



SANFELICE 1893

MERCATI

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

MARZO 2025

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

L'economia globale colpita dai dazi: in USA inizia il rallentamento; area EURO più resiliente ma debole.

La TABELLA 1 rappresenta le ultime previsioni FMI (APRILE 2025). L'area EURO, dopo un -6,4% nel 2020, è cresciuta nel 2021 del +5,3%. Nel 2022 è cresciuta del +3,1%. È rallentata a +0,5% nel 2023; il 2024 si è chiuso a **+0,9%** (era +0,8%); il 2025 è ora previsto a **+0,8%** (era +1,0%) e il 2026 a **+1,2%** (era +1,4%). In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7%. Nel 2021 si è registrato un notevole +5,9% per poi scendere a +2,2% nel 2022. Il 2023 si è chiuso a +2,5% e il 2024 a **+2,8%** (era +2,8%). Le previsioni: **+1,8%** (era +2,7%) nel 2025 e **+1,7%** (era 2,1%). L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il nostro paese il 2021 ha visto una crescita notevole del +8,3% seguita da +3,9% nel 2022 e da un 2023 a +0,9%. Nel 2024 l'Italia è cresciuta di un modesto **+0,7%** (era +0,6%). Per il 2025 **+0,4%** (era +0,7%) e **+0,8%** nel 2026 (era 0,9%). Secondo le previsioni Banca d'Italia aprile 2025 riportate in TABELLA 2: **0,6%** (era 0,8%) nel 2025; **0,8%** (era 1,1%) nel 2026 e **0,7%** (era 0,9%) nel 2027. Secondo il FMI, l'inflazione totale (dato di fine periodo, aprile 2025) 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. Nel 2025 raggiungerà il **+2,1%** (era +2,0%) e nel 2026 l'**1,9%** (era +2,0%) rispettivamente: +2,0% e +2,0%. Negli USA, il massimo è stato il +7,4% del 2021. Poi la discesa ha portato al +2,7% del 2024. Secondo le previsioni seguiranno **+2,9%** (era +1,9%) **+2,3%** (era +2,1%) nel 25-26. 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 +1,1% nel 2023; a **+1,1%** (+1,1%) nel 2024; **+0,6%** (era +0,8%) nel 2025 e **+1%** (era +1,1%) nel 2026. Per la Germania il 2020 si è chiuso a quota negativa -4,9%. Nel 2021 la crescita è stata del +3,1%; nel '22 è stata del +1,9%. Nel 2023 il dato è -0,20% e nel 2024 è -0,20%. Anche il 2025, secondo le previsioni aggiornate, non sarà positivo: **0,0%** (era +0,3%); nel 2026: **+0,9%** (era +1,1%). La Cina è stato uno dei pochi paesi con un dato positivo nel 2020: +2,3%. Anche il 2021 si è presentato forte: +8,4%. Il 2022 si è chiuso a +3%. Il dato 2023 si attesta a quota +5,2%. Il 2024 per la Cina è a **+5%** (era +4,8%); per il 2025 e 2026 le previsioni sono a livello **+4,0%** (era +4,6%) e **+4,0%** (era +4,5%). Per l'India il 2020 è stato invece brutale: -8%; è stato seguito però da un 2021 a +9,1% e successivamente con un +7,2% nel 2022. Il dato 2023 è stato robustissimo +8,2%. Nel 2024 è ancora un **+6,5%** (era +6,5%) e poi ancora un **+6,2%** (era +6,5%) nel 2025 e un **+6,3%** (era +6,5%) nel 2026. Per la Russia 2020 la contrazione è stata del -3,1%. È seguito un 2021 a +4,7%. Ovviamente il 2022 ha risentito direttamente della guerra: -2,1%. Il 2023 ha chiuso ad un sorprendente +3,6%. Secondo le previsioni, il 2024 salirebbe **+4,1%** (era +3,8%), seguito da un **+1,5%** (era +1,4%) la precedente previsione) del 2025 e un **+0,9%** (era +1,2%) nel 2026. Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +5,3% nel 2021. È cresciuto del +3% e +2,9% nei due anni successivi. Nel 2024: **+3,4%** (era +3,7% la previsione tre mesi or sono) e nel 2025-26 **+2,0%** (era 2,2%) e ancora **+2,0%** (era +2,2%). Il Regno Unito chiude il 2020 a -11%.

