

Macro Rapid Response

Per i tassi BCE lo scenario si fa ora più complesso

Nuovo rialzo di 25 punti base dei tassi ufficiali BCE, come previsto. Questa era l'ultima mossa facile della reazione al nuovo shock energetico: le prossime decisioni dipenderanno dall'evoluzione della crisi e dal manifestarsi di una propagazione degli effetti inflattivi che finora non si è quasi vista.

La Banca Centrale Europea ha annunciato un aumento di 25 punti base dei tre tassi ufficiali, che salgono rispettivamente a 2,50% (DFR), 2,65% (MRO rate) e 2,90% (MLF rate). La mossa conferma le aspettative di mercati e analisti.

Lo scenario previsionale vede una **revisione al rialzo dell'inflazione media annua prevista nel 2027** (2,5%, core: 2,6%) **e nel 2028** (2,1%, core 2,3%), mentre la media 2026 è invariata a 3,0% e 2,5% rispettivamente per indice generale e indice senza energia e alimentari. Le proiezioni di crescita sono aumentate per il 2026 (0,9%) e il 2027 (1,4%), mentre sono invariate per il 2028. I rischi sono giudicati al rialzo per l'inflazione, al ribasso per la crescita.

A causa del contesto di elevata incertezza, la BCE evita ancora una volta di impegnarsi a seguire un percorso predeterminato nel fissare i tassi di interesse: le decisioni continueranno a essere prese riunione per riunione sulla base dei dati, preoccupandosi soltanto che la funzione di reazione sia ben compresa dai mercati.

Poiché le proiezioni assumono come riferimento per l'andamento dei tassi a breve la curva del 19 agosto, con le sue proiezioni di settembre **lo staff BCE suggerisce che con un rialzo dei tassi ufficiali al 3% l'inflazione potrebbe finire marginalmente sopra l'obiettivo nello scenario base**, sotto l'obiettivo nello scenario favorevole e ben oltre l'obiettivo nello scenario severo. Senza spingere l'argomentazione troppo oltre, potrebbe esserci all'interno della BCE una propensione a ritenere ulteriori rialzi dei tassi ufficiali per 50pb potenzialmente opportuni anche nello scenario centrale. Nello scenario di più rapida normalizzazione del mercato energetico l'aumento scontato dal mercato risulterebbe eccessivo. Infine, sia nello scenario avverso, sia in quello severo probabilmente la BCE si sentirebbe obbligata a portare i tassi ancora più in alto rispetto a quanto scontato oggi dai mercati.

Indubbiamente, la persistenza dello shock energetico aumenta la probabilità che scattino sia la propagazione degli effetti inflattivi ai prezzi dei beni, sia eventuali effetti di seconda battuta. Il sistema produttivo potrebbe oggi essere meno sensibile alla volatilità del mercato energetico grazie a una più diffusa adozione di contratti a lungo termine e strumenti di copertura del rischio. Ma una crisi energetica protratta potrebbe rendere l'orizzonte delle coperture insufficiente, facendo alla fine scattare i meccanismi di trasmissione. A maggior ragione in un contesto di domanda resiliente, sebbene non vivace.

Riguardo ai tempi di eventuali nuovi rialzi, tre considerazioni:

- In primo luogo, diversamente da 2022 **la BCE** si è mossa proattivamente e la politica monetaria è già nella fascia alta di neutralità: **non ha bisogno di operare restrizioni aggressive** della politica monetaria per compensare ritardi di azione.
- In secondo luogo, **finora la propagazione dei rincari è stata inferiore alle attese** e serviranno prove di un cambio di scenario su tale fronte per giustificare nuovi rialzi.
- Terzo, **lo scenario energetico è molto volatile**: un'espansione superiore al previsto della produzione di greggio fuori dal Medio Oriente, o una ripresa più rapida delle attese dei flussi dal Golfo potrebbe ancora raffreddare le tensioni.

10 settembre 2026

Research Department

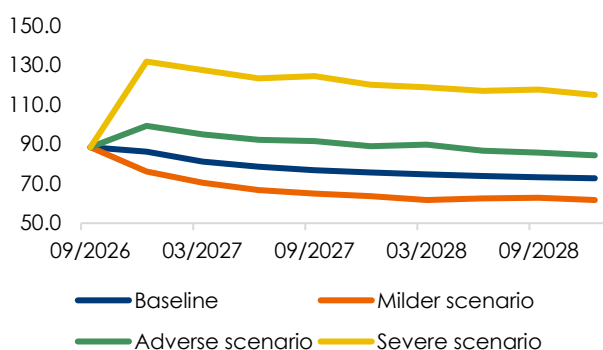
Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Per queste ragioni, a meno di un drastico deterioramento dei dati di inflazione, **riteniamo che il consiglio direttivo della BCE attenderà la revisione di dicembre 2026 delle proiezioni per considerare seriamente l'opzione di un nuovo rialzo**: una nuova mossa non dovrebbe arrivare prima del 17 dicembre. La riunione del 29 ottobre dovrebbe rivelarsi interlocutoria.

