



SANFELICE 1893

# MERCATI

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

MAGGIO 2024

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

## Il rallentamento globale è già alle spalle mentre l'inflazione frena.

La TABELLA 1 e la TABELLA 2 rappresentano le ultime previsioni FMI (APRILE 2024). L'area EURO, dopo un -6,4% nel 2020, è cresciuta nel 2021 del +5,3%. Nel 2022 è cresciuta del +3,1%. Rallenterà a **+0,4%** (era +0,6%) nel 2023; il 2024 è previsto a **+0,8%** (era +0,9%) il 2025 a +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 e a **+2,5%** (era +2,5%) nel 2023 e **+2,7%** (era +1,5%) nel 2024 e +1,9% nel 2025. L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il nostro paese (cfr. anche TABELLA 2) il 2021 ha visto una crescita notevole del +8,3% seguita da +3,9% nel 2022 e da un 2023 a **+0,9%** (era +0,7%). Nel 2024 l'Italia crescerà di un modesto **+0,7%** (era +0,7%) confermato anche nel 2025. Secondo Banca d'Italia (aprile 2024) la crescita 2024 sarà del **+0,6%** (era +0,6%); quella 2025 +1,0%. Secondo il FMI l'inflazione (dato di fine periodo) in area EURO ha toccato il suo picco nel 2022 (+9,2%); si ridotta al +2,9% nel 2023 e continuerà a ridursi nel 2024, 2025 e 2026, rispettivamente: +2,3%; +2,0%; +1,9%. Negli USA, il massimo è stato il +7,4% del 2021. Poi la discesa ha portato al +3,2% del 2023. Secondo le previsioni seguiranno +2,4% +2,0% +2,1% nel triennio 24-26. 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 **+0,9%** (era +0,9%) nel 2023 e a **+0,7%** (+0,8%) nel 2024 e +1,4% 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 si prevede una crescita **-0,30%** (era -0,20%) e nel 2024 un **+0,2%** (era +0,6%). Il 2025 migliorerà, secondo le previsioni, a +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% e il 2023 sarà positivo (ovviamente) ed in evidente rafforzamento, a quota **+5,2%** (era +5,2%). Il 2024 per la Cina è previsto a quota **+4,6%** (era +4,7%); il 2025 a livello +4,1%. 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. **+7,8%** (era +6,3%) nel 2023. Nel 2024 ancora un **+6,8%** (era +6,1%) e poi un +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, secondo le previsioni, dovrebbe aver chiuso ad un inatteso **+3,6%** (era +0,80%).

Secondo queste (onestamente) difficili (e dubbie) previsioni, il 2024 rimarrebbe **+3,2%** (era +0,90%) seguito da un +1,8% del 2025. Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +5,3% nel 2021. È cresciuto e crescerà del +3% e **+2,9%** (era +3,0%) nei due anni successivi. Nel 2024: **+2,2%** (era +1,8% la previsione tre mesi or sono) e nel 2025 +2,1%. 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%** (era +0,5%) nel 2023. Nel 2024: un modesto **+0,50%** (era +0,7%) seguito dal +1,5% del 2025. Secondo l'aggiornamento dei dati FMI (aprile 2024), nel 2023 ci sono 15 paesi (su 58 censiti) con crescita 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

(Real GDP, annual percent change)	PROJECTIONS		
	2023	2024	2025
<b>World Output</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>
United States	2.5	2.7	1.9
Euro Area	0.4	0.8	1.5
Germany	-0.3	0.2	1.3
France	0.9	0.7	1.4
Italy	0.9	0.7	0.7
Spain	2.5	1.9	2.1
Japan	1.9	0.9	1.0
United Kingdom	0.1	0.5	1.5
Canada	1.1	1.2	2.3
Other Advanced Economies	1.8	2.0	2.4
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>
Emerging and Developing Asia	5.6	5.2	4.9
China	5.2	4.6	4.1
India	7.8	6.8	6.5
Emerging and Developing Europe	3.2	3.1	2.8
Russia	3.6	3.2	1.8
Latin America and the Caribbean	2.3	2.0	2.5
Brazil	2.9	2.2	2.1
Mexico	3.2	2.4	1.4
Middle East and Central Asia	2.0	2.8	4.2
Saudi Arabia	-0.8	2.6	6.0
Sub-Saharan Africa	3.4	3.8	4.0
Nigeria	2.9	3.3	3.0
South Africa	0.6	0.9	1.2
<b>Memorandum</b>			
Emerging Market and Middle-Income Economies	4.4	4.1	4.1
Low-Income Developing Countries	4.0	4.7	5.2

