



GIUGNO 2026

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

L'economia globale ancora “sotto pressione”. Attenzione ai possibili scenari.

Abbiamo scelto il titolo che appare nell'ultimo report OECD di inizio giugno 2026. È difficile fare previsioni, perché prevale ancora ampia incertezza sugli esiti degli effettivi accordi USA Iran. Le TABELLE 1 e 2 rappresentano le previsioni OECD del giugno 2026. A livello globale, la previsione 2026 è stata rivista al ribasso (+2,8 da +2,9%) rispetto alle previsioni di marzo; è stata rivista al rialzo la previsione 2027 portata al +3,1 da +3%. La crescita 2025 è stata del +3,4%. L'area EURO, ha chiuso il 2025 a +1,4%; ora il 2026 è stato confermato a +0,8% (era +0,8%); il 2027 a +1,2% (era +1,2%). Secondo BCE, lo scenario più probabile è un +0,8% (-0,1% rispetto a marzo). Tuttavia, la stessa BCE costruisce due scenari peggiori: nello scenario avverso si avrebbe una crescita del PIL 2026 a +0,7%; in uno scenario severo +0,5% (si veda FIGURA 4, pannello a sinistra). In USA il 2025 si è chiuso a +2,1%. Il 2026 è rimasto a +2,0% (era +2%, appunto, anche a marzo). Nel 2027 però l'economia USA dovrebbe crescere del +1,8% contro un precedente +1,7%.

L'inflazione totale in area EURO ha toccato il suo picco nel 2022 (+9,2%); si è ridotta al +2,9% nel 2023 e a +2,4% nel 2024. Secondo l'OECD nel 2025 il dato è stato pari al +2,1%. Ma nel 2026 si torna a crescere: +2,8% ancora in aumento rispetto alle previsioni di marzo (+2,6%); nel 2027 si torna al +2,4% (ma era previsto un 2,1%). Negli USA, il massimo è stato il +7,4% del 2021. Poi la discesa ha portato al +2,5% del 2024 e al +2,6% del 2025. Secondo le previsioni seguiranno +3,7% del 2026 (era +4,2%) e +2,1% nel 2027 (era previsto +1,6%). L'Italia ha chiuso il 2025 con una crescita del +0,5%; nel 2026 la crescita è stata rivista leggermente al rialzo rispetto a marzo a +0,5% (era +0,4%), ma è stata confermata a +0,6% (era +0,6%) nel 2027. La Francia ha chiuso il 2025, secondo le previsioni aggiornate, a +0,9%; nel 2026: +0,7% (era +0,8%); nel 2027 +0,8% (era +1%). Il Regno Unito chiude a +1,4% il 2025. Le previsioni di crescita sono a +0,9% (era +0,7%) nel 2026 e +1,1% (era +1,3%) nel 2027. La Cina è a +5% per il 2025; per il 2026 le previsioni sono a livello +4,5% (era +4,4%); nel 2027 la crescita è prevista a +4,3% (dato invariato). Per l'India si è registrato un +7,6% nel 2025. Secondo le previsioni, la crescita 2026 si colloca a livello +6,3% (era +6,1%) e quella 2027 a +6,4% (invariato). Per la Russia il 2025 si è chiuso con una crescita del +1%; il 2026 è ora previsto a +0,5% rispetto alla precedente previsione di +0,6% e il 2027 confermato a +0,8%. Il Brasile registra un 2025 a +2,3%. Le previsioni per il 2026 forniscono una crescita del +1,6% (era +1,5%) e per il 2027 una crescita del +2,1% (era +2,1%). Secondo i dati OECD (giugno 2026), sia nel corrente anno che nel successivo, nessun paese OECD avrà crescita negativa, con l'eccezione dell'Irlanda nel 2026 (-1% dopo un +12,4 del 2025). I PMI (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a maggio e segnalano dati sopra 50 per l'indice manifatturiero (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate l'indice composito è a 50,6 (era 50,5 tre mesi addietro): 49,8 (era 50,1) il non manufacturing e 53,2 (era 52) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 53,6 (da 51,4): non manufacturing a 54 (era 51,9); manufacturing a 51,4 (era 50,7). Da segnalare che è confermato sopra 50 il manifatturiero delle economie sviluppate ed è sopra 50 il manifatturiero delle emergenti. Il dato del non manifatturiero è contrastato: sotto 50 per le economie sviluppate, ma sopra 50 per le emergenti.

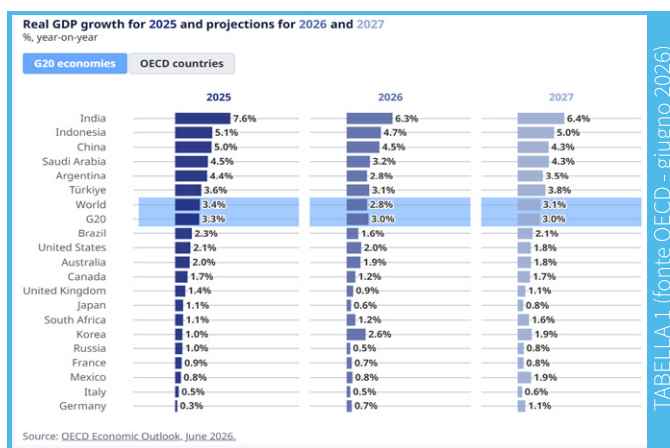


TABELLA 1 (fonte OECD - giugno 2026)

