

Focus Area Euro

BCE: certo un nuovo taglio dei tassi ufficiali di 25pb

28 maggio 2025

C'è consenso unanime tra economisti e mercati sull'esito della prossima riunione BCE: arriverà un taglio di 25 punti base dei tassi, che porterà il tasso sui depositi al 2%. Il deterioramento del quadro congiunturale e il calo dell'inflazione ci fanno ora ritenere più probabile che l'allentamento prosegua a settembre con un altro taglio, dopo una possibile pausa a luglio.

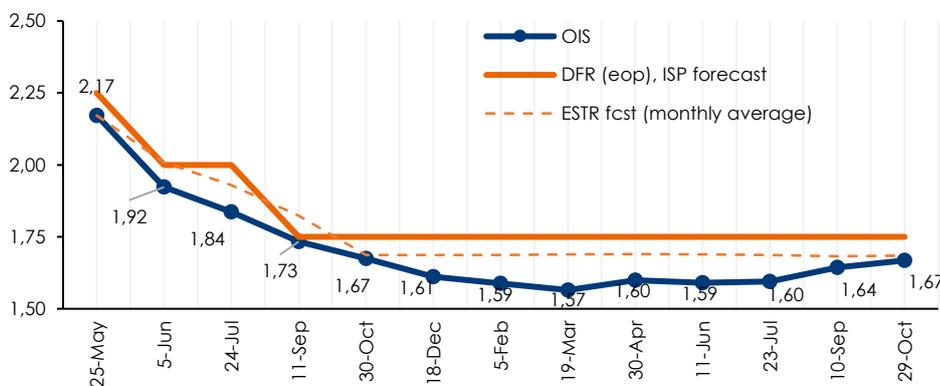
Research Department

- Riteniamo pressoché certo che il 5 giugno la Banca Centrale Europea annunci un **taglio parallelo dei tassi ufficiali di 25 punti base**. Il tasso sui depositi scenderà così al 2,0%.
- La *forward guidance* sui tassi non cambierà: ancora una volta **la BCE non si impegnerà a un percorso predeterminato**, segnalando che nuovi aggiustamenti della politica monetaria sono possibili e che potranno essere decisi nei prossimi mesi in base all'andamento dei dati.
- Tuttavia, in conferenza stampa la presidente Lagarde potrebbe avvisare che **la fase di allentamento entrerà in pausa nel corso dell'estate**, per esempio, sottolineando la necessità di attendere più dati (nonché gli sviluppi dei negoziati commerciali) prima di valutare nuove mosse.
- A seguito del peggioramento delle prospettive congiunturali e del calo più rapido dell'inflazione, **riteniamo ora probabile un ulteriore taglio dei tassi di 25 punti base a settembre**.
- Le previsioni dello staff incorporeranno esplicitamente i dazi americani annunciati ad aprile e il peggioramento delle indagini congiunturali nei servizi. Ci attendiamo perciò una **revisione al ribasso delle proiezioni di crescita trimestrale per il resto del 2025**. Anche le previsioni di inflazione saranno limiate, ma non quelle di inflazione core.
- **Nessun cambiamento è previsto per la riduzione dei portafogli di politica monetaria**: il drenaggio dell'eccesso di riserve sta procedendo senza generare significativi segnali di stress.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Ora riteniamo probabile un ulteriore taglio dei tassi BCE dopo quello di giugno, ma dopo una pausa



Nota: tassi a termine del 28 maggio 2025, per *effective date* della decisione; la proiezione per €STR è la media del mese di calendario che include la data di applicazione della decisione sui tassi.

Fonte: LSEG, proiezioni Intesa Sanpaolo – Research

Ci attendiamo dalla BCE un nuovo taglio parallelo dei tassi di 25 punti base

Un taglio di 25 punti base alla riunione di politica monetaria del 5 giugno si può considerare pressoché certo. In effetti, tutti e tre i fattori della funzione di reazione si sono mossi in direzione favorevole a tale opzione:

- **L'andamento dell'inflazione sottostante è ulteriormente migliorato.** In aprile, l'indice destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario dei prezzi dei servizi ha quasi dimezzato la crescita mensile a 0,7% m/m.
- **L'andamento dei prezzi di petrolio e gas e il marcato rafforzamento dell'euro sui mercati valutari riducono i livelli attesi dell'inflazione nei prossimi mesi.** Inoltre, **la crescita dei salari dovrebbe rallentare a meno del 3% nel 2026**, secondo le nostre stime (e anche secondo quelle di marzo dello staff BCE, che dovrebbero essere confermate). Si aggiunga che l'evoluzione delle politiche commerciali americane è peggiorativa rispetto alle ipotesi tecniche della BCE e che i dati congiunturali recenti hanno mostrato un indebolimento nei servizi che potrebbe preludere a un andamento pressoché stagnante dell'economia europea nei trimestri centrali del 2025. Di contro, i rischi inflattivi di medio termine legati all'espansione della spesa pubblica in infrastrutture e difesa restano del tutto ipotetici.
- **L'allentamento della politica monetaria continua a trasmettersi alle condizioni di finanziamento, ma con minore intensità:** a parte il rafforzamento del cambio, i tassi di finanziamento a lungo termine sono risaliti dai minimi di gennaio, mentre le banche segnalano un modesto irrigidimento degli standard creditizi motivato da maggiori preoccupazioni per i rischi. Tuttavia, le indagini presso le imprese mostrano ancora che la scarsa dinamica del credito è dovuta più alla domanda che al razionamento dell'offerta¹.