World Economic Outlook Growth Projections

(Real GDP, annual percent change)	PROJECTIONS		
	2024	2025	2026
World Output	3.3	2.8	3.0
Advanced Economies	1.8	1.4	1.5
United States	2.8	1.8	1.7
Euro Area	0.9	0.8	1.2
Germany	-0.2	0.0	0.9
France	1.1	0.6	1.0
Italy	0.7	0.4	0.8
Spain	3.2	2.5	1.8
Japan	0.1	0.6	0.6
United Kingdom	1.1	1.1	1.4
Canada	1.5	1.4	1.6
Other Advanced Economies	2.2	1.8	2.0
Emerging Market and Developing Economies	4.3	3.7	3.9
Emerging and Developing Asia	5.3	4.5	4.6
China	5.0	4.0	4.0
India	6.5	6.2	6.3
Emerging and Developing Europe	3.4	2.1	2.1
Russia	4.1	1.5	0.9
Latin America and the Caribbean	2.4	2.0	2.4
Brazil	3.4	2.0	2.0
Mexico	1.5	-0.3	1.4
Middle East and Central Asia	2.4	3.0	3.5
Saudi Arabia	1.3	3.0	3.7
Sub-Saharan Africa	4.0	3.8	4.2
Nigeria	3.4	3.0	2.7
South Africa	0.6	1.0	1.3
Memorandum			
Emerging Market and Middle-Income Economies	4.3	3.7	3.8
Low-Income Developing Countries	4.0	4.2	5.2

TABELLA 1 (FONTE: FMI - APRILE 2025)

Tavola 1 – Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

	Aprile 2025				Dicembre 2024		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL (1)	0,5	0,6	0,8	0,7	0,8	1,1	0,9
Consumi delle famiglie	0,4	1,0	1,2	1,2	1,0	0,9	1,0
Consumi della PA	1,1	0,1	1,0	-1,1	1,4	1,0	-0,8
Investimenti fissi lordi	0,0	0,6	0,4	0,6	-0,5	1,2	0,6
di cui: Investimenti in beni strumentali	-1,2	1,1	1,8	0,7	2,7	3,6	1,4
Investimenti in costruzioni	1,0	0,2	-0,8	0,4	-3,3	-1,1	-0,3
Esportazioni totali	-0,3	-0,1	1,5	2,2	1,3	3,2	3,4
Importazioni totali	-1,5	1,1	2,0	2,2	1,7	3,0	2,6
Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (2)	1,1	1,0	1,0	1,1	0,8	0,8	1,1
Prezzi al consumo (IPCA)	1,1	1,6	1,5	2,0	1,5	1,5	2,0
IPCA al netto dei beni energetici e alimentari	2,2	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6
Occupazione (ore lavorate)	1,6	0,7	0,5	0,5	0,7	0,5	0,6
Occupazione (numero di occupati)	1,9	1,1	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6
Tasso di disoccupazione (3)	6,6	5,9	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. Quadro previsto per l'Italia basato sulle informazioni disponibili al 28 marzo (per la formulazione delle ipotesi tecniche) e al 2 aprile (per i dati congiunturali).

(1) Per il PIL e le sue componenti, variazioni stimate su dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. Senza tale correzione il PIL crescerebbe dello 0,5 per cento nel 2025, dello 0,9 nel 2026 e dello 0,7 nel 2027. - (2) In percentuale del PIL. - (3) Medie annue, valori percentuali.

TABELLA 2 - PREVISIONI ITALIA (Fonte: Banca d'Italia - aprile 2025)

Il 2021 ha registrato un +8,7%; segue un 2022 a +4,3 e un +0,1% nel 2023. Nel 2024: **+1,1%** (era +0,9%), seguito dal **+1,1%** (+1,6%) del 2025 e **+1,4%** (era +1,5%) nel 2026. Secondo i dati FMI (aprile 2025), nel 2025 ci sono **4 paesi** su 58 censiti con crescita negativa (tra i quali la Germania e l'Austria) per un totale del 5,8% del PIL mondiale (PPP 2024). Secondo le precedenti previsioni (ottobre 2024) nessun paese nel 2025 avrebbe presentato un dato negativo. Nel 2025 ci saranno **30 paesi** in rallentamento (pari al **78%** del PIL mondiale; erano 19 paesi pari al 65% del PIL mondiale). I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo e segnalano dati contrastanti (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate l'indice

