



SANFELICE 1893

# MERCATI

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

GENNAIO 2025

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

## L'economia globale conferma la sua crescita: in USA i segnali di rallentamento sono svaniti, in area EURO segnali di miglioramento ... della debolezza.

La TABELLA 1 rappresenta le ultime previsioni FMI (GENNAIO 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 è previsto a **+0,8%** (era +0,7%); il 2025 a **+1,0%** (era +1,3%) e il 2026 a +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%. Le previsioni: **+2,8%** (era +2,6%) nel 2024 e **+2,7%** (era +1,6%) nel 2025. 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 crescerà di un modesto **+0,6%** (era +0,8%). Per il 2025 **+0,7%** (era +1,1) e +0,9 nel 2026 (**+1,1%** secondo le previsioni Banca d'Italia dicembre 2024 riportate in TABELLA 2). Secondo il FMI, l'inflazione totale (dato di fine periodo, ottobre 2024) in area EURO ha toccato il suo picco nel 2022 (+9,2%); si è ridotta al +2,9% nel 2023 e a +2% nel 2024. Nel 2025 e 2026 rispettivamente: +2,0% e +2,0%. Negli USA, il massimo è stato il +7,4% del 2021. Poi la discesa ha portato al +2,3% del 2024. Secondo le previsioni seguiranno +1,9% +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; **+0,8%** (era +1,2%) nel 2025 e 1,1% nel 2026. Per la Germania il 2020 si chiuso a quota negativa -4,9%. Nel 2021 la crescita è stata del +3,1%; nel '22 è stata del +1,9%. Nel 2023 il dato è -0,20% e nel 2024 è stimato un **-0,2%** (era +0,1%). Il 2025 migliorerà, secondo le previsioni, a **+0,3%** (era +1,0%) e nel 2026 a +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 stimato a **+4,8%** (era +4,9%); per il 2025 e 2026 le previsioni sono a livello **+4,6%** (era +4,5%) e +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 la stima è ancora un **+6,5%** (era +6,7%) e poi ancora un **+6,5%** (era +6,5%) nel 2025 e +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 **+3,8%** (era +3,7%), seguito da un **+1,4%** (era +1,1% la precedente previsione) del 2025 e un +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: **+3,7%** (era +2,9% la previsione tre mesi or sono) e nel 2025-26 **+2,2%** (era 2,6%) e ancora +2,2%.

**World Economic Outlook Growth Projections**

Annual GDI annual percentage change

	ESTIMATE	PROJECTIONS	
	2024	2025	2026
<b>World Output</b>	3.3	3.6	3.9
<b>Advanced Economies</b>	1.7	1.9	1.8
United States	2.8	2.7	2.5
Euro Area	0.8	1.0	1.4
Germany	-0.2	0.3	1.1
France	1.1	0.8	1.1
Italy	0.6	0.7	0.9
Spain	3.1	2.3	1.8
Japan	-0.2	1.1	0.8
United Kingdom	0.9	1.6	1.5
Canada	1.3	2.0	2.0
Other Advanced Economies	2.0	2.1	2.3
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	4.2	4.2	4.3
Emerging and Developing Asia	5.2	5.1	5.1
China	4.8	4.6	4.5
India	6.5	6.5	6.5
Emerging and Developing Europe	3.2	2.2	2.4
Russia	3.8	1.4	1.2
Latin America and the Caribbean	2.4	2.5	2.7
Brazil	3.7	3.2	3.2
Mexico	1.8	1.4	2.0
Middle East and Central Asia	2.4	2.6	2.9
Saudi Arabia	1.4	3.3	4.1
Sub-Saharan Africa	3.9	4.2	4.2
Nigeria	3.1	3.2	3.0
South Africa	0.8	1.5	1.6
<b>Memorandum</b>			
Emerging Market and Middle-Income Economies	4.2	4.2	4.2
Low-Income Developing Countries	4.1	4.6	5.4

