

Macro Rapid Response
Un rialzo dei tassi è quasi certo alla prossima riunione BCE
3 settembre 2026

Alla riunione del 9-10 settembre il Consiglio direttivo della Banca Centrale dovrebbe alzare i tassi ufficiali di 25 punti base, portando il tasso sui depositi al 2,50%, in coerenza con un quadro di inflazione ancora superiore all'obiettivo e con rischi legati soprattutto alla persistenza dello shock energetico. Riteniamo che la BCE continuerà a evitare una vera *forward guidance*, mantenendo l'approccio riunione per riunione e basato sui dati, con una comunicazione centrata sulla funzione di reazione: intensità e durata dello shock, sua trasmissione ai prezzi sottostanti, aspettative di inflazione, salari e tenuta della crescita. Con un occhio al bilancio dei rischi, che potrebbe giustificare anche rialzi precauzionali.

Research Department
Macroeconomic Research

I mercati hanno sempre interpretato la riunione del 22-23 luglio come una mera pausa nel ciclo di rialzi della Banca Centrale Europea. Il Consiglio direttivo aveva lasciato invariati i tre tassi ufficiali, ma le dichiarazioni successive e il resoconto della riunione pubblicato il 27 agosto avevano chiarito che un ulteriore rialzo sarebbe stato probabilmente necessario, a meno di un miglioramento significativo delle prospettive di inflazione: letteralmente, nel [resoconto](#) si legge che "era importante non dare l'impressione che la sospensione degli aumenti dei tassi nella riunione in corso significasse che si fosse giunti alla fine del ciclo di inasprimento monetario". Al tempo stesso, data l'incertezza dello scenario, il Consiglio aveva ritenuto opportuno non assumere impegni inderogabili, per preservare opzionalità nel caso in cui i dati su inflazione, energia e trasmissione dello shock fossero migliorati in modo convincente: "il Consiglio direttivo non si era già impegnato a procedere a un aumento dei tassi a settembre, per tenere conto della possibilità che le prospettive di inflazione a medio termine possano migliorare".

Luca Mezzomo
Economista

Le **dichiarazioni** successive di membri del Consiglio direttivo sono **nel complesso coerenti con l'aspettativa di mercato di un rialzo di 25 punti base il 10 settembre**. Esponenti più sensibili ai rischi inflazionistici, come Schnabel, Nagel, Kažimír e Radev, hanno enfatizzato la possibilità di effetti di seconda battuta e la necessità di intervenire se l'inflazione rischiasse di restare sopra il 2% troppo a lungo. Nel complesso, il baricentro della comunicazione resta dunque compatibile con un graduale rialzo, accompagnato dalla ormai usuale prudenza riguardo all'andamento futuro della politica monetaria: la BCE dovrebbe accompagnare la decisione con un'indicazione che ogni ulteriore mossa dipenderà dall'evoluzione delle nuove proiezioni, dai prezzi energetici e dall'evidenza di propagazione ai prezzi core e ai salari. **Non c'è un percorso predeterminato dei tassi ufficiali.**

Le nuove proiezioni BCE: *technical assumptions* e inflazione realizzata

D'altronde, i dati non hanno mostrato il miglioramento che sarebbe stato necessario per evitare il rialzo dei tassi. L'esercizio previsionale di giugno incorporava un profilo sfavorevole per l'energia, con inflazione headline attesa al 3,0% nel 2026, 2,3% nel 2027 e 2,0% nel 2028, e inflazione core al 2,5% nel 2026-27 e 2,2% nel 2028. Le ipotesi tecniche aggiornate a fine agosto puntano a una composizione diversa dello shock rispetto a giugno: i **prezzi del petrolio** risultano **più bassi** lungo gran parte dell'orizzonte rispetto alle ipotesi di giugno, **mentre il gas è decisamente più elevato** (dal 20 al 40% nel 2027), l'euro è più forte contro dollaro e in termini effettivi, e **le ipotesi sui tassi di mercato sono più alte su tutta la curva**.

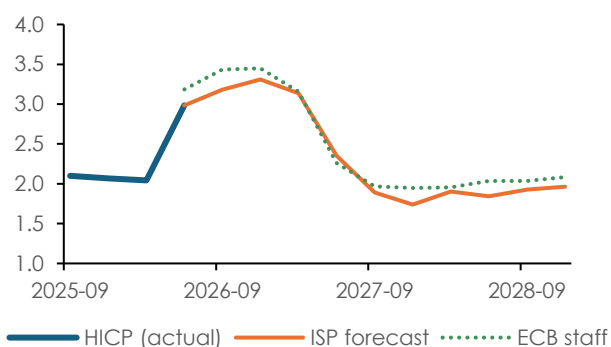
Nel breve termine, la più bassa traiettoria del petrolio e il cambio più forte tendono a ridurre la pressione sull'inflazione importata, mentre il gas molto più caro agisce in direzione opposta, con ripercussioni anche attraverso il prezzo dell'elettricità. Di contro, i tassi più elevati rendono il quadro meno favorevole per reddito reale e domanda, con effetti calmieranti sull'inflazione

sottostante di medio termine. Tuttavia, quest'ultimo aspetto viene mitigato dall'andamento migliore delle attese della crescita reale nel primo semestre e dai [segnali di tenuta dell'attività economica anche nel trimestre estivo](#). Verosimilmente le proiezioni di settembre manterranno un profilo di inflazione *headline* elevato, anche se è probabile una revisione al ribasso della parte a più breve termine.

