



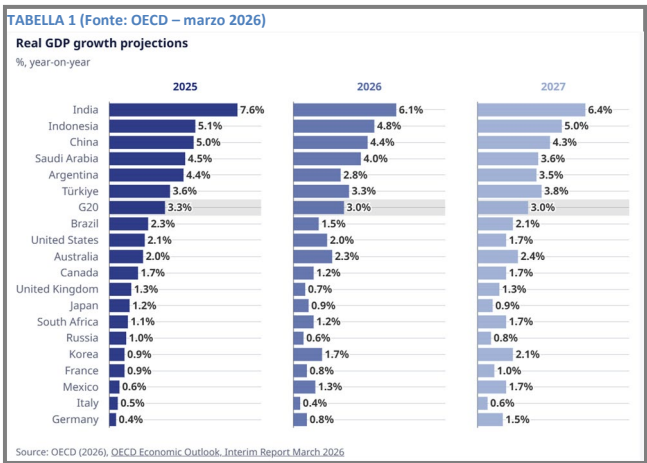
**BANCA  
POPOLARE  
COMMERCIALE** spa

## **Mercati**

Predisposto con la collaborazione tecnica  
della società **Exponential S.r.l.**

**Crescere nell'Intermediazione Finanziaria  
e Assicurativa**

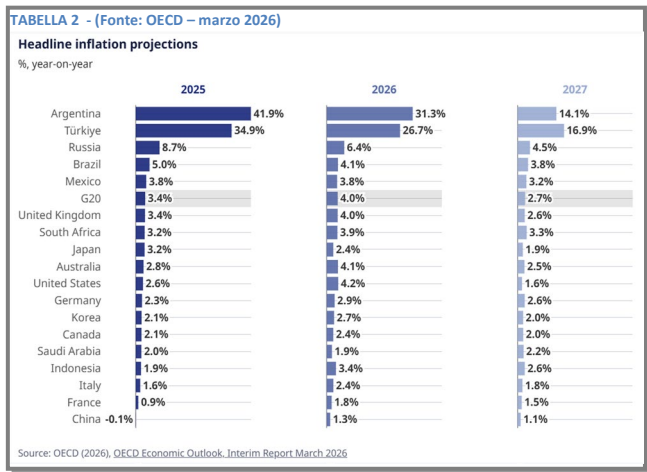
## “L’economia mondiale sotto attacco”. Paura di stagflazione.



Abbiamo scelto il titolo che appare sull’Economist del 14 marzo. E’ difficile fare previsioni, perché prevale ancora ampia incertezza sugli esiti della guerra.

Le previsioni OECD sono del 26 marzo 2026. Le più immediate sono state quelle della Banca Centrale Europea, alla vigilia dell’ultima riunione (19 marzo). Faremo riferimento a questo set di dati.

La TABELLA 1 rappresenta le previsioni OECD. A livello globale, la previsione 2026 non è stata rivista al ribasso (+2,9%) rispetto alle previsioni di dicembre; solo marginalmente (-0,1%) quella del 2027 portata al +3%. La crescita 2025 è stata del +3,3%.



L’area EURO, ha chiuso il 2025 a **+1,4%** (era +1,3%); ora il 2026 è stato portato a **+0,8%** (era +1,2%); il 2027 a **+1,2%** (era +1,4%). Secondo BCE, lo scenario più probabile è un **+0,9%** (-0,3% rispetto a dicembre). Tuttavia, la stessa BCE costruisce due scenari peggiori: nello scenario avverso si avrebbe una riduzione del PIL a giugno (**-0,1%**); nello scenario critico due trimestri consecutivi negativi (**-0,3%**; **-0,1%**), giugno e settembre (si veda FIGURA 4, pannello a).

In USA il 2025 si è chiuso a **+2,1%** (era +2%). Il 2026 è stato rivisto a **+2,0%** (era +1,7%), quindi al rialzo. Nel 2027 però l’economia USA dovrebbe crescere del

**+1,7%** contro un precedente +1,9%.

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 pari al +2,1%. Ma nel 2026 si torna a crescere: **+2,6%** contro il previsto +1,9; nel 2027 si torna al **+2,1%** (ma era previsto un 2%). 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 **+4,2%** del 2026 (era +3%) e **+1,6%** nel 2027 (era previsto +2,3%).

L’Italia ha chiuso il 2025 con una crescita del +0,5%; nel 2026 la crescita è stata rivista al ribasso rispetto a dicembre a **+0,4%** (era +0,6%) ed è stata portata a **+0,6%** (era +0,7%) nel 2027.

La Francia ha chiuso il 2025, secondo le previsioni aggiornate, a **+0,9%** un dato decisamente migliore delle attese (era +0,3%); nel 2026: **+0,8%** (era +1,0%); nel 2027 **+1%** (era +1,5%).

