



SANFELICE 1893

MERCATI

SETTEMBRE 2026

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

L'economia globale sembra avere preso una direzione: la crescita.

Le TABELLE 1 e 2 rappresentano le previsioni OECD del settembre 2026. A livello globale, la previsione 2026 è stata rivista al rialzo (+2,9 da +2,8%) rispetto alle previsioni di giugno; è stata rivista al ribasso, invece, la previsione 2027 portata a +3% da +3,1%.

L'area EURO ha chiuso il 2025 a +1,3%; ora il 2026 è stato portato a +1% (era +0,8%); il 2027 a +1,0% (era +1,2%). Secondo BCE (settembre), lo scenario più probabile 2026 è un +0,9% (+0,1% rispetto a giugno) e quello 2027 è +1,4% (+0,2%). Tuttavia, la stessa BCE costruisce due scenari peggiori: nello scenario avverso si avrebbe una crescita del PIL 2026 a +0,9%; in uno scenario severo +0,8% (si veda FIGURA 4, pannello a sinistra).

In USA il 2025 si è chiuso a +2,1%. Il 2026 è rivisto a +2,2% (era +2% a giugno). Nel 2027 però l'economia USA dovrebbe crescere del +2,1% contro un precedente +1,8%.

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: +3% ancora in aumento rispetto alle previsioni di giugno (+2,8%); nel 2027 si torna al +2,9% (ma era previsto un 2,4%). 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 +3,6% del 2026 (era +3,7%) e +2,6% nel 2027 (era previsto +2,1%). L'inflazione USA ed EURO non sono molto diverse.

L'Italia ha chiuso il 2025 con una crescita del +0,5%; nel 2026 la crescita è stata rivista al rialzo rispetto a giugno a +0,9% (era +0,5%), 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: +0,4% (era +0,7%); nel 2027 +0,7% (era +0,8%). Non è un buon momento.

Il Regno Unito chiude a +1,4% il 2025. Le previsioni di crescita sono a +1,1% (era +0,9%) nel 2026 e +1,0% (era +1,1%) nel 2027.

La Cina è a +5% per il 2025; per il 2026 le previsioni sono a livello +4,5% (era +4,5%); nel 2027 la crescita è prevista a +4,2% (era +4,3%).

Per l'India si è registrato un +7,8% nel 2025. Secondo le previsioni, la crescita 2026 si colloca a livello +7,1% (era +6,3%) e quella 2027 a +6,5% (era +6,4%).

Per la Russia il 2025 si è chiuso con una crescita del +1%; il 2026 è ora previsto a +0,5% (stabile) e il 2027 si è ridotto a +0,6% da +0,8%.

Il Brasile registra un 2025 a +2,3%. Le previsioni per il 2026 forniscono una crescita del +2% (era +1,6%) e per il 2027 una crescita del +1,9% (era +2,1%).

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati ad agosto e segnalano dati sopra 50 per l'indice manifatturiero (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate l'indice composito è a 54,1 (era 50,6 tre mesi addietro): 54,2 (era 49,8) il non manufacturing e 53,5 (era 53,2) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 52,4 (da 53,6); non manufacturing a 52,2 (era 54); manufacturing a 51,3 (era 51,4). Da segnalare che sono sopra 50 tutti i valori.

	2025	2026	2027
		Interim EO projections	Interim EO projections
		Difference from June EO	Difference from June EO
World	3.4	2.9	3.0
G20 ¹	3.3	3.1	3.0
Australia	2.0	1.9	1.7
Canada	1.9	0.9	1.3
Euro area	1.3	1.0	1.0
Germany	0.3	1.1	1.1
France	0.9	0.4	0.7
Italy	0.5	0.9	0.6
Spain ²	2.8	2.6	1.8
Japan	1.2	0.8	0.7
Korea	1.1	3.7	2.6
Mexico	0.7	1.5	1.8
Turkiye	3.7	2.7	3.6
United Kingdom	1.3	1.1	1.0
United States	2.1	2.2	2.1
Argentina	4.5	2.6	3.0
Brazil	2.3	2.0	1.9
China	5.0	4.5	4.2
India ³	7.8	7.1	6.5
Indonesia	5.1	5.2	5.1
Russia	1.0	0.5	0.6
Saudi Arabia	4.6	-1.8	4.1
South Africa	1.1	1.2	1.3