02 MARZO 2025

composito è a **51,8** (era 52,7); **52,5** (era 54) il non manufacturing e **49,1** (era 48,2) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a **52,6** (da 52,4): non manufacturing a **53,1** (era 53,2); manufacturing a **51,3** (era 50,9). L'evoluzione mensile dei valori indica che l'ultimo mese è stato di correzioni contrastate. Rimane **sotto 50 (in peggioramento)** il manifatturiero delle economie sviluppate ed è **sopra 50 (in miglioramento)** il manifatturiero delle emergenti. La FIGURA 3 esamina il leading indicator USA. Nello scorso trimestre vi erano chiari segnali di ripresa, non confermati dai dati recenti. L'economia attualmente (coincident) è ancora in buona salute: dopo il violento calo pandemico, c'è stato un robusto ritorno alla normalità e l'economia americana continua ad essere forte. Gli indicatori di tendenza sembrano arrendersi ai dazi e si registra **un lieve peggioramento**, sia pure senza segnali forti di recessione. Quanto al petrolio, le quotazioni sono state colpite dai timori di rallentamento della crescita del commercio mondiale e dell'economia globale. Il Brent si trova ora in area **67,5** (era 79,5 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno la variazione è ancora negativa pari al **-23,1%** (era a -0,8% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è in diminuzione del **-7,7%** (fonte Economist, 22/4/2025). La politica monetaria in area EURO osserva un dato di inflazione (totale) poco sopra il 2% e una core non lontana (2,2% e 2,4%). In USA l'inflazione è prevista in aumento, quale effetto della politica economica. L'economia in area EURO (soprattutto il manifatturiero) è in difficoltà e il nuovo scenario non aiuta. Gli USA rallentano. La BCE continua a ridurre progressivamente i tassi, mentre la FED si è fermata, tra l'economia che rallenta e l'inflazione che sale. 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 e 23 aprile tre riduzioni di **-0,25**. 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 (sedicesima settimana del 2025) è pari a 6,329 trilioni di euro (da 6,403 del trimestre precedente). Il valore massimo è stato raggiunto il 24/6/2022 (8,836 trilioni, quindi siamo a -28,4%). Si tenga presente che il valore medio dal gennaio 1999 ad oggi è stato 3,058 trilioni. La politica fiscale in USA è di natura restrittiva. Il livello del debito pubblico americano, in continua inarrestabile espansione, desta preoccupazioni. Più attenzione in area EURO, almeno per la parte ordinaria. Il rallentamento economico ha reso più difficile mantenere sotto controllo il rapporto deficit/PIL, anche se l'inflazione ha aiutato. In area EURO, con la fine dei programmi di acquisto dei titoli pubblici (e non solo), dopo il varo del "Next generation EU" c'è una maggiore attenzione all'aumento della spesa. In questo contesto, tuttavia, la Germania ha compiuto un passo importante, agevolando le possibilità costituzionali di spesa. La sua politica fiscale è divenuta espansiva, senza compromettere la stabilità dell'EURO, considerando il punto di partenza. Secondo gli ultimi dati FMI (aprile 2025), tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2025 ci sono (in verde le previsioni migliorate o stabili,

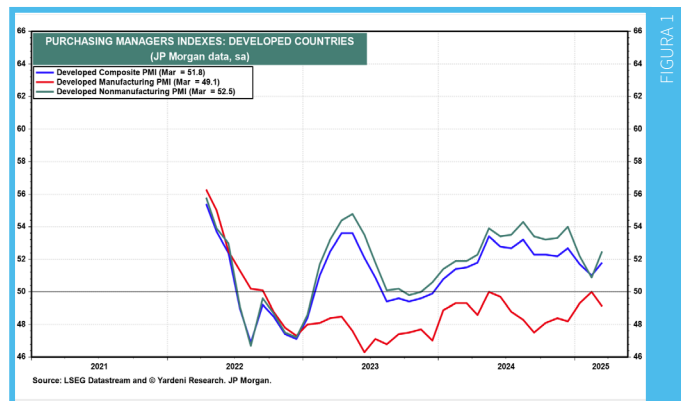


FIGURA 1

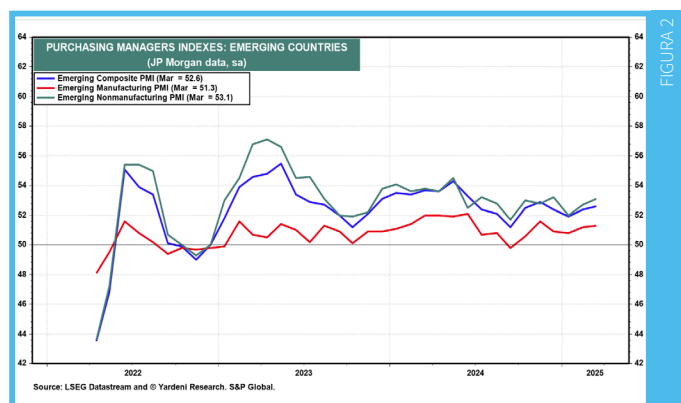


FIGURA 2



FIGURA 3

in rosso quelle che sono peggiorate): Cina (**-8,6%**); Brasile (**-8,5%**); India (**-6,9%**); Stati Uniti (**-6,5%**); Francia (**-5,5%**); Belgio (**-5%**); Regno Unito (**-4,4%**); Austria (**-4,1%**); Italia (**-3,3%**); area EURO (**-3,2%**); Germania (**-3%**); Giappone (**-2,9%**); Spagna (**-2,7%**); Russia (**-1,%**). Secondo il FMI (aprile 2025), il rapporto debito/PIL 2025 sarà pari a **234,9%** in Giappone; **142,2%** in Grecia; **137,3%** in Italia. Rispettivamente, nel 2030 arriveremo a **231,7%**, **125,1%** e **137,7%**. Gli Stati Uniti giungeranno al **128,2%** del 2030 dal **122,5** del 2025 (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.

