



Banca del Fucino

1923 | 2023

ANALISI SCENARIO MACROECONOMICO

MAGGIO 2025



Indice

1. Introduzione

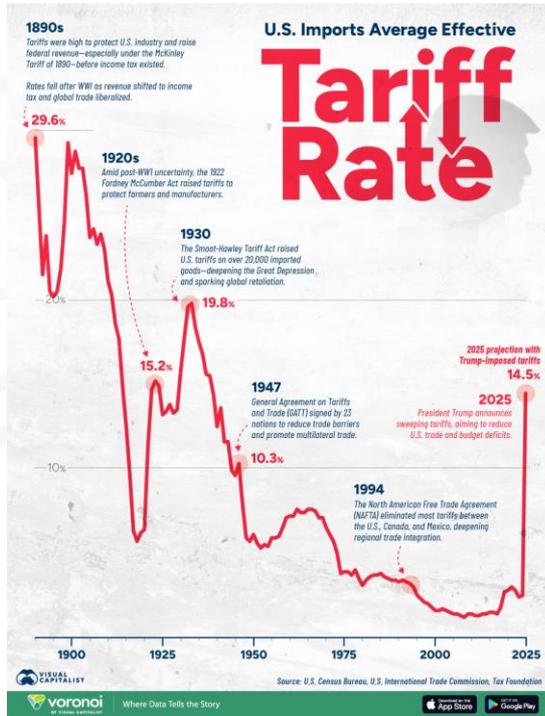
2. Scenario internazionale

- Stati Uniti
- Area Euro
- Previsioni

3. Italia

- Scenario macroeconomico
- Amministrazioni pubbliche
- Sistema bancario

Dati disponibili al 22/04/2025

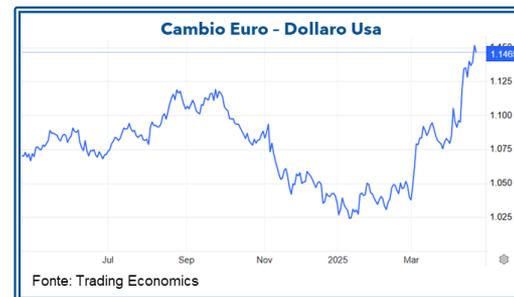


- Da un mese a questa parte (dati aggiornati al 22/04/25) lo scenario economico internazionale appare dominato dallo **shock causato dall'annuncio delle «Reciprocal Tariffs»** promulgate dagli Stati Uniti.
- I dazi, che sono stati più volte annunciati, sospesi e modificati, hanno diffuso un forte sentimento di incertezza sui mercati: **il Vix Index**, che misura la volatilità sui mercati azionari, è **cresciuto di più del 140%** nella settimana successiva al Liberation Day di Trump.
- Molte delle implicazioni di questa svolta nella politica commerciale statunitense diverranno evidenti solamente nel corso dei prossimi mesi, ma già da ora diverse importanti conseguenze si stanno palesando.

Introduzione

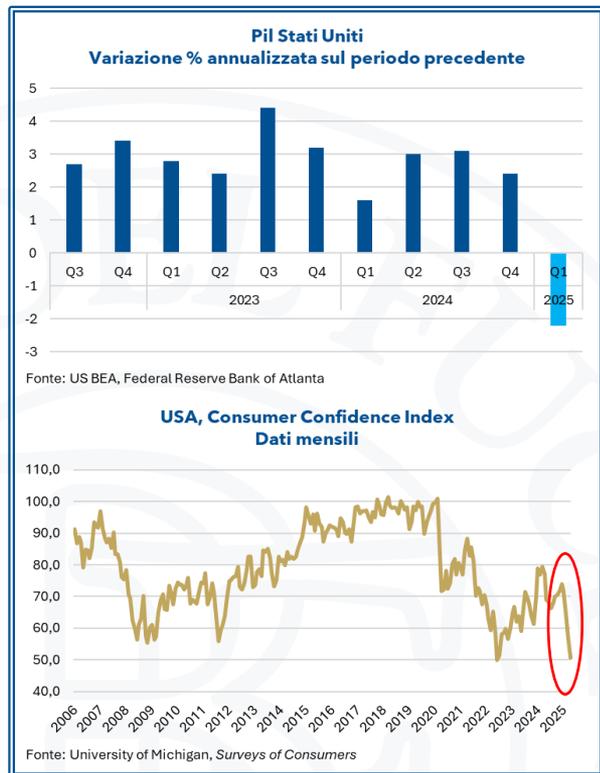
Nuovi trend

- La scelta di ridimensionare il deficit commerciale statunitense tramite dazi generalizzati sembra aver **minato** profondamente **la fiducia degli investitori verso il dollaro Usa**.
- Tra i primi di gennaio e oggi il **Dollar Index** ha registrato un **calo di circa il 10%**.
- Diversi analisti sottolineano il **rischio di un vero e proprio meltdown finanziario**, possibile conseguenza del clima di incertezza e della crisi di fiducia che gli Usa, con le loro recenti decisioni di politica commerciale, sembrano aver ingenerato.
- **Da inizio marzo l'euro si apprezzato nei confronti del dollaro di quasi l'11%**, invertendo il trend di debolezza della divisa europea rispetto a quella statunitense che aveva finora caratterizzato il periodo post-pandemico.



