

Focus Area Euro

## Il caos trumpiano renderà la politica monetaria BCE ancora più adattiva

27 febbraio 2025

Incertezza in netto aumento, uno stillicidio di misure protezionistiche e tensioni sul prezzo del gas riducono la visibilità sulla politica monetaria. La BCE attuerà a marzo un nuovo taglio di 25pb, confermando l'approccio riunione per riunione. A nostro giudizio, aumenta la probabilità che si riveli opportuno proseguire l'allentamento oltre giugno. Allo stesso tempo, è anche evidente che le resistenze interne ai tagli stanno aumentando e che una pausa ad aprile o giugno non può essere esclusa.

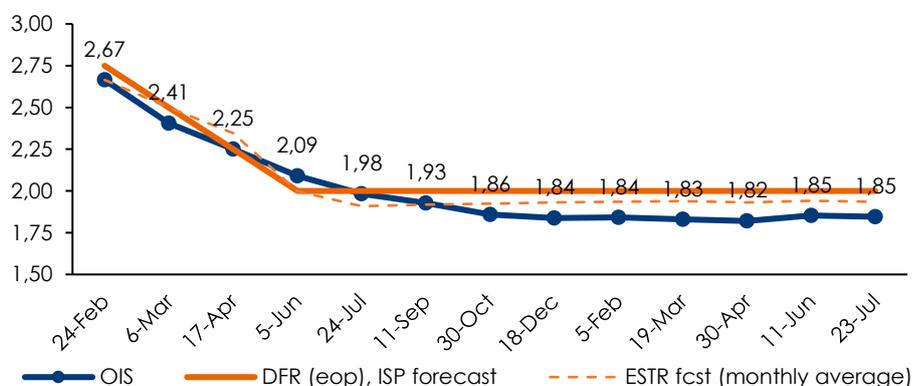
Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

- Lo scorso gennaio, la Banca Centrale Europea ha tagliato i tassi ufficiali di 25 punti base, confermando l'approccio riunione per riunione basato sui dati. Anche se non è stato fornito un indirizzo quantitativo sull'andamento futuro dei tassi, la direzione della politica monetaria è chiara. Netta è anche la preferenza per un adeguamento "graduale".
- Nel mese trascorso, il flusso dei dati economici ha offerto timidi segnali di miglioramento. Di contro, però, l'avvio della presidenza Trump è stato caotico e dirimpente. Sebbene l'UE non sia stata ancora bersaglio di misure protezionistiche, l'attesa è che lo sarà presto e le misure di incertezza sono salite bruscamente. Sul fronte dei prezzi, il rincaro del gas naturale ha peggiorato l'andamento dell'inflazione ma accentuato le difficoltà dell'industria. Nel complesso, riteniamo che lo staff BCE limiterà le proiezioni di crescita del PIL, mentre le proiezioni di inflazione potrebbero aumentare leggermente. Infine, nel complesso la riduzione dei tassi ufficiali si accompagna ad un allentamento delle condizioni finanziarie generali.
- Tirando le somme dei vari fattori, il 6 marzo il consiglio direttivo dovrebbe annunciare un altro taglio di 25 punti base dei tassi ufficiali, che abbasserà il tasso sui depositi al 2,50%. Non essendosi ancora minimamente dissolta l'incertezza sullo scenario previsionale, la BCE confermerà l'approccio basato sui dati e riunione per riunione, senza escludere la possibilità di nuovi tagli nei prossimi mesi ma neppure incoraggiando le aspettative in tal senso.
- Al momento, prevediamo che la riduzione dei tassi ufficiali si fermi al 2%. Tuttavia, l'orientamento aggressivo dell'amministrazione americana in tema di commercio estero, se porterà a un incremento non marginale dei dazi o a un periodo protratto di incertezza, potrebbe rendere opportuno un allentamento più marcato della politica monetaria nel secondo semestre. Riteniamo, infatti, che le ripercussioni negative sulla domanda finale prevalgano ampiamente su qualsiasi rischio inflattivo.

### Proiezioni e tassi impliciti negli OIS: i mercati considerano la possibilità di una pausa ad aprile o giugno



Fonte: LSEG Datastream

### Per ora, l'orientamento a tagliare ancora i tassi è ben radicato...

Dopo la riduzione annunciata il 30 gennaio, **probabilmente il consiglio direttivo della Banca Centrale Europea comunicherà un taglio di 25 punti base anche il prossimo 6 marzo**. Il tasso sui depositi dovrebbe calare al 2,50%, un livello ormai al confine della fascia di neutralità. I mercati attribuiscono una probabilità del 100% a tale eventualità, che rappresenta lo scenario centrale pure per tutti gli analisti, noi inclusi. D'altronde, la BCE non ha fatto nulla per scoraggiare le aspettative di breve termine: nelle ultime settimane, **nessun membro del consiglio direttivo ha manifestato netta contrarietà allo scenario di un nuovo taglio. Indicazioni a favore di maggiore cautela** riguardo all'ultima fase dell'allentamento monetario sono venute da Schnabel, Wunsch, dal solito Holzmann e, con meno vigore, da Makhoul e Vujčić, ma non riguardano la decisione di marzo. Altri, come Centeno, Cipollone e Panetta sembrano ancora favorevoli a una discesa dei tassi rapida. D'altronde, sebbene la BCE non fornisca una forward guidance precisa, la direzione della politica monetaria è chiaramente definita dal fatto che nello scenario centrale dello staff, che pure vede una crescita reale un po' più forte del consenso, una discesa dei tassi a breve termine al 2% o poco meno è coerente con il conseguimento dell'obiettivo di inflazione. Se tale scenario è ancora ritenuto credibile, il consiglio dovrebbe continuare a ridurre i tassi a 2,25-1,75% soltanto per evitare un calo eccessivo dell'inflazione.