Non vediamo motivi per modificare l'ampiezza del corridoio dei tassi, in particolare per riallargare il differenziale refi-depo: perciò, il taglio dei tassi sarà parallelo. Tasso sui depositi, tasso MRO e tasso di rifinanziamento marginale scenderanno perciò rispettivamente a 2,0%, 2,15% e 2,40%.

La nostra previsione si confronta con una probabilità implicita di taglio di 25pb del 98% in base al mercato OIS ed è condivisa dalla quasi totalità degli analisti. Inoltre, se vi fosse una significativa opposizione interna a un nuovo taglio dei tassi, si sarebbero probabilmente ascoltate dichiarazioni tese a correggere le aspettative del mercato.

Le previsioni interne BCE saranno nuovamente riviste al ribasso

Grazie all'andamento migliore delle attese registrato nel primo trimestre, **lo staff della BCE potrebbe confermare la proiezione di crescita del PIL nel 2025 anche fattorizzando l'impatto dei dazi americani**, non ancora considerato esplicitamente a marzo (allora, lo staff aveva incluso soltanto gli effetti dei dazi annunciati contro la Cina e dell'aumento dell'incertezza, poiché le ipotesi tecniche erano state congelate al 6 febbraio). Una revisione al ribasso di un decimo di tutto il profilo seguente, infatti, garantirebbe ancora una media annua di 1,0%, ma è probabile che nell'occasione lo staff adotti ipotesi relativamente caute sulle politiche commerciali. In teoria, infatti, la BCE dovrebbe incorporare uno scenario di dazi contro l'UE al 10% fino a giugno ma al 20% successivamente, in quanto non vi sono certezze che possa essere raggiunto un accordo prima di tale data. In questo caso, la stima 2025 potrebbe restare invariata o calare marginalmente, mentre quella 2026 dovrebbe essere rivista al ribasso.

Per quanto riguarda l'inflazione, ci attendiamo una revisione al ribasso della stima media annua 2025 di due decimi, grazie sia al livello più basso dei prezzi dell'energia sia all'euro più forte rispetto alle ipotesi tecniche dello staff. Ciò malgrado è possibile una revisione *al rialzo* dell'inflazione core, che ci aspettiamo oscilli intorno al 2,5% nei prossimi mesi e che, quindi, si

¹ L'ultima SAFE ha evidenziato un giudizio sulle necessità di credito più negativo rispetto a quello sulla disponibilità per il complesso delle imprese. Per le PMI, i due indici erano però molto vicini.

collochi in media al 2,5% quest'anno. Le proiezioni di medio termine di inflazione totale dovrebbero restare a 1,9-2,0%, grazie alla revisione al ribasso di crescita reale e prezzi energetici e di un cambio più forte. Inoltre, l'eventualità che le imprese cinesi dirottino sul mercato europeo la produzione che non può più raggiungere gli Stati Uniti potrebbe contribuire a frenare i prezzi delle merci in alcuni comparti, fattore che potrebbe essere considerato almeno un rischio al ribasso per l'inflazione. Secondo l'analisi che la stessa BCE ha pubblicato nell'*Economic Bulletin* di marzo sulla base dell'esperienza del 2018, la similarità della composizione dell'export cinese rivolto a Stati Uniti e Unione Europea potrebbe condurre a una maggiore penetrazione del mercato europeo a fronte di una chiusura di quello americano².

L'asticella per nuovi tagli si sta alzando?

Che cosa accadrà dopo giugno? **I mercati assegnano una probabilità superiore al 70% allo scenario di un nuovo taglio dei tassi di 25 punti base a settembre**, mentre attribuiscono una **probabilità positiva ma inferiore al 50% allo scenario che il tasso sui depositi cali fino a 1,50% nei mesi successivi**. In seguito, la curva dei tassi impliciti risale, indicando che **circolano caute aspettative di inversione del ciclo di politica monetaria nel 2027**.