Scenario internazionale

Area Stati Uniti 1/6

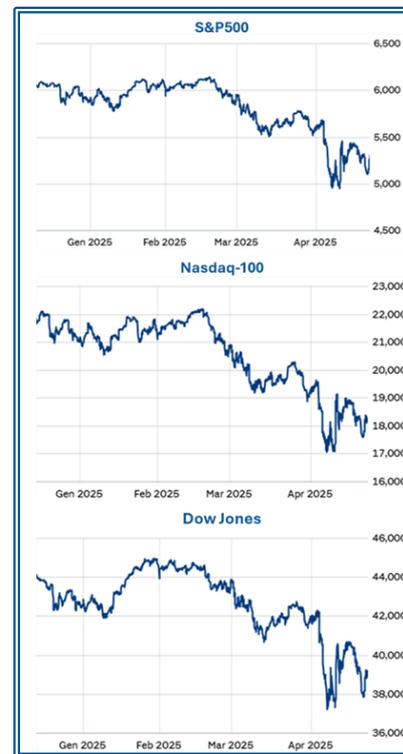


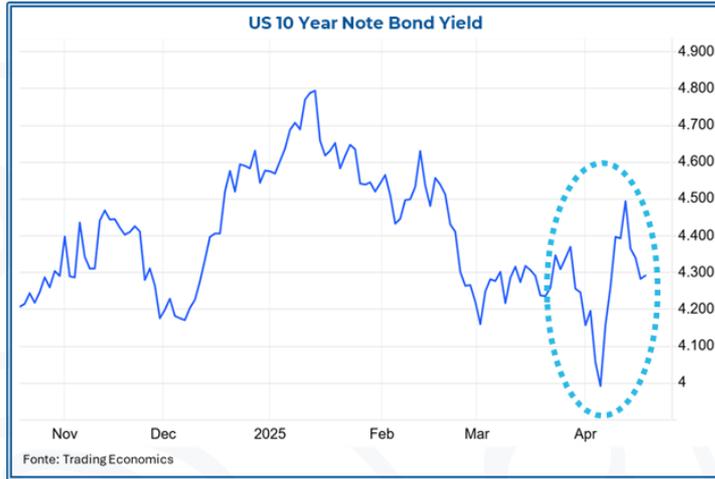
- Secondo le più recenti stime (16 aprile 2025) della Fed di Atlanta, il **pil statunitense** è entrato in contrazione nel **Q1 2025**, registrando un **-2,2%** annualizzato sul trimestre precedente.
- Il dato finale del Q1 2025 potrebbe comunque rivelarsi migliore delle aspettative: le vendite al dettaglio a marzo sono cresciute dell'1,4% sul mese precedente, segno che i consumatori statunitensi si stanno preparando all'impatto dei dazi sui prezzi, anticipando gli acquisti.
- Molto più preoccupanti le prospettive per la restante parte dell'anno: **l'indice di fiducia dei consumatori USA** ha raggiunto i minimi del 2022, ed è al momento **su livelli più bassi di quelli registrati durante la crisi dei subprime**.
- Non va dimenticato che la buona tenuta dei consumi ha costituito la costante della crescita statunitense in tutto il post-pandemia.

Scenario internazionale

Area Stati Uniti 2/6

- L'impatto della nuova politica commerciale statunitense sulle borse è stato marcato, con i principali indici azionari del Paese in contrazione rispetto a inizio anno e la volatilità notevolmente accresciuta.
- Nello specifico, tra il 2 gennaio e il 22 aprile 2025:
 - 10% per l'S&P500
 - 13% per il Nasdaq-100
 - 8% per il Dow Jones
 (Variazioni percentuali approssimate all'unità)
- Il passato buon andamento della borsa è stato tra le ragioni principali della positiva performance economica statunitense nel difficile contesto del biennio 2023-24. **Il ritorno di un trend ribassista**, che non si vedeva dal 2022, avrà probabilmente un **impatto importante sull'andamento di consumi e investimenti**.



