

Macro Rapid Response

BCE in pausa, ma un rialzo a settembre resta probabile

23 luglio 2026

Quanto emerso dalla conferenza-stampa di Christine Lagarde suggerisce che la BCE per ora mantenga lo scenario di base presentato a giugno, che giustifica almeno un altro rialzo dei tassi (verosimilmente, già a settembre).

Come ampiamente atteso, **il Consiglio Direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse agli attuali livelli** (al 2,25% il tasso sui depositi). Nessuno degli economisti interpellati dal consenso si aspettava un rialzo, mentre il mercato, immediatamente prima dell'annuncio, attribuiva a tale evento una probabilità implicita di poco inferiore al 20%.

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista

Il **comunicato** è molto più scarno del precedente e si limita a sottolineare che: 1) le prospettive per i prezzi dell'energia si collocano **su livelli "prossimi" allo scenario di base** delle proiezioni formulate a giugno dagli esperti dell'Eurosistema (l'andamento dei prezzi energetici è stato finora, considerando anche gli sviluppi più recenti, più favorevole rispetto alle ipotesi tecniche BCE per il petrolio; meno favorevole per il gas naturale, ma soltanto sull'orizzonte fine 2026 – fine 2027); 2) l'impatto inflazionistico dello shock energetico **"deve ancora manifestarsi appieno"** (ciò potrebbe sembrare un segnale hawkish, ma è coerente con le previsioni di giugno dello staff secondo cui l'inflazione raggiungerà un picco al 3,4% nella seconda metà dell'anno); 3) le decisioni continueranno a essere prese riunione per riunione sulla base dei dati, con particolare attenzione alle **evidenze circa gli effetti indiretti e "di secondo impatto" dello shock** (tale formulazione è pressoché identica a quella del comunicato del mese scorso).

Nella conferenza-stampa, Christine Lagarde ha riconosciuto un **miglioramento dell'attività economica**, soprattutto nei servizi, nel corso del 2° trimestre, mentre la spesa per la difesa ha sostenuto il settore manifatturiero. Il ciclo è atteso rimanere su ritmi "modesti" nel breve termine, ma restano intatti i driver di crescita nel medio termine. In questo contesto, secondo Lagarde, lo shock inflattivo continua a trasmettersi sull'economia, e il suo effetto si deve ancora vedere appieno (**l'inflazione è attesa rimanere sopra il target sino alla prima metà del 2027**, prima di rallentare successivamente). Secondo la presidente BCE, come già a giugno, **i rischi sulle prospettive di crescita sono al ribasso mentre quelli sull'inflazione al rialzo** (tra i rischi al rialzo sull'inflazione alimentare sono state anche menzionate le temperature superiori alla media). Lagarde ha **eliminato il riferimento a rischi "più bilanciati"** che era stato usato a Sintra, per via della nuova escalation del conflitto in Medio Oriente; anzi ha affermato che **il recente allargamento delle tensioni al Mar Rosso è "allarmante"** e avrà "chiaramente un impatto", ma che tali sviluppi non sono stati presi in considerazione nella decisione odierna perché avvenuti poco prima della conclusione della riunione. Di fronte a una specifica domanda, Lagarde ha affermato che, dei tre scenari alternativi presentati dalla BCE a settembre ("milder", "adverse" e "severe"), **lo scenario "milder" ad oggi sembra "piuttosto improbabile"**.

Durante la sessione di Q&A, Lagarde ha ammesso che dalla riunione di giugno ad oggi ci sono stati degli sviluppi positivi in una prima fase, seguiti però da una recrudescenza della crisi in una seconda fase: stante tale incertezza, la BCE ha scelto di concentrarsi sul grado di "propagazione" dello shock tramite gli "effetti indiretti" (che, almeno in piccola misura, sono inevitabili) ed eventuali **"effetti di seconda battuta", che al momento non sono presenti**: pertanto, la BCE vede per ora aspettative di inflazione di medio termine "ancorate", e mantiene uno scenario centrale di prosecuzione del trend in corso di moderazione salariale.

La decisione è stata unanime ma, nelle parole di Lagarde, **alcuni governatori si sono chiesti se non fosse appropriato considerare un rialzo** dei tassi. La decisione presa però è stata quella di rimanere in una posizione di attesa vista l'elevata incertezza, e visto che prima della riunione di

settembre sarà disponibile una ampia batteria di nuovi dati su crescita e inflazione che potranno far nuova luce sulle prospettive.

A margine, Christine Lagarde ha dichiarato che **intende rimanere alla guida della BCE** fino alla scadenza naturale del suo mandato (la fine di ottobre del 2027).

In sintesi: **la BCE mantiene per ora lo scenario centrale presentato a giugno**, che subito dopo la riunione scorsa rischiava di essere pessimistico ma che dopo gli ultimi sviluppi in Medio Oriente appare semmai soggetto a rischi al rialzo sul fronte inflattivo (e al ribasso sulla crescita). Inoltre, **Lagarde non ha fatto nulla per smentire le aspettative di mercato di nuovi rialzi dei tassi** da parte della BCE nei prossimi mesi, affermando anzi, in risposta a una domanda, che la "funzione di reazione" della BCE è compresa "molto bene" dai mercati.

A nostro avviso, sebbene i valori effettivi di inflazione nel 2° trimestre siano stati inferiori alle proiezioni dello staff di giugno, la nuova escalation in Medio Oriente fa sì che **difficilmente le nuove stime di settembre vedranno una significativa revisione al ribasso sui trimestri che vanno dalla metà del 2026 almeno al 1° trimestre 2027, che potrebbero continuare a vedere un'inflazione poco al di sopra del 3%.**

In sintesi: il nuovo scenario di base della BCE di settembre non dovrebbe essere molto diverso da quello di giugno, che era coerente con almeno un altro rialzo dei tassi di 25 punti base. Il timing più probabile per un secondo rialzo a nostro avviso resta settembre, anche nell'eventualità (che ad oggi sembra ottimistica, visti gli ultimi sviluppi) di ripresa dei traffici marittimi in Medio Oriente nel corso dell'estate.

Insomma continuiamo a pensare che la BCE possa optare per un rialzo dei tassi il 10 settembre, in quanto un tasso di inflazione intorno al 3% per quasi un anno, associato a un'inflazione core intorno al 2,5%, rappresenta una deviazione significativa dall'obiettivo di inflazione, che giustifica in pieno un posizionamento meno accomodante della politica monetaria. **Il rialzo di settembre potrebbe essere scongiurato solo se vi fosse una normalizzazione dei prezzi energetici in tempi molto ravvicinati** (una opzione che sta diventando poco probabile), e se l'inflazione core mostrasse segnali di raffreddamento. **Resta incertezza su eventuali nuovi rialzi dei tassi oltre settembre**, ma i recenti sviluppi in Medio Oriente appaiono coerenti con la possibilità, inclusa nel nostro scenario centrale, di un terzo ed ultimo incremento entro marzo 2027.

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.intesaspanpaolo.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 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 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 Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com