



SANFELICE 1893

MERCATI

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

GIUGNO 2025

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

L'economia globale non si libera dei dazi: USA in rallentamento; area EURO in ripresa.

La TABELLA 1 rappresenta le ultime previsioni OECD (giugno 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 +0,8%; il 2025 è ora previsto a +1% (era +0,8%) e il 2026 a +1,2% (era +1,2%). 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 +2,8%.

Le previsioni: +1,6% (era +1,8%) nel 2025 e +1,5% (era 1,7%). 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%. Per il 2025 +0,6 (era +0,4%) e +0,7% nel 2026 (era 0,8%). Secondo le previsioni Banca d'Italia giugno 2025 riportate in TABELLA 2: 0,6% (era 0,6%) nel 2025; 0,8% (era 0,8%) nel 2026 e 0,7% (era 0,7%) 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. Secondo l'OECD nel 2025 raggiungerà il +2,2% (era +2,1%) e nel 2026 il 2% (era +2,0%). Negli USA, il massimo è stato il +7,4% del 2021. Poi la discesa ha portato al +2,5% del 2024. Secondo le previsioni seguiranno +3,2% (era +2,9%) e +2,8% (era +2,4%) 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% nel 2024; +0,6% (era +0,6%) nel 2025 e +0,9% (era +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%. Il 2025, secondo le previsioni aggiornate, sarà positivo: +0,4% (era 0,0%); nel 2026: +1,2% (era +0,9%). 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%; per il 2025 e 2026 le previsioni sono a livello +4,7% (era +4,0%) e +4,3% (era +4,0%).

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 +6,2% e poi ancora un +6,3% (era +6,2%) nel 2025 e un +6,4% (era +6,3%) 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 +4,3%, seguito da un +1% (era +1,5% la precedente previsione) del 2025 e un +0,7% (era +0,9%) 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% e nel 2025-26 +1,0% (era 2,0%) e ancora +0,7% (era +2,0%). 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: +1,1%, seguito dal +1,3% (+1,1%) del 2025 e +1% (era +1,4%) nel 2026.

| | Average | Per cent | | | | | | |
|--------------------------|-----------|----------|------|------|------|---------|---------|---------|
| | 2013-2019 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 Q4 | 2025 Q4 | 2026 Q4 |
| Real GDP growth* | | | | | | | | |
| World* | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 2.9 | 2.9 | 3.4 | 2.6 | 3.0 |
| G20* | 3.5 | 3.8 | 3.4 | 2.9 | 2.9 | 3.5 | 2.6 | 3.0 |
| OECD* | 2.3 | 1.8 | 1.8 | 1.4 | 1.5 | 1.9 | 1.1 | 1.7 |
| United States | 2.5 | 2.9 | 2.8 | 1.6 | 1.5 | 2.5 | 1.1 | 1.6 |
| Euro area | 1.9 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 0.7 | 1.7 |
| Japan | 0.8 | 1.4 | 0.2 | 0.7 | 0.4 | 1.4 | 0.1 | 0.4 |
| Non-OECD* | 4.4 | 4.7 | 4.5 | 4.1 | 3.9 | 4.6 | 3.8 | 4.0 |
| China | 6.8 | 5.4 | 5.0 | 4.7 | 4.3 | 5.2 | 4.3 | 4.5 |
| India* | 6.8 | 9.2 | 6.2 | 6.3 | 6.4 | | | |
| Brazil | -0.4 | 3.2 | 3.4 | 2.1 | 1.6 | | | |
| OECD unemployment rate* | 6.5 | 4.8 | 4.9 | 5.0 | 4.9 | 4.9 | 5.0 | 4.9 |
| Inflation* | | | | | | | | |
| G20* | 3.0 | 6.3 | 6.2 | 3.6 | 3.2 | 4.7 | 3.4 | 2.8 |
| OECD* | 1.7 | 7.1 | 5.1 | 4.1 | 3.2 | 4.3 | 4.1 | 2.8 |
| United States* | 1.3 | 3.8 | 2.5 | 3.2 | 2.8 | 2.5 | 3.9 | 2.1 |
| Euro area* | 0.9 | 5.4 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 2.2 | 2.1 | 2.0 |
| Japan* | 0.9 | 3.3 | 2.7 | 2.8 | 2.0 | 2.9 | 2.1 | 2.1 |
| OECD fiscal balance** | -3.1 | -4.6 | -4.7 | -4.6 | -4.7 | | | |
| World real trade growth* | 3.3 | 1.2 | 3.8 | 2.8 | 2.2 | 4.0 | 2.0 | 2.8 |