	Average 2013-2019	2024	2025	2026	2027	2025 Q4	2026 Q4	2027 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World²	3.4	3.4	3.4	2.8	3.1	3.3	2.7	3.2
G20³	3.5	3.4	3.3	3.0	3.0	3.2	2.8	3.1
OECD⁴	2.3	1.8	1.8	1.5	1.7	1.7	1.5	1.8
United States⁵	2.5	2.8	2.1	2.0	1.8	2.0	1.7	2.0
Euro area⁶	1.9	0.9	1.4	0.8	1.2	1.2	0.9	1.3
Japan⁷	0.9	-0.2	1.1	0.6	0.8	0.4	0.9	0.8
Non-OECD⁸	4.4	4.6	4.7	3.8	4.2	4.6	3.5	4.2
China	6.8	5.0	5.0	4.5	4.3	4.7	4.3	4.4
India⁹	6.8	7.1	7.6	6.3	6.4			
Brazil	-0.4	3.4	2.3	1.6	2.1			
OECD unemployment rate¹⁰	6.5	4.9	5.0	5.1	5.0	5.0	5.1	5.0
Inflation¹¹								
G20¹²	3.0	6.2	3.4	4.0	3.1	3.0	4.1	2.6
OECD	1.7	5.0	4.0	4.3	3.0	3.8	4.4	2.4
United States¹³	1.3	2.6	2.6	3.7	2.1	2.8	3.8	1.7
Euro area¹⁴	0.9	2.4	2.1	2.8	2.4	2.1	3.3	2.0
Japan¹⁵	0.9	2.7	3.2	1.8	2.2	2.7	2.1	1.8
OECD fiscal balance¹⁶	-3.1	-4.7	-4.4	-4.8	-4.6			
World real trade growth¹⁷	3.4	4.1	5.0	3.1	2.9	4.7	2.6	3.2

1. Per cent, last three columns show the change over a year earlier.
2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.
3. Fiscal year.
4. Per cent of labour force.
5. Headline inflation.
6. Personal consumption expenditures deflator.
7. Harmonised consumer price index.
8. National consumer price index.
9. Per cent of GDP.
10. Per cent of GDP.
11. Per cent of GDP.
12. Per cent of GDP.
13. Per cent of GDP.
14. Per cent of GDP.
15. Per cent of GDP.
16. Per cent of GDP.
17. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 119 database.

TABELLA 2 (fonte OECD - giugno 2026)

02 GIUGNO 2026

La FIGURA 3 esamina le previsioni sul GDP USA per il Q2 2026 della FED di Atlanta. È un modello econometrico “in tempo reale”. Come si può ben osservare, le previsioni sono state corrette al ribasso, passando da sopra il 3% di inizio giugno a poco più dell'1% di fine giugno (nella fascia bassa delle previsioni di consenso). Quanto al petrolio, le quotazioni sono state molto volatili in questo trimestre, condizionate essenzialmente dalle notizie su Hormuz. Nell'ultimo anno la variazione è pari ora al +8,7% (questo dato di variazione annuale era fortemente positivo lo scorso trimestre: +50,4%). Nell'ultimo mese si è registrata una riduzione del -24% a livello 72,9 (era 112,9 tre mesi addietro) dollari per barile di Brent (fonte Economist, 30/6/2026). La politica monetaria in area EURO osserva un dato di inflazione in aumento, a causa dei prezzi dell'energia. Il movimento però potrebbe aver già raggiunto i livelli massimi, ma lo scenario rimane incerto. Gli spettri della stagflazione sembrano però archiviati, perché l'economia mondiale continua a dare segni contrastanti, comunque non recessivi. La BCE è intervenuta in senso restrittivo il 17 giugno, esattamente dopo un anno di pausa dal precedente ribasso, con il mercato che “chiama” i tassi verso ancora verso l'alto. La FED sembrava orientata al ribasso dopo essere intervenuta con tre tagli di 0,25 (settembre, ottobre e dicembre 2025). E invece i tassi sono rimasti fermi e il mercato è orientato al rialzo. 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. Poi altre due riduzioni di -0,25 ad ottobre e dicembre. Nel 2025 stessa musica: 5 febbraio, 12 marzo, 23 aprile e 11 giugno quattro riduzioni di -0,25. E poi, come si diceva, la pausa fino al 17 giugno, quando ha deciso un +0,25. “Siamo convinti di aver preso la decisione giusta. Già ad aprile un'ampia maggioranza dei membri del Consiglio direttivo era pronta ad assumere una decisione. In quel momento, tuttavia, non disponevamo ancora di tutte le informazioni necessarie. Tutti i dati pervenuti da allora hanno confermato la nostra analisi. Siamo di fronte a uno shock di offerta di origine esterna che si sta progressivamente trasmettendo al resto dell'economia e i cui effetti indiretti sono già osservabili. Continuiamo inoltre a monitorare con grande attenzione il rischio di effetti di secondo impatto (second-round effects), sebbene, al momento, essi non si siano ancora manifestati” (Interview with Christine Lagarde, 24 giugno 2026). 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 (ventiseiesima settimana del 2026) è pari a 6,117 trilioni di euro (da 6,162 del trimestre precedente). Il valore massimo è stato raggiunto il 24/6/2022 (8,836 trilioni, quindi siamo a -30,77%). Si tenga presente che il valore medio dal gennaio 1999 ad oggi è stato 3,194 trilioni. La politica fiscale in USA rimane prevalentemente espansiva. La FED, dal canto suo, ha iniziato un QE5, ossia una nuova fase di espansione del bilancio (Quantitative Easing), ottenuto attraverso acquisto di Treasury USA a breve termine e a lungo termine. La non reazione all'inflazione ha determinato tassi reali negativi. Il livello del debito pubblico americano, in continua, inarrestabile e confermata, espansione, desta molte preoccupazioni. C'è più attenzione in area EURO, almeno per la parte ordinaria, ma complessivamente la politica fiscale sembra più orientata all'espansione (Germania in testa). Il nuovo scenario, però, richiede una valutazione globale: da una parte il contenimento delle aspettative di inflazione richiede una politica restrittiva della BCE e un'azione espansiva selettiva dal punto di vista fiscale per contrastare il rallentamento economico. C'è la consapevolezza che le sfide della difesa possano richiedere debito comune. La creazione del Treasury europeo può cambiare lo scenario dei tassi in Europa, oggi distinti per Paese e per rating.