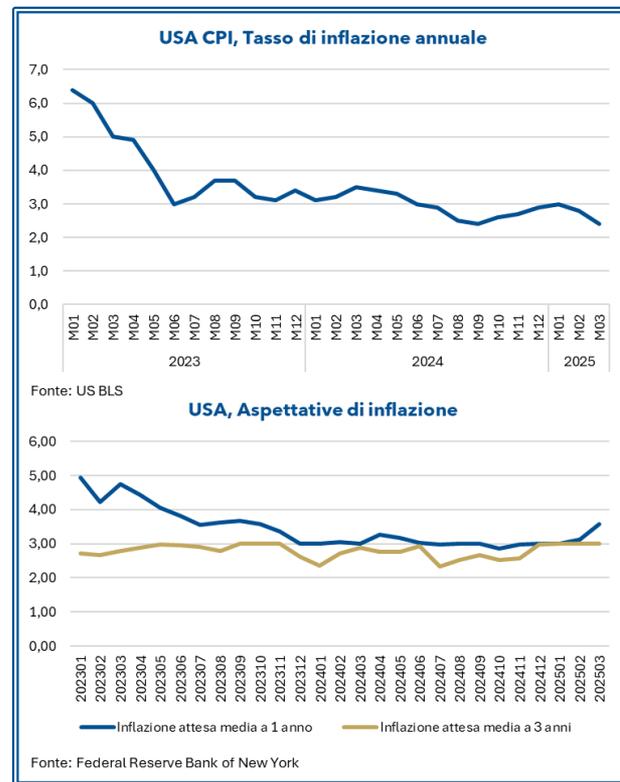


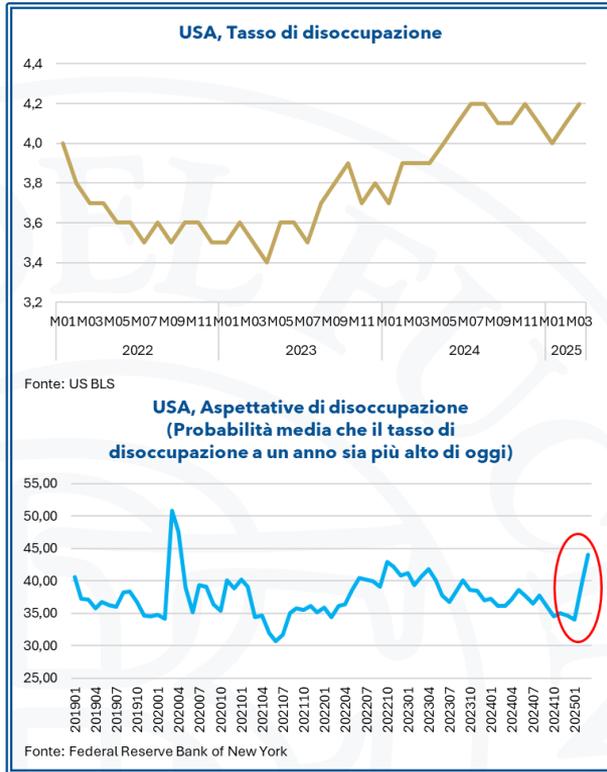
- Importanti movimenti si sono registrati anche sul **mercato dei Treasuries**.
 - La notizia delle «reciprocal tariffs» trumpiane ha inizialmente fatto diminuire i rendimenti del decennale USA di quasi 20 punti base. I rendimenti sono poi risaliti, fino a toccare quota 4,5, e in seguito nuovamente scesi in fascia 4,3.
 - Diversi analisti suggeriscono come il **piano di Trump** fosse quello di **riorientare capitali dal mercato azionario a quello dei Treasuries**, al fine di portare ad un **abbassamento dei tassi di interesse sul debito americano**.
- L'attenzione all'andamento dei Treasuries appare confermata dalla **decisione**, assunta da Trump il 9 aprile, **di sospendere parzialmente i dazi** allorché i rendimenti sui titoli del debito pubblico statunitense hanno iniziato a salire, contrariamente a quanto era inizialmente avvenuto in seguito all'annuncio delle «reciprocal tariffs» e nei giorni immediatamente precedenti.

Scenario internazionale

Area Stati Uniti 4/6

- **A marzo** il tasso di **inflazione** statunitense è **sceso al 2,4%**, in calo per il secondo mese consecutivo. A gennaio l'inflazione era al 3,0%.
- Tuttavia, vi è ampio consenso sul fatto che i nuovi **dazi** commerciali porteranno ad un **aumento generalizzato dei prezzi al consumo**.
- La misura precisa di tale aumento è ancora poco chiara, e dipenderà soprattutto dall'effettiva entità dei dazi.
- Preoccupante è il fatto che le **aspettative di inflazione** a un anno abbiano **iniziato a crescere, approssimandosi al 4%**.
- Le aspettative di inflazione a tre anni sono attualmente al 3%, in crescita rispetto a gran parte del secondo semestre 2024 e comunque al di sopra del livello target della Fed.



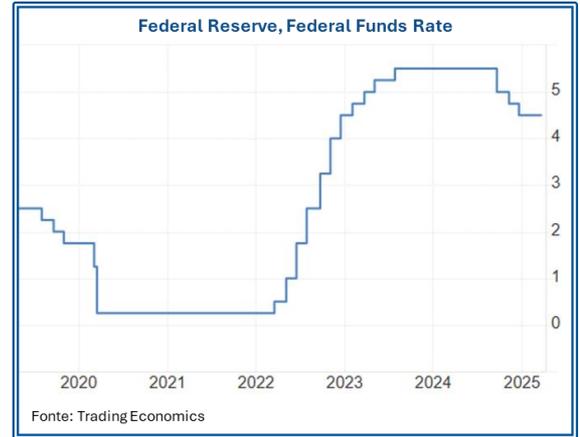


- Sul breve termine, è da escludersi che i dazi possano avere effetti positivi sul mercato del lavoro degli Stati Uniti.
- Il **tasso di disoccupazione** USA è salito al **4,2% a marzo**, mantenendosi comunque su livelli ancora modesti.
- Al contempo, le **aspettative di disoccupazione** hanno raggiunto il **livello più alto dal 2020**, segno di un elevato timore di recessione.
- Si tratta di aspettative ragionevoli, specie se si considera come l'industria statunitense in diversi settori dipenda fortemente dalle catene del valore globali, e più nello specifico dalla Cina. Secondo calcoli di Goldman Sachs, **circa un terzo delle imprese Usa avrebbe serie difficoltà a trovare fornitori alternativi alle imprese cinesi**.

Scenario internazionale

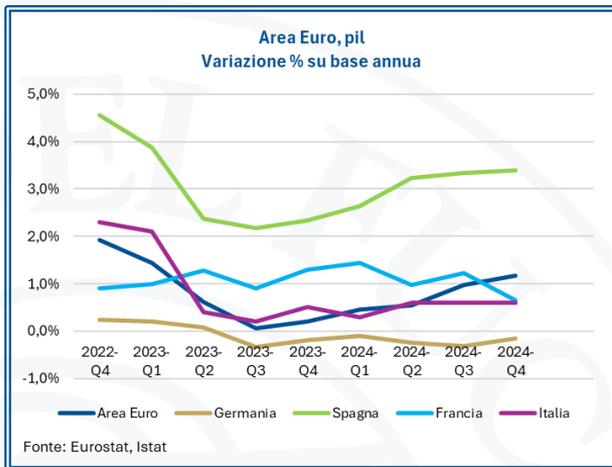
Area Stati Uniti 6/6

- In questo scenario, la gestione della politica monetaria da parte della Fed diventa particolarmente difficile: **le autorità monetarie statunitensi** potrebbero trovarsi presto **costrette a compiere una scelta tra contenere l'inflazione e mantenere bassa la disoccupazione**.
- Recentemente il chairman della Fed J. Powell ha peraltro lasciato intendere che, nel caso di una conclamata situazione di stagflazione, la priorità sarà data al contenimento dell'inflazione.
- Ad oggi, il percorso dei tassi di interesse statunitensi appare comunque di non facile previsione, specie se si considera la propensione più volte dimostrata da **Trump** a **interferire nelle decisioni di politica monetaria della Fed**.
- Lo scontro che sembra profilarsi tra il Presidente e la Fed sta **alimentando** nei mercati un **clima di sfiducia nei confronti del dollaro**.