TABELLA 1 - (FONTE: FMI - GIUGNO 2025)

| Tabella 1 - Previsioni macroeconomiche per l'economia italiana | | | | | | | |
|--|-------------|------|------|------|-------------|------|------|
| Variazioni percentuali sul tasso precedente, salvo diversa indicazione | | | | | | | |
| | Giugno 2025 | | | | Aprile 2025 | | |
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 |
| PIE (1) | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,8 | 0,7 |
| Consumo delle famiglie | 0,4 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 1,2 |
| Consumo della PA | 1,1 | 1,2 | 0,4 | -0,7 | 0,1 | 1,0 | -1,1 |
| Investimenti fissi lordi | 0,0 | 0,3 | 1,1 | 0,4 | 0,6 | 0,4 | 0,6 |
| di cui: investimenti in beni strumentali | -1,2 | 0,0 | 2,4 | 1,1 | 1,1 | 1,8 | 0,7 |
| di cui: investimenti in costruzioni | 1,0 | 0,5 | 0,0 | -0,2 | 0,2 | -0,8 | 0,4 |
| Esportazioni totali | -0,3 | -0,2 | 1,2 | 2,2 | -0,1 | 1,5 | 2,2 |
| Importazioni totali | -1,5 | 1,5 | 1,8 | 2,2 | 1,1 | 2,0 | 2,2 |
| Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (2) | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,1 |
| Prezzi al consumo (IPC) | 1,1 | 1,5 | 1,5 | 2,0 | 1,6 | 1,5 | 2,0 |
| IPC al netto dei beni energetici e alimentari | 2,2 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,6 |
| Occupazione (per lavoro) | 1,6 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,5 | 0,5 |
| Occupazione (numero di occupati) | 1,6 | 1,3 | 0,5 | 0,5 | 1,1 | 0,6 | 0,5 |
| Tasso di disoccupazione (3) | 6,6 | 6,2 | 6,1 | 6,0 | 5,9 | 6,0 | 6,1 |