TABELLA 1 (FONTE: FMI ECONOMIC OUTLOOK APRIL 2024)

	2023	Aprile 2024				Dicembre 2023		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	
PIL (3)	1,9	0,6	1,0	1,2	0,6	1,1	1,1	
Consumo delle famiglie	1,2	0,1	1,3	1,3	0,9	1,2	1,3	
Consumo collettivo	1,2	0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,6	-0,7	
Investimenti fissi lordi	4,5	1,3	0,0	0,3	-0,1	1,3	1,8	
di cui: Investimenti in beni strumentali	4,3	2,1	2,6	1,3	-0,9	1,3	2,0	
Investimenti in costruzioni	3,3	0,6	-2,5	-0,8	0,6	1,7	1,7	
Esportazioni totali	0,3	2,5	2,9	3,1	2,1	3,0	3,2	
Importazioni totali	-0,3	-0,2	2,2	2,3	2,0	3,0	2,8	
Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (2)	0,5	0,0	1,3	1,8	1,1	1,1	1,3	
Prezzi al consumo (IPCA)	5,9	1,5	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7	
IPCA al netto dei beni energetici e alimentari	4,5	2,0	1,7	1,7	2,2	1,9	1,8	
Occupazione (mezi lavoratori)	2,7	1,0	0,6	0,5	0,3	0,6	0,5	
Occupazione (numero di occupati)	1,9	0,9	0,4	0,5	0,8	0,4	0,4	
Tasso di disoccupazione (3)	7,6	7,5	7,3	7,4	7,7	7,6	7,4	

TABELLA 2 (Fonte: Banca d'Italia aprile 2024)

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. Il commento del FMI è "steady but slow: resilience amid divergence". I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo e segnalano un minimo ciclico alle spalle, con economie avanzate ed emergenti in miglioramento (FIGURE 1 e 2). Per le prime, infatti, l'indice composito è a **51,5** (era 49,8): **51,9** (era 50,6) il non manufacturing e **49,3** (era 47,0) il manufacturing.

Per le economie emergenti, il livello del composito è a 53,7 (da 53,1): non manufacturing a 53,8 (era 53,8); manufacturing a 52,0 (era 50,9). I valori rafforzano l'idea di un modesto ma evidente miglioramento. Rimane di poco sotto 50 solo il manufacturing delle economie avanzate. Intanto, secondo i Leading Indicator dell'OCSE (marzo 2024), il G20 con un minimo alle spalle (ottobre 2022) conferma il ritorno alla crescita. Anche Germania, Spagna e Italia, hanno superato un secondo il minimo ciclico e mostrano segnali positivi. La Cina è in ulteriore recupero dal minimo; l'India sembra dare segnali positivi migliorando la robusta crescita.

Ricordiamo che gli indicatori sono relativi al trend di lungo periodo del paese esaminato. La FIGURA 3 la commentiamo ormai da tempo: dopo la fase di "recovery" dalla crisi del 2008, l'economia americana si trovava in una fase di "expansion" di lungo periodo fino a marzo 2020 compreso. Yardeni Research indica chiaramente la violentissima interruzione del percorso di espansione avvenuta a febbraio e la successiva ripresa. Ma indica anche la durata della fase di recovery: 20 mesi, la più breve dal 1959. Chiuso questo periodo con ottobre 2021, il dato coincidente aggiornato a marzo segnala ancora espansione in corso. Guerra, inflazione e politiche monetarie non hanno interrotto questa nuova fase espansiva. Ma, se questo vale per l'indicatore "coincidente", quello "leading" continua a segnalare chiaramente un rallentamento economico, per la verità con qualche indizio di inversione. Quanto al petrolio gli scenari di crisi mediorientale hanno colpito le quotazioni, senza però particolari eccessi. Il Brent si trova ora in area 90,3 (era 80,2 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno la variazione è ancora negativa pari al +6,4 (era a -7% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è in aumento del +3,3% (fonte Economist, 16/04/2024). La politica monetaria continua ad affrontare un dato di inflazione sopra il target, ma il calo prosegue. La FED continua la riduzione del proprio bilancio, associata a tassi "alti". La fase dei rialzi è comunque finita e le ultime mosse sono di "attesa", contrastata dalla forza di un'economia robusta, grazie soprattutto alla politica fiscale che rimane espansiva in USA. La BCE - come previsto - ha interrotto gli acquisti di titoli nell'ambito del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). Il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine agli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA a partire dal 1° luglio 2022 e ha comunicato che a partire dagli inizi di marzo 2023, il portafoglio del Programma di acquisto di attività (PAA) sarà ridotto a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema reinvestirà solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Ha 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. Nel 2023 i rialzi non si sono fermati: 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 che ancora permane. 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 (quindicesima settimana del 2024) è pari a 6,596 trilioni di euro (da 6,889 del trimestre precedente). La politica fiscale in USA si conferma ancora espansiva. 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 aiuta. 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.