I dati di inflazione pubblicati dopo la riunione di luglio migliorano il quadro di brevissimo termine.

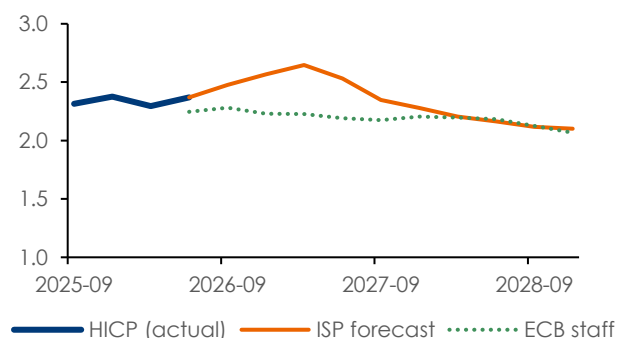
La [stima flash di agosto](#) segnala un aumento al 3,3% a/a, con *core inflation* al 2,4%, ma dopo due mesi di dati inferiori alle attese. Poiché le proiezioni di giugno indicavano un'accelerazione dell'inflazione *headline* fino al 3,4% nel terzo e quarto trimestre del 2026, i dati di luglio e agosto appaiono marginalmente più benigni rispetto al profilo atteso. Il dettaglio è più favorevole del previsto anche per la componente *core*, che in agosto risulta al 2,4%, leggermente sotto il 2,5% medio annuo previsto per il 2026; ciò suggerisce che, finora, lo shock resta dominato dall'energia e non mostra ancora una piena propagazione ai prezzi sottostanti.

Proiezioni di inflazione a confronto: lo scenario di breve termine è meglio del previsto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research e ECB Staff Macroeconomic Projections – June 2026.

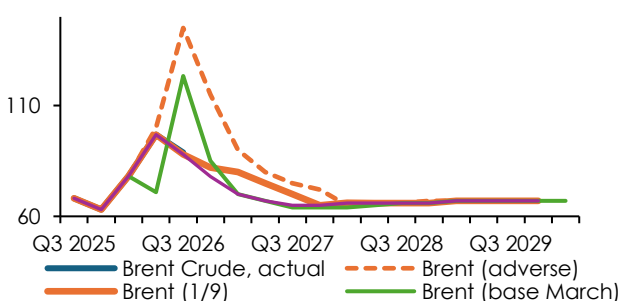
Proiezioni per l'inflazione core a confronto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research e ECB Staff Macroeconomic Projections – June 2026. Per la BCE, il grafico riporta le proiezioni dell'HICP Euro area - excluding food & energy; per le nostre proiezioni, l'indice esclude anche i tabacchi.

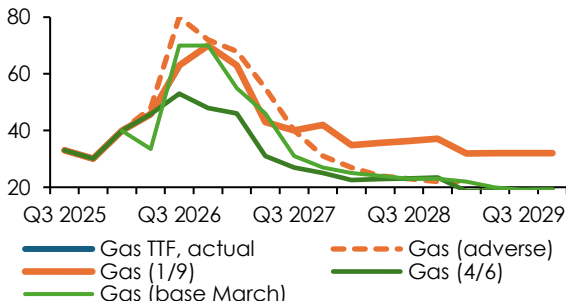
L'aspetto più negativo della nuova informazione ottenuta dal Consiglio direttivo nell'ultimo mese è l'evidenza che la crisi del Golfo è in stallo e che la normalizzazione del mercato energetico non sarà affatto rapida: la riduzione delle esportazioni di petrolio e gas dall'area potrebbe continuare ancora per mesi, mantenendo i prezzi energetici più elevati del previsto nel 2027.

Ci attendiamo ora una normalizzazione molto più lenta per il petrolio...



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research.

...ma soprattutto per il gas naturale, per il quale abbiamo rivisto anche lo scenario a 2-3 anni



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research.