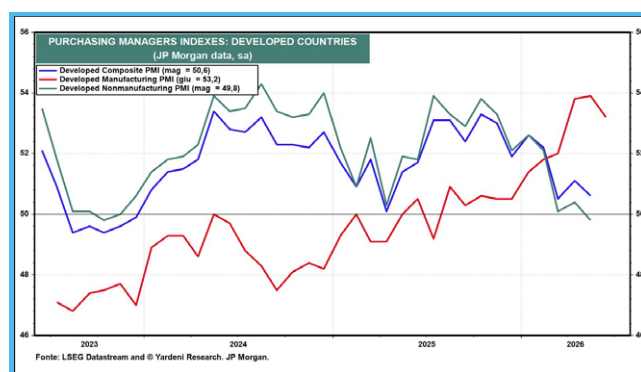


FIGURA 1

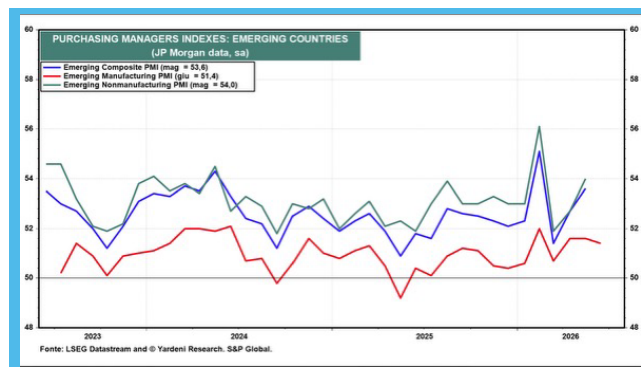


FIGURA 2

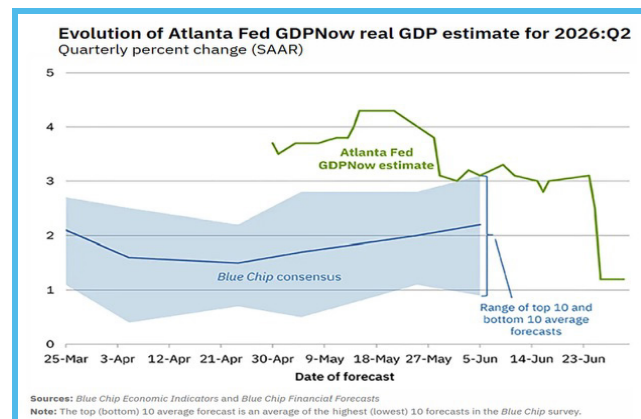


FIGURA 3

Secondo gli ultimi dati di fonte Economist (30 giugno 2026), tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2026 ci sono (tra parentesi il dato del 1° aprile 2026): Brasile **-7,3%** (-7,1%); Stati Uniti **-6,5%** (-6,5%); Cina **-5,8%** (-5,7%); Francia **-5,3%** (-5,2%); Regno Unito **-5,1%** (-5%); Belgio **-5,2%** (-4,6%); India **-4,5%** (-4,3%); Austria **-4,1%** (-4,3%); Germania **-3,7%** (-3,8%); area EURO **-3,4%** (-3,3%); Italia **-3%** (-2,9); Russia **-3,4** (-2,6%); Spagna **-2,4%** (-2,6%); Giappone **-1,8%** (-1,6%).

Secondo il FMI (aprile 2026), il rapporto debito/PIL 2026 (tra parentesi quello 2025) sarà pari a **204,4%** (206,5%) in Giappone (2031 a **192,8%**); **136,9%** (145,7%) in Grecia (2031 a **110,9%**); **138,4%** (137,1%) in Italia (2031 a 136,1%); 125,8% (123,9%) in USA (2031 a **142,1%**). In verde le previsioni in miglioramento o stabili, in rosso quelle in aumento. Gli USA sono l'unico paese tra quelli qui elencati con un dato in peggioramento tra il 2026 e il 2031.

L'inflazione in area EURO e negli USA stabilizzata su valori (relativamente) alti.