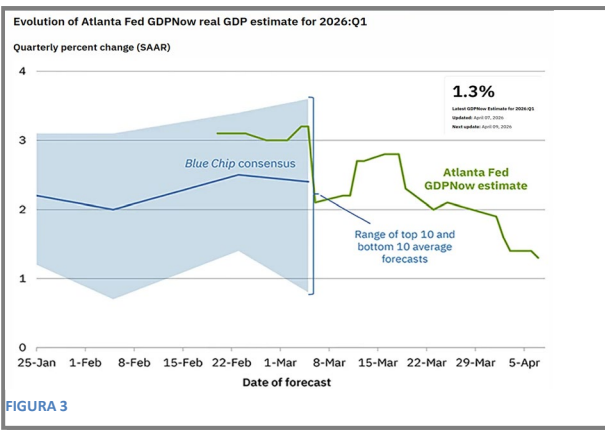
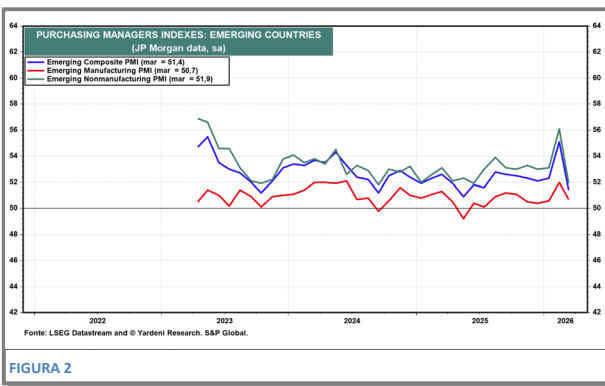
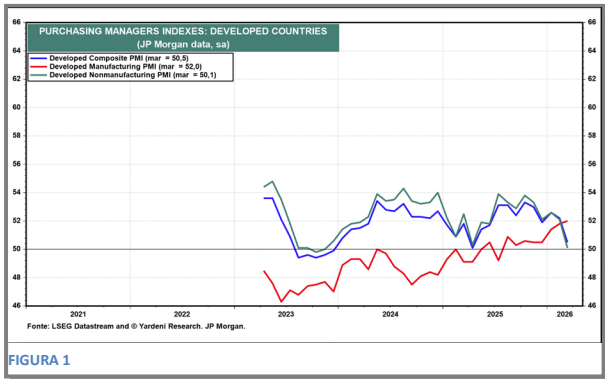
Il Regno Unito chiude a **+1,3%** (era +1,4%) il 2025. Le previsioni di crescita sono a **+0,7%** (era +1,2%) nel 2026 e +1,3% (era +1,3%) nel 2027.

La Cina è a +5% per il 2025; per il 2026 le previsioni sono a livello +4,4% (invariate); nel 2027 la crescita è prevista a +4,3% (dato invariato).

Per l’India si è registrato un **+7,6%** (era +6,7%) nel 2025. Secondo le previsioni, la crescita 2026 si colloca a livello **+6,1%** (era +6,2%) e quella 2027 a +6,4% (invariato).

Per la Russia il 2025 si è chiuso con una crescita del **+1%** (era +0,7%); il 2026 è ora previsto a **+0,6%** rispetto alla precedente previsione di +0,5% e il 2027 a **+0,8%** (da +0,6%).

Il Brasile registra un 2025 a **+2,3%** (era 2,4%). Le previsioni per il 2026 forniscono una crescita del **+1,5%** (era +1,7%) e per il 2027 una crescita del **+2,1%** (era +2,2%).



Secondo i dati OECD (marzo 2026), sia nel corrente anno che nel successivo, nessun paese avrà crescita negativa (su 20 paesi censiti).

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo e segnalano dati sopra 50 ma in **netta diminuzione rispetto al mese precedente** (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate l'indice composito è a **50,5** (era 51,9 tre mesi addietro): **50,1** (era 52,1) il non manufacturing e **52** (era 50,5) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a **51,4** (da 52,1): non manufacturing a **51,9** (era 53); manufacturing a **50,7** (era 50,4). Da segnalare che è confermato **sopra 50** il manifatturiero delle economie sviluppate ed è **sopra 50** il manifatturiero delle emergenti. L'economia di guerra colpisce per primi i settori non manifatturieri.

La FIGURA 3 esamina le previsioni sul GDP USA per il Q1 2026 della FED di Atlanta. E' un modello econometrico "in tempo reale". Come si può ben osservare, la guerra medio-orientale ha bruscamente interrotto le previsioni di crescita in aumento. L'ultimo dato (7 aprile) è **+1,3%** (era +1,6% settimana scorsa).

Quanto al petrolio, le quotazioni sono state colpite duramente dalla guerra, ovviamente verso l'alto. Nell'ultimo anno la variazione è pari al **+50,4%** (questo dato di variazione annuale era fortemente negativo lo scorso trimestre: **-15,4%**). Nell'ultimo mese l'aumento è pari a **+38,5%** a livello 112,9 dollari per barile di Brent (fonte Economist, 1/4/2026).

