

Macro Rapid Response

La resilienza dell'economia aiuta la BCE

Anche questo mese, la BCE manterrà la politica monetaria invariata: la tenuta dell'economia europea a fronte di livelli molto elevati di incertezza e del crescente protezionismo americano riduce la necessità di tagliare i tassi ufficiali. Lo staff dovrebbe rivedere al rialzo le stime di crescita per quest'anno, confermando invece lo scenario per i prossimi anni.

I tassi ufficiali. La riunione della BCE dell'11/9 dovrebbe concludersi senza variazioni dei tassi ufficiali. Il tasso sui depositi sarà confermato al 2,00%. Né ci sono motivi per pensare a una revisione del corridoio: il tasso sulle MRO e il tasso di rifinanziamento marginale resteranno perciò a 2,15% e 2,40% rispettivamente.

Le aspettative. La probabilità implicita attribuita dai mercati a un taglio si è sostanzialmente azzerata nel corso dei mesi estivi. Anche i più recenti sondaggi tra gli economisti mostrano che **nessuno si attende più un taglio dei tassi in occasione della riunione di politica monetaria di settembre**. Il cambiamento delle aspettative riflette due sviluppi: primo, l'economia europea ha mostrato segnali di resilienza maggiori delle attese; secondo, il flusso di dichiarazioni non ha offerto alcun indizio che nel Consiglio Direttivo vi sia oggi un orientamento prevalente a favore di una nuova, immediata, riduzione dei tassi.

Forward guidance. La politica monetaria continuerà a essere gestita sulla base dei dati e riunione per riunione, senza impegnarsi a seguire un sentiero predeterminato. Anche se sono emerse sensibilità diverse riguardo al bilancio dei rischi, molti nel Consiglio sembrano ritenere un tasso sui depositi al 2% adeguato ad affrontare i prossimi mesi, in attesa di vedere se le condizioni finanziarie più accomodanti, la ripresa dei redditi reali e lo stimolo fiscale previsto in Germania riusciranno a compensare gli effetti negativi delle misure protezionistiche americane e dell'incertezza. D'altronde, una parte dello stimolo monetario deve ancora trasmettersi alle condizioni di finanziamento, che attualmente si possono considerare già neutrali o marginalmente espansive, come suggerisce il nostro indice di condizioni finanziarie (v. pagina seguente): oltre al calo dei tassi a breve termine, anche standard creditizi, prezzi delle attività finanziarie e immobiliari, spread creditizi e spread sovrani si sono mossi favorevolmente da inizio anno. La funzione di reazione della Banca centrale continuerà a essere articolata e olistica, legata all'impatto che i dati avranno sulle previsioni di inflazione, all'evoluzione delle condizioni finanziarie e al bilancio dei rischi. Per alcuni membri, le condizioni da soddisfare perché si convincano della necessità di un nuovo taglio sono severe: secondo Schnabel, ad esempio, i dati dovrebbero indicare che nel medio termine l'inflazione potrebbe essere significativamente inferiore al 2%. Nella conferenza stampa, ci attendiamo che la presidente Lagarde non escluda alcuno sviluppo, sottolineando che l'incertezza dello scenario, ancora elevata, richiederà di essere flessibili.

Le proiezioni macroeconomiche. Lo staff dovrebbe sostanzialmente confermare le proiezioni di giugno, salvo attuare una revisione al rialzo della crescita del PIL 2025 derivante da un primo semestre più forte del previsto. Perciò, il quadro macroeconomico dovrebbe restare coerente con tassi ufficiali intorno al 2%.

