



FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

# obiettivo mercati

UN APPROFONDIMENTO MIRATO

12 dicembre 2024

## La BCE taglia ancora i tassi, ma senza fretta nel ridurli

A cura di *Ilaria Spinelli*, analista team ricerca economica di Fideuram Asset Management SGR

*“The disinflation process is full on track...The direction for rates is very clear... We are not precommitting to a particular rate path...Have we discussed the neutral rate in the last couple of days? No” Lagarde durante il Q&A*

**La BCE nella riunione di oggi ha tagliato ancora i tassi di 25 pb** (il quarto taglio da giugno), portando il tasso sui depositi al 3.00%.

Nelle scorse settimane si era aperto un dibattito in merito alla possibilità che la BCE potesse decidere di tagliare anche di 50 pb in questa riunione, alla luce della debolezza delle prospettive di crescita e dell'aumento dell'incertezza politica e geopolitica, ma la BCE ha invece optato per un approccio cauto, graduale e non preventivo, in linea con l'atteggiamento mostrato finora, in attesa di poter meglio valutare lo sviluppo degli eventi. Nel complesso **la conferenza stampa è risultata molto poco informativa, ma è parso anche evidente come la BCE non ha, almeno al momento attuale, alcuna intenzione di deviare dal percorso di riduzione dei tassi di 25 pb a riunione, finora seguito.**

**La BCE ha comunque preso atto del diverso contesto macroeconomico di riferimento** in cui sta operando (ora decisamente più favorevole ad un rientro dell'inflazione all'obiettivo) **e ha scelto di togliere il riferimento al fatto che “è necessario che i tassi di interesse restino ad un livello restrittivo per un periodo sufficientemente lungo di tempo”** dal comunicato stampa emesso alla fine della riunione. Questa rimozione, ha spiegato Lagarde, non preannuncia però alcuna decisione in merito alle mosse future, né significa che la BCE stia passando da un atteggiamento restrittivo ad un atteggiamento più espansivo. Discende invece semplicemente dal fatto che **il Consiglio Direttivo è più fiducioso che il processo di rientro all'obiettivo d'inflazione sia ben avviato**, alla luce dei dati più recenti. La BCE, infatti, e Lagarde ha tenuto a sottolinearlo più volte durante la conferenza stampa, è ora molto più convinta della possibilità che l'inflazione rientri all'obiettivo nel 2025, e per di più che lo faccia stabilmente (*“on a sustained basis”*), anche perché questa dinamica è stata confermata per la sesta volta consecutiva dall'esercizio di revisione delle previsioni macroeconomiche che la BCE effettua ogni trimestre.

**Oggi, inoltre, sono state presentate per la prima volta anche le previsioni per il 2027**, che, come si può osservare nella tabella sottostante, certificano l'attesa della BCE di un'inflazione sostanzialmente all'obiettivo nel medio termine: il lieve rialzo sopra il 2% previsto per l'inflazione complessiva nel 2027 (al 2.1%) discende dal fatto che per allora l'EU Emission Trading System sarà pienamente operativo (a legislazione europea vigente). Pertanto, **al momento la BCE non vede alcun rischio di sottoperformare il proprio obiettivo del 2%.** Questo rischio è ridimensionato anche dal fatto che **le previsioni di crescita del PIL della BCE per il prossimo anno appaiono senz'altro ancora elevate**: la BCE ha rivisto

al ribasso di soli due decimali la previsione di crescita per il 2025, ora all'1.1% (rispetto ad una nostra stima di quasi la metà), ma Lagarde ha precisato che tale stima non incorpora alcuna ipotesi di tariffe da parte degli Stati Uniti sulle esportazioni dell'Eurozona (noi abbiamo invece ipotizzato tariffe iniziali del 10% sulle auto). **Comunque, la BCE continua a riconoscere che i rischi per la crescita sono orientati al ribasso e tra i rischi vengono ora per la prima volta citate le frizioni al funzionamento del commercio globale**, che esercitano un impatto negativo sulle esportazioni e sulla crescita mondiale. La BCE continua, inoltre, ad attendersi una ripresa della domanda interna, pur riconoscendo il ruolo negativo che l'incertezza politica (e geopolitica) può giocare nell'attenuare questo recupero.