TABELLA 1 - FONTE: FMI - GENNAIO 2025

**TABELLA 2 - PREVISIONI ITALIA (Fonte: Banca d'Italia - dicembre 2024)**

	Dicembre 2024				Ottobre 2024		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
PIL (1)	0,3	0,8	1,3	0,9	0,6	1,0	1,2
Consumi delle famiglie	0,0	1,0	0,9	1,0	-0,1	1,0	1,1
Consumi collettivi	0,4	1,4	1,9	-0,8	0,5	1,3	0,4
Investimenti fissi lordi	0,9	-0,3	1,2	0,8	1,2	0,2	0,9
di cui: investimenti in beni strumentali	-1,2	2,7	3,6	1,4	-0,8	3,6	2,6
Investimenti in costruzioni	2,7	-3,3	-1,1	-0,3	3,1	2,9	-0,8
Esportazioni totali	-0,3	1,3	3,2	5,4	0,3	1,8	-1,1
Importazioni totali	-0,3	1,7	3,0	2,6	-0,2	2,2	-3,2
Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (2)	1,0	0,8	0,8	1,1	1,1	1,2	1,4
Prezzi al consumo (DPCA)	1,1	1,3	1,3	2,0	1,1	1,6	1,6
DPCA al netto dei beni esportati e importati	2,2	1,6	1,5	1,6	2,2	1,6	1,5
Occupazione (per lavoro)	1,7	0,3	0,5	0,6	1,6	0,3	0,9
Occupazione (numero di occupati)	1,6	0,3	0,6	0,6	1,7	0,3	0,6
Tasso di disoccupazione (3)	6,6	8,1	6,3	6,1	6,7	6,7	6,2

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. Quadro previsto per l'Italia anche sulle proiezioni pubblicate dalla BCE il 12 dicembre, basate sulle informazioni disponibili al 21 novembre (per la simulazione delle spese fiscali) e il 27 novembre (per i dati congiunturali).

TABELLA 2 - PREVISIONI ITALIA (Fonte: Banca d'Italia - dicembre 2024)

Il Regno Unito chiude il 2020 a -11%. Il 2021 ha registrato un +8,7%; segue un 2022 a +4,3 e un +0,1% nel 2023. Nel 2024: **+0,9%** (era + 1,1%), seguito dal **+1,6%** (+1,2%) del 2025 e +1,5% nel 2026. Secondo i dati FMI (ottobre 2024), nel 2024 ci sono 7 paesi (erano 15 nel 2023 su 58 censiti) con crescita negativa (tra i quali Austria e Germania) per un totale del 5,6% del PIL mondiale (PPP 2023). Nel 2025 nessun dato negativo, ma ci saranno 19 paesi in rallentamento (pari al 65% del PIL mondiale) tra il 2025 e il 2024.

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre e segnalano una tendenza leggermente positiva (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate l'indice composito è a **52,7** (era 52,3): **54** (era 53,4) il non manufacturing e **48,2** (era 47,5) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a **52,4** (da 51,1): non manufacturing a **53,2** (era 51,7); manufacturing a **50,9** (era 49,8). L'evoluzione mensile dei valori indica che l'ultimo mese è stato di correzioni contrastate. Rimane sotto 50 il manifatturiero delle economie sviluppate ed è sopra 50 il manifatturiero delle emergenti. La FIGURA 3 esamina il leading indicator USA. Nello scorso trimestre vi erano chiari segnali di rallentamento, non confermati dai dati recenti. L'economia attualmente (coincident) è in buona salute: dopo il violento calo pandemico, c'è stato un robusto ritorno alla normalità e l'economia americana continua ad essere forte. Ora anche gli indicatori di tendenza sembrano arrendersi all'evidenza di questa forza. Quanto al petrolio, i molteplici scenari di crisi mediorientale non sembrano colpire le quotazioni. Il Brent si trova ora in area **79,5** (era 74,6 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno la variazione è ancora negativa pari al **-0,8%** (era a **-18%** nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è in aumento del **+7,9%** (fonte Economist, 21/1/2025). La politica monetaria in area EURO osserva un dato di inflazione (totale) tornato sopra il 2%, e una core ancora vicino al 3%. In USA l'inflazione è stata definita appiccicosa e rimane sopra il target. L'economia in area EURO (soprattutto il manifatturiero) è in difficoltà. Ma negli USA non accenna a raffreddarsi. Sia BCE che FED hanno iniziato la fase di riduzione dei tassi di interesse e in prospettiva le loro strade potrebbero divergere. 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. 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 (terza settimana del 2025) è pari a 6,403 trilioni di euro (da 6,398 del trimestre precedente), il leggero aumento questa volta, dopo nove riduzioni consecutive. Il valore massimo è stato raggiunto il 24/6/2022 (8,836 trilioni, quindi siamo a -27,5%). Si tenga presente che il valore medio dal gennaio 1999 ad oggi è stato 2,987 trilioni. La politica fiscale in USA si conferma ancora espansiva, ma è difficile valutarla dopo le elezioni. Certamente, 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 del PEPP e del PAA e sebbene la BCE rassicuri che agirà con "flessibilità", dopo il varo del "Next generation EU" c'è una maggiore attenzione all'aumento della spesa. Le preoccupazioni per la massa di debito pubblico accumulata in questo periodo sono sempre più presenti. E le preoccupazioni sono aumentate con il rialzo dei tassi. Secondo gli ultimi dati FMI (ottobre 2024), tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2024 ci sono (in verde le previsioni migliorate o stabili, in rosso quelle che sono peggiorate). L'Italia (insieme per la verità agli USA) è l'unico paese tra quelli qui elencati con un dato in peggioramento.