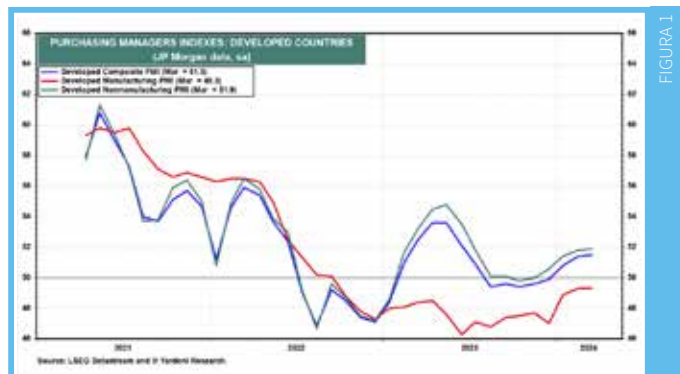


FIGURA 1

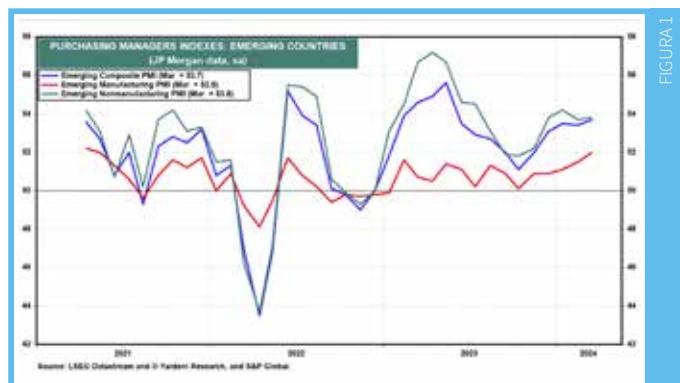


FIGURA 2



FIGURA 3

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, 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 è l'unico paese tra quelli qui elencati con un dato in peggioramento.

## Il declino dell'inflazione c'è ma alcune economie rimangono forti e lo contrastano.

“L'inflazione ha continuato a ridursi, soprattutto per effetto dell'andamento più contenuto degli alimentari e dei beni. Le misure dell'inflazione di fondo stanno perlopiù diminuendo, la crescita dei salari registra una graduale moderazione e le imprese stanno assorbendo parte dell'incremento del costo del lavoro con i loro profitti. Le condizioni di finanziamento rimangono restrittive e i nostri precedenti rialzi dei tassi di interesse continuano a incidere sulla domanda, contribuendo al calo dell'inflazione. Tuttavia, le pressioni interne sui prezzi sono forti e mantengono elevata l'inflazione dei servizi. Siamo determinati ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione al nostro obiettivo del 2% a medio termine. Riteniamo che i tassi di interesse di riferimento della BCE si collochino su livelli che forniscono un contributo sostanziale al processo di disinflazione in atto.” (BCE, 11 aprile 2024). L'inflazione continua a preoccupare: in calo quella totale (che rimane comunque alta rispetto agli obiettivi), la “core” (senza componenti volatili) sembra voler resistere. La domanda postpandemica, nonostante il rialzo dei tassi, rimane forte, in tutto il mondo. Gli indicatori di tendenza, come è stato detto, segnalano un lento rallentamento. Sia in USA (FIGURA 4), sia in area EURO (FIGURA 5) l'ascesa si è arrestata ed è oggettivamente iniziata la discesa. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+2,4%** (da +2,9% del trimestre precedente); quella core il **+2,9%** (da +3,4%). Sono dati in ulteriore miglioramento, non c'è dubbio. I prezzi dell'energia sono i principali responsabili (nel bene nel male), ma l'aumento del livello dei prezzi (alimentato da una forte domanda e dalle aspettative) si è ormai ampiamente diffuso.