Scenario internazionale

Area Euro 1/4

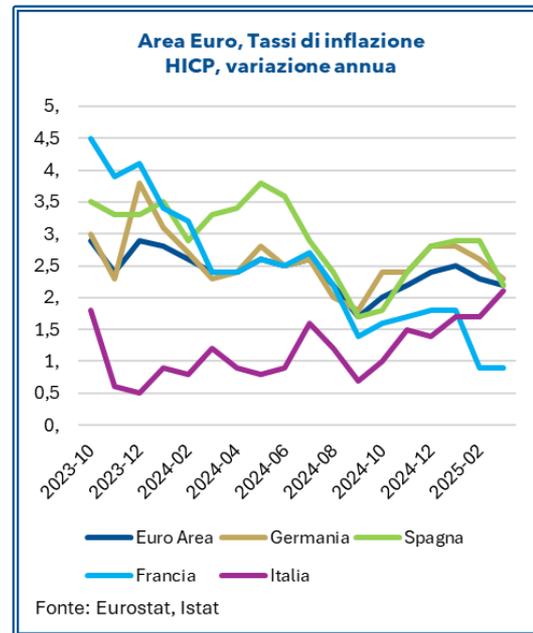


- Il tasso di **crescita su base annua** del pil dell'Area Euro ha toccato un minimo nel Q3 2023, e da allora appare in **lenta ma costante ripresa**.
- L'ultimo dato disponibile, quello del **Q4 2024**, segna un **+1,2%** su base annua.
- Questo dato è la **risultante di andamenti eterogenei**: la crescita francese è andata indebolendosi nel corso del 2024, quella tedesca permane in territorio negativo da ormai sei trimestri consecutivi, mentre la Spagna continua a costituire un outlier, crescendo del 3,4% nel Q4 2024. L'Italia registra invece un tasso di espansione modesto, allo 0,6%, da tre trimestri consecutivi.
- Secondo le più recenti **stime della Bce**, la crescita dell'Area dovrebbe attestarsi allo **0,9% nel 2025**.
- **Due fattori** potrebbero tuttavia modificare profondamente l'outlook di crescita: in positivo, gli annunciati **stimoli fiscali in Germania**; in negativo, l'impatto dei **dazi statunitensi**.

Scenario internazionale

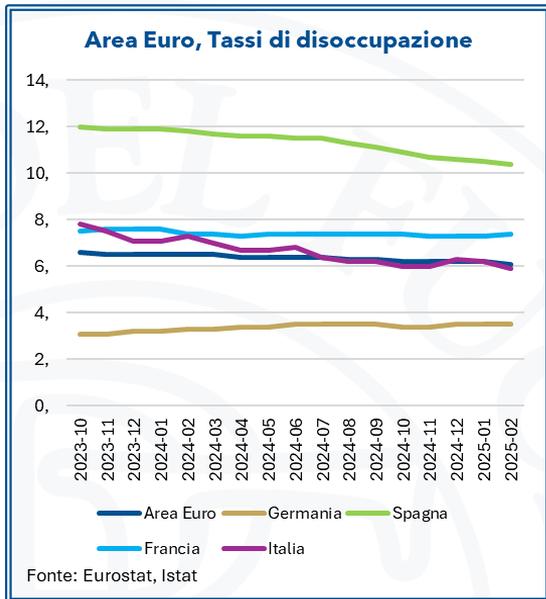
Area Euro 2/4

- Per quanto riguarda i tassi di **inflazione**, i primi tre mesi del 2025 appaiono caratterizzati – per tutte le maggiori economie dell’Area **ad esclusione dell’Italia** – da un **trend discendente**, contrariamente a quanto si era visto negli ultimi mesi del 2024, quando l’inflazione nell’Area sembrava riprendere quota.
- La crescita dei prezzi su base annua è ancora superiore al 2% per **l’Area Euro (2,2% a marzo)** e per le economie della Spagna (2,2%) e della Germania (2,3%), mentre in Francia l’inflazione sembra ormai essersi stabilizzata su livelli bassi (0,9%).
- Secondo le proiezioni di marzo della Bce l’Inflazione dovrebbe mantenersi **superiore al 2% anche nel 2025**.
- Un eventuale **indebolimento della crescita** nelle economie avanzate dovrebbe comunque **spingere al ribasso i prezzi**, specie dei beni energetici, uno dei fattori principali di resilienza dell’inflazione negli ultimi anni.



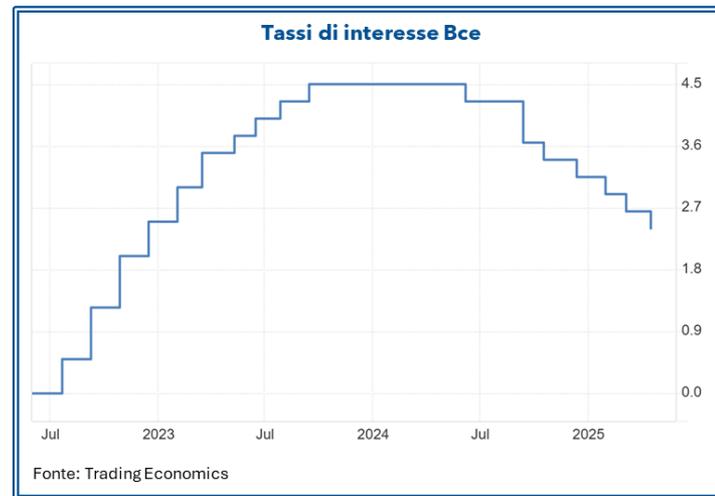
Scenario internazionale

Area Euro 3/4



- Sul fronte dei mercati del lavoro, prosegue il **lento trend decrescente del tasso di disoccupazione dell'Area Euro**, sceso a febbraio 2025 al 6,1%, dopo esser rimasto stabile al 6,2% nei quattro mesi precedenti.
- Anche in questo caso, il dato europeo è **risultato di andamento eterogenei tra i principali Paesi membri**.
- In **Francia**, il tasso di disoccupazione è **stabile attorno al 7,4%** da inizio 2024.
- Mercato del lavoro **stabile** anche in **Germania**, Paese che non vede significativi rialzi del tasso di disoccupazione da giugno 2024.
- Prosegue il **trend ribassista in Spagna**, che rimane comunque su livelli relativamente elevati (sopra il 10%).