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

Secondo i dati OECD (giugno 2025), nel 2025 un solo paese avrà crescita negativa (su 38 paesi OECD censiti): l'Austria. Secondo le precedenti previsioni FMI erano 4 su 58 (tra i quali la Germania e l'Austria). I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a giugno e segnalano dati contrastanti (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate l'indice composito è a 51,6 (era 51,8): 51,8 (era 52,5) il non manufacturing e 50,5 (era 49,1) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 51,7 (da 52,6): non manufacturing a 51,8 (era 53,1); manufacturing a 50,4 (era 51,3). L'evoluzione mensile dei valori indica che l'ultimo mese è stato di correzioni contrastate. Da segnalare che è ora sopra 50 (in miglioramento) il manifatturiero delle economie sviluppate ed è sopra 50 (in miglioramento) il manifatturiero delle economie emergenti. La FIGURA 3 esamina il leading indicator USA. Nello scorso trimestre vi erano stati segnali di ripresa, poi non confermati dai dati più 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 (ma i dati di crescita del primo e del secondo trimestre sono negativi). Gli indicatori di tendenza sembrano segnalare **un peggioramento**, fornendo un segnale recessivo. Quanto al petrolio, le quotazioni sono state colpite questa volta dalle tensioni Israele-Iran (e USA) e contestualmente dai rinnovati timori di rallentamento della crescita del commercio mondiale e dell'economia globale. Il Brent si trova ora in area **67,1** (era 67,5 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno la variazione è ancora negativa pari al **-22,9%** (era fortemente negativa -23,1% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è in aumento del **+2,3%** (fonte Economist, 5/7/2025). La politica monetaria in area EURO osserva un dato di inflazione (totale) poco sopra il 2% e una core non lontana (2,0% e 2,3%). 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 continua a non aiutare, anche se la politica fiscale espansiva tedesca ha aperto nuove prospettive. Gli USA rallentano. La BCE continua a ridurre progressivamente i tassi (sembra aver ormai raggiunto i minimi), mentre la FED si è fermata caparbiamente, tra l'economia che rallenta e l'inflazione che (si teme) in salita. La BCE dopo aver aumentato di **50** punti base e di **75** punti base a luglio e a settembre 2022; poi di altri **75** a novembre e di **50** a dicembre 2022, ha continuato nel 2023 i rialzi: **50** punti base a febbraio e **50** punti base a marzo; poi **25 + 25** a maggio e giugno. Ancora **25 + 25** ad agosto e settembre, dieci rialzi consecutivi. Poi, finalmente (26 ottobre 2023), una pausa. Il 12 giugno 2024 la BCE ha deciso di ridurre i tassi ufficiali di **un quarto di punto**. Il 18 settembre 2024 ulteriore ritocco del tasso sui depositi: **-0,25**, nell'ambito di una già annunciata manovra (diciamo "tecnica") di riduzione più marcata del tasso di rifinanziamento principale (con una riduzione del corridoio dei tassi: -0,60). Poi altre due riduzioni di **-0,25** ad ottobre e dicembre. Nel 2025 stessa musica: 5 febbraio, 12 marzo, 23 aprile e 11 giugno quattro riduzioni di **-0,25**. 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 (ventiseiesima settimana del 2025) è pari a 6,232 trilioni di euro (da 6,329 del trimestre precedente). Il valore massimo è stato raggiunto il 24/6/2022 (8,836 trilioni, quindi siamo a -29,5%). Si tenga presente che il valore medio dal gennaio 1999 ad oggi è stato 3,082 trilioni. La politica fiscale in USA è prevalentemente di natura redistributiva, con riduzioni della pressione fiscale e tagli alla spesa sociale. Il livello del debito pubblico americano, in continua, inarrestabile e confermata, espansione, desta molte preoccupazioni. C'è più attenzione in area EURO, almeno per la parte ordinaria, ma complessivamente sembra più orientata all'espansione (Germania in testa). Il 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, 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%);

