

## Macro Rapid Response

### Il tasso BCE sui depositi cala al 2%

La Banca Centrale Europea ritiene l'inflazione ormai stabilmente all'obiettivo e taglia il tasso sui depositi al 2%, come atteso. Nuovi assestamenti dei tassi ufficiali sono possibili nel corso dell'estate, ma non scontati. Probabile una pausa a luglio.

L'annuncio di un nuovo taglio dei tassi ufficiali di 25 punti base (il quarto da inizio anno) non è stato certo una sorpresa. Né rappresenta un dato rilevante il dissenso di un singolo membro del consiglio, probabilmente il solito Holzmann. Più rilevante è il commento che "l'inflazione si assesterà stabilmente intorno all'obiettivo del 2% a medio termine", così come la proiezione di un'inflazione media annua a 1,6% nel 2026 e a 2,0% nel 2027 nell'ambito di uno scenario base che è basato su un calo dei tassi di interesse trimestrali a 1,9% nel 2026.

**Forward guidance.** Nessuno dovrebbe essere sorpreso dalla conferma che l'orientamento di politica monetaria sarà definito seguendo un approccio guidato dai dati, riunione per riunione. Non ci sarà, come non c'è stato nei mesi scorsi, un percorso predeterminato per i tassi. **Ai livelli attuali dei tassi, ha detto la presidente Lagarde rispondendo a una domanda, la BCE ritiene di poter adeguatamente affrontare l'incertezza della congiuntura economica dei prossimi mesi.** La presidente ha aggiunto di ritenere "che stiamo arrivando alla fine di un ciclo di politica monetaria". Questo apparente tentativo di raffreddare le attese di taglio dei tassi è coerente con le nostre attese pre-meeting. Per citare un passaggio di una recente intervista a Lane, "c'è una zona di mezzo, dove la questione è più di gestione ciclica" e ora la BCE navigherà in quella fascia. Le aspettative vengono e saranno indirizzate tramite lo scenario di base dello staff, illustrando il giudizio sui rischi e spiegando ai mercati la funzione di reazione della Banca centrale.

**Proiezioni di crescita invariate, taglio alle proiezioni di inflazione.** Riguardo allo [scenario di base dello staff](#), la stima di crescita 2025 resta a 0,9%: ciò implica nei fatti una revisione al ribasso dei trimestri successivi, dato che il primo trimestre ha sorpreso in positivo. Restano orientate a una moderata accelerazione le proiezioni per il biennio 2026-27, che sono state ritoccate marginalmente al ribasso limitatamente al solo 2026 (1,1%). La modifica più rilevante riguarda le **proiezioni di inflazione, tagliate più di quanto immaginassimo**: ora la BCE si attende che l'inflazione sia in linea con l'obiettivo già nel 2025 (2,0%) e che scenda molto al di sotto nel 2026 (1,6%). Questo non rappresenta un'indicazione netta a favore di tagli aggressivi dei tassi, però: la proiezione 2027 è di nuovo al 2,0%, mentre l'inflazione core resta perfettamente coerente con la definizione di stabilità dei prezzi.

**Gli sviluppi della guerra commerciale influenzeranno le prossime decisioni.** A rimarcare che nulla è predeterminato, lo staff della BCE ha pubblicato questa volta degli scenari alternativi basati su diversi sviluppi delle politiche commerciali americane. Nello scenario base, i dazi americani sulle importazioni dall'UE restano al 10%. In nuce, nello **scenario avverso** un ulteriore acuirsi delle tensioni commerciali (con l'attivazione dei dazi reciproci e l'adozione di misure di rappresaglia da parte dell'UE) determinerebbe livelli di crescita e inflazione inferiori a quelli dello scenario base", mentre il contrario è previsto con nello **scenario mild** di azzeramento reciproco dei dazi (soprattutto nel caso della crescita, meno in quello dell'inflazione). Implicitamente, si suggerisce che nel primo caso bisognerebbe attendersi altri tagli dei tassi, probabilmente verso 1,50%; nel caso (a nostro parere molto improbabile) di riduzione delle barriere commerciali, potremmo anche essere arrivati a fine corsa. E nello scenario centrale? Lo scenario è basato su tassi a breve a 1,9% nel 2026: perciò, può essere ritenuto compatibile con la possibilità di almeno un altro taglio nei prossimi mesi, se non si verificheranno allentamenti delle condizioni finanziarie su altri fronti (per esempio: calo dei tassi a medio e lungo termine, netto indebolimento dell'euro...).

5 giugno 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

**La nostra opinione sulle prospettive.** Sulla base del nostro scenario centrale e dell'informazione fornita oggi dalla Banca Centrale Europea, **riteniamo ancora probabile (anche se tutt'altro che certo) un nuovo taglio dei tassi ufficiali di 25 punti base a settembre**. Un taglio a luglio è possibile soltanto a fronte del materializzarsi di importanti rischi al ribasso per la crescita, come l'imposizione di dazi commerciali proibitivi da parte degli Stati Uniti. Considerando i problemi legali che le misure di aprile stanno incontrando, tale eventualità non dovrebbe però materializzarsi in luglio – semmai più avanti. Se i dati saranno in linea con lo scenario centrale, i tassi al 2% consentirebbero di "navigare l'incertezza" nei prossimi mesi, come ha detto la Presidente. Lagarde si è rifiutata di indicare con chiarezza che i tassi non saranno tagliati a luglio, ma è apparso evidente che l'orientamento sia quello di intervenire soltanto in caso di sviluppi molto negativi. Un ultimo ritocco dei tassi ufficiali a settembre ci pare coerente con lo scenario centrale dello staff BCE e con la prospettiva di una fase di bassa crescita della domanda: potrebbe diventare improbabile in caso di ripresa superiore alle attese della domanda interna o, come detto, di un improbabile allentamento delle condizioni finanziarie su altri fronti.

**I mercati scontano ora un solo taglio dei tassi, collocato tra settembre e dicembre.** La conferenza stampa ha modificato ampiamente le attese dei mercati, inducendo una revisione al rialzo dei tassi attesi. Alle h. 16.15, la probabilità implicita di taglio è calata al 20% per la riunione di luglio e al 50% per quella di settembre. Un taglio diviene pienamente scontato soltanto a dicembre. Da metà 2026, il profilo dei tassi impliciti diviene moderatamente crescente.

## 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