- **Il 17 aprile la Bce** ha nuovamente tagliato i tassi di interesse di 25 pb, il **terzo taglio del 2025**.
- Le preoccupazioni legate alle conseguenze sui prezzi del piano tedesco di stimolo all'economia sembrano aver ceduto il passo **ai timori di un significativo rallentamento della crescita dovuto alla politica commerciale statunitense**.
- In base alle più recenti dichiarazioni di Christine Lagarde, l'obiettivo della Bce potrebbe non essere più un tasso «neutrale».
- Visto il **recente indebolimento del dollaro Usa** nei confronti dell'euro, non sembra che il **crescente differenziale dei tassi di interesse tra le due sponde dell'Atlantico** stia portando gli operatori di mercato a riorientarsi verso il mercato statunitense.



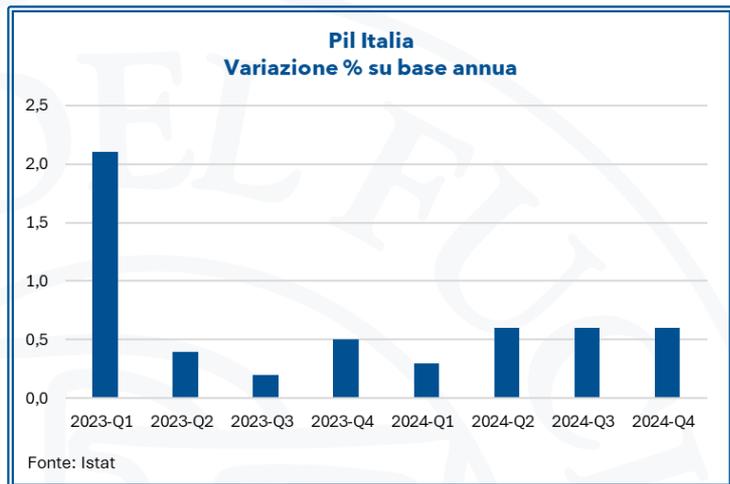
Scenario internazionale

Previsioni

- Le ultime **proiezioni macroeconomiche del FMI**, che tengono conto degli eventi sullo scenario economico internazionale fino al 4 aprile, mettono in conto un **significativo rallentamento della crescita globale** rispetto a quanto previsto nell'edizione di gennaio 2025.
- Queste previsioni possono tuttavia apparire **ottimiste, specie in relazione agli Stati Uniti, la cui crescita, secondo le proiezioni, dovrebbe comunque mantenersi superiore all'1,5%** anche nel biennio 2025-26.
- Considerata l'elevata volatilità che da più di un mese si registra sui mercati mondiali, è **facile che queste previsioni debbano presto essere riviste** in maniera anche sostanziale.

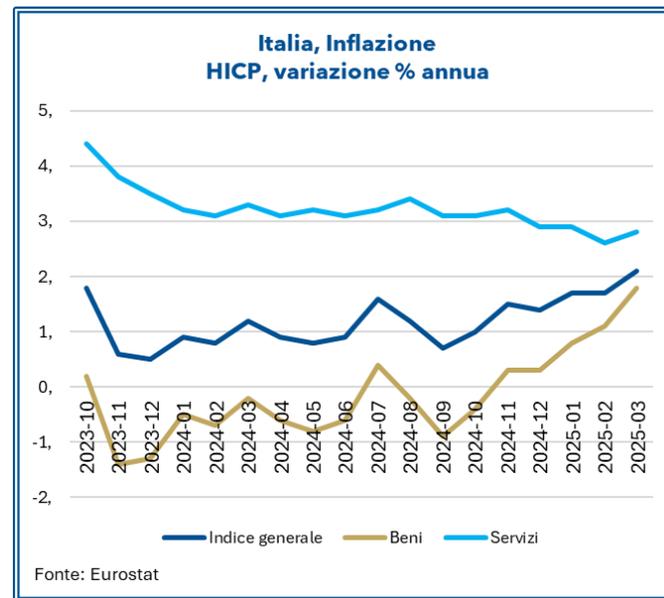
(Real GDP, annual percent change)	PROJECTIONS		
	2024	2025	2026
World Output	3.3	2.8	3.0
Advanced Economies	1.8	1.4	1.5
United States	2.8	1.8	1.7
Euro Area	0.9	0.8	1.2
Germany	-0.2	0.0	0.9
France	1.1	0.6	1.0
Italy	0.7	0.4	0.8
Spain	3.2	2.5	1.8
Japan	0.1	0.6	0.6
United Kingdom	1.1	1.1	1.4
Canada	1.5	1.4	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

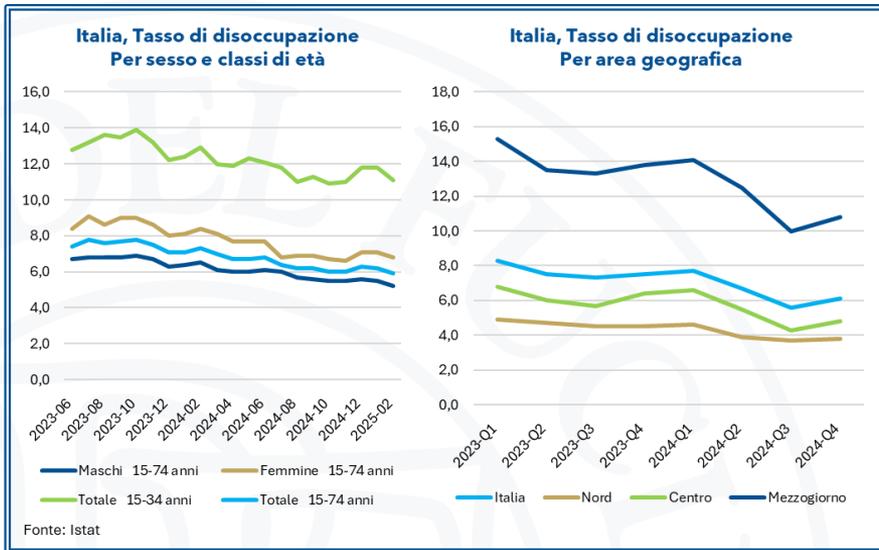
Fonte: IMF, World Economic Outlook, April 2025.



