

Focus Area Euro

**BCE pronta a proseguire con il graduale taglio dei tassi**

28 gennaio 2025

Un nuovo taglio dei tassi di 25pb è del tutto scontato alla prossima riunione BCE. Anche se ci sono pochi dubbi che l'allentamento proseguirà ancora a ritmo serrato, il consiglio direttivo continuerà ad astenersi dal fornire indicazioni vincolanti sul percorso successivo dei tassi ufficiali.

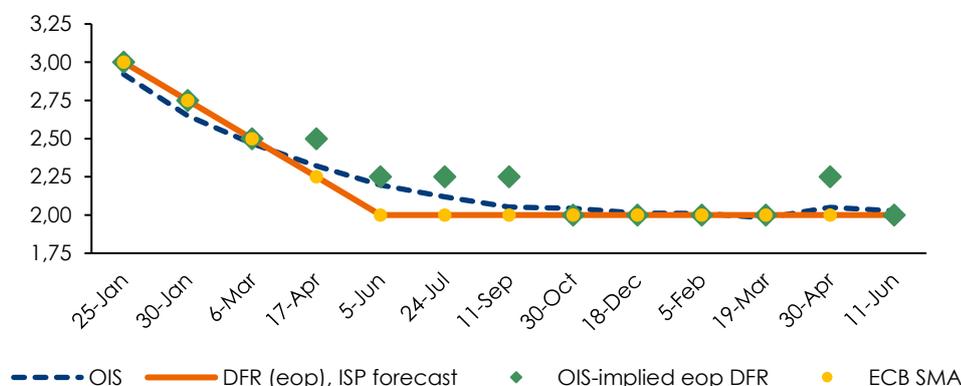
- Mercati e analisti danno per scontato un taglio parallelo di 25pb dei tre tassi ufficiali BCE alla riunione del 30 gennaio. Il tasso sui depositi scenderebbe così a 2,75%.
- Non ci attendiamo modifiche all'indirizzo sui tassi, che resterà generico. Nel consiglio prevale ancora la preferenza per un indirizzo flessibile e condizionato, a causa di un'incertezza dello scenario macroeconomico che è aumentata con l'insediamento di Trump alla presidenza degli Stati Uniti.
- Riteniamo che il Consiglio giudicherà i rischi dello scenario come sbilanciati verso il basso per quanto riguarda la crescita reale ed equilibrati per l'inflazione.
- La nostra valutazione delle prospettive è immutata: riteniamo che la banca centrale taglierà i tassi di 25pb anche nelle successive tre riunioni di politica monetaria (marzo, aprile e giugno), per poi fermarsi a osservare la reazione della domanda aggregata all'allentamento delle condizioni di finanziamento. Gli sviluppi successivi sono molto incerti, dato il rischio di shock esterni e i dubbi sulla risposta dell'economia all'allentamento monetario in un contesto di scarsa prevedibilità dello scenario estero.
- Sul fronte operativo, si è iniziato a vedere un piccolo aumento della domanda di liquidità alle operazioni ordinarie di rifinanziamento, ma il livello stabile ed elevato dell'eccesso di riserve rende poco probabile per ora un aumento sostenuto e significativo.

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

**Prevediamo in totale 100pb di taglio dei tassi ufficiali BCE nel 2025, circa quanto sconta il mercato OIS e in linea con il consenso degli analisti**



Nota: il DFR coerente con gli OIS è calcolato assumendo uno spread DFR-ESTR costante e arrotondando ai 25pb più vicini. Fonte: LSEG Workspace e proiezioni Intesa Sanpaolo - Research

La riunione di politica monetaria del 30 gennaio sarà per molti aspetti interlocutoria. La BCE taglierà i tassi e segnalerà che probabilmente l'allentamento della politica monetaria continuerà nei prossimi mesi, ma senza prendersi impegni vincolanti e sottolineando l'eccessiva incertezza dello scenario.