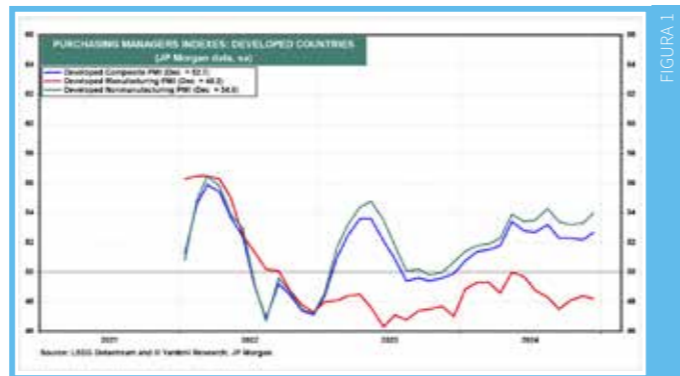


FIGURA 1

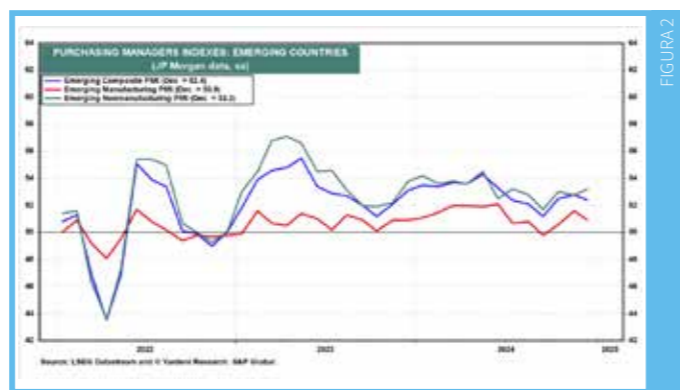


FIGURA 2

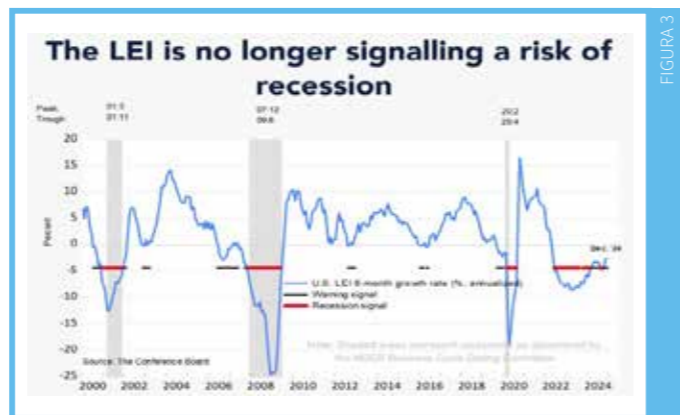


FIGURA 3

India (-7,8%); Stati Uniti (-7,6%); Brasile (-6,9%); Cina (-7,4%); Giappone (-6,1%); Italia (-4,0); Francia (-6,0%); Belgio (-4,7%); Regno Unito (-4,3%); Spagna (-3,0%); Russia (-1,9%); Germania (-2%). Media area EURO: -3,1%. Secondo il FMI (ottobre 2024), il rapporto debito/PIL 2024 sarà pari a **251,2%** in Giappone; **159%** in Grecia; **136,9%** in Italia. Rispettivamente, nel 2029 arriveremo a **245%**, **139,4%** e **142,3%**. Gli Stati Uniti giungeranno al **131,7%** del 2029 dal **121%** del 2024 (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.

## Inflazione "appiccicosa" sia in USA che in area EURO

“Il processo disinflazionistico è ben avviato. Secondo i nostri esperti l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 2,4% nel 2024, al 2,1% nel 2025, all'1,9% nel 2026 e al 2,1% nel 2027, anno dell'entrata in vigore del sistema ampliato di scambio di quote di emissione dell'UE. L'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si porterebbe in media al 2,9% nel 2024, al 2,3% nel 2025 e all'1,9% nel 2026 e 2027. Le misure dell'inflazione di fondo suggeriscono perlopiù che l'inflazione si attesterà stabilmente intorno all'obiettivo del Consiglio direttivo del 2% a medio termine. L'inflazione interna ha registrato una flessione ma resta elevata, principalmente perché salari e prezzi in determinati settori si stanno ancora adeguando al passato incremento dell'inflazione con considerevole ritardo”. (BCE, 12 dicembre 2024). L'inflazione sembra aver trovato un punto oltre il quale fatica a scendere. Sia in USA (FIGURA 