Ovviamente, **la BCE non fornirà indicazioni precise sull'andamento dei tassi ufficiali: l'incertezza resta eccessiva**. Per valutare se l'attesa di altri 25pb di taglio sia ragionevole, bisogna considerare il posizionamento rispetto alle stime di neutralità dei tassi, le valutazioni dello staff sull'evoluzione probabile dell'economia nello scenario di tassi di interesse che si muovono come i *forward* e la gamma di opinioni espressa dai membri del Consiglio Direttivo:

- **La BCE ha più volte sottolineato che non ritiene operativamente utile il concetto di tasso naturale di interesse**, pur considerandolo nel set informativo che alimenta la discussione di politica monetaria. Tuttavia, con i tassi nominali al 2% (cioè con tassi reali a breve termine in linea con la stima mediana pubblicata nel Bollettino 2024/1, se si usa il target di inflazione) **è plausibile che una parte del Consiglio si opponga a nuovi tagli in assenza di elementi che facciano ritenere probabile una discesa dell'inflazione sotto il 2% nel medio termine**. Dopo il taglio di giugno, quindi, **l'asticella da superare sarà più alta**.
- Un'indicazione di massima, riguardo alla possibilità di nuove riduzioni dei tassi, si potrà ottenere dalle **previsioni dello staff**, che vengono formulate sulla base dei tassi a termine. Lo scenario di giugno includerà implicitamente un punto di minimo a 1,75% per il tasso sui depositi. Come spiegato sopra, riteniamo che le proiezioni di inflazione di medio termine **saranno compatibili con un ulteriore taglio dei tassi, ma non forniranno supporto alla tesi che sia necessaria una politica monetaria espansiva**.
- **Le dichiarazioni dei membri del Consiglio Direttivo mostrano divergenze di opinioni riguardo all'opportunità di continuare la fase di allentamento**. Soltanto Centeno ha sostenuto aggressivamente la necessità di tagliare i tassi ben sotto il 2%. Altri hanno parlato di un paio di altri tagli dei tassi (Kazāks), di aspettative di mercato che non sconvolgono (Wunsch) o di politica monetaria che dovrebbe restare circa neutrale (Schnabel, Knot, Holzmann). La percezione è che **il consenso a favore del taglio di giugno implichi che il Consiglio non incoraggerà il formarsi di attese di taglio alla riunione successiva**. Ad esempio, nel rispondere alle domande dei giornalisti durante la conferenza stampa del 5 giugno, la presidente Lagarde potrebbe lasciar cadere qualche commento riguardo alla necessità di raccogliere sufficienti dati prima di decidere altre variazioni alla politica monetaria, sottolineando l'incertezza sulle politiche commerciali e la necessità di osservare la trasmissione dell'impulso di politica monetaria già erogato.

² Vanessa Gunnella, Giovanni Stamato and Alicja Kobayashi: "The implications of US-China trade tensions for the euro area – lessons from the tariffs imposed by the first Trump Administration", *ECB Economic Bulletin*, Issue 3/2025, pp. 41ss.

Il drenaggio dell'eccesso di riserve prosegue senza segnali di stress

Con ogni probabilità, **la Banca Centrale Europea confermerà l'attuale piano di riduzione dei portafogli di politica monetaria** tramite il mancato reinvestimento delle scadenze. Secondo quanto risulta da una recente inchiesta condotta dalla BCE il 20% delle banche ha riserve vicine ai propri target, ma un'ampia maggioranza presenta ancora riserve sovrabbondanti rispetto ai loro obiettivi (ma per il 40% vicine ai target per LCR o NSFR)³. **Le esigenze di liquidità della parte crescente del sistema bancario che non ha più sovrabbondanza di riserve vengono attualmente soddisfatte con successo tramite il ricorso al mercato, in particolare quello repo**. Anche se il livello dei tassi si è avvicinato al DFR, le condizioni di mercato (largamente dominate nel complesso da operazioni motivate da ottimizzazione dei *liquidity ratios* regolamentari) restano molto favorevoli rispetto al livello del tasso MRO, fattore che spiega il perdurante bassissimo ricorso alla finestra di rifinanziamento principale dell'Eurosistema.

Nel Blog post del 25 aprile, gli autori concludevano che **“a un anno dall'annuncio, il nuovo quadro operativo sta funzionando come atteso”** e che il mercato è stato in grado di soddisfare le esigenze di liquidità delle banche senza che fosse necessario ricorrere al rifinanziamento da parte dell'Eurosistema, nonostante un “calo senza precedenti dell'eccesso di liquidità”.

D'altro canto, i movimenti osservati sui mercati dei titoli di Stato si possono ancora configurare come una normalizzazione dopo la distorsione causata dal QE. Conseguentemente, riteniamo improbabile che la BCE possa ritenere necessario un rallentamento della riduzione dei portafogli PEPP/APP.

³ Benjamin Hartung, Tobias Linzert, Imène Rahmouni-Rousseau, Yannik Schneider and Marta Skrzypińska: [“The first year of the Eurosystem's new operational framework”](#), ECB Blog, 25 April 2025.

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