La politica monetaria in area EURO osserva un dato di inflazione in aumento, a causa dei prezzi dell'energia. Il movimento è appena iniziato, il timore è che possa estendersi e alimentare pericolose aspettative. In USA l'inflazione era già un po' più alta, ma ora le previsioni sono decisamente in aumento. Gli effetti dell'attacco all'economia mondiale che arriva dalla crisi mediorientale non sono ancora chiari e differiscono per area geografica. In area EURO, senza una soluzione alla crisi, il pericolo stagflazione è immediato. Negli USA preoccupa l'inflazione, il rallentamento economico sembra rinviato al 2027. La BCE è in pausa dall'11 giugno e sembrava aver già finito la fase espansiva; ora deve affrontare un nuovo scenario, con il mercato che "chiama" i tassi verso l'alto. La FED è intervenuta con tre tagli di 0,25 (settembre, ottobre e dicembre). Sembrava sul punto di intervenire ancora in questa direzione, ma ora è in pausa e il mercato segnala previsioni 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, 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). 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.

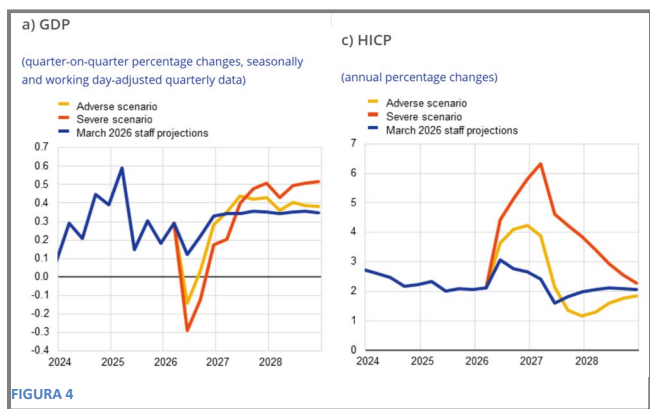
Il bilancio della BCE aveva raggiunto i 3 trilioni di euro a fine 2012 (crisi dell'EURO); a fine 2015 era a 2,8 trilioni; l'ultimo dato (tredicesima settimana del 2026) è pari a 6,162 trilioni di euro (da 6,321 del trimestre precedente). Il valore massimo è stato raggiunto il 24/6/2022 (8,836 trilioni, quindi siamo a -30,26%). Si tenga presente che il valore medio dal gennaio 1999 ad oggi è stato 3,166 trilioni.

La politica fiscale in USA è prevalentemente espansiva. 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 sembra più orientata all'espansione (Germania in testa). Il nuovo scenario, però, richiede una valutazione globale. Lo spettro della stagflazione comporta azione restrittiva della BCE (veloce ed efficace per rimuovere aspettative inflazionistiche) e azione espansiva selettiva dal punto di vista fiscale (sul fronte energetico). 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.

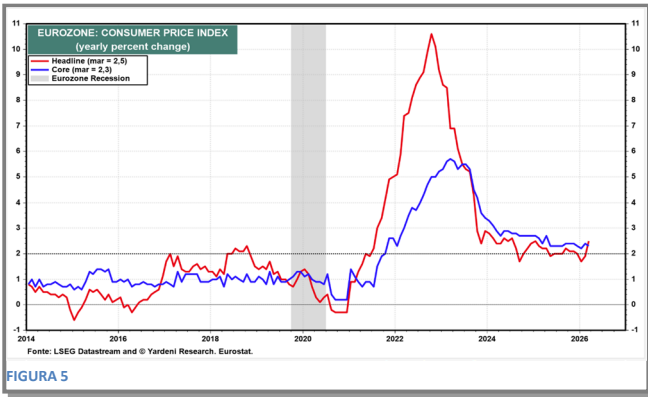
Secondo gli ultimi dati di fonte Economist (1° aprile 2026), tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2026 ci sono (tra parentesi il dato ottobre 2025 del FMI sul rapporto deficit/PIL 2025): Brasile -7,1% (-8,4%); Stati Uniti -6,5% (-7,4%); Cina -5,7% (-8,6%); Francia -5,2% (-5,4%); Regno Unito -5% (-4,3%); Belgio -4,6% (-5,5%); India -4,3% (-7,1%); Austria -4,3% (-4,2%); Germania -3,8% (-2,5%); area EURO -3,3% (-3,2%); Italia -2,9% (-3,3); Russia -2,6% (-2,7%); Spagna -2,6% (-2,7%); Giappone -1,6% (-1,3%).