### ...ma il caos trumpiano e le tensioni sul gas riducono la visibilità della politica monetaria

I dati delle scorse settimane non dovrebbero avere incrinato in modo irreparabile la fiducia del consiglio direttivo riguardo al conseguimento dell'obiettivo di inflazione, ma potrebbero suggerire un approccio più cauto. Sul fronte delle notizie negative, l'andamento del prezzo del **gas naturale** è superiore alle ipotesi tecniche di dicembre: il divario va dal 5% del primo trimestre al 10-12% per il resto del 2025. Anche i prezzi del petrolio sono stati di poco superiori alle ipotesi tecniche, ma il divario rispetto alle ipotesi tecniche si azzerava dalla seconda metà del 2025. Per il resto, le dinamiche sono state abbastanza in linea con le proiezioni di dicembre dello staff. Le nostre previsioni sono comunque state riviste al rialzo rispetto a dicembre: da 2,1% a 2,4% l'inflazione core e da 1,9% a 2,2% l'inflazione generale.

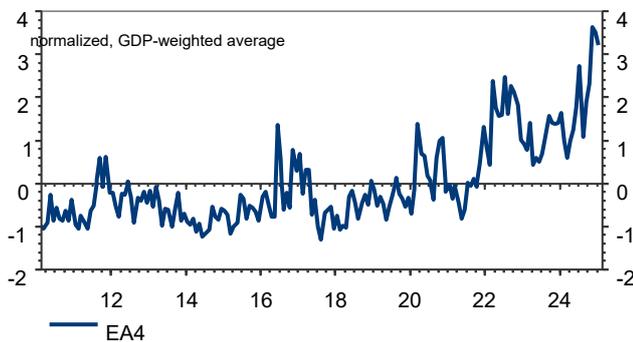
Per quanto concerne l'**economia reale**, le indagini di fiducia hanno mostrato i primi possibili segnali di inversione, ma in un contesto ancora debole, incoerente con un'accelerazione imminente della domanda finale. A marzo, come già a fine gennaio, pensiamo che il consiglio ribadirà sia che restano le condizioni per la ripresa della crescita, sia che i rischi sono sbilanciati verso il basso.

**Il vero elemento di novità è costituito dal turbolento insediamento del presidente americano Trump**. A tutt'oggi, l'Unione Europea è stata colpita solo marginalmente dalle misure protezionistiche annunciate nell'ultimo mese: in effetti, per ora soltanto i dazi del 25% sull'import di acciaio e alluminio che entreranno in vigore il 12 marzo colpiranno direttamente l'export europeo. Tuttavia, nel [Memorandum on Reciprocal Trade and Tariffs](#) del 13 febbraio, Trump ha preannunciato incrementi dei dazi per pareggiare il complesso di misure restrittive dei partner commerciali degli Stati Uniti (inclusa l'imposta sul valore aggiunto) e il Memorandum del 20 gennaio "[America First Trade Policy](#)" individua indirettamente l'UE come possibile bersaglio di misure protezionistiche a partire dal mese di aprile, dopo la conclusione di uno specifico lavoro di ricognizione. Inoltre, l'annuncio dell'1 febbraio in merito a dazi sulle importazioni da Canada e Messico e successive dichiarazioni sulla possibile introduzione di dazi sulle importazioni di autoveicoli, microchip e prodotti farmaceutici ha rimarcato l'imprevedibilità e l'erraticità del nuovo esecutivo statunitense.

**Lo staff BCE ha dovuto formulare le sue proiezioni di marzo senza disporre di riferimenti affidabili riguardo alle politiche commerciali americane**. Il rischio di un approccio alla previsione basato sulla continuità delle politiche correnti è che i numeri risultanti rappresentino una sorta di *best*

case, piuttosto che lo scenario più probabile. Secondo le stime di banche centrali e FMI, un dazio uniforme del 10% ridurrebbe la crescita dell'area euro di circa mezzo punto sull'orizzonte di due-tre anni. Tuttavia, l'assetto effettivo delle politiche commerciali americane potrebbe essere meno lineare di quello abitualmente ipotizzato nelle simulazioni. In alternativa, lo staff potrebbe decidere di apportare dei correttivi prudenziali sulla base dell'andamento degli indici di incertezza, che sono saliti vertiginosamente negli ultimi mesi. L'indice di incertezza della politica economica medio ponderato per le maggiori quattro economie dell'area è ora due deviazioni standard sopra la media storica: un gap che, se mantenuto, giustificerebbe da solo una limatura di almeno due decimi delle proiezioni di crescita.