4), sia in area EURO (FIGURA 5) il clima inflazionistico è stabile, ma è stato definito da alcuni analisti "appiccicoso". L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+2,4%** (da +1,8% del trimestre precedente); quella core è rimasta al **+2,7%**. Sono dati che consolidano un miglioramento, non c'è dubbio. Anche se l'attenzione deve rimanere alta. L'intervento espansivo di BCE e la reazione dei mercati continuano a dare la sensazione della "situazione sotto controllo", con una nuova luce sulla debolezza del ciclo economico. In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di settembre): **+2,9%** (da +2,5%) l'inflazione totale, un dato che ha destato qualche preoccupazione; **+3,2%** quella core stabile. Il dato inflazionistico stabile o in leggera crescita è coerente con i segnali di forza dell'economia USA.



FIGURA 4



FIGURA 5

Per la FED si riducono i margini di manovra e ulteriori discese dei tassi sono meno probabili (pur rimanendo lo scenario più probabile). La BCE si è mossa prima della FED, partendo da una situazione macroeconomica decisamente più debole. Ci sono (deboli) segnali di miglioramento in area EURO ma segnali di conferma della crescita in USA. 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 **+4,63%** (era +3,98% lo scorso trimestre) e **+2,18%** (era +1,64%) - si attestano dunque al **+2,45%** (da +2,3%; dati al 24 gennaio 2025).

## Tassi di interesse EURO a breve termine ... è vicino 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 finita. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati ad una ulteriore diminuzione. 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 0,14% (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.