Secondo il FMI (ottobre 2025, il prossimo aggiornamento sarà a metà aprile), il rapporto debito/PIL 2025 sarà pari a 229,6% in Giappone; 146,7% in Grecia; 136,8% in Italia; 125% in USA. Rispettivamente, nel 2030 arriveremo a 222,2%, 130,2%, 137%, 143,4% (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 tra il 2025 e il 2030.

**L'inflazione in area EURO e negli USA è prevista in rialzo. Il dubbio è quanto, quanto velocemente e per quanto tempo.**



“Il Consiglio direttivo ha deciso oggi di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Esso è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sul nostro obiettivo del 2% a medio termine. La guerra in Medio Oriente ha reso le prospettive significativamente più incerte, generando rischi al rialzo per l'inflazione e rischi al ribasso per la crescita economica. Il conflitto avrà un impatto rilevante sull'inflazione a breve termine tramite i rincari dei beni energetici. Le implicazioni



a medio termine dipenderanno dall'intensità e dalla durata della guerra nonché dal modo in cui le quotazioni dell'energia influenzeranno i prezzi al consumo e l'economia. Il Consiglio direttivo si trova in una posizione favorevole per affrontare tale incertezza. L'inflazione si è collocata intorno all'obiettivo del 2%, le aspettative di inflazione a più lungo termine risultano saldamente ancorate e l'economia ha evidenziato una buona capacità di tenuta negli ultimi trimestri. Le informazioni che il Consiglio direttivo acquisirà nel prossimo periodo

consentiranno di valutare l'impatto del conflitto sulle prospettive di inflazione e sui rischi a esse associati. Il Consiglio direttivo segue attentamente la situazione e definirà in modo appropriato la politica monetaria grazie al suo approccio fondato sui dati" (BCE, 19 marzo 2026).

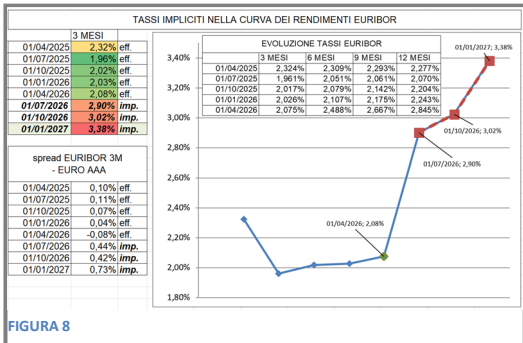
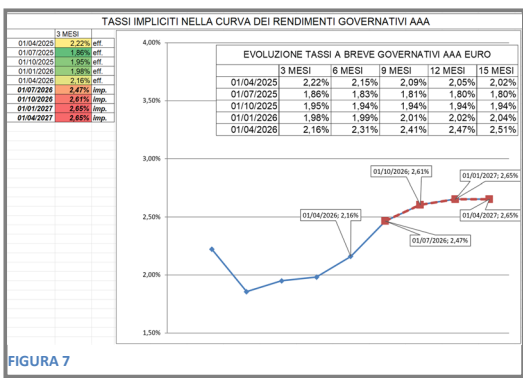
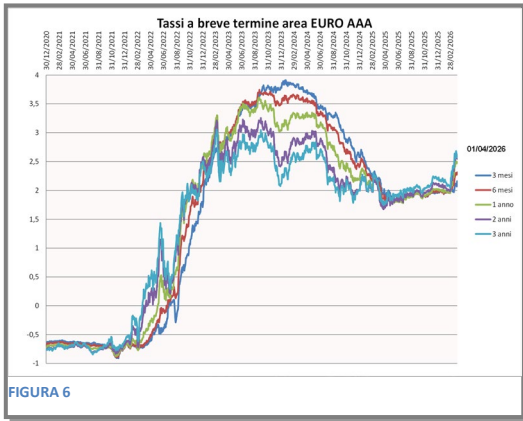
L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+2,5%** (da +2,0% del trimestre precedente, ma si noti che a gennaio era +1,7%); quella core è rimasta (ancora) stabile al +2,3%. In FIGURA 4 (pannello b) la BCE riporta le previsioni più probabili (sopra il 3% già nei prossimi 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 già inevitabilmente in corso, ma 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 **+4,33%** (era +4,15% lo scorso trimestre) e **+1,94%** (era +1,86%) - si attestano dunque al **+2,39%** (da +2,29%; dati al 7 aprile 2026, fonte Yardeni Research). Lo stesso dato in area EURO risulta pari a **+2,18%** (era 1,85% ad inizio anno, dati Refinitiv).

Su orizzonte 5 anni, rispettivamente in USA e in area EURO: **+2,662%** (era +2,283% ad inizio anno) e **+2,480%** (era +1,70 ad inizio anno).

Anche i dati di mercato incorporano un effetto inflazionistico atteso, sia pure con moderazione.



EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO					
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
01/04/2025	2,22%	2,15%	2,09%	2,05%	2,02%
01/07/2025	1,86%	1,83%	1,81%	1,80%	1,80%
01/10/2025	1,95%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%
01/01/2026	1,98%	1,99%	2,01%	2,02%	2,04%
01/04/2026	2,16%	2,31%	2,41%	2,47%	2,51%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
01/04/2025	2,324%	2,309%	2,293%	2,277%
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%

TABELLA 4

## Tassi di interesse EURO a breve termine: immediato effetto crisi.

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO era in lieve crescita già da circa 12 mesi. Con i recenti eventi di crisi si nota un chiaro balzo, con irripidimento del tratto breve della curva.

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 acuisce il cambiamento dello scorso trimestre: 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 almeno fino a gennaio 2027 (FIGURA 7).

I tassi EURIBOR tre mesi hanno toccato i minimi lo scorso semestre e mostrano un deciso andamento crescente. 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: tra Scilla (inflazione in aumento) e Cariddi (rallentamento economico).

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha risentito ovviamente dell'incertezza macroeconomica (FIGURA 9). La curva è tutta crescente, con un tratto a breve molto ripido, spinto dalle previsioni al rialzo dei tassi BCE. La pendenza, misurata dal differenziale 10 anni - 3 mesi, è

leggermente diminuita ( $3,075 - 2,177 = 0,898$ ; era  $2,924 - 1,967 = 0,957$  tre mesi addietro).

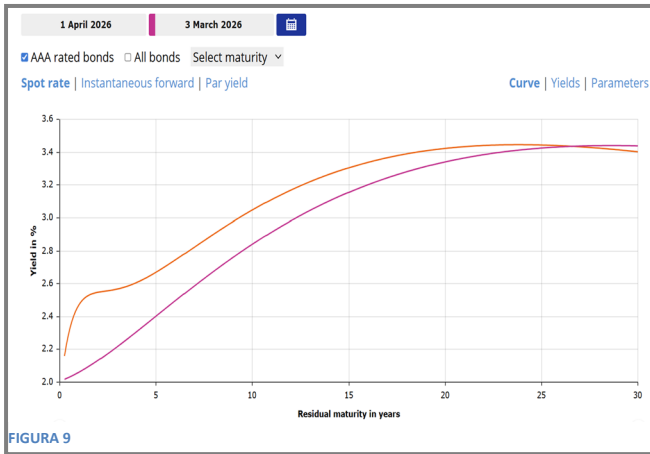


FIGURA 9

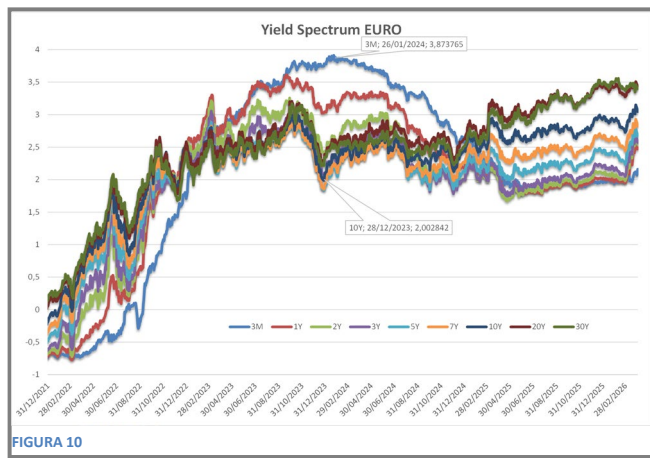


FIGURA 10

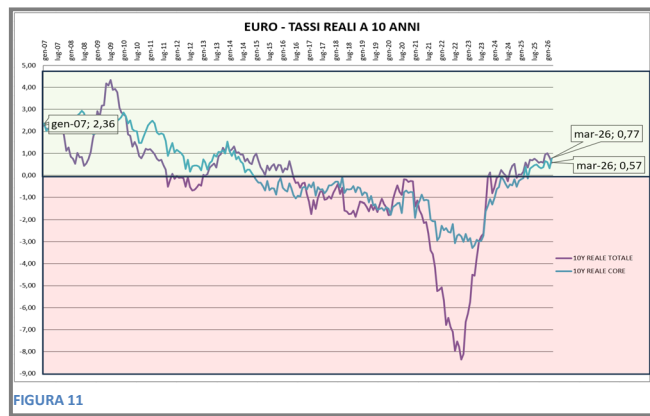


FIGURA 11

I tassi partono dunque dal **2,177%** (1,970% il trimestre precedente) a tre mesi. Ad un anno sono pari al **2,516%** (era 1,996%). A 10 anni giungono al **3,075%** (1,967%). Il massimo nel lungo termine è a quota **3,478%** a 24 anni (era 3,465% a 26 anni). Fonte dati BCE al 2/4/2026.

Il mercato esprimere tassi reali leggermente positivi, considerando i dati attuali di inflazione (FIGURA 11).