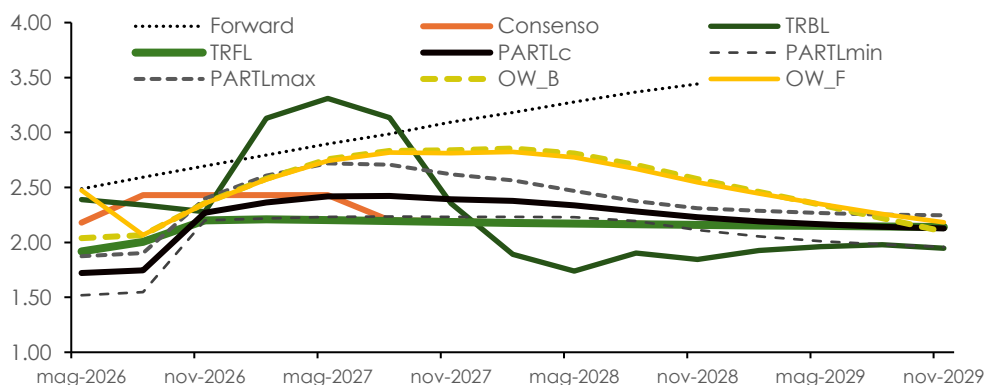
Il nostro scenario ipotizza ora una normalizzazione soltanto parziale del bilancio di mercato, risultante in prezzi del petrolio sopra gli \$80 nel primo semestre 2027 e prezzi del gas europeo che

non scendono sotto €40 neppure il prossimo anno. E la dinamica del gas si ripercuoterà anche sui prezzi dell'elettricità. **Un periodo più prolungato di tensioni energetiche potrebbe rendere più probabile quella propagazione degli effetti inflattivi che per ora non stiamo osservando.**

L'incertezza sui tempi della crisi continuerà a condizionare lo scenario di politica monetaria nei prossimi mesi

Nel nostro scenario base, la parziale normalizzazione dei prezzi energetici nel corso dei prossimi mesi previene una significativa propagazione dei rincari ai prezzi di beni e servizi non energetici, che non sono sostenuti da eccesso di domanda. La scarsa o nulla rilevanza dei fattori di domanda in questo episodio inflattivo è stata sottolineata anche in un articolo di [The ECB Blog](#). Toccato un picco di 2,6% nel primo trimestre 2027, l'inflazione core cala dal secondo trimestre 2027. In un contesto di crescita moderata e in linea con il potenziale, perciò, **la BCE non avrebbe motivo di proseguire la sua restrizione delle condizioni di finanziamento e il rialzo di settembre potrebbe rivelarsi l'ultimo del ciclo.**

Le previsioni centrali giustificano una modesta restrizione monetaria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research. Consenso: ECB Survey of Monetary Analysts; TRBL, TRFL: Taylor rules con parametri stimati sulla base del comportamento passato della BCE, rispettivamente con dati osservati e previsioni; PARTL: nuvola di Taylor rules parametriche (min, max e mediana); OW: regola tipo Orphanides-Wieland, rispettivamente alimentata con dati storici (B) o previsionali (F).

Allo stesso tempo, le incognite dello scenario sono tali che **sarebbe avventato escludere la possibilità di una terza mossa a 2,75%**. Questa è l'indicazione prevalente che viene dal portafoglio di regole di politica monetaria alimentate con le nostre proiezioni centrali o con le proiezioni di giugno dello staff BCE – regole che utilizziamo per guidare il processo previsivo. Le indicazioni fornite da tali modelli vanno prese con molta cautela per almeno tre ragioni:

- In primo luogo, c'è evidenza di diversi break strutturali (l'ultimo, molto recente, in occasione dello shock inflattivo del 2022, che rende poco affidabili le stime dei parametri). In particolare, **alcuni modelli tendevano a sottostimare il livello dei tassi ufficiali a fine 2025 – inizio 2026**, suggerendo livelli del DFR di 1,75% invece che di 2,00%.
- In secondo luogo, stiamo dando per scontato che le decisioni siano basate sulle previsioni centrali: tuttavia, come evidenzia il resoconto della riunione di luglio, **è possibile che il Consiglio direttivo decida un rialzo dei tassi ufficiali a titolo precauzionale**, allo scopo di prevenire il manifestarsi di scenari avversi¹.

¹ "Members emphasised again the value of the scenarios both in informing their decisions and for communication purposes [...] members recalled the Governing Council's important earlier debate on the distinction between a decision that was robust across scenarios and an "insurance hike". [...] While in June the appropriate decision had been to set interest rates in a manner that was robust in all scenarios, in other instances, 'insurance' considerations might be more at the forefront, for example to prevent a move towards more adverse scenarios. The recent resumption of hostilities in the Middle East

- Infine, **punti di arrivo più elevati sarebbero giustificati dal concretizzarsi di scenari avversi**, come un significativo peggioramento delle previsioni sul mercato energetico nel 2027 o un'improvvisa accelerazione del processo di propagazione dei rincari. Se pensiamo all'esperienza del 2021-22, la drastica revisione delle aspettative di politica monetaria è venuta anche dalla revisione dello scenario di inflazione nel corso del 2022 e non soltanto dalla mancata attuazione di rialzi dei tassi raccomandati dalle policy rules.

reminded members how uncertain the situation remained, which implied a possibility of the economy moving towards outcomes that might require monetary policy decisions not prescribed by the entire range of scenarios." [ECB, [*Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 22-23 July 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.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

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com**Macroeconomic Research**

Paolo Mamei (Responsabile)

paolo.mamei@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