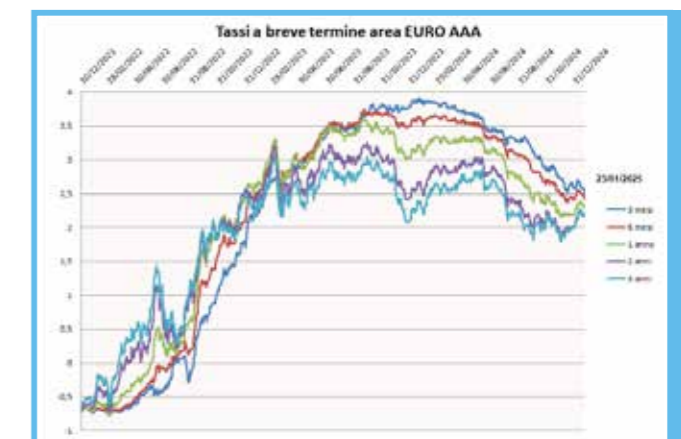


FIGURA 6

## Tassi EURO lungo termine: il mercato dei tassi sta tornando verso una curva crescente, segnando supporti.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un ulteriore ribasso "ufficiale" sul tratto a brevissimo termine ma - questa volta - un rialzo dei tassi a medio/lungo termine FIGURA 9). La curva rimane tutta decrescente fino a 2,5 anni (erano 3,5 anni lo scorso trimestre), ma torna a crescere dai 2,5 anni in avanti, fino a superare il dato a 3 mesi dopo gli 8 anni. È - in sintesi - tornata crescente. La pendenza, misurata dal differenziale 10 anni - 3 mesi, è ora leggermente, ma significativamente, positiva (2,618% - 2,496%). I tassi partono dal **2,496%** (3,13% il trimestre precedente) a tre mesi, per giungere al minimo di **2,181%** a 2,5 anni (era 1,9% a 3,5 anni). A 10 anni giungono al **2,618%** (2,29%). Il massimo nel lungo termine è a quota **2,816%** a 20 anni (era 2,55% a 21 anni). Il mercato esprimere tassi reali praticamente nulli, considerando i dati attuali di inflazione (FIGURA 11). I tassi USA, rispetto al trimestre precedente, sono aumentati lungo tutta la curva. La curva rimane più alta di quella EURO di circa 200 bp ed è ora inclinata in modo positivo a partire da 1 anno. I tassi a 10 anni in Germania hanno superato il 2,5% (**2,545%**; erano a 2,212% lo scorso trimestre) e sono più alti dei tassi giapponesi: **+1,204%** (era +0,855%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota **+3,549%** (era +3,393%), quello USA è a livello +4,623% (era +3,975%) (fonte Refinitiv Eikon, 24/1/2025). Il rialzo dei tassi 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 **+2,18%** a 2 anni e il **+2,81%** a 20 anni (tra il +1,90% a 3 anni e il +3,11% a tre mesi 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.

## 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 post-pandemico, che risente degli interventi per far fronte alle conseguenze economiche di breve periodo delle guerre e al contestuale utilizzo intelligente dei fondi del piano Next Generation EU - dipende dal punto di partenza del livello DEBITO/PIL e dagli effetti sulla crescita del DEFICIT/PIL. In particolare, «spendere bene» significa creare le condizioni per crescere di più e quindi per porre le basi per la sostenibilità dell'enorme debito in accumulazione. Si è aggiunto a questo scenario il peso del servizio del debito, causato dai rialzi dei tassi di interesse.