TABELLA 1 | Fonte: OECD - settembre 2026 - CRESCITA GDP REALE

	2025	2026	2027
		Interim EO projections	Interim EO projections
		Difference from June EO	Difference from June EO
G20 ¹	3.4	4.1	3.6
Australia	2.8	4.5	2.8
Canada	2.1	2.8	2.5
Euro area	2.1	3.0	2.9
Germany	2.3	2.9	3.3
France	0.9	2.5	2.1
Italy	1.6	3.0	2.6
Spain ²	2.7	3.7	3.4
Japan	3.2	1.8	2.6
Korea	2.1	3.0	2.7
Mexico	3.8	4.1	3.4
Turkiye	34.9	31.5	24.7
United Kingdom	3.4	3.1	2.6
United States	2.6	3.6	2.6
Argentina	41.9	30.8	20.5
Brazil	5.0	5.1	4.3
China	-0.1	1.4	1.9
India ³	2.1	4.7	4.2
Indonesia	1.9	3.3	3.0
Russia	8.7	6.5	6.0
Saudi Arabia	2.0	1.8	2.1
South Africa	3.2	4.1	3.8

TABELLA 2 - Fonte: OECD - settembre 2026 - INFLAZIONE TOTALE

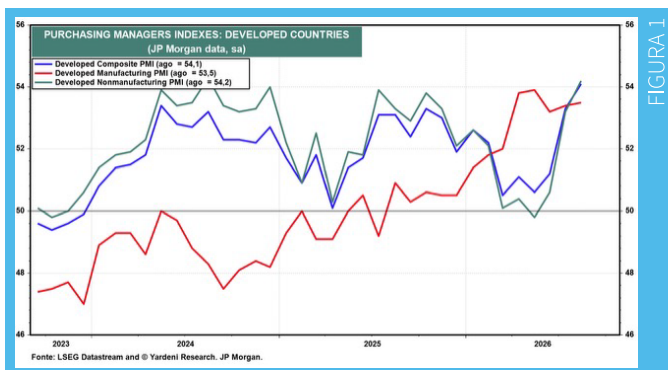


FIGURA 1

02 SETTEMBRE 2026

La FIGURA 3 esamina le previsioni sul GDP USA per il Q3 2026 della FED di Atlanta. È un modello econometrico “in tempo reale”. Come si può ben osservare, le previsioni sono state corrette al rialzo, passando da sopra dal +4% di metà agosto al +5% di fine settembre (decisamente più in alto 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 +47% (era +8,7% lo scorso trimestre). Nell'ultimo mese si è registrato un aumento del +12,4% a livello 99,4 (era 72,9 tre mesi addietro) dollari per barile di Brent (fonte Economist, 22/9/2026).

La politica monetaria in area EURO osserva un dato di inflazione in aumento, essenzialmente a causa dei prezzi dell'energia, ma la crescita economica comincia ad avere il suo ruolo. Gli spettri della stagflazione so-no ormai lontani. La BCE è intervenuta ancora in senso restrittivo il 16 settembre, dopo l'intervento del 17 giugno. Ma il mercato “chiama” i tassi verso ancora verso l'alto. La FED è intervenuta in senso restrittivo all'unanimità pochi giorni dopo la BCE: 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 seguito da un altro +0,25 il 16 settembre.

“Il Consiglio direttivo ha deciso oggi di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il conflitto in Medio Oriente continua a generare pressioni sull'inflazione, che dovrebbe mantenersi su livelli ben al di sopra dell'obiettivo per un periodo prolungato. La decisione odierna sottolinea l'impegno del Consiglio direttivo di definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2% a medio termine.” (BCE, 10 settembre 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 (trentanovesima settimana del 2026) è pari a 5,897 trilioni di euro (da 6,117 del trimestre precedente). Il valore massimo è stato raggiunto il 24/6/2022 (8,836 trilioni, quindi siamo a -33,6%). Si tenga presente che il valore medio dal gennaio 1999 ad oggi è stato 3,218 trilioni.