“Il Consiglio direttivo si impegna a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2% a medio termine. In linea con questo impegno ha deciso oggi di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il conflitto in Medio Oriente sta generando pressioni inflazionistiche e la decisione di aumentare i tassi è solida rispetto a una serie di scenari che deli-neano come lo shock potrebbe evolvere e incidere sulle prospettive di medio termine per l'area dell'euro. Nello scenario di base delle nuove proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 3,0% nel 2026, al 2,3% nel 2027 e al 2,0% nel 2028. L'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si porterebbe in media al 2,5% nel 2026 e nel 2027 e al 2,2% nel 2028. Rispetto all'esercizio di marzo, i nostri esperti hanno corretto al rialzo le proiezioni per l'inflazione del 2026 e del 2027 nello scenario di base, soprattutto a causa della traiettoria più elevata dei prezzi dell'energia, che in certa misura dovrebbero trasmettersi all'inflazione degli alimentari, dei beni e dei servizi. Nello scenario di base la crescita economica raggiungerebbe in media lo 0,8% nel 2026, l'1,2% nel 2027 e l'1,5% nel 2028. Si tratta di una revisione al ribasso per il 2026 e il 2027 che riflette l'impatto più pronunciato della guerra sui mercati delle materie prime, sui redditi reali e sul clima di fiducia. Le prospettive restano incerte, con rischi al rialzo per l'inflazione e rischi al ribasso per la crescita economica. Le implicazioni complessive della guerra per l'inflazione e la crescita a medio termine dipenderanno dall'intensità e dalla durata dello shock sui prezzi dell'energia, nonché dalla portata dei suoi effetti indiretti e di secondo impatto. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+2,8%** (da +2,5% del trimestre precedente, ma si noti che a maggio era +3,2%); quella core si è portata al **+2,4%** rispetto al 2,3% di tre mesi addietro (era +2,5% a maggio). In FIGURA 4 (pannello di destra) la BCE riporta le previsioni più probabili (so-pra il 3% già nei prossimi mesi) e quelle di uno scenario avverso e critico (oltre il 4% a fine anno e oltre il 6% a primavera 2027).

Sono analisi che confermano l'attenzione con la quale la BCE segue un fenomeno in corso, i cui effetti sono ancora molto incerti.

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 **+4,49%** (era +4,33% lo scorso trimestre) e **+2,25%** (era +1,94%) - si attestano dunque al **+2,24%** (da +2,39%; dati al 2 luglio 2026, fonte Yardeni Research). Lo stesso dato in area EURO risulta pari a **+1,98%** (era 2,18% a aprile, dati Refinitiv). Su orizzonte 5 anni, rispettivamente in USA e in area EURO: **+2,246%** (era +2,662% ad inizio anno) e **+1,89%** (era +2,48% ad inizio anno). I dati di mercato mostrano grande moderazione nelle aspettative di inflazione, con una leggera riduzione rispetto a tre mesi fa.

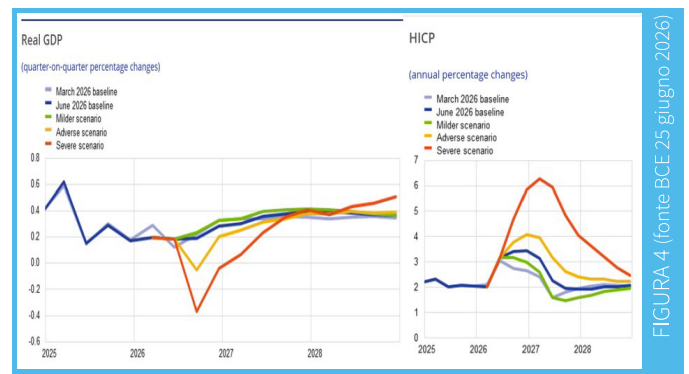


FIGURA 4 (fonte BCE 25 giugno 2026)



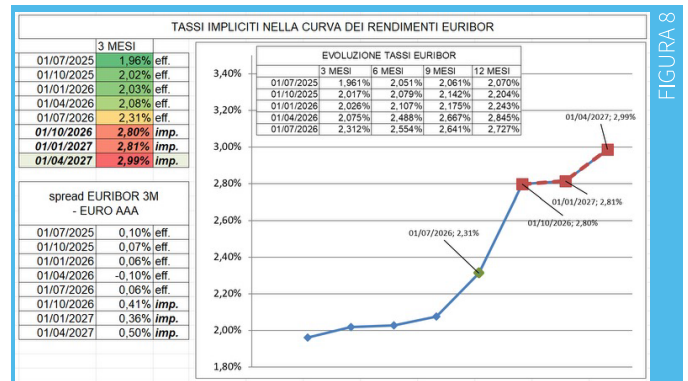
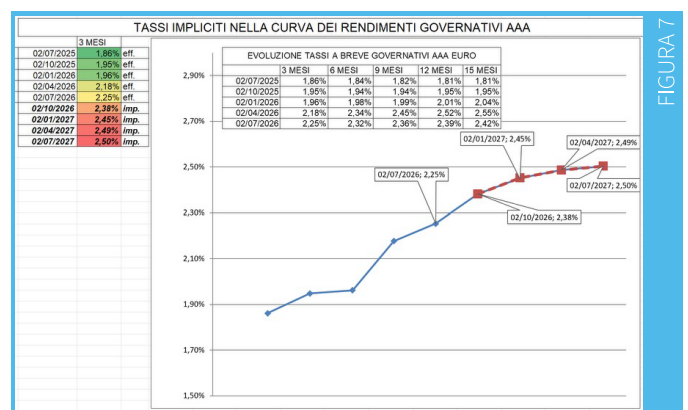
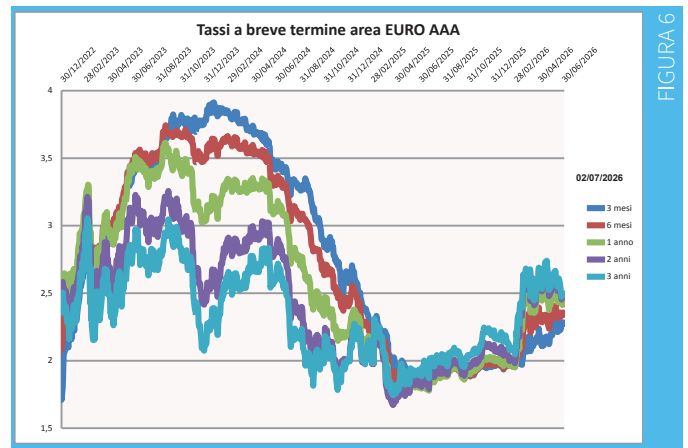
FIGURA 5