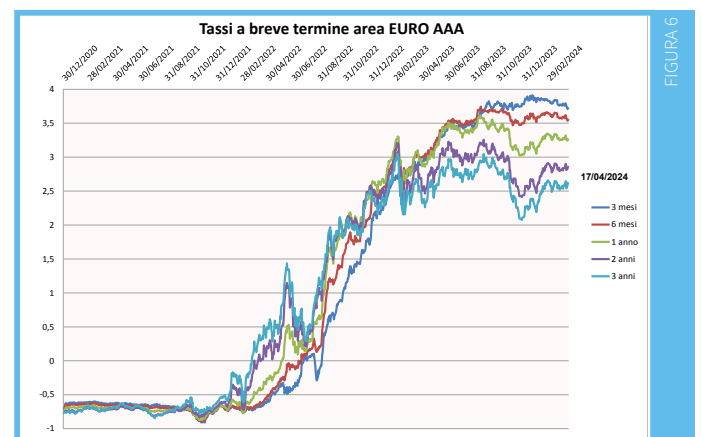


Il +2,9% di inflazione core, ha convinto la BCE ad evitare ulteriori interventirestrittivi, anchesesitrattadi un livello ancoratropoalto. Non è tanto il livello, ma il voler evitare assolutamente “sorprese” a guidare l'azione della BCE. Insomma, estrema prudenza.

In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di settembre): **+3,5%** (da +3,4%) l'inflazione totale, un dato preoccupante; **+3,8%** da +3,9% quella core, che è rimasta sostanzialmente stabile. Si colgono le differenze con l'area euro. La FED ha ancora di fronte crescita robusta, disoccupazione bassa e inflazione (relativamente) alta. E il rallentamento economico si è fermato. Anche la FED si è presa una pausa e la curva dei rendimenti si è prontamente irripidita ai primi segnali di difficoltà. Per gli USA - peraltro - la guerra è lontana, anche economicamente. Le crisi bancarie (e assicurative) hanno mostrato gli effetti collaterali di tassi fatti salire molto, molto in fretta e in ritardo. Ma questo fenomeno dovrebbe essere ormai assorbito. FED e BCE stanno combattendo una battaglia simile ma non uguale. È sempre più chiaro. Hanno di fronte la sfida di un'inflazione che va ridotta anche a costo di soffocare la crescita economica, più forte in USA ma in miglioramento anche in area EURO. 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 **+4,62%** (era +4,14% lo scorso trimestre) e **+2,23%** (era +1,84%) - si attestano dunque al **+2,4%** (da +2,30%; dati al 19 aprile 2024).

## Tassi di interesse EURO a breve termine ... aspettando la discesa.

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) è arrivato ai massimi, considerando alcuni effetti positivi sull'inflazione. I tassi reali a 3 mesi sono ora 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. Con l'inflazione ai livelli attuali, i tassi reali sono tornati positivi. 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. I tassi spot mostrano qualche incoerenza, segnalando una attesa di riduzione più prudente. In questo contesto, i tassi EURIBOR tre mesi rispetto al trimestre precedente non sono diminuiti. Il rischio banche (rappresentato dallo spread EURIBOR - AAA) continua ad essere sotto controllo, grazie alla prontezza con la quale BCE è intervenuta anche sul fronte vigilanza. Lo spread tra trasso EURIBOR e AAA a tre mesi è leggermente aumentato ma rimane modestissimo a livello 0,17% (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.

