

Macro Rapid Response

BCE: lo shock energetico destabilizza lo scenario di politica monetaria

19 marzo 2026

Lo shock energetico legato alla guerra nel Golfo Persico rende più incerto il percorso della politica monetaria. Anche se la linea ufficiale è che le implicazioni della crisi dipenderanno da intensità e durata della stessa e che non bisogna trarre conclusioni affrettate, le revisioni alle proiezioni dello staff rafforzano le aspettative di mercato, già orientate a prevedere un rialzo dei tassi nei prossimi mesi. Alla luce delle revisioni che abbiamo apportato allo scenario, anche a noi un rialzo dei tassi nei prossimi mesi inizia ad apparire probabile.

Research Department

La Banca Centrale Europea ha lasciato i tassi ufficiali invariati rispettivamente a 2,0% (tasso sui depositi), 2,15% (tasso sulle MRO) e 2,40% (tasso di rifinanziamento marginale). La decisione è in linea con le attese. Comunicato stampa, dichiarazione della presidente Lagarde e proiezioni dello staff hanno rafforzato le attese che la prossima variazione dei tassi sarà un rialzo e che possa aver luogo in tempi abbastanza ravvicinati.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Ovviamente, la BCE ha confermato l'approccio basato sui dati e con decisioni riunione per riunione, [senza un percorso predeterminato per i tassi](#). D'altronde, **l'incertezza causata dal conflitto rende molto più instabile lo scenario di politica monetaria**. Prima della riunione, tra i membri del consiglio direttivo BCE, circolavano valutazioni diverse riguardo alle implicazioni di medio termine dello shock energetico. Se le voci più allarmistiche riguardo alla necessità di aumentare i tassi ufficiali hanno avuto grande risonanza sui mercati, tuttavia, il consenso era che l'aumento dei prezzi dell'energia fa aumentare l'inflazione nel breve termine, erodendo il potere d'acquisto delle famiglie ed esercitando effetti negativi sull'attività economica nel medio termine. **Gli effetti inflattivi di medio termine e, di conseguenza, la reazione di politica monetaria, dipendono da intensità e durata del conflitto**. Questa è la linea di azione descritta per esempio da Philip Lane e dalla presidente Lagarde poco dopo lo scoppio della guerra, ma anche il governatore della Bundesbank Nagel, pur sottolineando l'intenzione di agire con determinazione contro l'eventuale aumento dell'inflazione nel medio termine, si era detto a favore di un approccio attendista. Tale analisi degli effetti è stata ripresa tale e quale nel primo e nel secondo paragrafo del [comunicato della BCE](#). Il posizionamento del consenso interno dipende anche dal livello attuale dei tassi, molto più alto rispetto a quello che la BCE aveva all'inizio dello shock inflattivo del 2021-22 (oggi i tassi nominali sono al 2%, mentre allora erano ancora negativi), dal livello dell'inflazione e da quello delle aspettative di inflazione. Allo stesso tempo, **la BCE riconosce che la situazione richiede ora un attento monitoraggio dello scenario inflattivo e dei rischi che lo circondano, e che potrebbe potenzialmente portare a modifiche nel posizionamento della politica monetaria**. La chiave sarà costituita dalla trasmissione ai prezzi di beni e servizi non energetici, che a sua volta dipenderà da una pluralità di fattori – incluse le misure governative. Il messaggio è rinforzato dalle previsioni dello staff.

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Nel determinare le [proiezioni ufficiali](#), per tener conto almeno in parte degli sviluppi in Medio Oriente, **la data di cutoff per le assunzioni tecniche è stato eccezionalmente posticipata all'11 marzo**, con conseguenti implicazioni sfavorevoli per le tendenze di crescita e inflazione. **Oltre al nuovo scenario di base, sono stati pubblicati anche due scenari alternativi, avverso e severo**, nonché le previsioni iniziali, aggiornate al 4 marzo, che risentivano della contenuta reazione dei mercati ai primi giorni di conflitto.

Le nuove ipotesi tecniche scontano un **prezzo medio del petrolio a 81,3 USD/b e del gas a 46,4 EUR/MWh nel 2026** (con una media nel 2° trimestre rispettivamente a 90 USD/b e 50 EUR/MWh) seguito da una normalizzazione verso 70 USD/b e 26 EUR/MWh nel 2028. Il profilo valutario vede

una stabilizzazione dell'euro/dollaro a 1,16 nel triennio 2026-28. Nello scenario di base, come di consueto, sono state incluse le ipotesi sui tassi prezzate dai mercati.