Le nostre previsioni sui tassi BCE. Per ora, continuiamo a ipotizzare un nuovo taglio di 25pb dei tassi nei prossimi 9 mesi, anche se con probabilità di poco superiore al 50%. Il mercato sconta ugualmente un nuovo taglio con probabilità crescente tra dicembre e giugno 2026, sebbene mai piena. Il consenso degli analisti, invece, vede una previsione mediana di 2% per tutto il 2026. Per un taglio, servirà una fase di debolezza dei dati, tale da mettere in dubbio lo scenario di

10 settembre 2025

Research Department

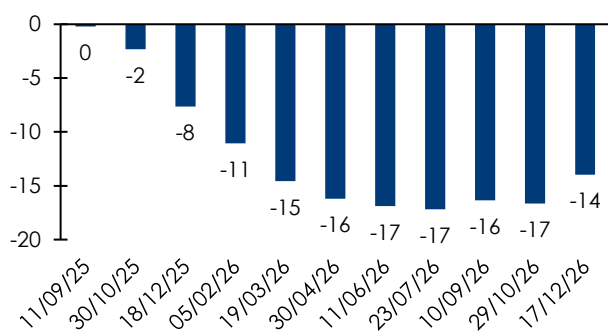
Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

riaccelerazione della domanda interna, o un riaccendersi delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Allo stesso tempo, però, ci attendiamo che i tassi ufficiali possano tornare a salire dal 2027.

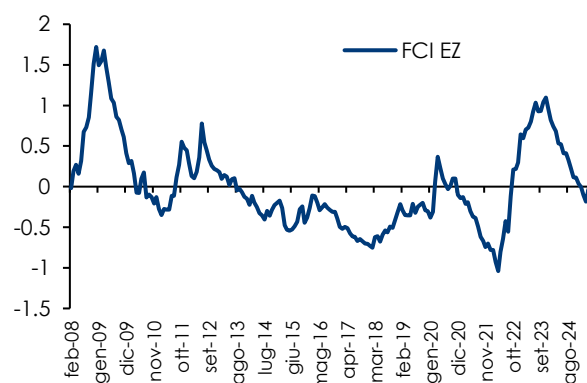
Rischio Francia. Le tensioni sul debito francese, causate dalla ricorrente situazione di crisi politica in un contesto di insostenibilità delle dinamiche fiscali, potrebbero in futuro complicare la gestione della politica monetaria. I **due rischi principali** sono una **generalizzata restrizione delle condizioni finanziarie**, legata a un aumento dell'avversione al rischio, e una **nuova fase di divergenza fra centro e periferia, questa volta con la Francia aa trainare il secondo gruppo. Al momento, il problema non si pone su nessuno dei due fronti.** Primo, all'allargamento dei premi per il rischio sulla Francia non ha corrisposto una spinta generalizzata alla frammentazione: gli spread Btp-Bund e Bono-Bund sono saliti rispettivamente di 10 e 7pb tra il 14/8 e 27/8, ma restando su livelli estremamente contenuti rispetto al range in cui si sono mossi nell'ultimo decennio. In secondo luogo, le tensioni non stanno producendo una restrizione generalizzata delle condizioni finanziarie: il livello dei tassi swap decennali è più basso di quello che BCE aveva osservato in luglio e che lo spread medio tra titoli di stato e tassi swap rimane ampiamente nel range osservato nell'ultimo anno. **In caso di drastico aggravamento della situazione, la BCE agirebbe in modo diverso a seconda del tipo di rischio che si manifesterà:** una restrizione generalizzata delle condizioni di finanziamento incoerente con le necessità di politica monetaria potrebbe giustificare una riduzione dei tassi, mentre tensioni ingiustificate e così ampie da compromettere la trasmissione della politica monetaria soltanto in alcuni paesi giustificerebbero l'attivazione del TPI. Tuttavia, la BCE non potrebbe attivare il TPI per un paese le cui difficoltà sono direttamente legate a scelte politiche domestiche; semmai, potrebbe farlo per contrastare eventuali fenomeni di contagio al debito di altri paesi.

Variazione dei tassi impliciti nella curva OIS



Fonte: LSEG Workspace.

Il nostro indice reale di condizioni finanziarie è in territorio neutrale/espansivo



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department.

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

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com