La politica fiscale in USA rimane prevalentemente espansiva, nonostante il segnale di rialzo. La FED ha inizia-to un QE5, ossia una nuova fase di espansione del bilancio (Quantitative Easing), ottenuto attraverso acqui-sto di Treasury USA a breve termine e a lungo termine. È una politica monetaria “strabica” che pare guidata da obiettivi contrastanti. I “bond vigilantes” (considerando il rialzo dei tassi a lungo termine) non sembrano gradire.

Il livello del debito pubblico americano, in continua, inarrestabile e confermata, espansione, continua a de-stare 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 possibile rischio di rallentamento economico. C'è la consapevolezza che le sfide della dife-sa 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 (23 settembre 2026), tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2026 ci sono (tra parentesi il dato del giugno 2026): Brasile -7,3% (-7,3%); Stati Uniti -6,5% (-6,5%); Cina -5,4% (-5,8%); Francia -5,3% (-5,2%); Regno Unito -5,2% (-5,1%); Belgio -5,2% (-5,2%); India -4,3% (-4,5%); Austria -4,1% (-4,1%); Germania -4,2% (-3,7%); area EURO -3,4% (-3,4%); Italia -3,0% (-3,0%); Russia -3,2 (-3,4%); Spagna -2,5% (-2,4%); Giappone -1,8% (-1,8%).

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.

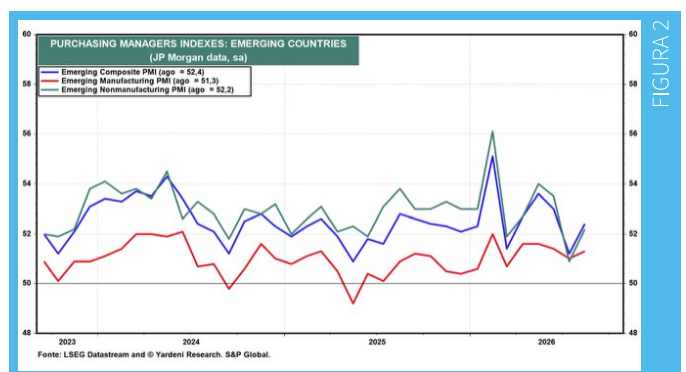


FIGURA 2

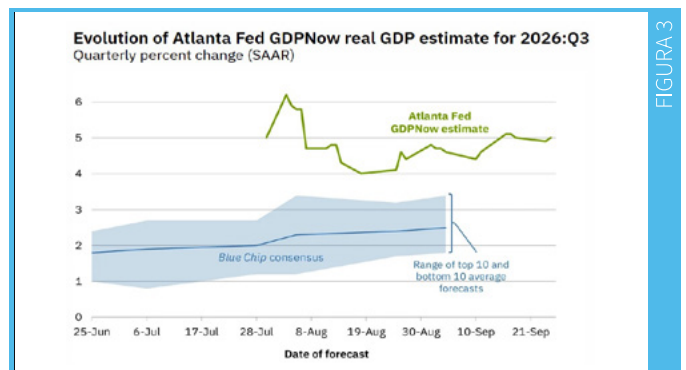


FIGURA 3

L'inflazione in area EURO e negli USA rimane elevata, con prospettive di miglioramento.

“Nello scenario di base delle nuove proiezioni degli esperti della BCE l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 3,0% nel 2026, al 2,5% nel 2027 e al 2,1% nel 2028. L'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si porterebbe al 2,5% nel 2026, al 2,6% nel 2027 e al 2,3% nel 2028. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno, le proiezioni per l'inflazione restano invariate per il 2026, ma sono state riviste al rialzo per il 2027 e il 2028. Nello scenario di base delle proiezioni la crescita economica dovrebbe situarsi allo 0,9% nel 2026, all'1,4% nel 2027 e all'1,5% nel 2028. La correzione al rialzo per il 2026 e il 2027 riflette principalmente una capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro maggiore delle attese.