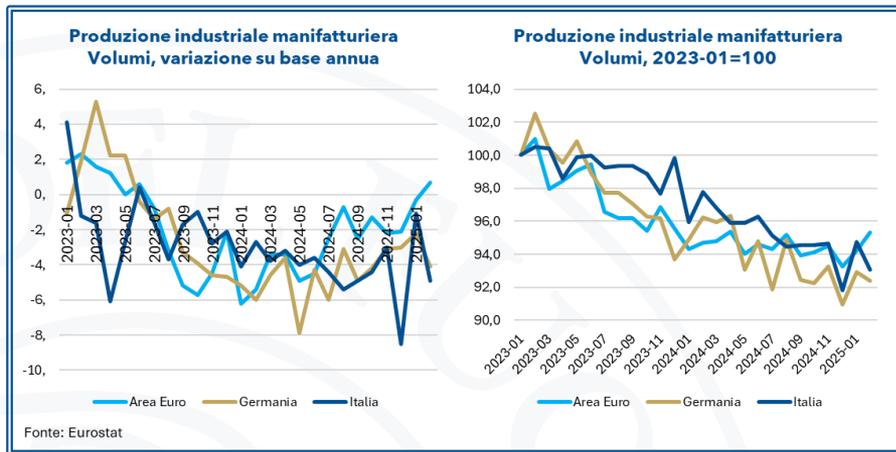
- Rimane modesto il **tasso di espansione** su base annua dell'economia italiana, stabile allo **0,6%** da tre trimestri.
- **A sostenere la crescita dell'economia sono ancora principalmente i consumi privati**, che continuano a beneficiare di un mercato del lavoro più robusto che in passato.
- **Nel Q4 2024 sono tornati a crescere su base congiunturale anche gli investimenti**, sia nella componente delle costruzioni che in quella dei beni strumentali, dopo ben tre trimestri di crescita negativa.
- La crescita stimata da Banca d'Italia per l'intero **2025** è pari allo **0,6%**, sostanzialmente non dissimile dal dato del 2024.

- **A marzo 2025 l'inflazione** al consumo in Italia è tornata **sopra la soglia del 2% (2,1%)** per la **prima volta da fine 2023**.
- **A determinare questo andamento** è stata in particolare **la componente energetica**, con i prezzi di energia e elettricità tornati a crescere su base congiunturale nei mesi di febbraio e marzo dell'anno corrente.
- La componente dei servizi continua a esibire tassi inflazione superiori a quelli relativi alla componente dei beni, ma con un gap in riduzione rispetto al passato.
- **Secondo le stime di aprile di Banca d'Italia l'inflazione** al consumo dovrebbe comunque in media risultare **inferiore al 2% nel complesso del 2025**.





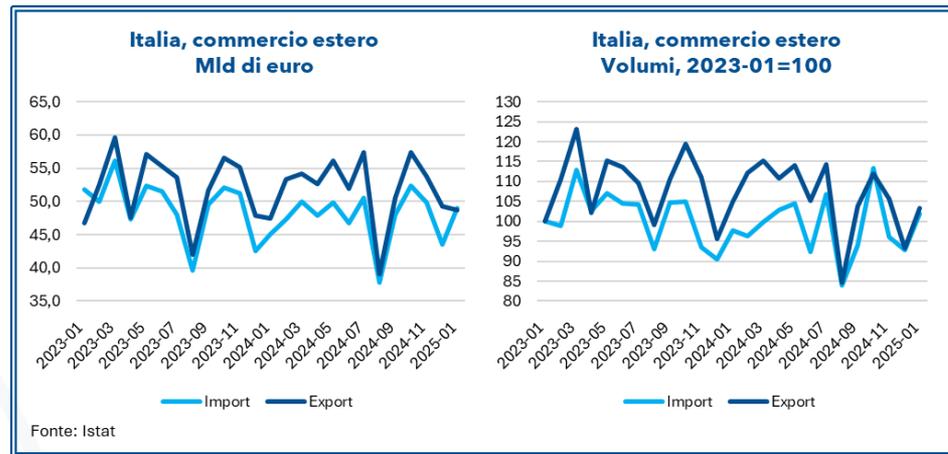
- Il **trend di riduzione del tasso di disoccupazione italiano** non si è ancora interrotto, ma il suo ritmo è notevolmente **rallentato tra la fine del 2024 e i primi due mesi del 2025**.
- Per la componente dei giovani tra i 15 e 34 anni, il tasso di disoccupazione sembra essersi stabilizzato attorno all'11%.
- Sul piano geografico, nel Q4 2024 il tasso di disoccupazione è tornato a salire nel Centro e nel Sud Italia, mentre è rimasto stabile su livelli bassi (poco sotto il 4%) nel Nord.



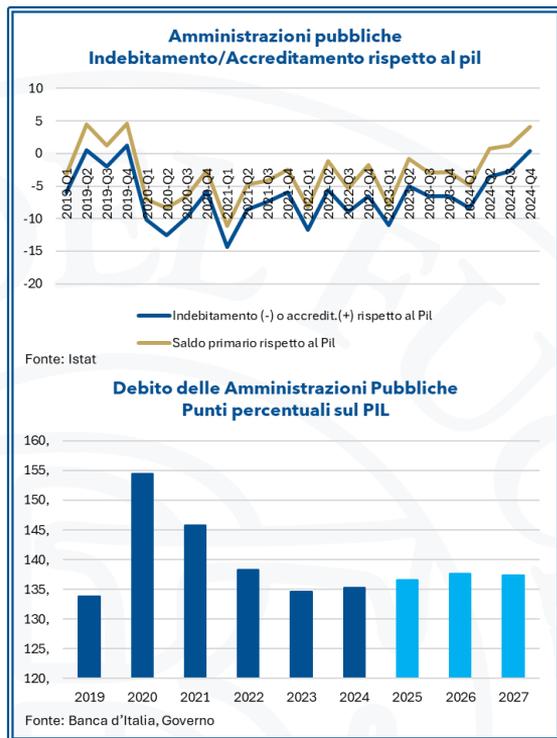
- Ancora dati deludenti sull'andamento della **produzione manifatturiera italiana, in calo del 4,9% su base annua a febbraio 2025.**
- Incoraggiante il fatto che **a febbraio la produzione manifatturiera dell'Area Euro sia tornata in espansione (+0,7%) su base annua, dopo quasi due anni di crescita negativa.**

- Se da un lato gli **stimoli fiscali varati dalla Germania** dovrebbero fornire nuova energia alla manifattura italiana, dall'altro il **probabile rallentamento della crescita globale dovuta ai dazi Usa** non sembra poter consentire alla produzione industriale di riprendersi dai cali degli ultimi anni.