Rispetto al trimestre precedente, la curva dei rendimenti USA appare completamente trasformata: tutta al rialzo fino a 24 anni, con un aumento “correttivo” nel tratto 3 mesi – 4 anni, prima caratterizzato da una “buca” (attese di ribasso dei tassi a breve). E’ positiva la differenza tra il 10 anni (**4,34%** era 4,18%) e il tre mesi (**3,72%** era 3,63%). La curva USA rimane più alta di quella EURO (126 bp sui 10 anni, erano circa 126 anche tre mesi addietro). Nel tratto breve (3 mesi) la differenza è 154 bp (erano 166).

I tassi a 10 anni in Germania sono tornati sopra il 3% (**3,057%**; erano a 2,848% lo scorso trimestre) e sono (ormai a far tempo da marzo 2022) più alti dei tassi giapponesi: **+2,38%** (era +2,099%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota **+3,97%** (era +3,476%), quello USA è a livello **+4,314%** (era +4,169%) (fonte Refinitiv Eikon, 7/4/2026). Il rialzo dei tassi rispetto al trimestre precedente appare, dunque, generalizzato, compresa l’Italia, che ha registrato un rialzo dello spread sul bund tedesco.

Lo «spettro» dei rendimenti EURO (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva ordinata per scadenza, colpita dalla crisi mediorientale. E’ com-

presa tra il **+2,177%** a 3 mesi e il **+3,478%** a 24 anni (compresa tra il +1,986% a 3 mesi e il +3,395% a 28 anni di inizio marzo). E’ 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.

### I tassi di interesse nei diversi Paesi dell’area EURO: gli spread risentono 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

CONDIZIONI DI SOLVIBILITA' DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA									
	Debito PIL 2025	Debito PIL 2030	Crescita PIL 2026	Crescita PIL 2027	Deficit PIL 2025	Tassi a 10 anni 02/04/2026	SPREAD 02/04/2026	SPREAD 23/01/2026	Variazione Spread
Germania	64,40	73,60	0,8	1,5	-2,5	2,97	0,00	0,00	
Olanda	44,00	48,50	nd		-2,1	3,13	0,16	0,13	0,03
Francia	116,50	129,40	0,8	1,0	-5,4	3,62	0,66	0,61	0,05
Austria	82,00	84,30	nd		-4,2	3,23	0,26	0,25	0,01
Belgio	107,50	122,60	nd		-5,5	3,47	0,50	0,47	0,03
Italia	136,80	137,00	0,4	0,6	-3,3	3,84	0,87	0,62	0,26
Spagna	100,40	92,60	2,1	1,7	-2,7	3,48	0,51	0,37	0,13
Irlanda	33,00	28,20	nd		1,0	3,14	0,17	0,22	-0,04
Portogallo	90,90	77,40	nd		0,2	3,35	0,38	0,33	0,05
Grecia	146,70	130,20	nd		0,0	3,71	0,74	0,59	0,15
USA	125,00	143,40	2,0	1,7	-7,4	4,31	1,34	1,41	-0,07
GIAPPONE	229,60	222,20	0,9	0,9	-1,3	2,36	-0,61	-0,64	0,03
UK	103,40	105,40	0,7	1,3	-4,3	4,84	1,87	1,70	0,17

Fonte: OECD MARZO 2026      Fonte: Datastream

TABELLA 5

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

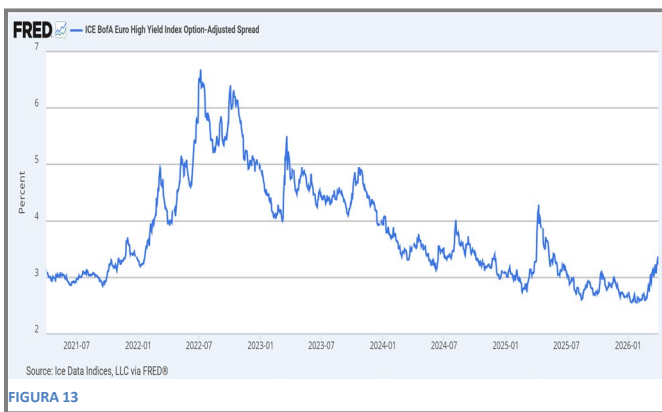
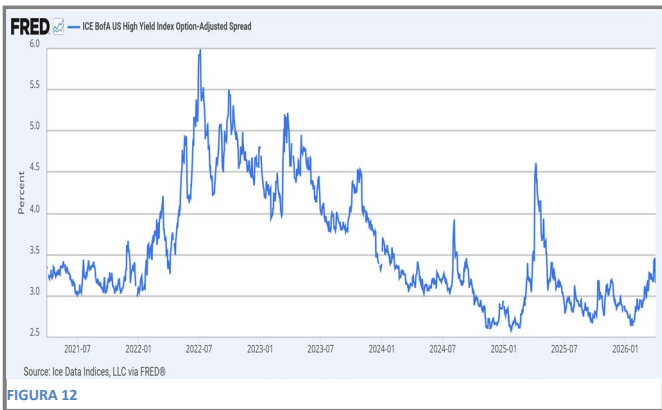
dati macroeconomici previsionali (fonte OECD marzo 2026 e FMI ottobre 2025) e l'andamento degli spread rispetto alla Germania. L'ipotesi è che lo spread sia funzione dal rapporto Debito/PIL; dalla crescita del PIL e dal rapporto Deficit/PIL. Vengono riportati come confronto i dati di USA, UK e Giappone. In area EURO, le previsioni economiche per il 2026 e 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 lieve aumento, dopo un bel periodo di discesa, a **87 bp** (da 62 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 **122 bp** (era 125,16 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **100 bp** (era 104 bp). Siamo ampiamente sotto la media. A ben vedere, però, lo spread attuale è superiore anche a quello della Grecia (**74 bp** da 59 bp). Un dato anomalo, probabilmente dovuto alla scarsa liquidità del debito greco. Anche lo spread francese è leggermente aumentato, giunto a **66 bp** (da 61), maggiore di quello spagnolo, a quota **38 bp** (da 53 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 sopra i 75 bp.