Le prospettive restano molto incerte, con rischi orientati al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita economica. Riguardo allo shock energetico, i nuovi scenari formulati dai nostri esperti illustrano l'ampia gamma di esiti per l'evoluzione della crescita e dell'inflazione in base a diverse ipotesi sull'intensità e sulla durata dello shock, nonché sugli effetti indiretti e di secondo impatto.” (BCE, 10 settembre 2026).

L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+3,2%** (da +2,8% del trimestre precedente, ma si noti che a maggio era +3,2%); quella core si è portata al **+2,4%** rispetto al 2,4% di tre mesi addietro (era +2,5% a maggio). In FIGURA 4 (pannello di destra) la BCE riporta le previsioni più probabili (sopra il 3,5% nei prossimi mesi) e quelle di uno scenario avverso e critico (intorno al 4% a fine anno e quasi al 6% a metà 2027). Si nota un lieve miglioramento rispetto a tre mesi addietro.

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 **+5,26%** (era +4,49% lo scorso trimestre) e **+2,89%** (era +2,25%) - si attestano dunque al **+2,37%** (da +2,24%; dati al 29 settembre 2026, fonte Yardeni Research). Lo stesso dato in area EURO risulta pari a **+2,12%** (era 1,98% a fine giugno, dati Re-finitiv).

Su orizzonte 5 anni, rispettivamente in USA e in area EURO: **+2,368%** (era +2,246%) e **+2,28%** (era +1,89%). I dati di mercato mostrano grande moderazione nelle aspettative di inflazione di medio e lungo termine, con un leggero aumento rispetto a tre mesi fa. Su orizzonte temporale di un anno, il dato di inflazione implicita EURO si attesta al **+3,01%** (29 settembre 2026, dati Refinitiv). A fine giugno il valore era +1,66%.

Tassi di interesse EURO a breve termine: strada decisa verso il rialzo.

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO era in crescita già da circa metà 2025. I recenti eventi di crisi hanno determinato una chiara accelerazione, 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, che comunque sta ancora distorcendo la valutazione sui livelli attuali, che sembrano molto alti. 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 oltre un anno e mezzo: la discesa è finita; 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 settembre 2027 (FIGURA 7).

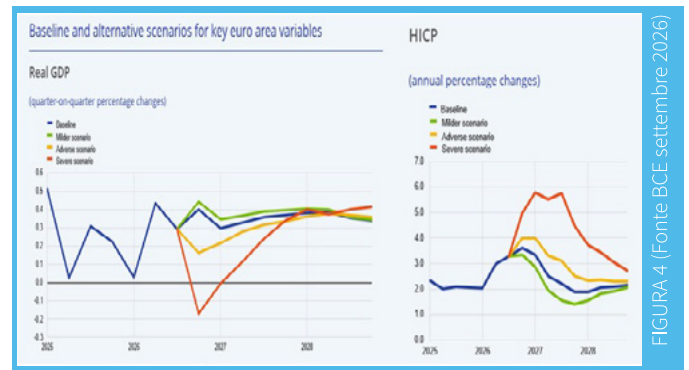


FIGURA 4 (Fonte BCE settembre 2026)



FIGURA 5

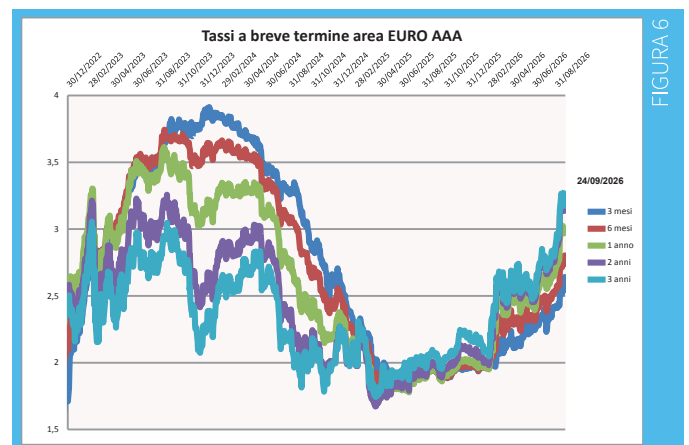


FIGURA 6

04 SETTEMBRE 2026

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). Se questo punto è dubbio la significatività del tasso EURIBOR.