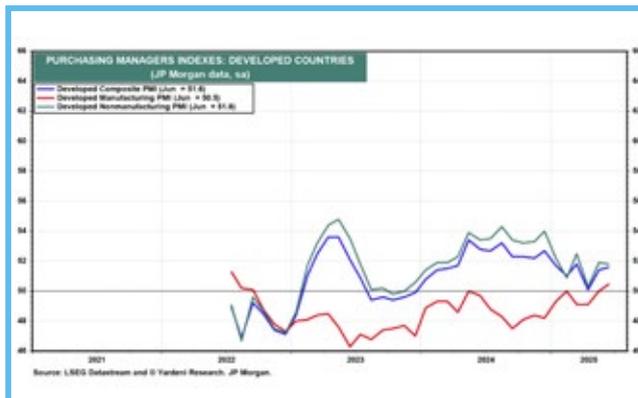


FIGURA 1

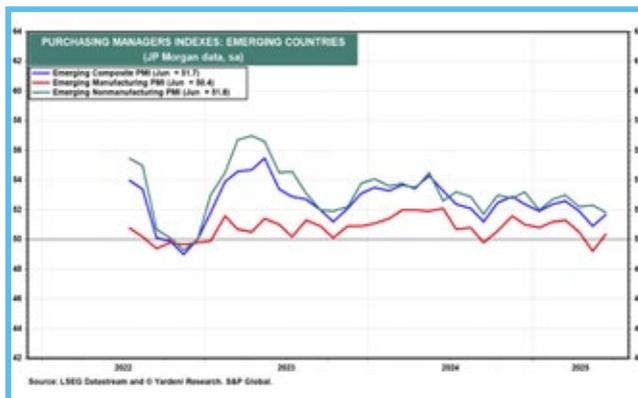


FIGURA 2

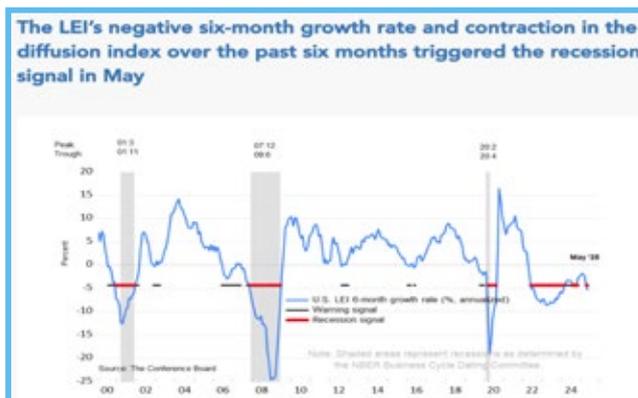


FIGURA 3

Austria (-4,1%); Italia (-3,3); area EURO (-3,2%); Germania (-3%); Giappone (-2,9%); Spagna (-2,7%); Russia (-1,1%). 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.

L'inflazione in USA fa paura, ma è al momento ferma. In area EURO è sotto controllo.

“L'inflazione si attesta attualmente intorno al nostro obiettivo di medio termine del 2%. Nello scenario di base delle nuove proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 2,0% nel 2025, all'1,6% nel 2026 e al 2,0% nel 2027. Le revisioni al ribasso rispetto alle proiezioni di marzo, di 0,3 punti percentuali per il 2025 e il 2026, riflettono principalmente le ipotesi di prezzi dell'energia inferiori e di un rafforzamento dell'euro. Gli esperti si attendono che l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si porti in media al 2,4% nel 2025 e all'1,9% nel 2026 e nel 2027, sostanzialmente invariata da marzo”. (BCE, 5 giugno 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 **+2,0%** (da +2,2% del trimestre precedente); quella core è diminuita dal +2,4% al **+2,3%**. 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 maggio): +2,4% (da +2,4%) l'inflazione totale; da +2,8% a +2,8% quella core. Le previsioni non sono però altrettanto favorevoli, come abbiamo visto in precedenza. 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 **+4,35%** (era +4,29% lo scorso trimestre) e +2,00% (era +2,01%) - si attestano dunque al **+2,35%** (da +2,28%; dati al 3 luglio 2025, fonte Yardeni Research).



FIGURA 4



FIGURA 5

Tassi di interesse EURO a breve termine ... ci siamo, le curve sono crescenti (o quasi).

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) ha proseguito la discesa dai massimi, ma sembra giunto vicino ai minimi. 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 sembra però finita. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati a rimanere sostanzialmente stabili (FIGURA 7). I tassi EURIBOR tre mesi sembrano ai minimi. 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.

Tassi EURO lungo termine: il mercato dei tassi sembra aver trovato un equilibrio su livelli bassi.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un ulteriore ribasso “ufficiale” sul tratto a brevissimo termine, insieme ad una sostanziale stabilità dei tassi fino a oltre 15 anni (FIGURA 9). La curva rimane ancora decrescente fino a 1 anno (erano 1 e 10 mesi lo scorso trimestre); torna a crescere da 1 anno in avanti, fino a superare il dato a 3 mesi dopo esattamente 2 anni (erano 5 anni il trimestre precedente). E' - in sintesi - tornata (quasi tutta) crescente. La pendenza, misurata dal differenziale 10 anni - 3 mesi, è aumentata (2,687 - 1,835 = 0,852; era 2,549 - 1,942 = 0,607).

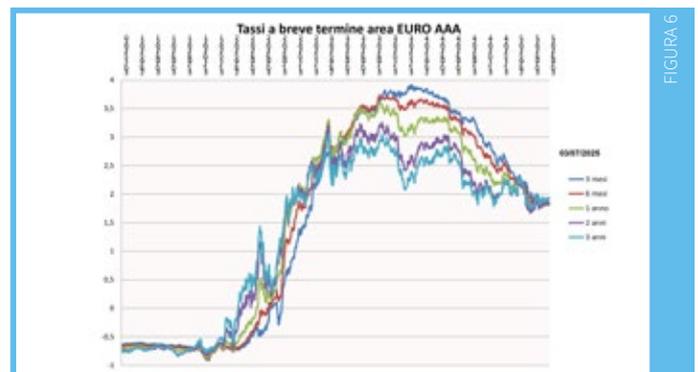


FIGURA 6

I tassi partono dal **1,835%** (1,942% il trimestre precedente) a tre mesi, per giungere al minimo di **1,8%** a 1 anno (era 1,672% a 2 anni). A 10 anni giungono al **2,687%** (2,549%). Il massimo nel lungo termine è a quota **3,078%** a 22 anni (era 2,901% a 22 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 fino a 7 anni, partendo dallo stesso livello a tre mesi e, dunque, approfondendo la “conca” iniziale. La curva ha assunto una forte pendenza negativa tra i 3 mesi e i 3 anni.