Tassi di interesse EURO a breve termine: effetto crisi digerito, in attesa di nuovi sviluppi.

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO era in lieve crescita già da circa 15 mesi. I recenti eventi di crisi hanno determinato un chiaro balzo, con irripidimento del tratto breve della curva, in parte indebolito. 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. Si percepisce il cambiamento ormai da circa un anno: la discesa è finita e nuovi scenari puntano verso l'alto. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati a crescere moderatamente almeno fino a luglio 2027 (FIGURA 7). I tassi EURIBOR tre mesi hanno toccato i minimi lo scorso semestre e mostrano un deciso andamento cre-scente. Il rischio banche (rappresentato dallo spread EURIBOR – AAA), che oggi è pari a zero, sembra destinato a crescere, secondo questi dati (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, che peraltro è in diminuzione. 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.

Tassi EURO lungo termine: superati Scilla (inflazione in aumento) e Cariddi (rallentamento economico) si naviga a vista.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha risentito dell'incertezza macroeconomica e dell'intervento sui tassi ufficiali (FIGURA 9). La curva è tutta crescente, con un tratto a breve che continua ad essere crescente, ma meno ripido di tre mesi addietro. La pendenza, misurata dal differenziale 10 anni – 3 mesi, è diminuita (2,988 – 2,254 = 0,734; era 3,075 – 2,177 = 0,898 tre mesi addietro). I tassi partono dunque dal **2,254%** (2,177% il trimestre precedente) a tre mesi. Ad un anno sono pari al **2,393%** (era 2,516%). A 10 anni giungono al **2,988%** (3,075%). Il massimo nel lungo termine è a quota **3,505%** a 28 anni (era 3,478% a 24 anni). Fonte dati BCE al 2/7/2026. Il mercato esprimere tassi reali leggermente positivi, considerando i dati attuali di rendimenti (FIGURA 11). Rispetto al trimestre precedente, la curva dei rendimenti USA conferma il cambiamento avvenuto rispetto a inizio anno: tutta al rialzo fino a 24 anni, con una forte pendenza nel tratto 3 mesi – 2 anni, dove i tassi pas-sano da 3,85% a 4,17%. È positiva la differenza tra il 10 anni (**4,48%** era 4,34%) e il tre mesi (**3,85%** era 3,72%). La curva USA rimane più alta di quella EURO (149 bp sui 10 anni, erano circa 126 tre mesi addietro). Nel tratto breve (3 mesi) la differenza è 160 bp (erano 154). I tassi a 10 anni in Germania sono tornati sotto il 3% (**2,932%**; erano a 3,057% lo scorso trimestre) e sono (ormai a far tempo da marzo 2022) più alti dei tassi giapponesi: **+2,728%** (era +2,38%), in avvicinamento. Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota **+3,67%** (era +3,97%), quello USA è a livello **+4,484%** (era +4,314%) (fonte Refinitiv Eikon, 3/7/2026). Rispetto al trimestre precedente USA e Giappone sono in rialzo; area EURO in ribasso. Lo «spettro» dei rendimenti EURO (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva ordinata per scaden-za, colpita dalla crisi mediorientale, in riassorbimento. È compresa tra il **+2,254%** a 3 mesi e il **+3,505%** a 28 anni (compresa tra il +2,177% a 3 mesi e il +3,478% a 24 anni di inizio aprile). È coerente con l'incertezza su inflazione e ciclo economico che caratterizza questa fase: rialzo dei tassi a breve appena accennato e rialzo dei tassi a lunga, frenato dalla paura di rallentamento economico.



EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
02/07/2025	1,86%	1,84%	1,82%	1,81%	1,81%
02/10/2025	1,95%	1,94%	1,94%	1,95%	1,95%
02/01/2026	1,96%	1,98%	1,99%	2,01%	2,04%
02/04/2026	2,18%	2,34%	2,45%	2,52%	2,55%
02/07/2026	2,25%	2,32%	2,36%	2,39%	2,42%

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
01/07/2025	1,961%	2,051%	2,061%	2,070%
01/10/2025	2,017%	2,079%	2,142%	2,204%
01/01/2026	2,026%	2,107%	2,175%	2,243%
01/04/2026	2,075%	2,488%	2,667%	2,845%
01/07/2026	2,312%	2,554%	2,641%	2,727%

FIGURA 6

FIGURA 7

FIGURA 8

TABELLA 3

TABELLA 4

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread risentono (poco) della crisi.