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 economico. Vedremo come si sviluppano i diversi tassi nei diversi Paesi EURO, di fronte alle tensioni attuali. Il rialzo dei tassi e degli spread (sia pure quest'ultimo contenuto) e la situazione francese lanciano qualche punto di attenzione per le banche, che hanno portafogli di titoli relativamente lunghi.

L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 4.

Tassi EURO lungo termine: la rotta è decisa, i tassi salgono.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha preso un sentiero deciso, con un innalzamento evidente nel tratto medio fino a 5 anni, che si è propagato su tutte le scadenze (FIGURA 9). La curva è tutta crescente, dunque, con un tratto a breve-medio molto ripido. La pendenza, misurata dal differenziale 10 anni – 3 mesi, è aumentata (3,608 – 2,525 = 1,083; era 2,988 – 2,254 = 0,734 tre mesi addietro).

I tassi partono dunque dal **2,525%** (2,254% il trimestre precedente) a tre mesi. Ad un anno sono pari al **2,989%** (era 2,393%). A 10 anni giungono al **3,608%** (2,988%). Il massimo nel lungo termine è a quota **3,897%** a 22,5 anni (3,505% a 28 anni). Fonte dati BCE al 29/9/2026.

Il mercato esprimere tassi reali positivi sull'inflazione core (+1,17%) e leggermente positivi sull'inflazione totale (+0,27%) (FIGURA 11).

Rispetto al trimestre precedente, la curva dei rendimenti USA si è comportata esattamente come quella eu-ropea: è tutta al rialzo fino a oltre 20 anni, con una forte pendenza nel tratto 3 mesi – 2 anni, dove i tassi passano da **4,19%** (era 3,85% tre mesi addietro) a **4,85%** (era 4,17%). È positiva la differenza tra il 10 anni (**5,11%** era 4,48%) e il tre mesi (**4,19%** era 3,85%). La curva USA rimane più alta di quella EURO (154 bp sui 10 anni, erano circa 149 tre mesi addietro). Nel tratto breve (3 mesi) la differenza è 158 bp (erano 160, dati al 24/9/2026).

I tassi a 10 anni in Germania sono tornati ben sopra il 3% (**3,591%**; erano a 2,932% lo scorso trimestre) e sono (ormai a far tempo da marzo 2022) più alti dei tassi giapponesi: **+3,047%** (era +2,728%), in avvicinamento. Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota **4,629%** (era +3,67%), quello USA è a livello **+5,25%** (era +4,484%) (fonte Refinitiv Eikon, 29/9/2026).

Lo «spettro» dei rendimenti EURO (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva ordinata per scadenza, abbastanza ampia. È compresa tra il **+2,612%** a 3 mesi e il **+3,8125%** a 20 anni (compresa tra il +2,254% a 3 mesi e il +3,505% a 28 anni a inizio luglio). È coerente con l'incertezza sull'inflazione e con un ciclo eco-nomico più orientato alla crescita: il rialzo dei tassi a breve deve essere più deciso per frenare il rialzo dei tassi a lunga.