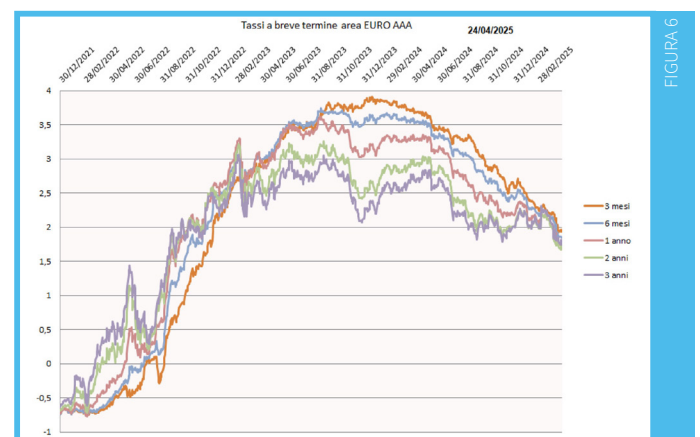
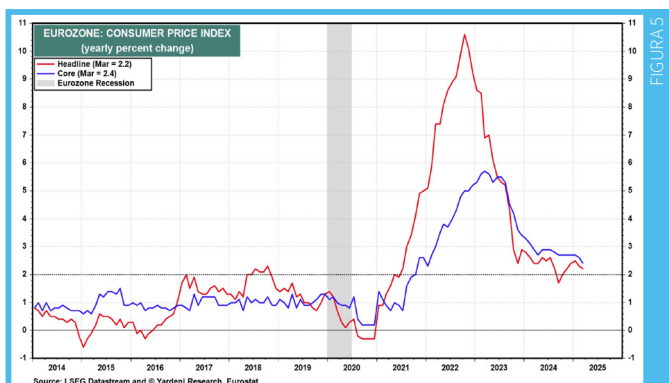
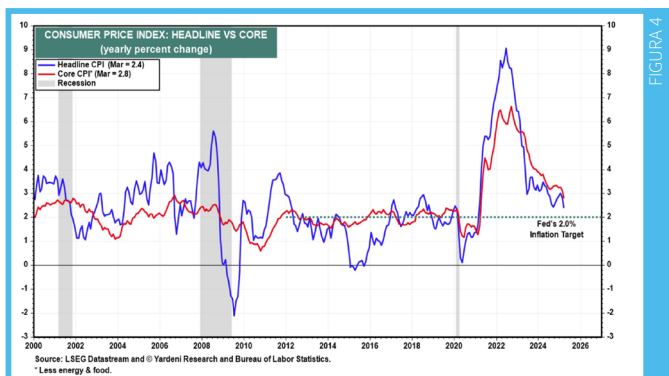
Timori di inflazione in aumento in USA, ma stabile in area EURO.

“Il processo disinflazionistico è ben avviato. L'andamento dell'inflazione ha continuato a rispecchiare le attese dei nostri esperti; a marzo sono diminuite sia l'inflazione complessiva sia quella di fondo. Anche l'inflazione dei servizi ha segnato una marcata attenuazione negli ultimi mesi. Le misure dell'inflazione di fondo suggeriscono perlopiù che l'inflazione si attesterà stabilmente intorno al nostro obiettivo del 2% a medio termine. L'economia dell'area dell'euro ha acquisito una certa capacità di tenuta agli shock mondiali, ma le prospettive di espansione si sono deteriorate a causa delle crescenti tensioni commerciali. È probabile che la maggiore incertezza riduca la fiducia di famiglie e imprese e che la risposta avversa e volatile dei mercati alle tensioni commerciali determini un inasprimento delle condizioni di finanziamento. Tali fattori possono gravare ulteriormente sulle prospettive economiche per l'area dell'euro”. (BCE, 17 aprile 2025). L'inflazione sia in area EURO che in USA sta scendendo progressivamente. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+2,2%** (da +2,4% del trimestre precedente); quella core è diminuita dal +2,7% al **+2,4%**. Sono dati che consolidano un miglioramento, non c'è dubbio. L'attenzione deve rimanere alta, soprattutto alla luce delle politiche economiche statunitensi. In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di marzo): **+2,4%** (da +2,9%) l'inflazione totale; da +3,2% a **+2,8%** quella core. Le previsioni non sono però altrettanto favorevoli. La BCE si è mossa prima della FED, sia in rialzo che in ribasso. La FED è ora in pausa, attende gli sviluppi su due fronti: quello della crescita (in rallentamento) e quello dell'inflazione (in aumento?). Uno scenario macroeconomico denso di incertezze. 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 **+4,29%** (era +4,63% lo scorso trimestre) e **+2,01%** (era +2,18%) si attestano dunque al **+2,28%** (da +2,45%; dati al 24 aprile 2025).

Tassi di interesse EURO a breve termine ... è solo rinviato il ritorno (molto progressivo) a curve crescenti.