Secondo le previsioni FMI (aprile 2025), 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 **136,80%** nel 2025 (secondo le previsioni) e nel 2030 è previsto raggiungere il **137%**. Il deficit/PIL 2025 per l'Italia si attesterebbe, secondo le previsioni, ad un livello **-3,3%** (era -3,3%) (meglio di Stati Uniti e UK; ma anche di Belgio e Francia e ormai non lontano 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.

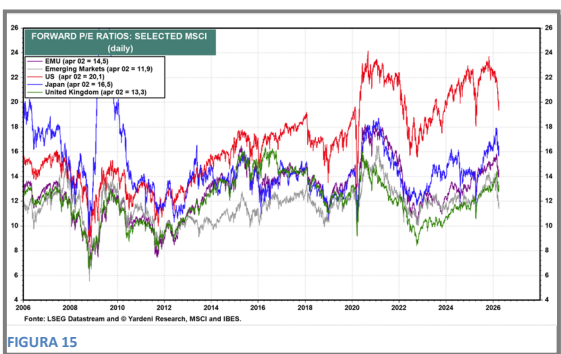
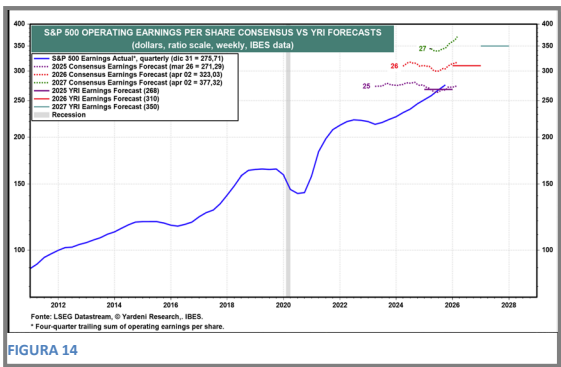
### Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: per ora pochi segnali di un ampliamento.

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 HOA0). Siamo sempre più vicini ai minimi storici. Il nuovo scenario di guerra porta gli spread del 30 marzo a **346 bp**. Oggi (6 aprile) **305 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 **326**.

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.



### I mercati azionari sono volatili. Per il momento non sono stati rivisti al ribasso gli utili aziendali.

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. Previsioni di consenso 2026: 323,03 da 313,84 (+19,1% da +15,6%). Secondo Yardeni: 310 (erano 310) dollari con una variazione del +14,3% (era +15,4%). Per il 2027 il consenso prevede +16,8% a 377 dollari. Yardeni è più prudente: 350 dollari (+12,9%).