L'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO - tutti impegnati sul contenimento di un deficit e di un debito post-pandemico, ma anche sul fronte energetico che si è aperto - 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 aggiunge a questo scenario il peso del servizio del debito, causato dal possibile rialzo dei tassi di interesse e dalla nuova necessità di spendere per far fronte alla crisi energetica. L'entità del debito accumulato nell'ultimo quinquennio è senz'altro un fattore di rischio sistemico che deve essere opportunamente considerato.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali (fonte FMI aprile 2026 ed EIU 30 giugno 2026) 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 2027, collocano l'Italia all'ultimo posto della tabella per crescita economica. 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 un ribasso, lieve ma significativo, considerando la situazione a **75 bp** (da 87 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 negli ultimi 20 anni è **120 bp** (era 122 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **98 bp** (era 100 bp). Siamo ampiamente sotto la media. A ben vedere, però, lo spread attuale è superiore anche a quello della Grecia (**61 bp** da 74 bp). Un dato anomalo, probabilmente dovuto alla scarsa liquidità del debito greco. Lo spread francese è leggermente aumentato, giunto a **69 bp** (da 66), maggiore di quello spagnolo, a quota **45 bp** (da 51 bp). La sensazione è che il livello di spread, in questa complicata situazione, anche considerando qualche indebolimento del quadro politico italiano, abbia trovato un valore di equilibrio intorno ai 75 bp. Secondo le previsioni FMI (aprile 2026), 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 **138,40%** nel 2026 (secondo le previsioni) e nel 2031 è previsto raggiungere il **136,1%**. Il deficit/PIL 2026 per l'Italia si attesterebbe, secondo le previsioni, ad un livello del **-3,0%** (meglio di Stati Uniti e UK; ma anche di Belgio e Francia e ormai migliore anche dal dato tedesco. 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 ha costruito la "manovra" (possiamo dire "prudente"). L'evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema attenzione. Abbiamo di fronte nuove scelte sul fronte energetico, ancor più complicate di prima, una situazione difficile della manifattura e una crescita modesta: vanno dati i segnali giusti.

La sensazione è che "la palla" sia di nuovo sul campo della 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 cinque crisi (pandemia, guerra, energia, nuove guerre commerciali e nuove guerre mediorientali) che ha costretto (e costringeranno ancora) a mettere in comune problemi e (probabilmente) 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 e conclamata emergenza.