- Nel difficile contesto macroeconomico degli ultimi anni, **la bilancia commerciale italiana ha esibito una tenuta complessivamente buona**, con un andamento laterale tanto nell'export quanto nell'import.
- Si segnala una **leggera dinamica calante per quanto riguarda i volumi**, ma nel complesso nulla di allarmante.



- È però possibile che attualmente **molte imprese** stiano provando a **protegersi dall'impatto dei dazi statunitensi anticipando ordini e acquisti**.
- Se questa ipotesi dovesse essere confermata, gli attuali dati relativamente positivi del commercio estero italiano potrebbero nascondere una situazione più problematica di quanto appaia.

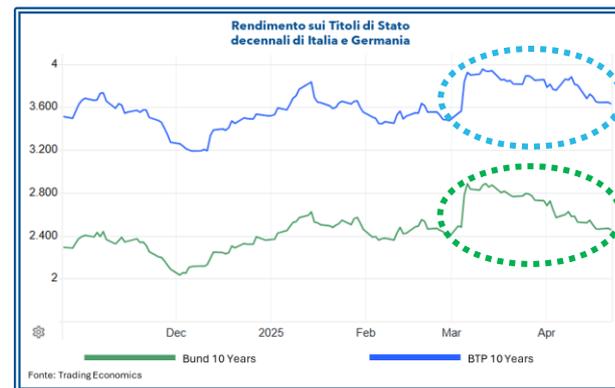


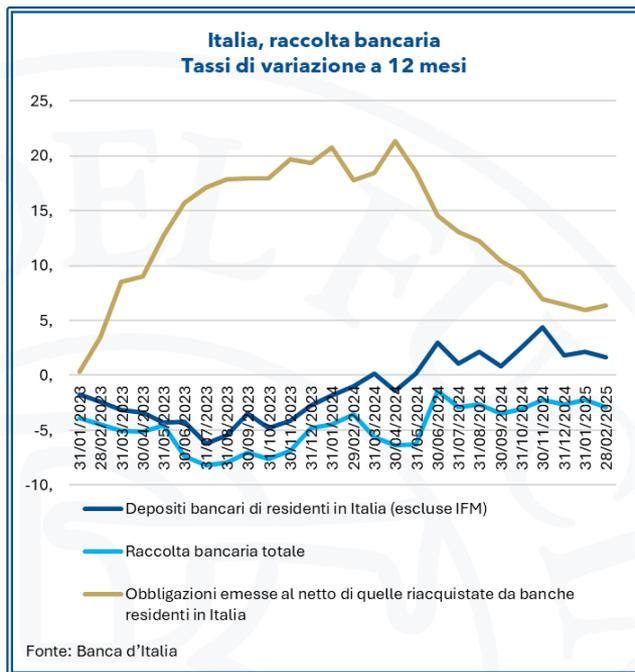
- Sensibili miglioramenti sono invece visibili sul fronte delle **finanze pubbliche, tornate in avanzo nel Q4 2024** dopo essere rimaste in territorio negativo a partire dallo scoppio della pandemia nel Q1 2020.
- Nel Q4 2024 le casse dello Stato hanno registrato un **surplus dello 0,4% del pil**, e un **avanzo primario del 4,1%**, sempre in rapporto al pil nazionale.
- Secondo le ultime previsioni del Governo, **il debito pubblico, attestatosi al 135,3% del pil nel 2024, dovrebbe continuare lievemente a crescere nel 2025-26**, fino a raggiungere il 137,6% del pil, restando pressoché invariato nel 2027 (137,4%).
- Tuttavia, nel caso in cui l'inasprirsi delle tensioni commerciali dovesse tradursi in un significativo indebolimento della crescita italiana, tali stime dovranno essere riviste in negativo.

Italia

Amministrazioni Pubbliche 2/2

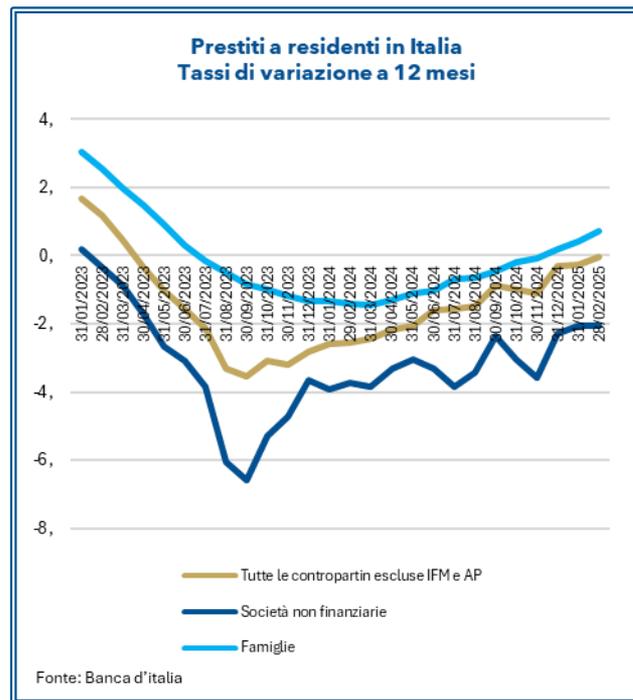
- Lo **spread BTP-Bund**, complessivamente in discesa tra agosto 2024 e i primi mesi del 2025, è **salito di circa 15 pb tra fine marzo e i primi di aprile**, in corrispondenza con l'annuncio della nuova politica commerciale Usa.
- A determinare questo risultato sono stati diversi fattori, in particolare il **calo dei rendimenti sui Bund tedeschi**, premiati dagli investitori come **rifugio** contro l'accresciuto rischio percepito specialmente sui Treasuries Usa.
- **Lo spread BTP-Bund**, dopo esser salito da 105 (21 marzo) a quasi 130 pb (9 aprile), **è in seguito nuovamente disceso, assestandosi a circa 117 pb al 22 aprile**, risultato della discesa dei rendimenti dei BTP nelle due settimane successive all'annuncio della parziale sospensione dei dazi statunitensi (9 aprile).