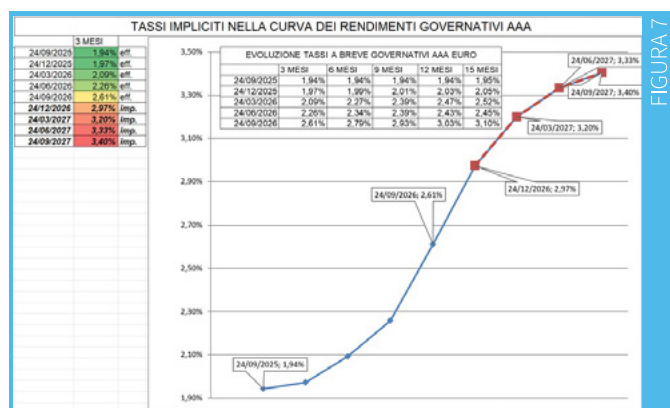


FIGURA 7

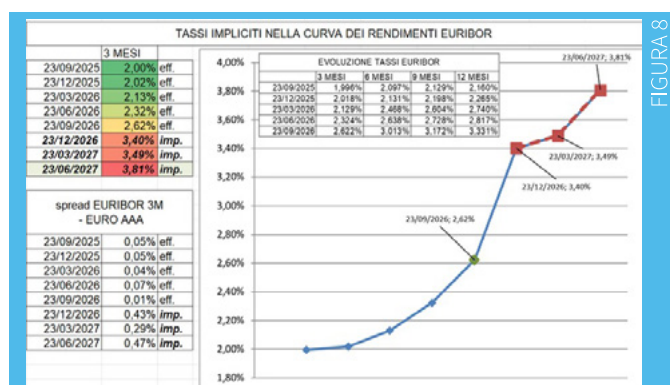


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
24/09/2025	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,95%
24/12/2025	1,97%	1,99%	2,01%	2,03%	2,05%
24/03/2026	2,09%	2,27%	2,39%	2,47%	2,52%
24/06/2026	2,26%	2,34%	2,39%	2,43%	2,45%
24/09/2026	2,61%	2,79%	2,93%	3,03%	3,10%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
23/09/2025	1,996%	2,097%	2,129%	2,160%
23/12/2025	2,018%	2,131%	2,198%	2,265%
23/03/2026	2,129%	2,468%	2,604%	2,740%
23/06/2026	2,324%	2,638%	2,728%	2,817%
23/09/2026	2,622%	3,013%	3,172%	3,331%

TABELLA 4

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 rialzo dei tassi di interesse e dalla nuova necessità di spendere per far fronte alla crisi energetica ed alla sicurezza. 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, OECD settembre 2026 ed EIU 23 settembre 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 rialzo, tutto sommato lieve, ma significativo, considerando la situazione a **104 bp** (da 75 bp). Colpisce molto il dato francese (109 bp), che ci ha dunque superato nello spread a lungo termine, dato il peso del DEFICIT/PIL e di un DEBITO/PIL atteso in crescita. Vale sempre la pena di ricordare che il 9/11/2011 lo spread italiano 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 **118 bp** (era 120 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **97 bp** (era 98 bp). Siamo attualmente sotto la media. A ben vedere, però, lo spread attuale è superiore anche a quello della Grecia (**83 bp** da 61 bp). Un dato ano-malo, probabilmente dovuto alla scarsa liquidità del debito greco. Lo spread francese, come abbiamo già notato, è aumentato, giunto a **109 bp** (da 69 bp), ormai doppio rispetto a quello spagnolo, a quota **51 bp** (da 45 bp). La sensazione è che il livello di spread, in questa complicata situazione, sia destinato a rimanere intorno ai 100 bp, contrariamente alle nostre previsioni di stabilità intorno ai 75 bp formulate tre mesi addietro. La crescita dei tassi pesa sul servizio del debito, anche se la domanda di titoli italiani è robusta (per fortuna). 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 costruirà la "manovra". 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 (quasi) "unici" per l'area EURO (come dal 1999 al 2007) non può essere dato per scontato, ma rimane un obiettivo. Un effetto 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.

