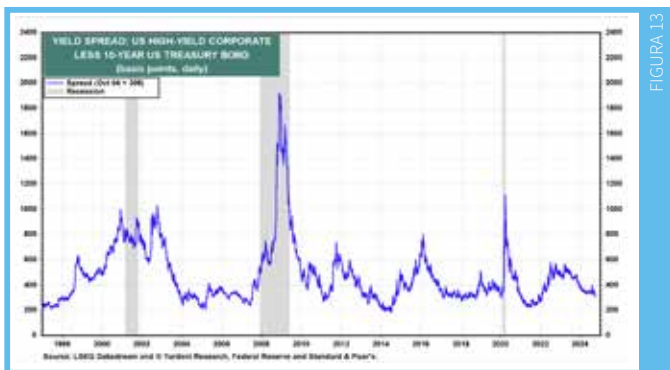


FIGURA 13

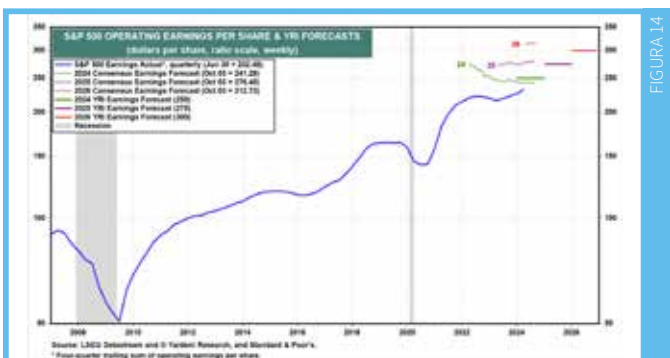


FIGURA 14

Per il 2022 (dati effettivi) nuova crescita: +4,6% a 218,09 dollari per azione. Il 2023 si chiude a 221,4, in aumento di +1,5%. Si noti un primo e secondo trimestre 2023 con crescita negativa, dopo una diminuzione degli utili anche nel quarto trimestre del 2022. Quanto al 2024, gli utili arriveranno a **241,3** (era 243,4 tre mesi fa) (ma 250 secondo Yardeni), registrando dunque un **+9,0%** (era +9,9%; secondo Yardeni: +12,1%). Per il 2025 le previsioni di consenso sono **+14,6%** (era +14,5%) a **277,3** (era 278,6) dollari (**275** da 270 secondo Yardeni). Previsioni di consenso 2026: **312,9** da 316,4 (**+13,1%** da +11,9%). Secondo Yardeni: 300 dollari con una variazione del +9,1%. In FIGURA 14 la linea blu rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento giugno 2024). Le linee tratteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per il 2024, 2025 e 2026. Vediamo le revisioni al ribasso per il 2024. Vengono inoltre riportate le previsioni di Yardeni Research. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Non è stato il caso della recessione per decreto, una certezza. Guerra, energia e inflazione avevano convinto gli analisti ad una riduzione delle previsioni (che il mercato aveva anticipato). Le previsioni 2025 e 2026 sono in miglioramento e sembrano ottimistiche. In FIGURA 16 vengono mappati alcuni mercati internazionali (e l'Italia) nel piano crescita del mercato (asse verticale) e crescita degli utili (asse orizzontale) a far tempo dalla fine del 2018. I mercati al di sotto della retta di regressione sarebbero "sottovalutati" (crescita mercato non ancora coerente con la crescita degli utili) quelli sopra la linea "sopravalutati". In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Non erano crollati ad inizio pandemia, poi sono cresciuti moltissimo. Oggi i mercati sono usciti da una fase difficile, e gli utili attesi a 12 mesi sono molto migliorati. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (21,7 contro 21,8 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (12,8 da 12,5 del trimestre precedente). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in diminuzione rispetto al trimestre precedente, quindi P/E più alto), il premio per il rischio (stabile) e la crescita degli utili (tutto sommato stabili). Gli utili "scontati" in questo momento sono buoni (ma in stabilizzazione). I mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" ed ogni dubbio si traduce in volatilità. Essa è in aumento: VIX a livello **19,51** il 2/10/2024 da 12,93 di tre mesi addietro; media ultimi tre mesi **17,77** da 13,22 di tre mesi addietro. In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 13 (era 12,9 tre mesi addietro). Gli utili attesi (forward 12 mesi) continuano a crescere, anche se mostrano segni di debolezza. Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World exUS in dollari). Il forward PE è ora intorno a 14, gli utili sono in crescita. In FIGURA 19 la situazione per il mercato USA dal 1995. Il PE è relativamente alto (21), superiore a quello del 2007 (15) e inferiore a quello del 2000 (25). Si nota la differente storia di utili, sempre in crescita su nuovi massimi.



FIGURA 15

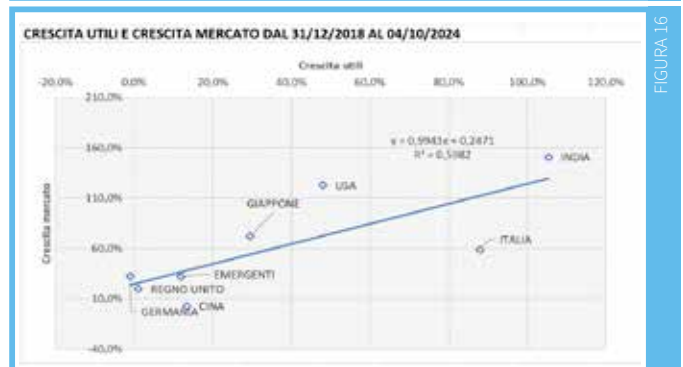


FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18



FIGURA 19

FILIALI

SEDE CENTRALE

piazza Matteotti, 23 - San Felice sul Panaro (MO) - Tel. 0535/89811

BOLOGNA

via Borghese, 21/B - Bologna (BO) - Tel. 051/6199544

CAMPOSANTO

via Baracca, 7 - Camposanto (MO) - Tel. 0535/87121

CARPI

via Manzoni, 22 - Carpi (MO) - Tel. 059/650938

GAVELLO

via Valli, 319 - Gavello (MO) - Tel. 0535/31361

MANTOVA

via Gombrich, 2 - Mantova (MN) - Tel. 0376/355019

MASSA FINALESE

piazza Caduti per la libertà, 1 - Massa Finalese (MO) - Tel. 0535/99131

MIRANDOLA

viale V Martiri, 9 - Mirandola (MO) - Tel. 0535/611099

MODENA

via Nonantolana, 351 - Modena (MO) - Tel. 059/251709

MODENA B

strada Morane, 411 - Modena (MO) - Tel. 059/443140

MODENA D

via Emilia Est, 339 - Modena (MO) - Tel. 059/370913

MORTIZZUOLO

via Imperiale, 241 - Mortizzuolo - (MO) - Tel.0535/37321

RAVARINO

via Roma, 139 - Ravarino (MO) - Tel. 059/900653

REGGIO EMILIA

via dei Gonzaga, 18/A - Reggio Emilia (RE) - Tel. 0522/432443

SERMIDE

via Roma, 12 - Sermide (MN) - Tel. 0386/960827

VIGNOLA

via A. Plessi, 5, Angolo Via Gramsci - Vignola (MO) - Tel. 059/767056



SANFELICE 1893
BANCA POPOLARE