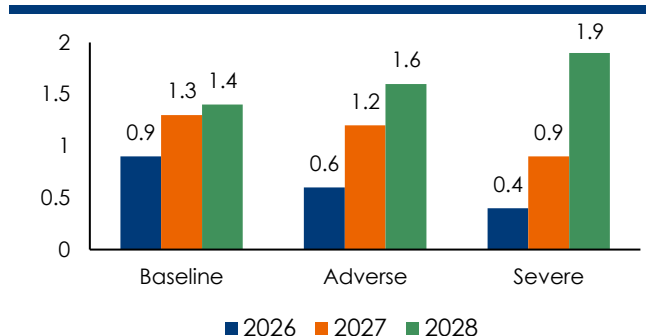
Rispetto a dicembre, **le stime d'inflazione sono state riviste al rialzo lungo tutto l'orizzonte previsionale**: di mezzo punto al 2,6% nel 2026, di un decimo al 2% nel 2027 e di tre decimi al 2,1% nel 2028 (nel 2028 l'introduzione dello schema ETS2 dovrebbe contribuire da solo per 0,2pp). **Anche l'inflazione core dovrebbe risentire della trasmissione dei maggiori costi energetici** con un profilo atteso al 2,3% (+0,1pp) nel 2026, 2,2% (+0,3pp) nel 2027 e 2,1% (+0,1pp) nel 2028. Si segnala comunque come anche nelle previsioni aggiornate al 4 marzo lo staff BCE si attendeva un'inflazione al netto di alimentari ed energia al 2,1%. **La crescita del PIL è stata quindi tagliata di tre decimi allo 0,9% nel 2026**, e di un decimo all'1,3% nel 2027, prima di riconvergere all'1,4% nel 2028. Tra i dettagli dello scenario di base si evidenzia una conferma della tendenza di rallentamento della crescita salariale ma su ritmi più contenuti rispetto a dicembre, a causa di effetti compensativi in risposta allo shock energetico che controbilanciano il raffreddamento del mercato del lavoro.

Ipotesi tecniche sui prezzi delle materie prime energetiche nei diversi scenari dello staff BCE

Scenario	Q2 2026	Q4 2028
Baseline		
Oil (USD/b)	90	70
Gas (EUR/MWh)	50	24
Adverse		
Oil (USD/b)	119	70
Gas (EUR/MWh)	87	24
Severe		
Oil (USD/b)	145	103
Gas (EUR/MWh)	106	43

Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

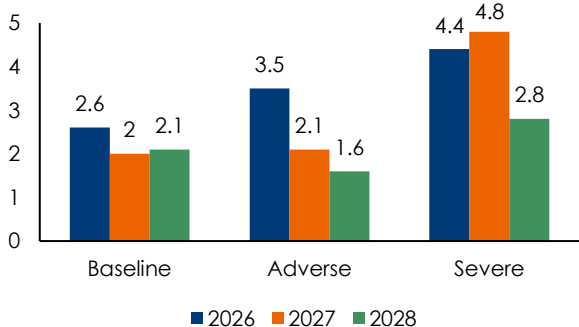
Previsioni di crescita del PIL nei diversi scenari dello staff BCE



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

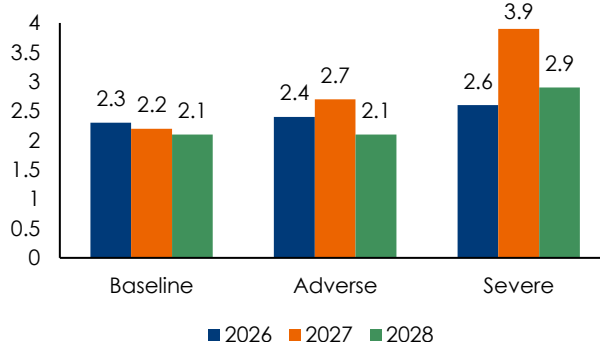
Tra gli scenari alternativi (v. p. 3), la differenza principale non è data soltanto dal livello dei prezzi dell'energia ma, come sottolineato da Lagarde durante la conferenza stampa, anche dal grado di normalizzazione dopo lo shock. In particolare, se nello scenario avverso il petrolio tocca un picco a quasi 120 dollari nel 2° trimestre e il gas gli 87 euro prima di convergere alla baseline entro l'estate del 2027; nello scenario severo, i livelli massimi di prezzo sono ancora più elevati (145 dollari per il petrolio e 106 euro per il gas) e anche a fine 2028 si scontano quotazioni energetiche ancora elevate e superiori alla precedente baseline (103 dollari il petrolio e 43 euro il gas).