### L'incertezza sulle politiche economiche nella zona euro è a livelli record



Nota: deviazioni standard dalla media. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EPU

### La persistenza dell'inflazione nei servizi al 4% rischia di erodere il consenso a favore di nuovi tagli dei tassi



Fonte: Eurostat e S&P Global via LSEG Datastream

Le implicazioni per la politica monetaria di un contesto di elevata e crescente incertezza sono molteplici:

- giustifica il mantenimento di un approccio riunione per riunione e basato su una valutazione articolata e ampia dei dati;
- diventa improponibile fornire un indirizzo chiaro sui tassi (a maggior ragione ora che questi cominciano a sfiorare l'area ipotetica di neutralità);
- gli interventi saranno gradualisti, in modo da limitare i danni in caso di sviluppi inattesi.

In altre parole, l'impostazione attuale dovrebbe essere confermata quasi per intero. Ma si può dire che la politica monetaria sia ancora restrittiva?

### Nei prossimi mesi, l'aumento dell'incertezza e delle misure protezionistiche potrebbe richiedere una politica monetaria espansiva

**In gennaio, la politica monetaria era definita ancora "restrittiva". Con la riduzione del tasso sui depositi al 2,50%, il consiglio direttivo potrebbe valutare se sia ancora il caso di mantenere tale giudizio.** Nella sua intervista del 19 febbraio, Isabel Schnabel ha detto che la questione dovrà essere discussa alla riunione di marzo.

Non si tratta di un problema meramente terminologico: chi ritiene che la politica monetaria non sia più restrittiva già al 2,50% potrebbe ritenere opportuno sospendere i tagli dei tassi, in attesa di osservare gli effetti della trasmissione all'economia reale e l'evolversi dei fattori di rischio. Una pausa appare molto improbabile in marzo, ma già le probabilità implicite di taglio alla riunione di aprile mostrano che **i mercati considerano ormai plausibile lo scenario che un terzo taglio di 25 punti base non disponga del necessario sostegno il 16-17 aprile o al successivo appuntamento di giugno.** Una cautela giustificata dalle dichiarazioni di Schnabel, secondo cui "siamo più vicini al punto dove potremmo dover sospendere o interrompere i tagli dei tassi", perché ora la

direzione di marcia non è più scontata. Già il [resoconto della riunione del 29-30 gennaio](#) evidenziava divisioni tra chi riteneva i rischi alla previsione di inflazione sbilanciati verso l'alto e chi, al contrario, vedeva rischi al ribasso a causa della probabile futura riduzione delle stime di crescita. Inoltre, aveva attirato attenzione anche l'aumento delle aspettative di inflazione. Riguardo ai tassi, nel resoconto si legge che "con una ulteriore riduzione dei tassi a questa riunione [quella del 29-30/1, N.d.A.] i tassi sarebbero plausibilmente più vicini all'area di neutralità". **Il rischio di una pausa potrebbe farsi più concreto nel caso in cui in febbraio e marzo non si manifesti la prevista decelerazione dell'inflazione nei servizi.** Nelle proiezioni dello staff BCE, l'inflazione calcolata sull'indice senza alimentari ed energia dovrebbe calare al 2,3% a/a nel secondo trimestre.

Malgrado il rischio che il percorso sia meno rapido del previsto, tuttavia, a nostro parere **ci sono almeno due ragioni che giustificano l'attribuzione di una probabilità positiva all'adozione di una politica monetaria espansiva nel secondo semestre**, tagliando i tassi sotto quel 2% che rappresenta oggi il nostro scenario centrale:

- gli spillover dell'aumento dei tassi a medio e lungo termine sui mercati americani e l'effetto della riduzione dei portafogli APP/PEPP; la BCE ha stimato che il programma di acquisti abbia compresso il premio medio per il rischio sui titoli di Stato europei fino a 175pb nel 2021 e che nel frattempo l'effetto si sia ridotto a 75pb; un'ulteriore normalizzazione di 30-40 punti base dovrebbe avvenire entro il 2029. In aggiunta, il drenaggio dell'eccesso di liquidità potrebbe avere effetti sulle condizioni del credito, se le banche si dimostrassero ancora riluttanti a raccogliere liquidità via MRO e LTRO a causa di rischi reputazionali o difficoltà tecniche.
- L'elevata probabilità che si manifestino nei prossimi mesi rischi al ribasso per lo scenario economico europeo legate a persistente incertezza sulle politiche commerciali e sul contesto geopolitico.

Tuttavia, difficilmente queste considerazioni troveranno spazio nella conferenza stampa del 6 marzo, quando potrebbero prevalere toni più cauti, legati all'aumento dei rischi al rialzo per il profilo dell'inflazione.

## 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 Protetico 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