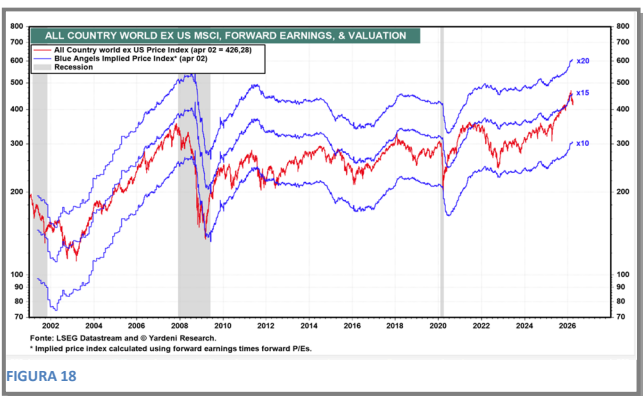
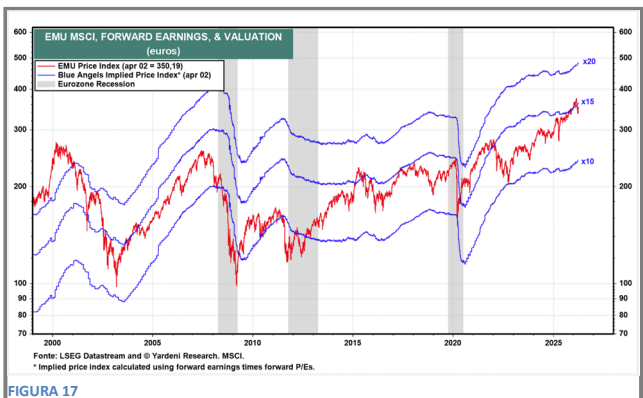
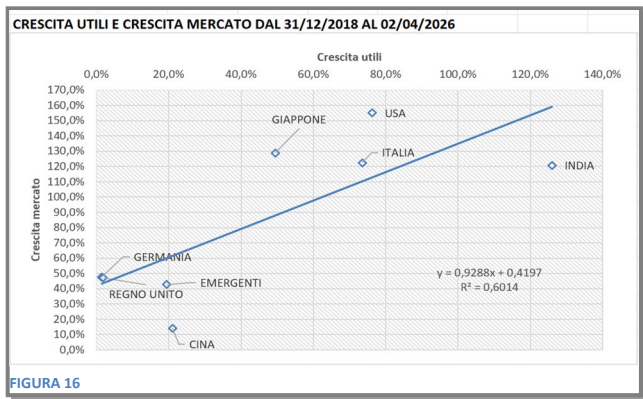
Gli utili continuano ad aumentare, dunque. Considerando la crisi, non pare un risultato privo di significati.

In FIGURA 14 la linea blu rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2012 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 2 aprile 2026). Le linee punteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per il 2025, il 2026 e il 2027. Vediamo le revisioni al rialzo dell'ultimo mese, nonostante tutto. Vengono inoltre riportate le previsioni di Yardeni Research.

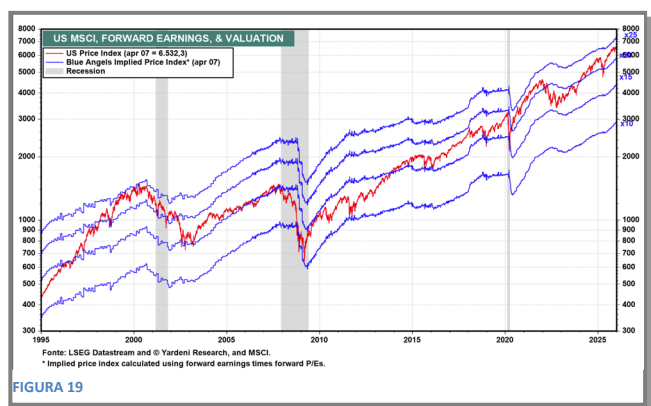
Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti

per troppo tempo. 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 negate; rimangono dunque orientate alla crescita, ma l'incertezza è notevole.

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 (20,1 contro 22,4 del trimestre precedente), caratterizzato da un ribasso dei prezzi ad utili invariati; il più “economico” (escludendo lo UK: 13,3 contro 13,4 di tre mesi addietro) è l’indice dei paesi emergenti (11,9 da 13,9 del trimestre precedente). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in 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 lieve 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; oggi 7/4/2026 25,78 (era 15,38 il 7 gennaio scorso, ma 31,05 il 27/3). La media a 60 giorni: 21,48 (era 17,51 tre mesi addietro). Si noti che la media dal 1990 è 19,44.

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 14,5 (era 15,3 tre mesi addietro). Gli utili attesi (forward 12 mesi) sono in miglioramento e hanno superato i precedenti massimi. Vien da dire, per ora.

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 andamento crescente, per ora.

In FIGURA 19 la situazione per il mercato USA dal 1995. Il PE è a quota 20,1 (era 22,4). 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 nei periodi di recessione. Si rammenta che l’indice è riferito alle azioni grande capitalizzazione. Le previsioni di utili su small cap, mid cap e large cap USA non sono state al momento modificate in senso negativo.

# Le nostre filiali

## **Napoli**

Via Roberto Bracco, 31  
80133 Napoli  
Centralino 081 552 77 99

## **San Giuseppe Vesuviano**

Via Gaetano Auricchio, 22  
80047 San Giuseppe Vesuviano (NA)  
Telefono: 081 528 09 01

## **Striano**

Via Risorgimento, 81  
80040 Striano (NA)  
Centralino 081 510 84 09

## **Nola - Interporto**

Località Boscofangone, Lotto C  
Centralino 081 512 11 46

## **CIS Nola - Ufficio di Rappresentanza**

CIS Nola Isola 1, Torre 1 – 80035 Nola (NA)



**BANCA  
POPOLARE  
COMMERCIALE** spa