

Macro Rapid Response

La BCE torna ad alzare i tassi: prospettive incerte

Il rialzo dei tassi ufficiali annunciato oggi potrebbe essere il primo di una piccola serie. La frequenza e il numero delle mosse dipenderanno dagli sviluppi del conflitto nel Golfo Persico e dalla risposta dell'economia europea: come atteso, non ci può essere un percorso predeterminato con questo livello di incertezza. La BCE avvisa che scenari avversi di crisi energetica si accompagnerebbero probabilmente a rialzi aggressivi dei tassi ufficiali. Di contro, riteniamo che una rapida risoluzione della crisi indurrebbe il consiglio direttivo a mantenere i tassi fermi a luglio.

Aumento dei tassi ufficiali di 25 punti base. Con decisione unanime, il consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha innalzato i tre tassi ufficiali di 25 punti base: con decorrenza dal 17 giugno, il tasso sui depositi e il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento saliranno rispettivamente al 2,25% e al 2,40%. La decisione era già totalmente scontata dai mercati. Lagarde ha rimarcato che non sono state discusse altre ipotesi di intervento.

Perché i tassi salgono? Lagarde ha negato che la mossa odierna sia meramente "assicurativa" e "preventiva". Nella conferenza stampa, ha sostenuto che anche nello scenario di crisi più favorevole (peraltro ritenuto poco probabile), il rialzo dei tassi sarebbe giustificato. Insomma, la guerra ha mutato sostanzialmente le prospettive.

La revisione delle proiezioni è stata abbastanza contenuta. Lo staff della BCE ha rivisto ampiamente al rialzo il profilo di breve termine dell'inflazione, che a marzo scontava uno scenario di mercato rivelatosi troppo ottimistico riguardo all'andamento delle quotazioni petrolifere, con ripercussioni anche sulla componente core. Tuttavia, le proiezioni 2028 sono marginalmente calate. Per quanto riguarda la crescita, le proiezioni 2026 e 2027 hanno subito una limatura rispettivamente a 0,8 e 1,2%, dovuta a proiezioni appena più negative sull'andamento della domanda finale interna (consumi delle famiglie, soprattutto) e a un primo trimestre 2026 rivisto sfavorevolmente da Eurostat.

Non c'è alcun percorso predeterminato per i tassi. Del tutto attesa da analisti e operatori è anche l'assenza di indicazioni sulle prossime decisioni, che restano condizionate all'evoluzione futura dei dati. Il ritorno dell'inflazione al 2,0% nel 2028 sotto l'ipotesi di una curva di mercato che sconta altri 50 punti base di rialzo entro il febbraio 2027 suggerisce che vi sia un orientamento di massima a procedere in tale direzione. Tuttavia, lo scenario base è condizionato a uno specifico scenario di prezzi energetici, simile a quello adottato anche nel nostro scenario centrale, e se la crisi energetica si rivelasse più duratura di quanto oggi scontato, anche la politica monetaria dovrebbe prenderne atto (v. sotto). Di contro, il raggiungimento di un'intesa fra Stati Uniti e Iran per la ripresa dei transiti via Hormuz potrebbe indurre la BCE a non muovere i tassi a luglio. Questo punto merita un approfondimento.

Non c'è recessione neppure negli scenari avversi, ma soltanto perché non le ipotesi sulla politica monetaria restano invariate. Come a marzo, la BCE ha pubblicato anche una serie di [scenari alternativi](#), che si differenziano per le ipotesi sui prezzi dell'energia e sulla reazione dei mercati finanziari al protrarsi della crisi. La quantificazione dei prezzi di gas e petrolio per tali scenari è stata effettuata sulla base delle probabilità implicite di mercato a una data di riferimento (21/5). Lo scenario avverso risulta così più blando rispetto al nostro scenario sfavorevole di crisi; al contrario, lo scenario severo (che veicola ipotesi di coda) è molto più pesante, in particolare per le ipotesi sull'andamento del prezzo del gas e per la persistenza dello shock (nel 2028Q4 il prezzo del Brent e del gas TTF sono rispettivamente a \$124 e €55). In aggiunta, i due scenari includono aumenti dell'incertezza (tradotta in shock sul VIX rispettivamente di 10 e 14%) e una più intensa propagazione dello shock inflattivo rispetto allo scenario base.