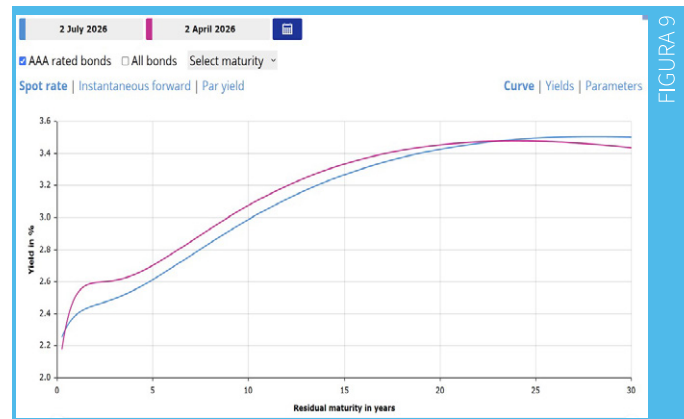


FIGURA 9

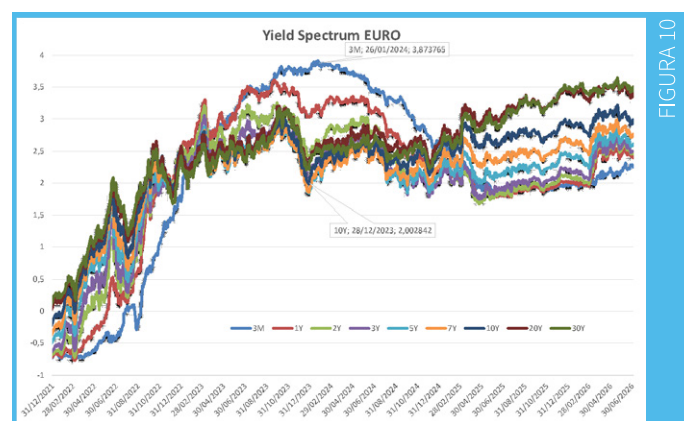


FIGURA 10

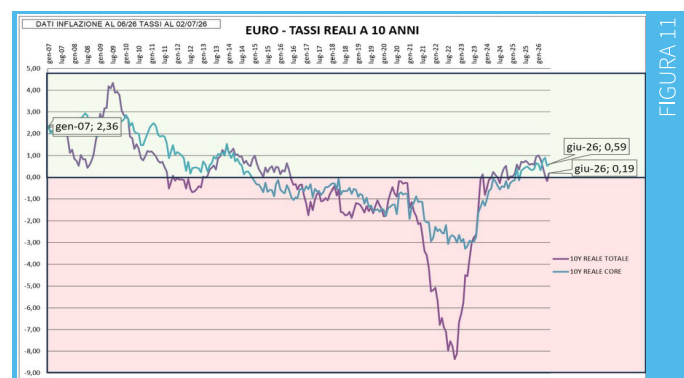


FIGURA 11

	Debito PIL 2025	Debito PIL 2031	Crescita PIL 2026 (*)	Crescita PIL 2027	Deficit PIL 2026 (*)	Tassi a 10 anni 02/07/2026	SPREAD 02/07/2026	SPREAD 02/04/2026	Variazione Spread
Germania	64,60	73,70	0,6	1,2	-3,7	2,90	0,00	0,00	
Francia	41,10	48,96	1,1	1,4	-2,6	3,02	0,13	0,16	-0,03
Austria	118,40	120,70	0,8	0,9	-5,3	3,59	0,69	0,66	0,04
Belgio	82,10	86,40	0,8	1,0	-4,1	3,16	0,26	0,26	0,00
Portogallo	109,20	122,30	1,0	1,1	-4,8	3,48	0,58	0,50	0,08
Italia	138,40	136,10	0,8	0,5	-3,0	3,65	0,75	0,87	-0,12
Spagna	98,20	90,40	2,1	1,8	-2,6	3,35	0,45	0,51	-0,06
Irlanda	31,60	28,00	2,5	2,4	0,6	3,00	0,10	0,17	-0,07
Portogallo	85,60	74,40	1,9	1,8	-0,1	3,22	0,32	0,38	-0,06
Grecia	136,90	110,90	2,0	1,7	0,4	3,51	0,61	0,74	-0,14
USA	125,80	142,10	2,2	2,1	-6,5	4,68	1,59	1,34	0,25
GIAPPONE	204,40	192,80	0,5	0,6	-1,8	2,74	-0,16	-0,61	0,45
UK	103,60	102,60	0,8	1,3	-5,1	4,86	1,96	1,87	0,09

Fonte IMF APRIL 2026 (*grassetto) Fonte Economist

Fonte: Datastream

TABELLA 5

06 GIUGNO 2026

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: di nuovo verso i minimi, nonostante tutto.

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, 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 386 a fine 2020. 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 599 bp ed era a livello 525 ad ottobre (13/10/2022). Guerra in Ucraina, mercati azionari pesanti e rialzi dei tassi molto veloci spiegano questo dato. Poi una discesa che ci porta a fine gennaio 2025 (261 bp). Ma è il momento della guerra dei dazi e di nuovo un aumento a 457 l'8 aprile 2025. Ad inizio di questo anno si giunge a 283 (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). Siamo sempre più vicini ai minimi storici. Il nuovo scenario di guerra porta gli spread del 30 marzo a **346 bp**. Oggi (2 luglio) 275 bp. In FIGURA 13 osserviamo l'andamento degli spread delle obbligazioni corporate high yield area EURO. L'andamento è molto simile: ad inizio anno **275 bp**. Il 31 marzo **337** e oggi **271**. La fase di incertezza attuale non consente di escludere aumenti del rischio di credito. Una mancata soluzione della crisi in Medio Oriente porterebbe inevitabilmente un aumento degli spread sul credito, riportandoli almeno ai valori della guerra dei dazi. Ma non ci sono segnali in questa direzione, anzi, tutte le volte che lo spread prova a rialzare la testa, il mercato ritorna sui suoi passi dopo poche settimane.

I mercati azionari sono volatili, ma nemmeno troppo. Utili aziendali sempre in crescita, nonostante tutto.

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 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. Per il 2022 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 sono giunti a 242,7, registrando dunque un +9,7%. Il 2025 si è chiuso con una crescita dell'11,8% a 271,29.

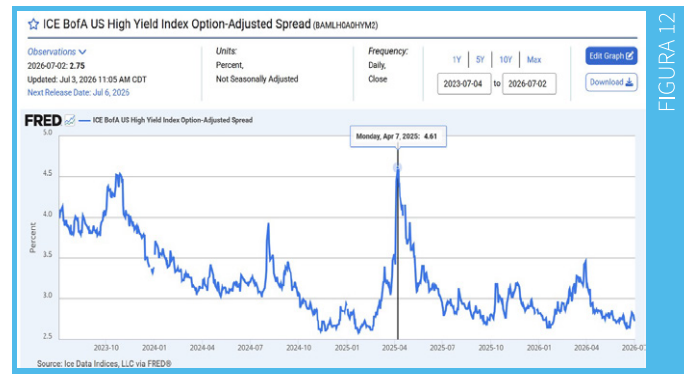


FIGURA 12



FIGURA 13

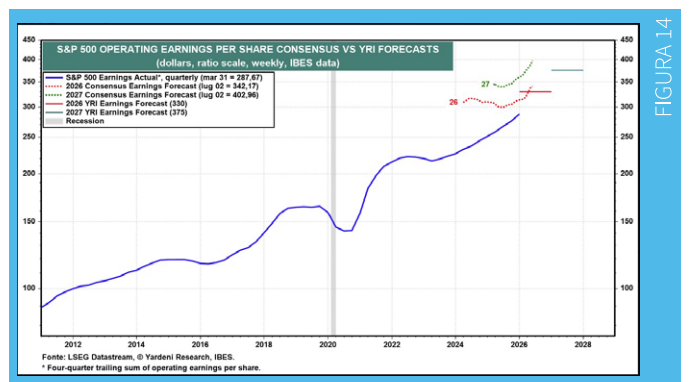


FIGURA 14

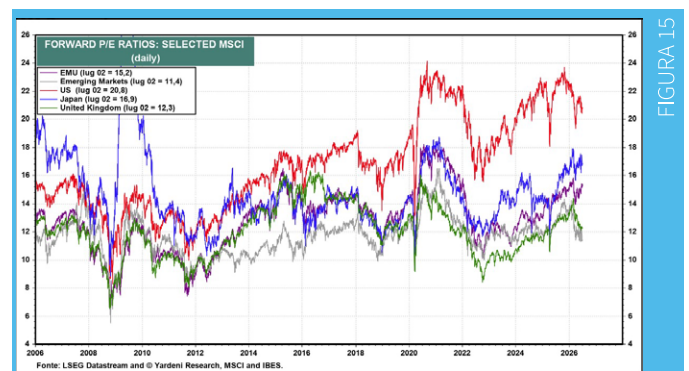


FIGURA 15

Previsioni di consenso 2026, ancora una revisione al rialzo: **342,17** da 323,03 di tre mesi addietro (+26,1% da +19,1%). Secondo Yardeni: **330** (erano 310) dollari con una variazione del **+21,6%** (era +14,3%). Per il 2027 il consenso prevede **+17,8%** (era +16,8%) oltre i 400 dollari (**402,96** era 377 dollari). Yardeni è più prudente: **375 dollari** (erano 350 dollari, ossia un +12,9%; oggi **+13,6%**).