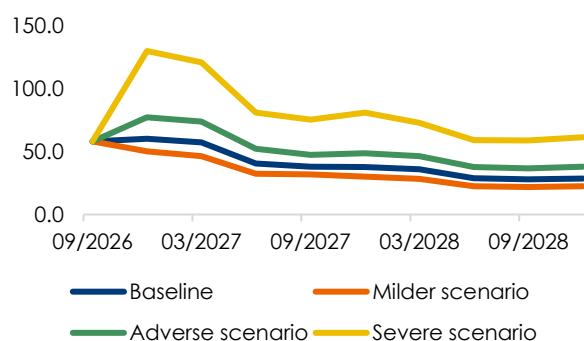
Per il momento, lasciamo immutato lo scenario base, che vede i tassi ufficiali stabili al livello raggiunto con la mossa odierna. D'altronde, le nostre proiezioni di inflazione sono oggi inferiori a quelle BCE e siamo meno preoccupati degli effetti di seconda battuta. Tuttavia, è evidente che i rischi sono del tutto unidirezionali e che quanto scontato da mercati (punto di arrivo a 3,00-3,25%, ai prezzi di oggi) non può essere considerato incoerente con la funzione di reazione BCE in tutti gli scenari possibili.

Scenari BCE per il prezzo del petrolio



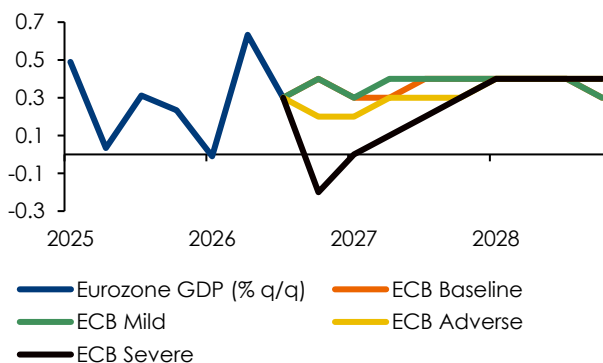
Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections, September 2026.

Scenari BCE per il prezzo del gas naturale



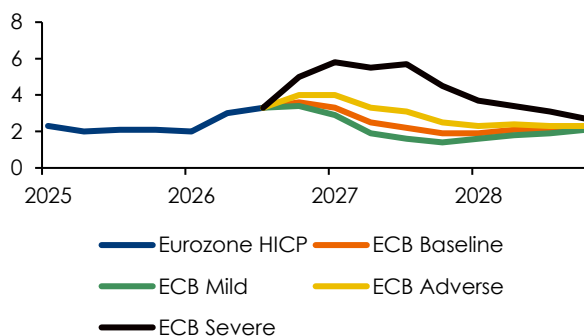
Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections, September 2026.

Scenari BCE: crescita del PIL (% a/a)



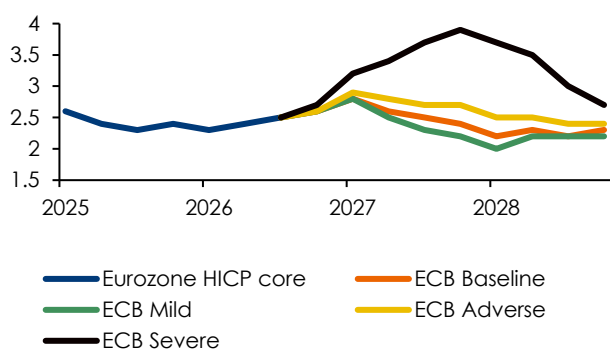
Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections, September 2026.

Scenari BCE: inflazione (% a/a)

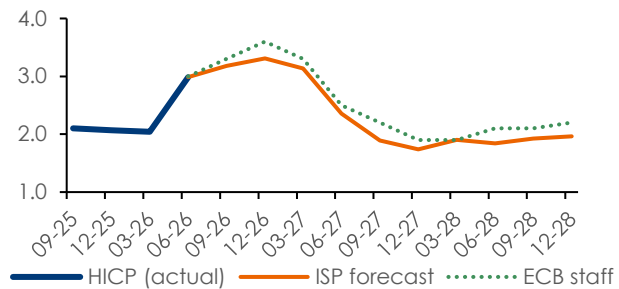


Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections, September 2026.

Scenari BCE: inflazione core (% a/a)



Inflazione: confronto con lo scenario base Intesa Sanpaolo



Fonte: ECB e proiezioni Intesa Sanpaolo – Research.

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