### Tassi EURO lungo termine: la curva si è "innervosita" tra crescita e inflazione.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un lieve ribasso sul tratto a brevissimo termine e un apprezzabile aumento in tutte le altre scadenze. Rimane tutta decrescente fino a 6 anni (tassi previsti in diminuzione), ma torna a crescere dai 6 anni in avanti. Non è dunque di facile interpretazione. La pendenza (negativa), misurata dal differenziale 10 anni - 3 mesi, si è ridotta, forse anticipando qualche dubbio su velocità ed entità dei ribassi, pur largamente attesi. I dati USA non aiutano. I tassi sono decrescenti, partendo dal **3,72%** (3,87% il trimestre precedente) a tre mesi, per giungere al minimo di **2,44%** a **6 anni** (era 2,17% a 5 anni). A 10 anni giungono al **2,55%** (2,39%). Il massimo nel lungo termine è a quota **2,72%** a 18,5 anni (2,26% a 21 anni). Il mercato continua ad esprimere tassi reali negativi, considerando i dati attuali di inflazione (FIGURA 11). Anche i tassi USA, rispetto al trimestre precedente, si sono mossi in direzione del tutto analoga (sempre su livelli più alti) rispetto a quelli EURO, con maggiore evidenza. Valgono le stesse considerazioni, dunque: prevale un po' di "nervosismo". I tassi a 10 anni in Germania sono ormai superiori al 2% ma ancora inferiori al 3% (+2,453%; erano a +2,318% lo scorso trimestre) e sono più alti dei tassi giapponesi: +0,863% (era +0,616%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +3,886% (era +3,756%), quello USA è a livello +4,586% (era +4,136%) (fonte Refinitiv Eikon, 17/4/2024). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi ai 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva invertita che non riesce a "raggrupparsi", compresa tra il 2,7% e il 3,7%. La "riemersione" dei tassi EURO - almeno in termini nominali - è avvenuta e non si torna indietro. Un'aspettativa di un più deciso rallentamento potrebbe alimentare la diminuzione dei tassi a lungo che si è registrata; la Banca Centrale potrebbe attenuarla, soprattutto riducendo il proprio attivo a suon di vendite di titoli di stato. Ha iniziato questa azione di "normalizzazione" dalla primavera. Ma non (può essere) aggressiva. In questo contesto, la diminuzione dei tassi AAA si è fermata. Si conferma però anche il mantenimento di tassi reali negativi, che lasciano "espansiva" la manovra monetaria e stimolano gli investimenti, stimolo controbilanciato da un contesto così difficile ed incerto.



FIGURA 7

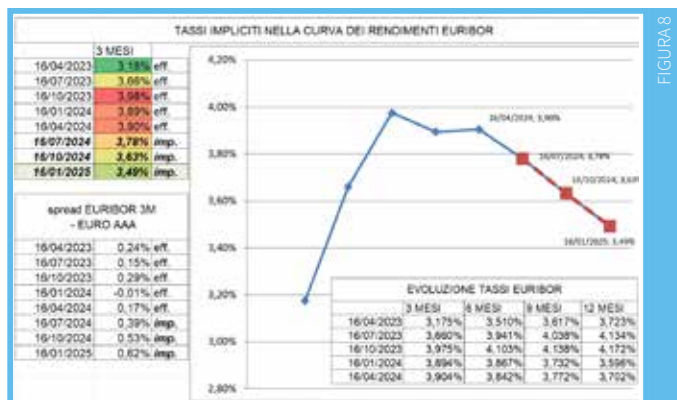


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
17/04/2023	2,93%	3,01%	3,03%	3,01%	2,96%
17/07/2023	3,51%	3,56%	3,54%	3,48%	3,39%
17/10/2023	3,69%	3,69%	3,64%	3,54%	3,44%
17/01/2024	3,90%	3,64%	3,42%	3,22%	3,05%
17/04/2024	3,72%	3,69%	3,63%	3,54%	3,45%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
16/14/2022	3,175%	3,510%	3,617%	3,723%
16/07/2023	3,660%	3,941%	4,038%	4,134%
16/10/2023	3,975%	3,867%	3,732%	3,596%
16/01/2024	3,646%	3,937%	4,029%	4,121%
16/04/2024	3,904%	3,842%	3,772%	3,702%

TABELLA 4

## I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread sono tornati a crescere un pochino.

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 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, Austria e Olanda; nel 2025 il +0,7% italiano è un dato modesto (il peggiore tra i paesi in tabella). 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 leggero aumento a **145 bp** (da 144 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 **147 bp** (era 147 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **134 bp** (era 104 bp). Siamo quasi esattamente "in media" dunque. Lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (**161 bp** da 170 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%