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) ha proseguito la discesa dai massimi. I tassi reali a 3 mesi sono praticamente nulli in area euro, segnalando espansione monetaria. Il livello dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO si è ormai lasciato alle spalle il territorio negativo (FIGURA 6). I tassi a dodici mesi sono stati negativi dall'11 giugno 2014 (con un minimo a livello -0,91%) ad aprile 2022. La discesa non è ancora finita. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati ad una ulteriore diminuzione, anche se sono vicini ai minimi. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. Anche i tassi EURIBOR tre mesi proseguono in discesa. Il rischio banche (rappresentato dallo spread EURIBOR AAA) continua ad essere molto contenuto. Lo spread tra tasso EURIBOR e AAA a tre mesi è molto contenuto a livello 0,16% (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: mercato dei tassi nervoso, segna supporti e resistenze.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un ulteriore ribasso “ufficiale” sul tratto a brevissimo termine, insieme ad un ribasso dei tassi fino a 10 anni (FIGURA 9). La curva rimane tutta decrescente fino a 1 anno e 10 mesi (erano 2,5 anni lo scorso trimestre), ma torna a crescere dai 2 anni in avanti, fino a superare il dato a 3 mesi dopo meno di 5 anni (erano 8 anni il trimestre precedente). È in sintesi tornata (quasi tutta) crescente. La pendenza, misurata dal differenziale 10 anni - 3 mesi, è aumentata (2,549 - 1,942 = 0,607; era 2,618% - 2,496% = 0,122). I tassi partono dal **1,942%** (2,496% il trimestre precedente) a tre mesi, per giungere al minimo di **1,676** a circa 2 anni (era 2,181% a 2,5 anni). A 10 anni giungono al **2,549%** (2,618%). Il massimo nel lungo termine è a quota **2,901%** a 22 anni (era 2,816% a 20 anni). Il mercato esprimere tassi reali leggermente positivi, considerando i dati attuali di inflazione (FIGURA 11). I tassi USA, rispetto al trimestre precedente, sono scesi lungo tutta la curva. Quelli a breve sono rimasti invariati. La curva ha assunto una forte pendenza negativa tra i 3 mesi e i 2 anni. La curva rimane più alta di quella EURO di circa 200 bp ed è ora inclinata in modo positivo a partire da 2 anni, esattamente come quella EURO. I tassi a 10 anni in Germania sono tornati sotto il 2,5% (**2,437%**; erano a 2,545% lo scorso trimestre) e sono (ormai a far tempo da marzo 2022) più alti dei tassi giapponesi: **+1,306%** (era +1,204%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota **+3,377%** (era +3,549%), quello USA è a livello **+4,261%** (era +4,623%) (fonte Refinitiv Eikon, 24/4/2025). Il ribasso dei tassi rispetto al trimestre precedente appare, dunque, generalizzato. Lo «spettro» dei rendimenti EURO (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva che inizia a “raggrupparsi” ed ordinarsi per scadenza, compresa tra il **+1,678%** a 2 anni e il **+2,89%** a 20 anni (tra il +2,18% a 2 anni e il +2,81% a 20 anni lo scorso trimestre). La “riemersione” dei tassi EURO almeno in termini nominali è avvenuta e non si torna indietro. Le attuali condizioni sembrano favorevoli ad una ulteriore normalizzazione della curva, che dovrebbe realizzarsi con riduzioni dei tassi a breve termine e un aumento di quelli a lungo termine, a meno di un significativo rallentamento economico.

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell’area EURO: gli spread si sono stabilizzati su livelli contenuti.

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 (a questo punto anche commerciali) 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 2025) e

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
24/04/2024	3,70%	3,55%	3,42%	3,30%	3,19%
24/07/2024	3,42%	3,29%	3,17%	3,06%	2,96%
24/10/2024	2,89%	2,67%	2,50%	2,36%	2,25%
24/01/2025	2,52%	2,44%	2,38%	2,33%	2,30%
24/04/2025	1,94%	1,85%	1,78%	1,73%	1,70%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
25/04/2024	3,864%	3,825%	3,777%	3,728%
25/07/2024	3,686%	3,619%	3,550%	3,481%
25/10/2024	3,059%	2,894%	2,730%	2,565%
25/01/2025	2,641%	2,581%	2,540%	2,499%
25/04/2025	2,174%	2,141%	2,112%	2,082%