Gli utili previsti continuano ad aumentare senza sosta, dunque. Considerando la crisi (a questo punto abbiamo qualche dubbio che ci sia), non pare un risultato privo di significati.

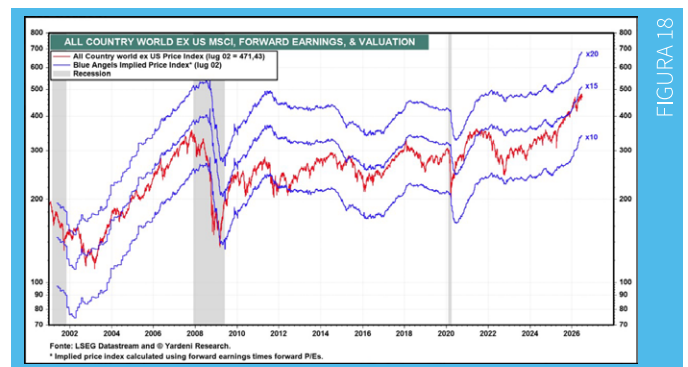
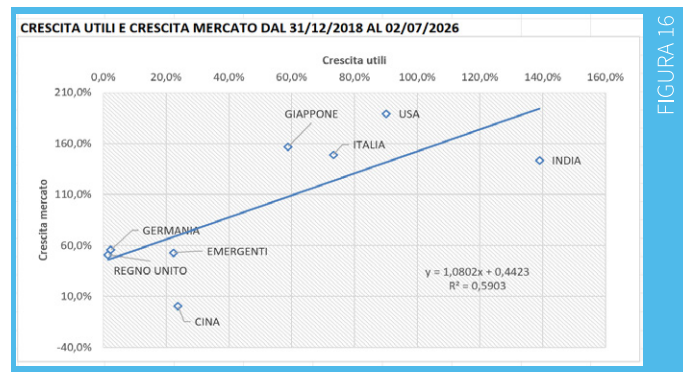
In FIGURA 14 la linea blu rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2012 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 2 luglio 2026). Le linee punteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per il 2026 e il 2027. Vediamo le revisioni al rialzo degli ultimi mesi, nonostante tutto. Vengono inoltre riportate le previsioni di Yardeni Research. Un supporto micidiale al mercato. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Guerra, energia e inflazione avevano convinto gli analisti ad una riduzione delle previsioni (che il mercato aveva anticipato). Le previsioni 2025 e 2026 hanno subito revisioni al ribasso, poi ne-gate; rimangono dunque orientate alla crescita, anche per il 2027.

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 forward PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" rimane quello USA (20,8 contro 20,1 del trimestre precedente), caratterizzato da un aumento dei prezzi ed utili in crescita; il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (11,4 da 11,9 del trimestre precedente). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in leggero aumento rispetto al trimestre precedente, quindi PE più basso), il premio per il rischio (in aumento rispetto al trimestre precedente, quindi PE più basso) e la crescita degli utili (in rialzo, quindi PE più alto). I mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" ed ogni dubbio si traduce in volatilità. VIX a 52,33 il giorno 8/4/2025; il 7/4/2026 25,78 (era 15,38 il 7 gennaio scorso, ma 31,05 il 27/3). Il 3 luglio 2026 è pari a **15,81** La media a 60 giorni: **17,71** (era 21,48 tre mesi addietro). Si noti che la media dal 1990 è 19,43.

In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Le linee azzurre (gli "angeli azzurri", secondo Yardeni) si ottengono moltiplicando gli utili aziendali (forward 12 mesi) per il livello di PE indicato sulla destra della curva. In rosso l'andamento dell'indice azionario. Il mercato presenta un PE di 15,2 (era 14,5 tre mesi addietro). Gli utili attesi (forward 12 mesi) sono in netto miglioramento e hanno superato i precedenti massimi.

Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in dollari). Il forward PE è ora sotto 15 e gli utili confermano un netto andamento crescente, al di sopra dei precedenti massimi.

In FIGURA 19 la situazione per il mercato USA dal 1995. Il PE è a quota 20,8 (era 20,1). Rimane superiore a quello del 2007 (15) e inferiore a quello del 2000 (25). Si nota la differente storia di utili rispetto al resto del mondo, sempre in crescita su nuovi massimi, con riduzioni solo nei periodi di recessione. Si rammenta che l'indice è riferito alle azioni grande capitalizzazione. Le previsioni di utili su small cap, mid cap USA sono state riviste al rialzo.



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

PAVULLO NEL FRIGNANO

Via Giardini 136 - 41026 - Pavullo nel Frignano - MO - tel. 0536-304174

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

DIREZIONE GENERALE

Piazza Matteotti, 23 - tel. 0535 89811 - fax 0535 83112 - www.sanfelice1893.it - info@sanfelice1893.it