È negativa anche la differenza tra il 10 anni (4,3%) e il tre mesi (4,41%). La curva rimane più alta di quella EURO di poco meno 200 bp fino a 3 anni. Ma nel tratto breve la differenza supera i 250 bp.

I tassi a 10 anni in Germania sono tornati sopra il 2,5% (**2,567%**; erano a 2,437% lo scorso trimestre) e sono (ormai a far tempo da marzo 2022) più alti dei tassi giapponesi: **+1,416%** (era +1,306%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota **+3,449%** (era +3,377%), quello USA è a livello **+4,338%** (era +4,261%) (fonte Refinitiv Eikon, 3/7/2025). Il lieve rialzo 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 “sparpagliarsi” ed ordinarsi per scadenza, compresa tra il **+1,8%** a 1 anni e il **+3,78%** a 22 anni (tra il +1,678% a 2 anni e il +2,89% a 20 anni lo scorso trimestre). Questa situazione è coerente con una politica monetaria espansiva che dovrebbe avere effetto positivo sulla crescita economica, corroborato dalla politica fiscale non restrittiva o espansiva, in un contesto di inflazione sotto controllo.

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread sono 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 (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 OECD giugno 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 e Austria in termini di crescita, anche se nel 2026 la situazione peggiora per il nostro Paese; nel 2025 il **+0,6%** italiano (era +0,4%) 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 diminuzione a **88 bp** (da 93 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.

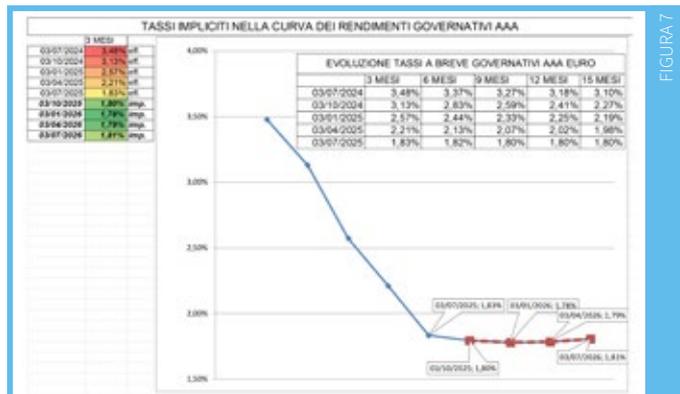


FIGURA 8

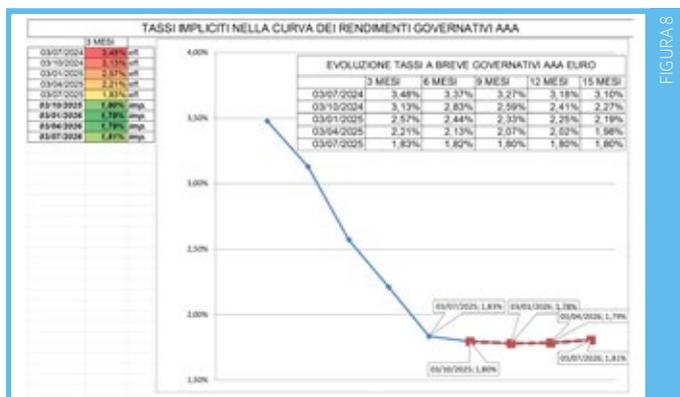


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

| | 3 MESI | 6 MESI | 9 MESI | 12 MESI | 15 MESI |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 03/07/2024 | 3,48% | 3,37% | 3,27% | 3,18% | 3,10% |
| 03/10/2024 | 3,13% | 2,83% | 2,59% | 2,41% | 2,27% |
| 03/01/2025 | 2,57% | 2,44% | 2,33% | 2,25% | 2,19% |
| 03/04/2025 | 2,21% | 2,13% | 2,07% | 2,02% | 1,98% |
| 03/07/2025 | 1,83% | 1,82% | 1,80% | 1,80% | 1,80% |