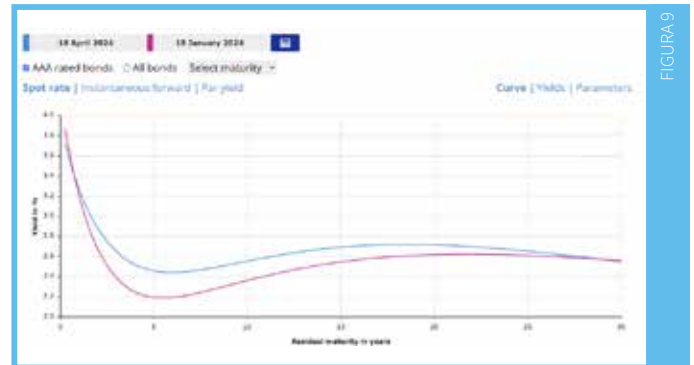


FIGURA 9

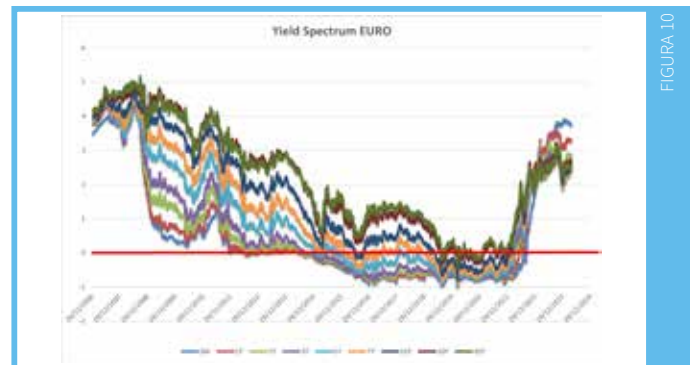


FIGURA 10

del 2019. Per il 2022 il dato era un 147,7% che diventerà **137,30** nel 2023 (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 dal modo nel quale saranno utilizzate le risorse. L'evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema (e preoccupata) attenzione. Abbiamo di fronte le scelte sul fronte energetico e una crescita modesta: vanno dati i segnali giusti. Il ritorno a tassi "unici" per l'area EURO (come dal 1999 al 2007) è forse più vicino, ma non scontato.

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

	Debito PIL 2023	Debito PIL 2029	Crescita PIL 2024	Crescita PIL 2025	Deficit PIL 2024	Tassi a 10 anni 17/04/2024	SPREAD 17/04/2024	SPREAD 23/01/2024	Variazione SPREAD
Germania	64,30	57,50	-0,2	1,3	-1,5	2,47	0,00	0,00	
Olanda	47,20	52,60	0,6	1,3	-2,0	2,75	0,28	0,31	-0,02
Francia	110,60	115,20	0,7	1,4	-4,9	3,01	0,54	0,44	0,10
Austria	75,50	76,00	0,4	1,6	-2,6	2,97	0,51	0,54	-0,03
Belgio	104,50	115,60	1,2	1,2	-4,4	2,98	0,51	0,56	-0,05
Italia	137,30	144,90	0,7	0,7	-4,6	3,92	1,45	1,44	0,01
Spagna	107,50	104,20	1,9	2,1	-3,1	3,33	0,87	0,30	-0,04
Irlanda	43,30	32,10	1,5	2,5	1,4	2,79	0,32	0,30	0,02
Portogallo	99,00	76,90	1,7	2,1	0,2	3,12	0,65	0,54	0,11
Grecia	168,80	138,80	2,0	1,9	-0,9	4,07	1,61	1,70	-0,10
USA	122,10	133,90	2,7	1,9	-6,5	4,66	2,20	1,82	0,38
Giappone	252,40	251,70	0,9	1,0	-6,5	0,84	-1,63	-1,70	0,08
UK	101,10	110,10	0,5	1,5	-4,6	4,30	1,84	1,76	0,08

Fonte FMI (OCT 2022)

Fonte Datastream

TABELLA 5

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 tecnicomonetario. La BCE rimarrà sempre più neutrale su questo fronte, pronta ad agire solo in caso di effettiva emergenza.

### Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate si mantiene su livelli medio-bassi.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. La tendenza è stata verso un improvviso ritorno a elevati spread sul credito a causa dei rischi di default legati agli interventi di contenimento pandemico. E ora ha colpito anche la guerra e la crisi Israelopalestinese, fatto salvo il settore energetico più inquinante. 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 cinquantquattro 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). Oggi (18 aprile 2024) è in diminuzione a 356 da 360 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 **8,18%** (era 7,74% 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 rimangono tendenzialmente robusti.