TABELLA 4

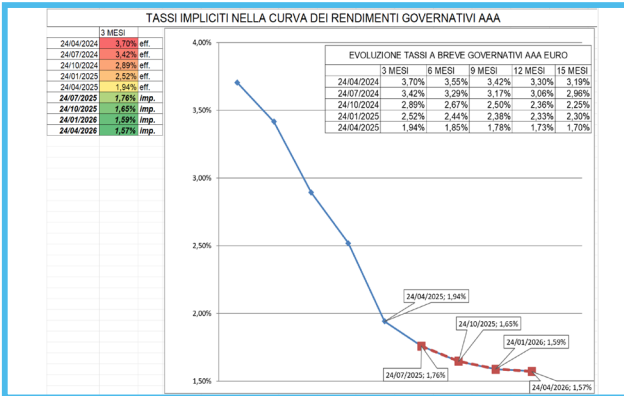


FIGURA 7

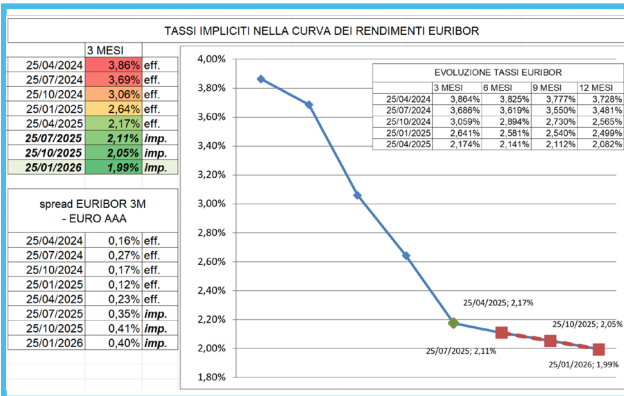


FIGURA 8

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 2025, collocano l'Italia prima di Germania e Austria in termini di crescita, anche se nel 2026 la situazione peggiora per il nostro Paese; nel 2025 il **+0,4%** italiano (era +0,7%) è un dato comunque modesto. Il debito pubblico (una "certezza" negativa) costituisce il noto punto debole e determina l'andamento dello spread: lo spread italiano ha registrato rispetto al trimestre scorso una ulteriore leggera diminuzione a **93 bp** (da 102 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 **135 bp** (era 139 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di 121 bp (era 127 bp). Siamo sotto la media. Lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (**132 bp** da 124 bp). Occorre registrare la buonissima notizia del miglioramento del rating dell'Italia, che passa ad un BBB+ di S&P da BBB. L'outlook è stabile. 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 **137,30%** nel 2025 (secondo le previsioni) e nel 2030 è previsto raggiungere il **137,7%**. Il deficit/PIL 2025 per l'Italia si attesterebbe, secondo le previsioni, ad un livello **-3,3%** (era -4,0%) (meglio di Stati Uniti, Giappone 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 le scelte sul fronte energetico, una situazione difficile della manifattura e una crescita modesta: vanno dati i segnali giusti. La sensazione è che "la palla" sia ancora 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

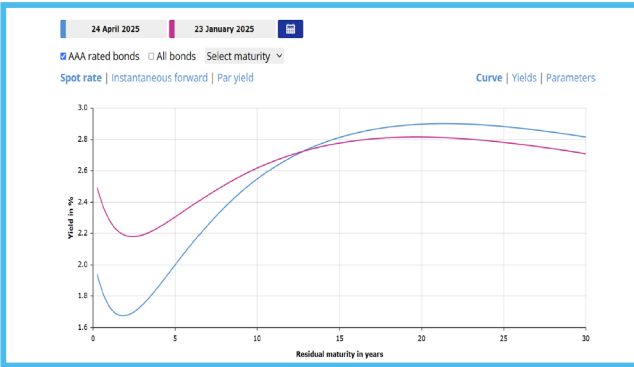


FIGURA 9

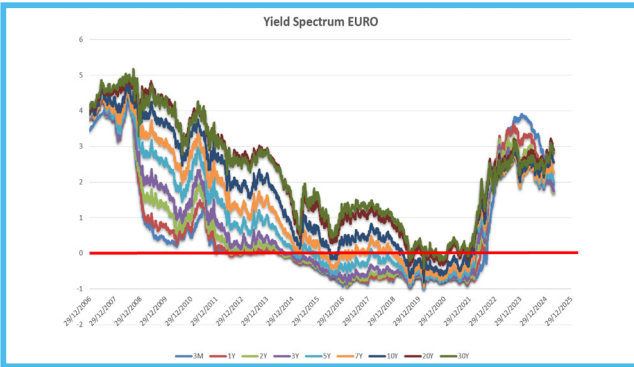


FIGURA 10

paradosso di tre crisi (pandemia, guerra, energia e nuove guerre anche commerciali) 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.

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

	Debito PIL 2025	Debito PIL 2030	Crescita PIL 2025	Crescita PIL 2026	Deficit PIL 2025	Tassi a 10 anni 25/04/2025	SPREAD 25/04/2025	SPREAD 25/04/2025	Variazione SPREAD
Germania	65,40	74,80	0,0	0,9	-3,0	2,40	0,00	0,00	
Olanda	43,30	47,70	1,4	1,4	-1,9	2,62	0,21	0,25	-0,03
Francia	116,30	128,40	0,6	1,0	-5,5	2,99	0,58	0,71	-0,12
Austria	82,90	85,60	-0,3	0,8	-4,1	2,79	0,39	0,39	0,00
Belgio	106,40	125,60	0,8	1,0	-5,0	2,94	0,53	0,58	-0,05
Italia	137,30	137,70	0,4	0,8	-3,3	3,34	0,93	1,02	-0,08
Spagna	100,60	93,00	2,5	1,8	-2,7	2,98	0,58	0,62	-0,04
Irlanda	36,70	28,00	2,3	2,1	1,7	2,53	0,12	0,16	-0,03
Portogallo	91,80	75,80	2,0	1,7	0,5	2,80	0,39	0,36	0,03
Grecia	142,20	125,10	2,0	1,8	-0,5	3,72	1,32	1,24	0,08
USA	122,50	128,20	1,8	1,7	-6,5	4,31	1,91	2,13	-0,22
Giappone	234,90	231,70	0,6	0,6	-2,9	1,29	-1,12	-1,33	0,22
UK	103,90	106,10	1,1	1,4	-4,4	4,50	2,10	2,13	-0,03

Fonte: FMI APRIL 2025

Fonte Datastream

TABELLA 5

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: in aumento coerentemente con il rischio macroeconomico.