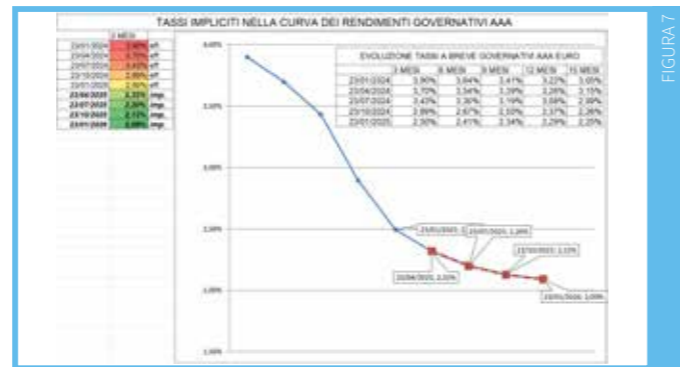


FIGURA 7

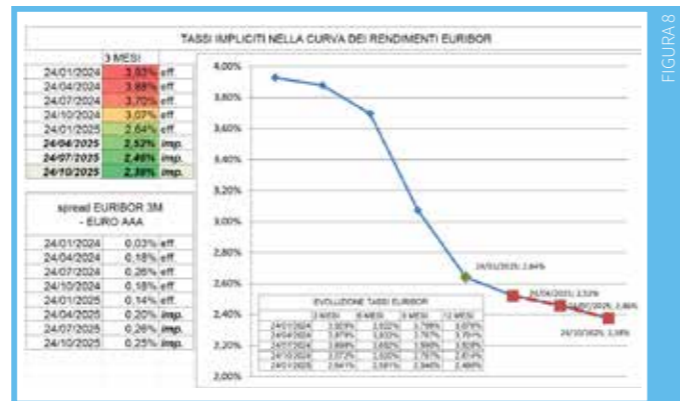


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
23/01/2024	3,90%	3,64%	3,41%	3,22%	3,05%
23/04/2024	3,70%	3,54%	3,39%	3,26%	3,15%
23/07/2024	3,43%	3,30%	3,19%	3,08%	2,99%
23/10/2024	2,89%	2,67%	2,50%	2,37%	2,26%
23/01/2025	2,50%	2,41%	2,34%	2,29%	2,25%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
24/01/2024	3,929%	3,922%	3,799%	3,676%
24/04/2024	3,879%	3,833%	3,767%	3,701%
24/07/2024	3,698%	3,652%	3,590%	3,528%
24/10/2024	3,072%	2,920%	2,767%	2,614%
24/01/2025	2,641%	2,581%	2,540%	2,499%

TABELLA 4

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali (fonte FMI gennaio 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 2025, collocano l'Italia prima di Germania, Austria e Irlanda in termini di crescita (anche se nel 2026 la situazione peggiora); nel 2025 il **+0,7%** italiano (era +1,1%) 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 leggera diminuzione a **102 bp** (da 121 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 **139 bp** (era 143 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **127 bp** (era 132 bp). Siamo leggermente sotto la media. Lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (**149 bp** da 157 bp). Secondo le previsioni FMI (ottobre 2024), il debito PIL italiano è aumentato a 150,90% nel 2021 (in diminuzione rispetto al dato 2020 pari ad oltre il 155%) dal già poco lusinghiero 134,1% del 2019. Per il 2022 il dato era un 147,7% che diventerà **136,90** nel 2024 (secondo le previsioni) e nel 2029 è previsto raggiungere il **142,30** (era 144,9%). Il deficit/PIL 2024 per l'Italia si attesterebbe, secondo le previsioni, ad un livello **-4,0%** (era -4,6%) (meglio di Stati Uniti, Giappone e UK; ma anche di Belgio e Francia. 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.