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



FIGURA 11

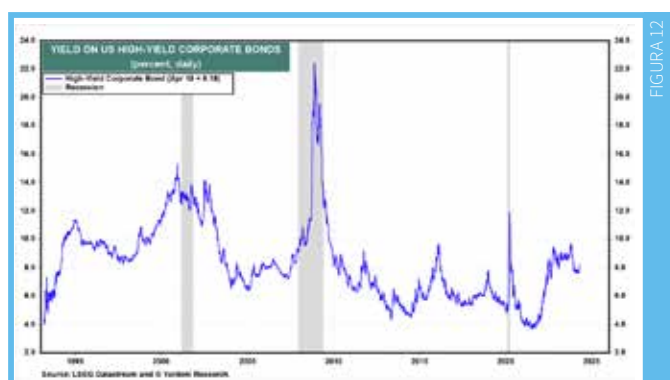


FIGURA 12

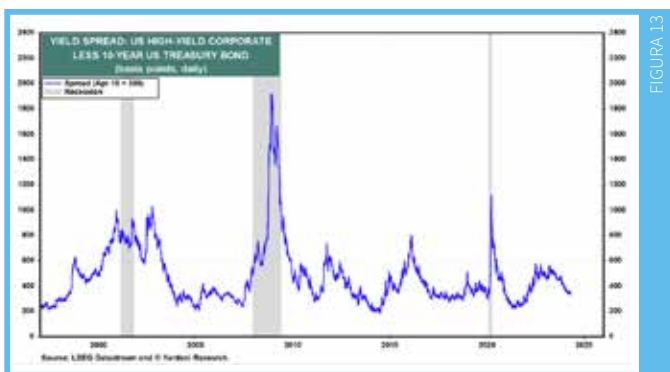


FIGURA 13

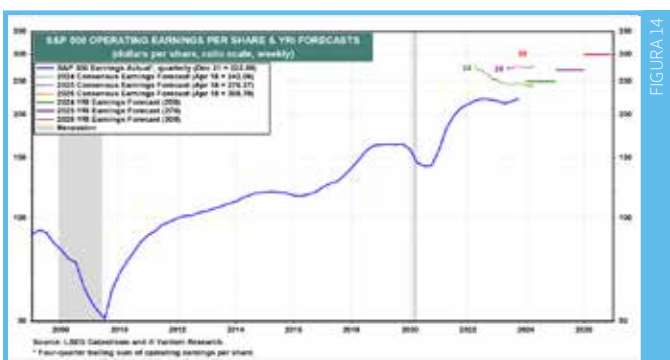


FIGURA 14

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 (dati effettivi) nuova crescita: +4,6% a 218,09 dollari per azione. Il 2023 si chiude a **221,4** (era 219,74 dollari la previsione di tre mesi addietro), in aumento di **+1,5%** (era +0,8%). 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 **243** (era 244 tre mesi fa) (ma 250 secondo Yardeni), registrando dunque un **+9,8%** (era +11,1%; secondo Yardeni: +12,9%). Per il 2025 le previsioni di consenso sono **+13,6%** (era +12,5%) a **276,1** (era 274,6) dollari (270 secondo Yardeni). Prime previsioni di consenso 2026: 308,9 (+11,9%). In FIGURA 14 la linea blu rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento aprile 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). Il minimo sembra ora alle spalle, con previsioni 2024, 2025 e 2026 in miglioramento. 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 nel complesso migliorati. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (20,3 contro 20,4 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (11,7 da 11,5 del trimestre precedente). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (diminuito rispetto al trimestre precedente), il premio per il rischio (in leggero aumento, quindi PE più basso) e la crescita degli utili (rivista al rialzo, quindi PE più alto). Gli utili "scontati" in questo momento sono buoni (e in miglioramento). Una visione nella quale occorre adesso inserire l'incertezza del nuovo scenario di guerra che si sta allargando. I mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" ed ogni dubbio si traduce in volatilità. Essa è in aumento: VIX a livello **18,71** il 19/04/2024 da 12,91 di tre mesi addietro; media ultimi tre mesi **14,48** da 13,36 di tre mesi addietro. L'inflazione ha dato segni contrastanti, i tassi sono in pausa e non vogliono scendere e alcuni mercati sono - come si dice - "ai massimi". In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 13 (era 12,5 tre mesi addietro). Gli utili attesi (forward 12 mesi) continuano - inaspettatamente - a crescere, anche se sono più bassi dei massimi raggiunti nel 2007. Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World exUS in valuta locale). Il forward PE è ora intorno a 13, gli utili sono vicini ma inferiori al livello del 2007 e sembrano avere il minimo alle spalle anche se non crescono con decisione. In FIGURA 19 la situazione per il mercato USA dal 1995. Il PE è relativamente alto (20), 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