In FIGURA 13 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. Gli spread sui corporate hanno raggiunto il loro livello minimo nel 2014, già toccato in altre occasioni (1998, 2005, 2007). Poi sono saliti. Sono giunti a quasi 900 punti base a fine 2015, un livello già visto nel 2011 e nel 2001. Dopo il rialzo di fine 2018 (paura di una recessione improvvisa, ma “naturale”), lo spread si era stabilizzato (FIGURA 13) per poi salire a oltre 1000 bp a causa della recessione pandemica. Ha ritracciato a 737 (16 aprile 2020) dopo gli annunci monetari e fiscali, poi è sceso a 587 bp in luglio e si attestava a 454 sessanta mesi addietro. Al 19/4/2021 lo spread sui governativi era pari a 325 bp (era 373 bp a gennaio). Al 16/7/2021 è ancora in diminuzione a 318 bp. Il 20/10/2021 raggiunge i 307 bp. Il 22/4/2022 è pari a 365 bp, da 329 bp di sei mesi prima. A luglio è salito a 553 bp ed era a livello 525 ad ottobre (13/10/2022). Mercati azionari pesanti e rialzi dei tassi molto veloci spiegano questo dato. Oggi (24 aprile 2025) è in aumento a **344** da 239 di tre mesi or sono (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0), complice la guerra dei dazi. In FIGURA 12 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al **7,73%** (era 7,02% il trimestre precedente). La crescita dello spread rende questa asset class più interessante, ma l'incertezza macroeconomica lascia aperti ulteriori rialzi.

I mercati azionari dominati dall'incertezza alla ricerca di nuovi equilibri.