### **L'annuncio sui tassi: una riduzione parallela di 25pb è certa**

**Le previsioni degli analisti e i tassi impliciti nella curva OIS attribuiscono una probabilità altissima allo scenario che la Banca Centrale Europea tagli di 25pb i suoi tassi ufficiali il 30 gennaio.**

Concordiamo pienamente: il tasso sui depositi calerà a 2,75%; il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) si collocherà a 2,90% e il tasso sul rifinanziamento marginale a 3,15%. Il mercato attribuisce una minima probabilità anche a una mossa di 50pb, che non è attesa da nessun analista nello scenario centrale.

Il motivo di tale aspettativa è che la politica monetaria è ancora restrittiva, in un contesto di bassa crescita della domanda e di inflazione che progredisce con elevata probabilità verso l'obiettivo: perciò, la direzione dei tassi non può che essere verso il basso. I dati resisi disponibili dopo la riunione del 12 dicembre non hanno mostrato significative deviazioni dallo scenario di base dello staff: semmai, la prevalenza di sorprese negative nei dati reali dovrebbe aver aumentato la probabilità di nuovi tagli. L'insediamento di Trump alla presidenza degli Stati Uniti non ha ancora chiarito l'orientamento delle politiche commerciali nei confronti dell'Unione Europea, ma gli indici di incertezza delle politiche economiche sono aumentati bruscamente, gettando un'ombra cupa sulle prospettive degli investimenti fissi.

D'altro canto, non sono neppure emersi motivi per passare da un allentamento graduale di 25pb a riunione a tagli più ampi di 50pb. Il lieve recupero degli indici congiunturali in gennaio potrebbe essere preso come elemento a supporto dello scenario di moderata riaccelerazione della crescita nel corso del 2025.

A conforto delle aspettative di taglio, nessun membro del Consiglio direttivo ha contestato la posizione dei mercati. Quasi tutti, inclusa la presidente Lagarde, hanno ribadito di attendersi che l'inflazione raggiunga l'obiettivo nel corso del 2025. Qualcuno è tornato a menzionare il livello del 2% per il tasso sui depositi; altri (Knot, Vujčić), si sono detti tranquilli riguardo alle aspettative dei mercati sui tassi o hanno confermato che non vedono ostacoli a una nuova diminuzione.

### **La forward guidance resterà soft**

Un tema che vede la BCE oggetto di polemiche è la ritrosia del Consiglio direttivo a indicare esplicitamente che intende tagliare i tassi piuttosto rapidamente, precisando altresì il probabile obiettivo del processo. Fino a oggi, il Consiglio direttivo ha preferito evitare di impegnarsi a muovere i tassi secondo un percorso predeterminato, trincerandosi dietro l'eccessiva incertezza dello scenario. Così, a dicembre si affermava che **il Consiglio "seguirà un approccio guidato dai dati in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione", "senza vincolarsi a un particolare percorso dei tassi"**. A questo punto, pare un po' tardi per cambiare approccio: riteniamo che tale indicazione sarà confermata.

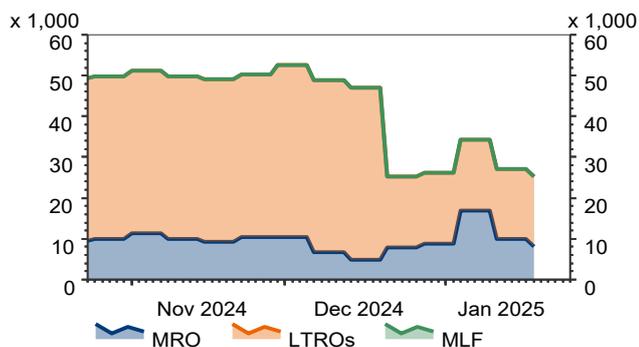
In una fase, tale ritrosia rifletteva probabilmente la convivenza tra visioni molto diverse riguardo alla direzione dell'economia e alla valutazione dei rischi; in un'altra fase, la preoccupazione per i rischi reputazionali che sarebbero potuti derivare dall'annuncio di un sentiero di riduzione nel caso di sviluppi inattesi. Riteniamo che la reputazione della BCE non abbia tratto beneficio dall'abdicare a svolgere apertamente un ruolo guida, ma è ugualmente vero che la strategia attuale non ha causato danni in termini di eccessiva volatilità delle aspettative. La strada è stata finora quella di influenzare i mercati più indirettamente attraverso le proiezioni dello staff, che assumono come base lo scenario di tassi scontato dai mercati prima della riunione di politica monetaria: la coerenza tra le proiezioni di inflazione così prodotte e l'obiettivo di stabilità dei