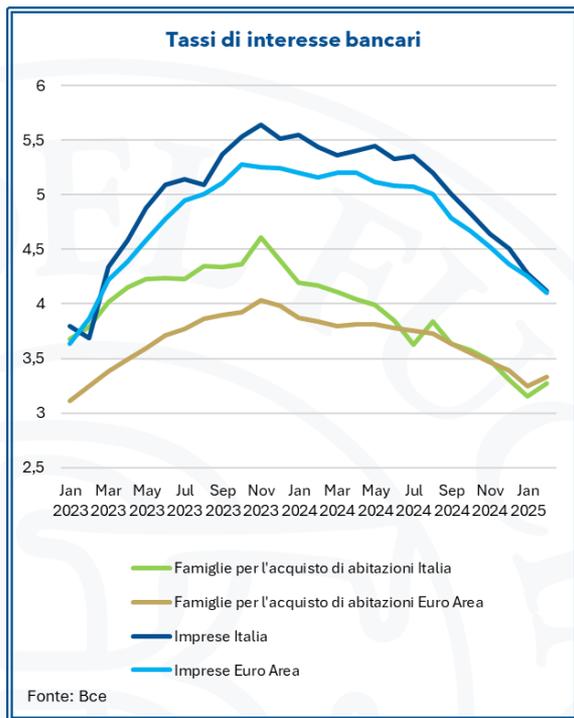




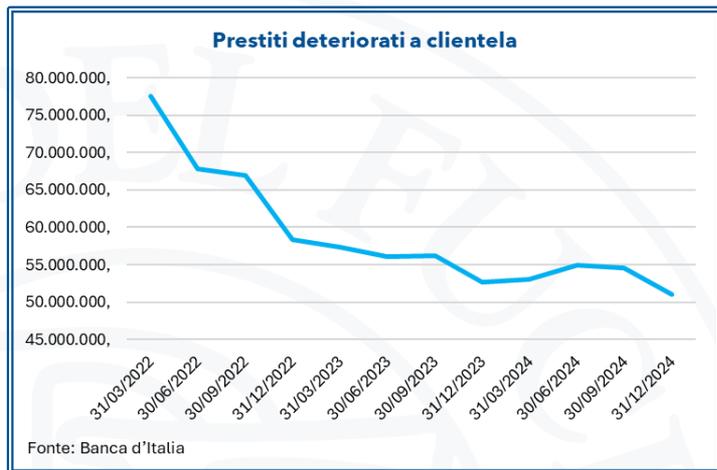
- Rimane **in contrazione la raccolta bancaria totale**, che segna un **-2,88%** su base annua a **febbraio 2025**.
- Appare stabilizzato il trend di **ripresa dei depositi bancari**, in crescita su base annua da dieci mesi consecutivi a febbraio 2025. L'ultimo dato disponibile segna un **+1,67%**.
- Il tasso di crescita della **componente obbligazionaria** della raccolta bancaria appare essersi stabilizzato attorno al **6%**, livello raggiunto negli ultimi mesi del 2024.

- Sul fronte degli impieghi, il tasso di crescita dei **prestiti a tutte le controparti** residenti in Italia è rimasto in territorio negativo anche nei primi mesi del 2025, ma **appare sul punto di tornare a valori positivi**, avendo registrato a febbraio un -0,04%.
- Continuano però a registrarsi **andamenti fortemente eterogenei tra la componente delle famiglie e quella delle imprese**.
- Tra la fine del 2024 e i primi mesi del 2025 si è consolidato il trend di ritorno all'espansione dei **prestiti erogati alle famiglie, cresciuti a febbraio dello 0,72%** su base annua, in lieve miglioramento rispetto ai dati (comunque positivi) di dicembre e gennaio.
- **Nessun segnale di una prossima ripresa**, invece, per quanto riguarda il **credito alle imprese, in contrazione del 2,07%** a febbraio 2025.





- Prosegue il percorso di **riduzione dei tassi di interesse bancari**, a livello italiano così come europeo.
- È da segnalarsi come, nonostante il livello dei tassi sia pressoché identico tra Area Euro e Italia, lo stesso non possa dirsi per l'andamento dei **prestiti**, tornati già da tempo in territorio di **espansione in Europa**.
- **A febbraio 2025**, sia in Italia che nell'Area Euro si è registrato **un lieve rialzo dei tassi bancari sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**. Tuttavia, il fatto che la **Bce** appaia intenzionata a **proseguire nell'allentamento della politica monetaria** induce a pensare che tale rialzo possa essere solo momentaneo.



- **Prosegue** la **riduzione dell'ammontare di prestiti deteriorati** nel sistema bancario italiano.
- Secondo i dati dell'osservatorio sugli NPL di Banca Ifis, aggiornati a febbraio 2025, nel 2024 il **tasso di deterioramento del credito** è rimasto su **livelli storicamente bassi, inferiori all'1,5%**.
- L'osservatorio stima inoltre che il livello di deterioramento **non dovrebbe salire in misura significativa nel 2025**. Si tratta però di previsioni effettuate prima delle decisioni statunitensi sui dazi assunte nel mese di aprile.



Banca del Fucino

1923 | 2023

GRAZIE