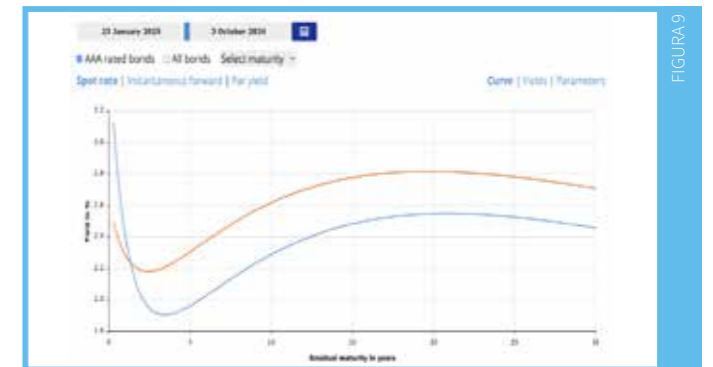


FIGURA 9

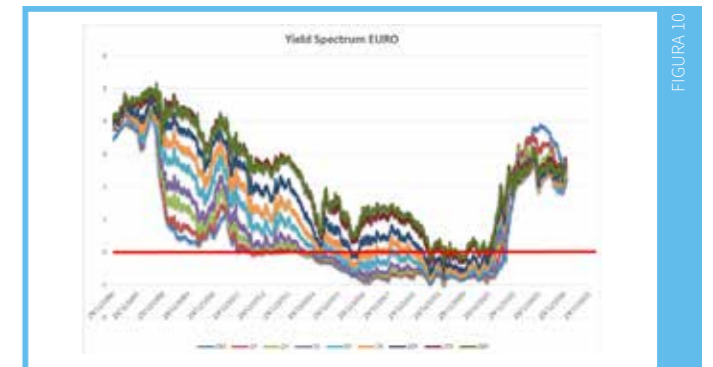


FIGURA 10

Il ritorno a tassi «unici» per l'area EURO (come dal 1999 al 2007) è forse più vicino, ma non scontato. Un paradosso di tre crisi (pandemia, guerra, energia e nuove guerre) 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 tecnico-monetario. 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 2024	Debito PIL 2029	Crescita PIL 2025	Crescita PIL 2026	Deficit PIL 2024	Tassi a 10 anni 24/01/2025	SPREAD 24/01/2025	SPREAD 22/10/2024	Variazione SPREAD
Germania	62,70	57,80	0,3	1,1	-2,0	2,52	0,00	0,00	
Olanda	44,30	49,30	1,6	1,8	-1,6	2,76	0,25	0,27	-0,02
Francia	112,30	124,10	0,8	1,1	-6,0	3,22	0,71	0,65	0,06
Austria	78,70	80,70	-0,5	1,1	-3,4	2,90	0,39	0,48	-0,10
Belgio	105,00	119,00	0,9	1,2	-4,7	3,10	0,58	0,59	0,00
Italia	136,90	142,30	0,7	0,9	-4,0	3,53	1,02	1,11	-0,10
Spagna	102,30	97,10	2,3	1,8	-3,0	3,13	0,62	0,67	-0,05
Irlanda	42,40	35,90	-0,5	3,7	-3,8	2,67	0,16	0,17	-0,02
Portogallo	94,40	76,20	1,7	2,0	-0,2	2,88	0,36	0,38	-0,02
Grecia	159,00	139,40	2,3	2,2	-1,0	3,76	1,24	1,41	-0,16
USA	121,00	131,70	2,7	2,1	-7,6	4,65	2,13	1,88	-0,25
Giappone	251,20	245,00	1,1	0,8	-6,1	1,18	-1,33	-1,37	0,04
UK	101,80	108,30	1,6	1,5	-4,3	4,64	2,13	1,85	0,28

Fonte: FMI GENNAIO 2025

Fonte: Datastream

TABELLA 5

### Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate in ulteriore ribasso.

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 (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 cinquantasette 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 (23 gennaio 2025) è in diminuzione a 239 da 306 di tre mesi or sono (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 7,02% (era 7,04% il trimestre precedente). Anche ai livelli di tasso complessivo attuale, questa asset class diviene meno interessante perché gli spread appaiono a livello basso.

### I mercati azionari chiudono un 2024 con crescite importanti e appaiono robusti.

Quando si è aperta la crisi del 2008 gli utili aziendali S&P500 hanno subito una violenta contrazione: sono diminuiti del -23,4%; poi -7,3% anche nel 2009, giungendo a 60,8 dollari per azione. Nel 2010, con un +40%, sono tornati sopra i livelli del 2007 (85,32). Il 2013 si è chiuso con 109,68 dollari per azione S&P 500 (+5,7% rispetto all'anno precedente; erano 97,82 nel 2011 e 85,32 nel 2010). Il 2014 si è chiuso a quota 117,86 (+7,5%). Chiusura 2015: 117,46 in diminuzione dello 0,3% rispetto all'anno precedente. Insomma, il primo anno di "fermo", dopo la corsa iniziata nel 2010. Ma il 2016 si chiude in leggero aumento a 118,04 con una crescita di +0,5%. Il 2017 si è chiuso a 131,98, con una crescita dell'11,8%. Il 2018 termina con utili a 161,93 (+22,7%). Una crescita spettacolare, seconda solo a quella del 2010, l'anno dopo la crisi. Il 2019 si è chiuso in leggero aumento a 163 dollari (quasi il doppio dei livelli del 2010). Le previsioni per il 2020 si attestavano due anni fa ad un buon +9,6% a livello 177,01. Le prime previsioni 2021 erano a 195,99. Poi la recessione da lockdown. Il 2020 ha chiuso a 139,76 (in calo del -14% rispetto al 2019) che ci riportano appena sopra agli utili 2017. Il 2021 si è chiuso con una 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 arriveranno a 243,7 (era 241,3 tre mesi fa) (ma 246,5 secondo Yardeni invece dei 250 previsti lo scorso trimestre), registrando dunque un