Previsioni d'inflazione headline nei diversi scenari dello staff BCE



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Previsioni d'inflazione core nei diversi scenari dello staff BCE



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Nello scenario avverso, l'inflazione si attesterebbe al 3,5% nel 2026, per poi calare al 2,1% nel 2027 e all'1,6% nel 2028, ma con impatti significativi di seconda battuta anche sui prezzi core, previsti in media al 2,4% nel 2026, per poi salire al 2,7% l'anno seguente e tornare al 2,1% nel 2028. L'impatto sulla crescita sarebbe anch'esso rilevante, con un PIL stimato in crescita dello 0,6% nel 2026. Viceversa, nello scenario severo, l'inflazione, sia headline che core, resterebbe su livelli ben superiori al 2% anche nel medio termine, con effetti più persistenti sulla crescita del PIL, stimata allo 0,4% nel 2026, allo 0,9% nel 2027 e all'1,9% nel 2028.

In questi giorni, abbiamo modificato in peggio le nostre aspettative sull'evoluzione del conflitto nel Golfo Persico, portando lo scenario di base tra il Baseline e lo scenario "avverso" dello staff BCE. **La maggiore persistenza dello shock inflattivo nel nuovo scenario potrebbe giustificare un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base tra giugno e luglio.** I mercati scontano già 65 punti base di rialzo entro fine anno, con una prima mossa a giugno pienamente scontata nei prezzi. Una correzione così rapida del posizionamento della politica monetaria è possibile se nei prossimi mesi le politiche fiscali sosterranno aggressivamente la domanda interna e se le imprese trasferiranno rapidamente i rincari lungo le filiere (che è meno probabile quando la domanda è debole).

Ipotesi sottostanti agli scenari, di base e alternativi, dello staff BCE

Scenario	Persistence of acute energy supply disruptions	Commodity prices	Uncertainty	Indirect and second-round effects on inflation	Fiscal and monetary policy response in the euro area
Baseline	No explicit assumption on the duration of the conflict or destruction of energy infrastructure	Energy prices follow the latest technical assumptions (cut-off date of 11 March 2026)	In line with the observed increase in the VIX index (4.4 points between 27 February date of 11 March 2026)	Limited upward adjustment based on judgment to account for possible larger impacts compared with the standard model elasticities due to the size of the energy shock	Short-term interest rates follow the latest technical assumptions (cut-off date of 11 March 2026). Only fiscal policies legislated or announced and well-specified policies
Adverse scenario	Acute energy supply disruptions persist until Q3 2026 No significant further destruction of energy infrastructure	40% decline in Hormuz oil and LNG flows in Q2 2026 Volumes (and prices) start normalising from Q4 2026 Supply volumes quickly normalise once transit through Hormuz resumes	An increase in the VIX index of 10 points with a fast reversal in Q3 2026 towards the Q4 2025 level	Scaled between the baseline and the impacts seen after the invasion of Ukraine in 2022	None beyond the policies included in the baseline
Severe scenario	Acute energy supply disruptions persist until Q4 2026 Significant further destruction of energy infrastructure	60% decline in Hormuz oil and LNG flows in Q2 2026 Volumes (and prices) start normalising from Q1 2027 Supply volumes are slow to normalise once the conflict is resolved, due to destruction of energy infrastructure	An increase in the VIX index of 14 points, with uncertainty remaining significantly more elevated compared with the adverse scenario until end-2027	Scaled between the baseline and the impacts seen after the invasion of Ukraine in 2022 (stronger impacts than in the adverse scenario to account for significant non-linearities in the event of large shocks)	None beyond the policies included in the baseline

Fonte: ECB staff macroeconomic projections for the euro area March 2026

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 separatezza 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic AnalysisLuca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com**Macroeconomic Research**Paolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com