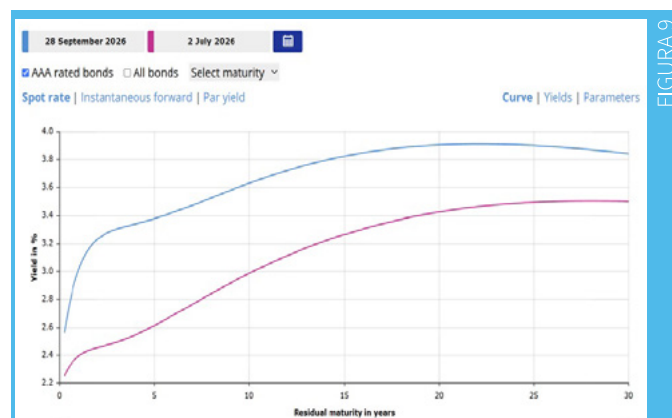


FIGURA 9

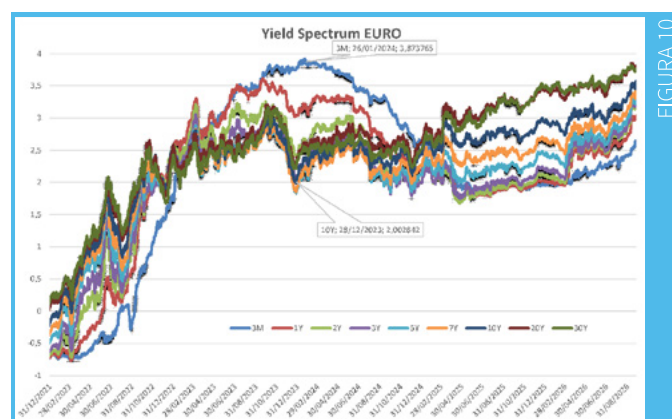


FIGURA 10

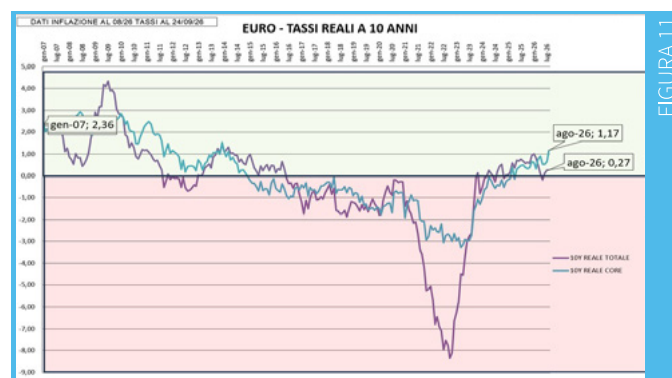


FIGURA 11

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

	Debito PIL 2025	Debito PIL 2031	Crescita PIL 2026 (*)	Crescita PIL 2027	Deficit PIL 2026 (*)	Tassi a 10 anni 29/09/2026	SPREAD 29/09/2026	SPREAD 02/07/2026	Variazione Spread
Germania	64,60	73,70	1,1	1,1	-4,2	3,59	0,00	0,00	
Olanda	64,10	48,90	1,2	1,4	-3,0	3,68	0,09	0,13	-0,04
Francia	118,40	120,70	0,4	0,7	-5,3	4,69	1,09	0,69	0,40
Austria	82,10	86,40	0,7	1,0	-4,1	3,82	0,23	0,26	-0,03
Belgio	109,20	122,30	0,7	1,1	-5,2	4,35	0,76	0,58	0,18
Italia	138,40	136,10	0,9	0,6	-3,0	4,63	1,04	0,75	0,29
Spagna	98,20	90,40	2,6	3,8	-2,5	4,10	0,51	0,45	0,06
Irlanda	31,60	28,00	2,5	2,4	0,6	3,66	0,06	0,10	-0,03
Portogallo	85,60	74,40	1,9	1,8	-0,1	4,00	0,41	0,32	0,08
Grecia	136,90	110,90	1,8	1,7	0,6	4,42	0,83	0,61	0,22
USA	125,90	147,10	2,2	2,1	-6,5	5,25	1,66	1,59	0,07
GIAPPONE	204,40	292,88	0,8	0,7	-1,9	3,05	-0,54	-0,16	-0,38
UK	103,60	102,60	1,1	1,0	-5,2	5,42	1,83	1,96	-0,13

Fonte: IMF, EIU, 2026; (*)previsioni; Fonte: OECD, 2023; Deficit 2026, Fonte: Eurostat; Fonte: Datastream.

TABELLA 5

06 SETTEMBRE 2026

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: primi segnali di inversione.

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**. Tre mesi addietro (2 luglio) eravamo a **275 bp**. Oggi un evidente e rapido rialzo porta sopra i 300 (**302 bp** il 29/9/2026). 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, tre mesi fa 271 ed oggi (29/9/2026) siamo a **289 bp**. Non un movimento drammatico, ma un segnale da non trascurare.