FIGURA 11

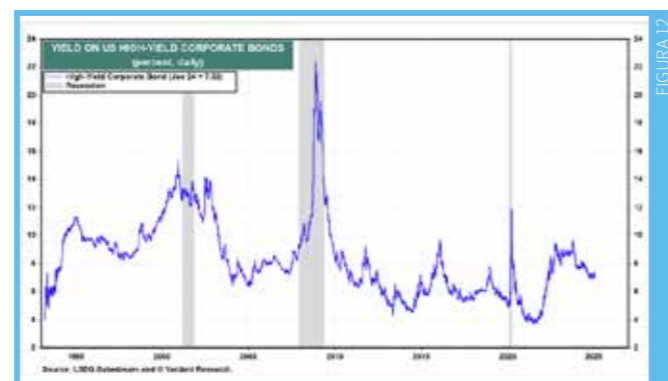


FIGURA 12

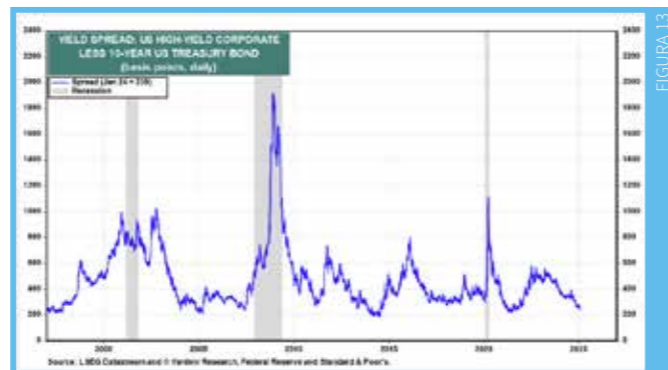


FIGURA 13



FIGURA 14

+10,1% (era +9,0%; secondo Yardeni: +10,6 ma era +12,1%). Per il 2025 le previsioni di consenso sono +12,3% (era +14,6%) a 273,8 (era 277,3) dollari (285 da 275 secondo Yardeni). Previsioni di consenso 2026: 310,8 da 312,9 (+13,5% da +13,1%). Secondo Yardeni: 320 (erano 300) dollari con una variazione del +12,3% (era +9,1%). In FIGURA 14 la linea blu rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento gennaio 2025). Le linee punteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per il 2024, 2025 e 2026. Vediamo le revisioni al ribasso per il 2024. Vengono inoltre riportate le previsioni di Yardeni Research. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Non è stato il caso della recessione per decreto, una certezza. Guerra, energia e inflazione avevano convinto gli analisti ad una riduzione delle previsioni (che il mercato aveva anticipato). Le previsioni 2025 e 2026 hanno subito solo lievi revisioni al ribasso e rimangono orientate all'ottimismo. 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 (22,5 contro 21,7 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (12 da 12,8 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. Essa è in diminuzione: VIX a livello 14,85 il 24/1/2025 da 19,51 di tre mesi addietro; media ultimi tre mesi 16,30 da 17,77 di 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 13,8 (era 13,1 tre mesi addietro). Gli utili attesi (forward 12 mesi) continuano a raggiungere nuovi massimi, anche se 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 ex-US in dollari). Il forward PE è ora intorno a 14, gli utili sono in diminuzione. In FIGURA 19 la situazione per il mercato USA dal 1995. Il PE è relativamente alto (22), 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 e mid cap USA non sono altrettanto generose.

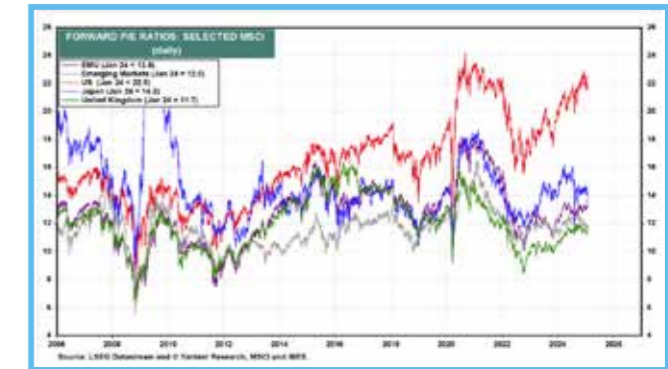


FIGURA 15



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