PREVISIONI BCE						
		2024	2025	2026	2027	
PIL	Sep-24	0.8%	1.3%	1.5%	--	--
	Dec-24	0.7%	1.1%	1.4%	1.3%	1.3%
	Fideuram	0.7%	0.6%	0.9%	(preliminare)	1.0%
INFLAZIONE	Sep-24	2.5%	2.2%	1.9%	--	--
	Dec-24	2.4%	2.1%	1.9%	2.1%	2.1%
	Fideuram	2.4%	2.2%	1.9%	(preliminare)	2.0%
CORE (ex food&energy)	Sep-24	2.9%	2.3%	2.0%	--	--
	Dec-24	2.9%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%
	Fideuram	2.8%	2.2%	2.0%	(preliminare)	2.0%

**L'altro elemento di interesse è stata la menzione che Il Consiglio Direttivo ha discusso anche di un taglio di 50 pb**, proposta da alcuni ("a few"), ma alla fine tutti hanno votato all'unanimità di propendere per 25 pb. Lagarde ha spiegato che la decisione di tagliare i tassi è stata sostenuta da tre ordini di ragioni: la prima, che l'inflazione è ora prevista stabilmente all'obiettivo per il sesto esercizio previsionale consecutivo, come già menzionato in precedenza, la seconda, che le prospettive per salari, produttività e profitti unitari confermano l'attesa di una stabilità dell'inflazione al 2%, **infine, che i rischi per l'inflazione sono ora ritenuti dalla BCE più binari ("risks are now two-sided")**, dando la stessa rilevanza dei rischi al rialzo anche a quelli al ribasso. Ciò detto, l'inflazione dei servizi e l'inflazione "domestica" (che riguarda i prezzi dei beni/servizi a basso contenuto di importazione) sono ancora elevate e la BCE non può ancora ritenere la battaglia vinta.

**Infine, nulla è stato detto in merito al tasso neutrale di equilibrio: il tema non è stato discusso in questa riunione**, perché prematuro, ma la Presidente Lagarde ha riconosciuto che **il tema sarà maggiormente dibattuto nelle prossime riunioni**, man mano che ci si avvicinerà ad un livello più neutrale. Lagarde ha citato uno studio della BCE che lo situerebbe ad un livello leggermente superiore rispetto al periodo pre-pandemico e, in termini nominali, **in un intervallo piuttosto ampio tra 1.75% e 2.5%**.

**In conclusione, la BCE ha confermato un approccio decisionale dipendente dai dati osservati volta per volta, riunione per riunione, senza fornire alcuna forma di forward guidance**, come ci ha abituato da tempo (cosa che del resto ci aspettavamo), **essendo l'incertezza molto elevata. Lagarde si aspetta però che almeno in parte questa incertezza dovrebbe dissiparsi nel corso del primo trimestre**, con le elezioni in Germania e l'auspicabile votazione in Parlamento in Francia di una legge di Bilancio per il 2025, una volta risoltasi l'incertezza politica attuale. La BCE disporrà inoltre di maggiori informazioni per meglio valutare l'impatto, l'estensione e la natura di eventuali tariffe imposte dalla nuova amministrazione statunitense sulle esportazioni dell'Eurozona. **Per il momento, pertanto, non c'è alcuna volontà di indicare la possibilità di deviare da un ritmo di tagli di 25 pb alla volta, ma questo potrebbe cambiare con l'evolversi degli eventi, sebbene appaia difficile che possa avvenire già a gennaio.**

**Il mercato si aspettava probabilmente maggiori indicazioni di apertura verso un atteggiamento più morbido, e ha pertanto tolto un taglio di 25 pb dalle attese sul punto terminale** del ciclo dei ribassi, che si situa ora all'1.75. Noi manteniamo l'attesa di un punto terminale all' 1.5%, nella convinzione che la BCE dovrà rivedere ulteriormente al ribasso le proprie attese di crescita nei prossimi mesi, a causa delle frizioni al commercio internazionale e della lenta risposta dell'Europa alle sfide strutturali poste dalla competizione della Cina e dai cambiamenti produttivi e nelle catene globali del valore.

## *DISCLAIMER*

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.