11 giugno 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

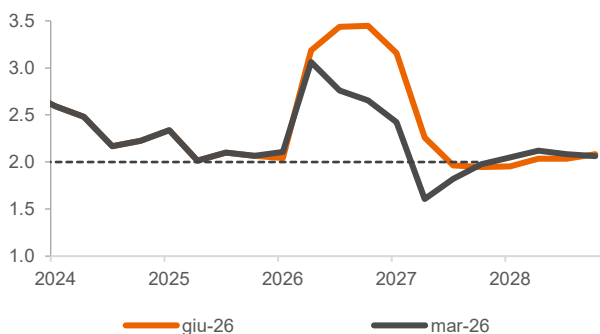
In assenza di reazione di politica monetaria, lo scenario avverso riduce la crescita cumulata del PIL 2026-27 di 4 decimi e aumenta l'inflazione fino al 2028, causando una significativa deviazione dall'obiettivo di medio termine. Se ne può dedurre un'evoluzione dei dati più coerente con lo scenario avverso che con quello centrale indurrebbe la BCE ad alzare i tassi oltre il 2,75%, frenando la crescita della domanda finale interna più di quanto suggeriscano i numeri pubblicati.

Le implicazioni sono ancora più radicali nello scenario severo. Qui, la proiezione di un'inflazione 2028 al 3,0% indica che in tal caso la restrizione della politica monetaria dovrebbe essere intensa e veloce. Di conseguenza, la crescita del PIL (che a ipotesi invariate sui tassi nel 2027 si colloca a 0,4%) potrebbe facilmente diventare negativa.

Per ora il nostro scenario base resta invariato. Nel nostro scenario base, il prezzo del petrolio torna a calare nel terzo trimestre, grazie alla riapertura dei transiti da Hormuz. Se ciò si verificherà, l'aggiustamento della politica monetaria potrà essere graduale e contenuto. In tal caso, è improbabile che i tassi salirebbero di nuovo a luglio: la BCE si troverebbe in un contesto di controshock petrolifero e di sgonfiamento del processo di propagazione, che ridurrebbe l'esigenza di frenare la domanda interna per scoraggiare gli aumenti dei prezzi. Potremmo però aspettarci un secondo rialzo a settembre, seguito da un terzo eventuale a fine 2026 o inizio 2027, come adattamento al rafforzamento della domanda. Questo è oggi anche lo scenario prevalente di mercato: la probabilità implicita di rialzo a luglio è scesa al 24%, mentre una mossa a settembre ha una probabilità implicita dell'81%.

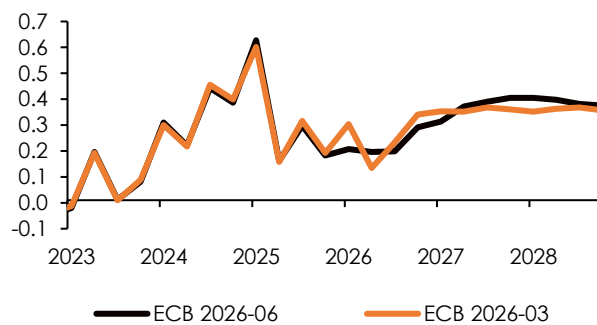
In caso di estensione del blocco di Hormuz, però, bisognerebbe prepararsi alla possibilità di una sequenza di rialzi più ravvicinata ed estesa, con punto di arrivo anche superiore al 3%.

Netta revisione al rialzo del profilo di inflazione previsto dallo staff BCE nello scenario centrale



Fonte: ECB Data Portal, MPD dataset.

Le revisioni del profilo di crescita sono invece state minime



Fonte: ECB Data Portal, MPD dataset.

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 ResearchPaolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