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

| | 3 MESI | 6 MESI | 9 MESI | 12 MESI |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 04/07/2024 | 3,708% | 3,683% | 3,638% | 3,592% |
| 04/10/2024 | 3,250% | 3,046% | 2,867% | 2,688% |
| 04/01/2025 | 2,731% | 2,554% | 2,501% | 2,448% |
| 04/04/2025 | 2,323% | 2,259% | 2,247% | 2,235% |
| 04/07/2025 | 1,979% | 2,026% | 2,046% | 2,066% |

TABELLA 4

Il valore medio dal 1994 è 132,5 bp (era 135 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di 115 bp (era 121 bp). Siamo sotto la media. A ben vedere, però, lo spread attuale è superiore anche a quello della Grecia (73 bp da 132 bp). Un dato anomalo, se consideriamo lo spread francese, giunto a 0,70 (maggiore di quello spagnolo, a quota 59 bp). La sensazione è che il nostro valore sia destinato ad una ulteriore discesa. Occorre registrare la buonissima notizia del miglioramento del rating dell'Italia, che è passato lo scorso trimestre 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 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 tecnico-monetario. La BCE rimarrà sempre più neutrale su questo fronte, pronta ad agire solo in caso di effettiva emergenza.



FIGURA 9

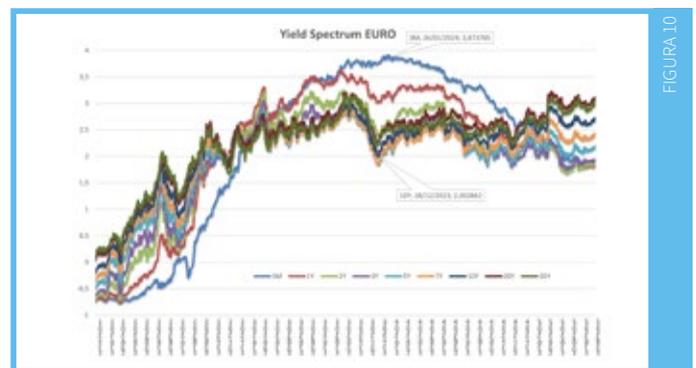


FIGURA 10

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 04/07/2025 | SPREAD 04/07/2025 | SPREAD 04/07/2025 | Variazione SPREAD |
|------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|------------------|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Germania | 65,40 | 74,80 | 0,4 | 1,2 | -3,0 | 2,58 | 0,00 | 0,00 | |
| Olanda | 43,30 | 47,70 | 1,4 | 1,4 | -1,9 | 2,79 | 0,21 | 0,25 | -0,04 |
| Francia | 116,30 | 128,40 | 0,6 | 0,9 | -5,5 | 3,28 | 0,70 | 0,71 | -0,01 |
| Austria | 82,90 | 85,60 | -0,3 | 0,8 | -4,1 | 2,96 | 0,38 | 0,39 | 0,01 |
| Belgio | 106,40 | 125,60 | 0,8 | 1,0 | -5,0 | 3,08 | 0,50 | 0,58 | -0,09 |
| Italia | 137,30 | 137,70 | 0,6 | 0,7 | -3,3 | 3,46 | 0,88 | 1,02 | -0,14 |
| Spagna | 100,60 | 93,00 | 2,4 | 1,9 | -2,7 | 3,17 | 0,59 | 0,62 | -0,03 |
| Irlanda | 36,70 | 28,00 | 2,3 | 2,1 | 1,7 | 2,96 | 0,38 | 0,16 | -0,23 |
| Portogallo | 91,80 | 75,80 | 2,0 | 1,7 | 0,5 | 2,90 | 0,32 | 0,36 | 0,05 |
| Grecia | 142,20 | 125,10 | 2,0 | 1,8 | -0,5 | 3,31 | 0,73 | 1,24 | -0,52 |
| USA | 122,50 | 128,20 | 1,6 | 1,5 | -6,5 | 4,34 | 1,76 | 2,13 | -0,37 |
| Giappone | 234,90 | 231,70 | 0,7 | 0,4 | -2,9 | 1,42 | -1,16 | -1,33 | 0,18 |
| UK | 103,90 | 106,10 | 1,3 | 1,0 | -4,4 | 4,54 | 1,96 | 2,13 | -0,17 |

Fonte: FMI APRIL 2025 (in grassetto OECD JUNE 2025)

Fonte Datastream

TABELLA 5

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: di nuovo sui minimi.