prezzi offre una valutazione di conformità su quanto i mercati scontano, sebbene non impegnativa per il Consiglio direttivo (anche perché le previsioni sono dello staff, non del Consiglio). L'altro elemento dell'indirizzo soft è assicurarsi che i mercati comprendano la funzione di reazione della banca centrale, in modo che eventuali sorprese nel flusso dei dati siano tempestivamente e correttamente catturate nei prezzi. In pratica, la valutazione dei mercati riguardo al punto terminale della fase di riduzione è oscillata tra 1,50% e 2,00%, cioè entro ambiti per nulla anomali considerando l'incertezza dello scenario. Inoltre, il fatto che i mercati reagiscano a dati negativi abbassando i tassi a termine e viceversa in caso di dati positivi, non è affatto di nocimento alla condotta della politica monetaria, se è coerente con la funzione di reazione della BCE.

### La domanda alle operazioni di rifinanziamento rimane modesta

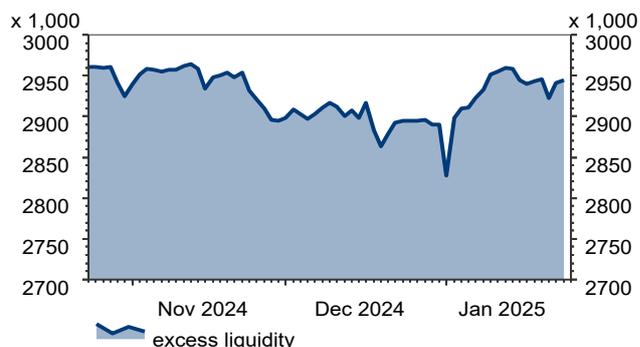
Dopo il rimborso dell'ultima tranche TLTRO III, si è osservato un temporaneo aumento della domanda alla MRO, rimbalzata fino a sfiorare i 20 miliardi all'inizio di gennaio. Tuttavia, già alla successiva asta i volumi sono tornati sotto i 10 miliardi. Sul fronte LTRO, l'estinzione del programma TLTRO ha fatto calare i volumi di rifinanziamento a lungo termine a circa 17 miliardi di euro. Nel complesso, non si osserva ancora un significativo aumento della domanda di fondi da parte del sistema bancario. D'altronde, l'eccesso di liquidità, dopo aver toccato un minimo in occasione del primo giorno del 2025 a 2827 miliardi di euro, poi è rimbalzato fino a tornare ai livelli di novembre. Le giacenze parcheggiate in depositi presso BCE sono ancora pari a 2962 miliardi, cioè circa quanto registrato a novembre 2024. A fine 2025, potrebbero essere calate a 2400-2500 miliardi. La riduzione dell'eccesso di liquidità, per quanto partita da livelli molto elevati, sembra esercitare un modestissimo effetto sullo spread ESTR-DFR, che è passato da -9 a -8pb circa nel corso dello scorso anno. Sulla base delle dinamiche attese dell'eccesso di liquidità, potrebbe verificarsi un'ulteriore contrazione di 1 o 2 punti base nel 2025, ma il differenziale resterebbe negativo. In queste condizioni, l'introduzione della LTRO strutturale e del portafoglio strutturale di liquidità non dovrebbe essere questione da discutere nei prossimi mesi.

#### Il rifinanziamento ordinario non supera i 30 miliardi di euro, dopo il rimborso delle TLTRO



Fonte: BCE via LSEG Datastream

#### Eccesso di liquidità del sistema bancario tra ottobre 2024 e gennaio 2025



Nota: l'eccesso di liquidità è calcolato come saldo sui conti correnti presso l'Eurosistema + ricorso alla deposit facility - riserva obbligatoria. Dati in milioni di euro. Fonte: BCE via LSEG Datastream

Su altri fronti, non vi sono motivi per attendersi revisioni al piano di riduzione dei portafogli APP/PEPP mediante il mancato reinvestimento delle scadenze. Ricordiamo che da questo mese anche le scadenze PEPP non sono più reinvestite per nulla.

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com