Come avevamo detto lo scorso trimestre, la fase di incertezza attuale non consente di escludere ulteriori aumenti del rischio di credito. Una mancata soluzione della crisi in Medio Oriente ha portato un aumento degli spread sul credito, che potrebbero tendere ai valori della guerra dei dazi. Ora ci sono segnali in questa direzione.

Utili aziendali in forte crescita nel mondo compensano (per ora) il rialzo dei tassi: i mercati azionari ri-mangono solidi.

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%.



FIGURA 12



FIGURA 13

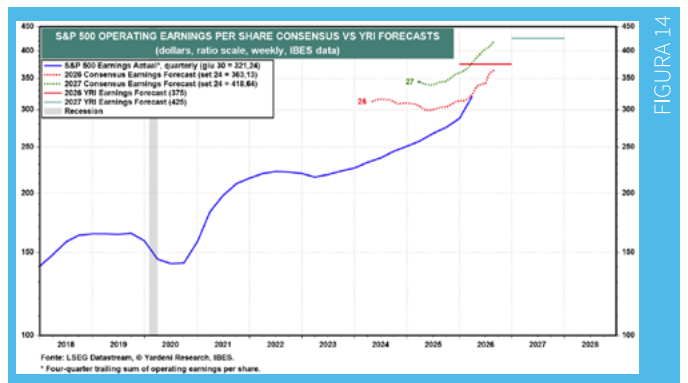


FIGURA 14



FIGURA 15

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, ancora una revisione al rialzo: **363,13** da 342,17 di tre mesi addietro (+33,9% da +26,1%). Secondo Yardeni: **375** (erano 330) dollari con una variazione del **+38,2%** (era +21,6%). Per il 2027 il consenso prevede **+15,3%** (era +17,8%) oltre i 400 dollari (**418,64** era 402,96 dollari). Yardeni è più ottimista: **425** dollari (erano 375 dollari, ossia un +13,6%; oggi **+13,3%**). Gli utili previsti continuano ad aumentare senza sosta, dunque. La revisione al ribasso dei tassi di crescita 2027 parte da una base molto alta nell'anno precedente. Considerando la crisi (a questo punto abbiamo qualche dubbio che ci sia, almeno per gli utili), 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 24 settembre 2026). Le linee punteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per il 2026 e il 2027. Vediamo le marcate revisioni al rialzo degli ultimi mesi, nonostante tutto. Vengono inoltre riportate le previsioni di Yardeni Research. Si tratta di 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 (19,4 contro 20,8 del trimestre precedente), caratterizzato da un aumento dei prezzi compensato dagli utili in crescita; il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (9,7 da 11,4 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 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 era pari a 15,81. Oggi **16,04** (29/9). La media a 60 giorni è **16,06** (era 17,71 tre mesi addietro). Si noti che la media dal 1990 è 19,41.

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 15,2 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 intorno a 14 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 19,4 (era 20,8). 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 e mid cap USA sono state riviste al rialzo, in modo del tutto analogo a quello che sta avvenendo sui titoli maggiori.

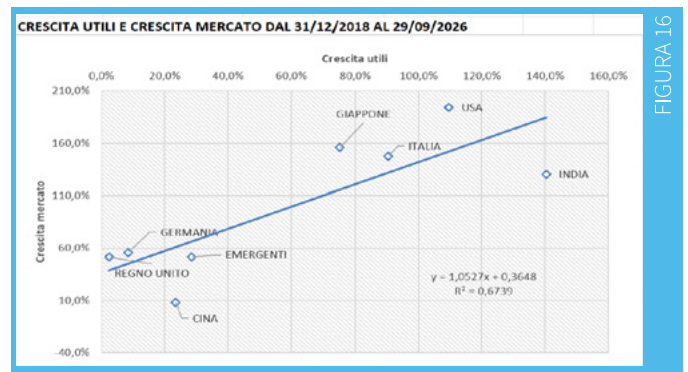


FIGURA 16



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

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