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 sessantatré 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 (3 luglio 2025) è in diminuzione a 252 da 344 di tre mesi or sono (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0), dopo lo spavento dei dazi. Siamo (di nuovo) vicini ai minimi storici. In FIGURA 12 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 6,87% (era 7,73% il trimestre precedente). La diminuzione dello spread rende questa asset class meno interessante e l'incertezza macroeconomica lascia aperti nuovi rialzi.

I mercati azionari hanno reagito prontamente, ma il futuro non sembra roseo.

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 lancio il livello 2019. Per il 2022 nuova crescita: +4,6% a 218,09 dollari per azione. Il 2023 si chiude a 221,4 in aumento di +1,5%. Si noti un primo e secondo trimestre 2023 con crescita negativa, dopo una diminuzione degli utili anche nel quarto trimestre del 2022. Quanto al 2024, gli utili sono giunti a 242,7, registrando dunque un +9,7%. Per il 2025 le previsioni di consenso sono +8,5% (era +7,1%) a 263,4 (era 264,2) dollari (260 da 260 secondo Yardeni).



FIGURA 11

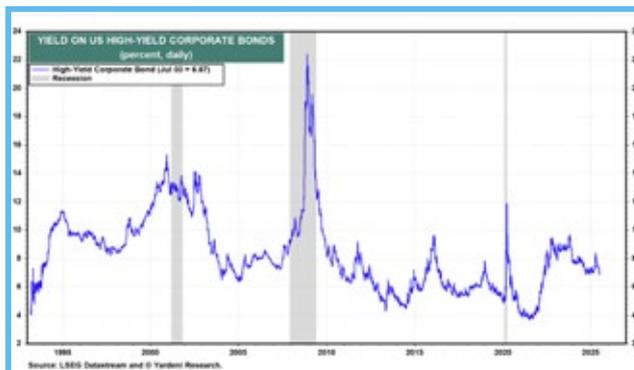


FIGURA 12

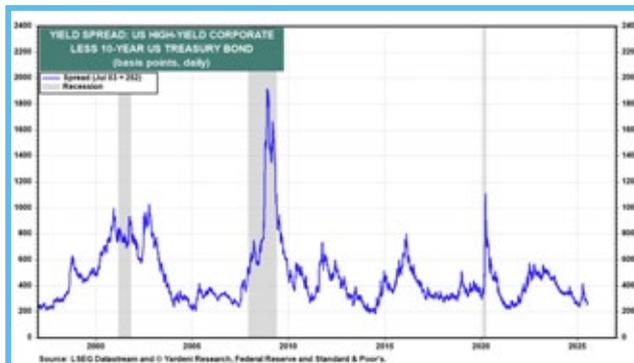


FIGURA 13

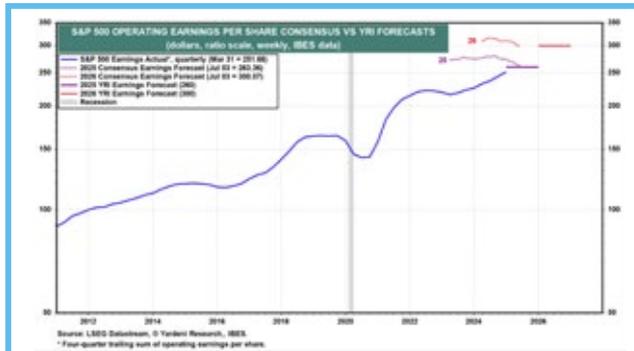


FIGURA 14



FIGURA 15

Previsioni di consenso 2026: **300,1** da 302,2 (+13,9% da +13,2%). Secondo Yardeni: **300** (erano 300) dollari con una variazione del **+15,4%** (era +15,4%). Ancora lievi 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 giugno 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 "sopravalutati". In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei forward PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" rimane quello USA (22,7 contro 19,7 del trimestre precedente), prontamente tornato ai livelli di inizio anno, con revisioni al ribasso degli utili non seguiti da riduzioni di prezzo; il più "economico" (escludendo lo UK: 12,5 contro 11,9 di tre mesi addietro) è l'indice dei paesi emergenti (12,9 da 11,8 del trimestre precedente). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (stabile rispetto al trimestre precedente), il premio per il rischio (in diminuzione rispetto al trimestre precedente, quindi PE più alto) e la crescita degli utili (in lieve ribasso, quindi PE più alto). In figura 20 viene mostrato l'andamento del "Valuation Confidence Index", un indice basato su un sondaggio costruito Robert Shiller (l'autore di Irrationa Exuberance, ultima edizione 2014) e pubblicato dall'università di Yale. Indica la percentuale di rispondenti (appartenenti alla categoria dei "Privati" e degli "Istituzionali") che NON considera il mercato sopravvalutato. Quasi il 60% dei privati e il 65% degli istituzionali ritiene che il mercato americano sia "caro". È interessante notare non sia mai accaduto che i privati siano più ottimisti degli istituzionali, come sta avvenendo invece oggi. 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 4/7 17,48 (era 14,85 il 24/1/2025); media a 60 giorni: 21,38 (era 23,52 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 14,4 (era 13,6 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 ex-US in dollari). Il forward PE è ora intorno a 14 (era 12,5) e gli utili sono in leggera ripresa. In FIGURA 19 la situazione per il mercato USA dal 1995. Il PE è di nuovo tornato a 22,7 (era 19,7) a causa del nuovo aumento del valore dell'indice, non accompagnata da un analogo aumento 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.

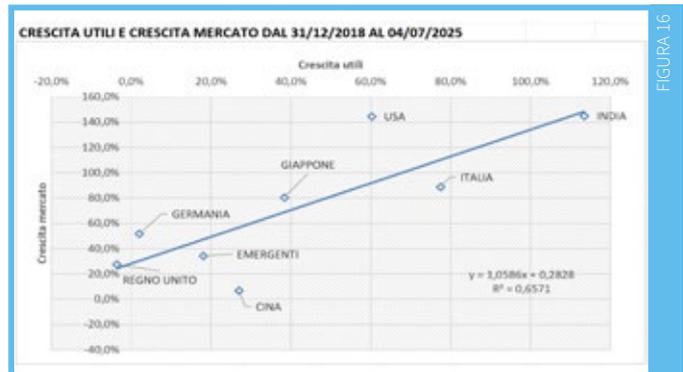


FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18

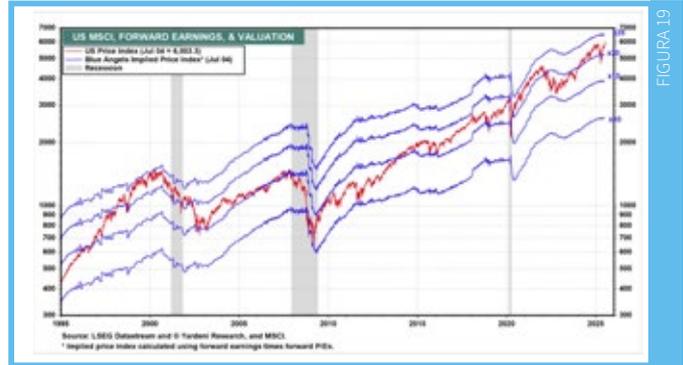


FIGURA 19

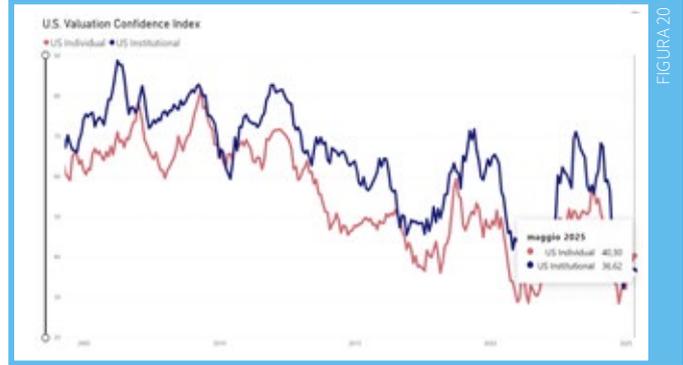


FIGURA 20

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