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

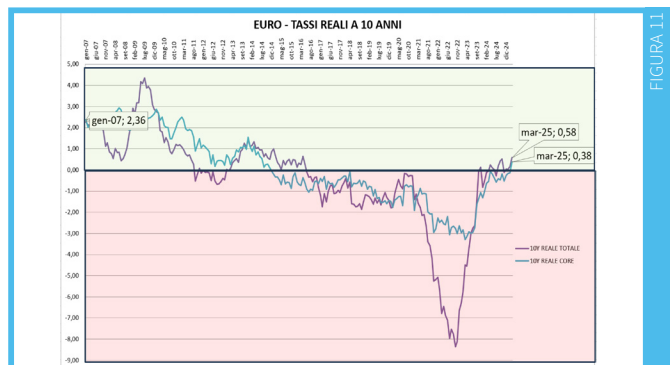


FIGURA 11



FIGURA 12



FIGURA 13

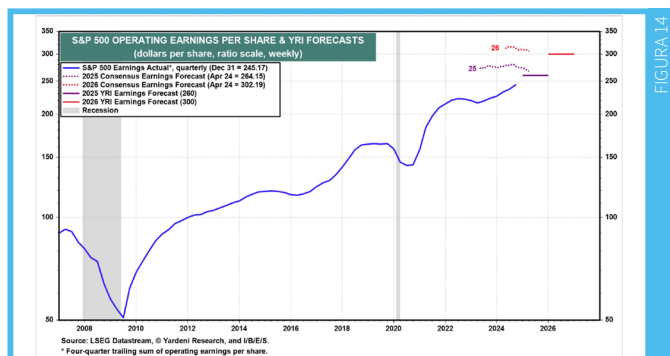


FIGURA 14

Quanto al 2024, gli utili sono giunti a **242,7** (era 243,7 tre mesi fa), registrando dunque un **+9,7%** (era +10,1%). Per il 2025 le previsioni di consenso sono **+7,1%** (era +12,3%) a **264,2** (era 273,8) dollari (**260** da 285 secondo Yardeni). Previsioni di consenso 2026: **302,2** da 310,8 (**+13,2%** da +13,5%). Secondo Yardeni: **300** (erano 320) dollari con una variazione del **+15,4%** (era +12,3%). Revisioni al ribasso, dunque, soprattutto per il 2025. Ma nessun crollo, almeno per il momento. In FIGURA 14 la linea blu rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento aprile 2025). Le linee punteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per il 2025 e 2026. Vediamo le revisioni al ribasso degli ultimi mesi. Vengono inoltre riportate le previsioni di Yardeni Research. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Non è stato il caso della recessione per decreto, una certezza. Guerra, energia e inflazione avevano convinto gli analisti ad una riduzione delle previsioni (che il mercato aveva anticipato). Le previsioni 2025 e 2026 hanno subito revisioni al ribasso; rimangono 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 "sopravvalutati". In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei forward PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" rimane quello USA (19,7 contro 22,5 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK: 11,9) è l'indice dei paesi emergenti (11,8 da 12 del trimestre precedente). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in diminuzione rispetto al trimestre precedente, quindi P/E più alto), il premio per il rischio (stabile) e la crescita degli utili (tutto sommato stabili). 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 25/4 a **24,84** (era **14,85** il 24/1/2025) media a 60 giorni: **23,52** (era 16,30 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. Il mercato presenta un PE di 13,6 (era 13,8 tre mesi addietro). Gli utili attesi (forward 12 mesi) hanno alle spalle un massimo relativo e mostrano segni di debolezza (certamente non aiuta l'andamento della manifattura). Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World exUS in dollari). Il forward PE è ora intorno a 12,5 e gli utili sono in leggera ripresa. In FIGURA 19 la situazione per il mercato USA dal 1995. Il PE è diminuito (19,7) a causa della riduzione del valore dell'indice, non accompagnata da una analoga riduzione degli utili attesi. Rimane 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. Si rammenta che l'indice è riferito alle azioni grande capitalizzazione. Le previsioni di utili su small cap, mid cap e large cap USA sono in fase di revisione al ribasso.



FIGURA 15

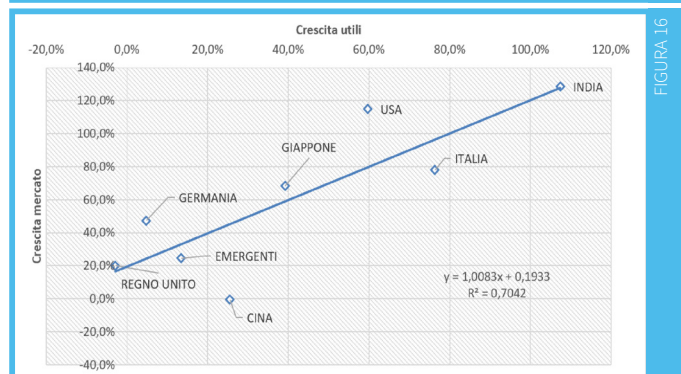


FIGURA 16

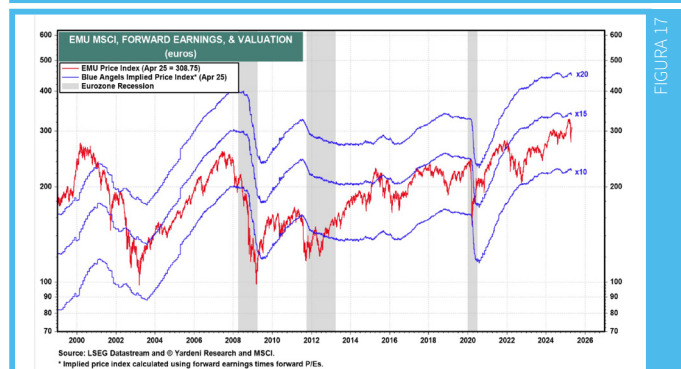


FIGURA 17

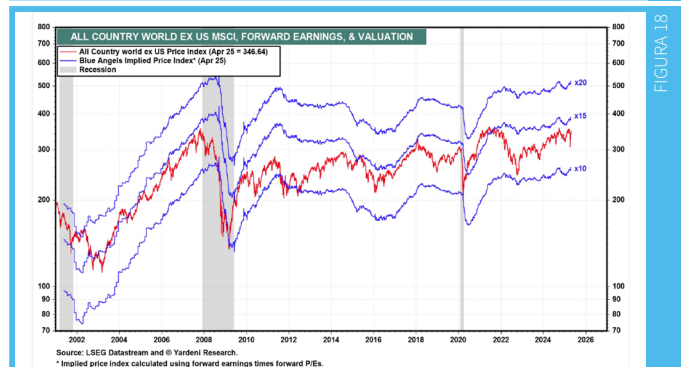


FIGURA 18

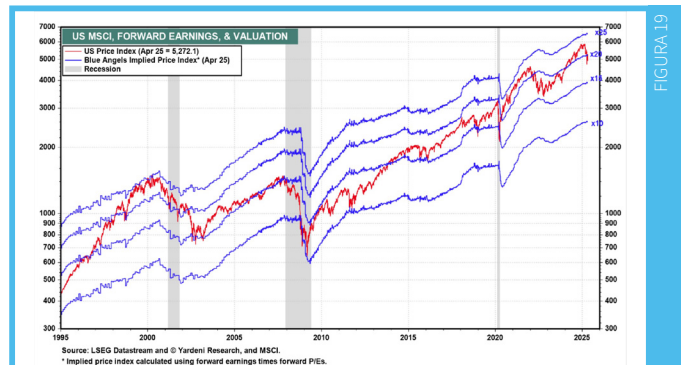


FIGURA 19

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