

Macro Rapid Response

BCE: tassi invariati, attesa per i possibili segnali sulle turbolenze di mercato

22 ottobre 2026

Non si prevedono variazioni dei tassi ufficiali alla prossima riunione di politica monetaria della BCE, ma Lagarde potrebbe segnalare che un rialzo è possibile a dicembre, a meno di sviluppi particolarmente favorevoli sul fronte dei prezzi. Riguardo alle turbolenze di mercato, riteniamo che la BCE si limiterà a ribadire la disponibilità del TPI, ma che dovrebbe valutare se iniziare ad attivarlo.

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Il resoconto della riunione della BCE del 9-10 settembre e i successivi interventi di Christine Lagarde hanno evidenziato che l'orientamento di politica monetaria resta caratterizzato da un moderato *tightening bias*, temperato, tuttavia, dalla dipendenza dai dati e dalla propensione alla gradualità. Per quanto riguarda la **decisione del 29/10, è probabile che i tassi restino invariati**. Da un lato, la persistenza della crisi energetica, con i prezzi del petrolio e del gas su livelli significativamente più elevati rispetto alle ipotesi di settembre (v. fig. 3), potrebbe giustificare una nuova stretta. Dall'altro, l'assenza di effetti di seconda battuta (fig. 4), il restringimento autonomo delle condizioni di finanziamento legato all'aumento dei tassi di mercato e dei premi per il rischio di credito e sovrano, nonché il peggioramento degli indici azionari, rendono meno pressante la necessità di intervenire sui tassi ufficiali.

L'analisi quantitativa del posizionamento del Consiglio direttivo, basata sulle dichiarazioni pubbliche, conferma questa valutazione generale: **il nostro indice di posizionamento (Fig. 1) si colloca attualmente al di sotto della soglia coerente con un rialzo dei tassi ufficiali (1,25 contro 1,50), sebbene di poco. Neppure i mercati ritengono probabile un rialzo immediato dei tassi**, evento al quale attribuiscono una probabilità implicita inferiore al 10% (fig. 2).

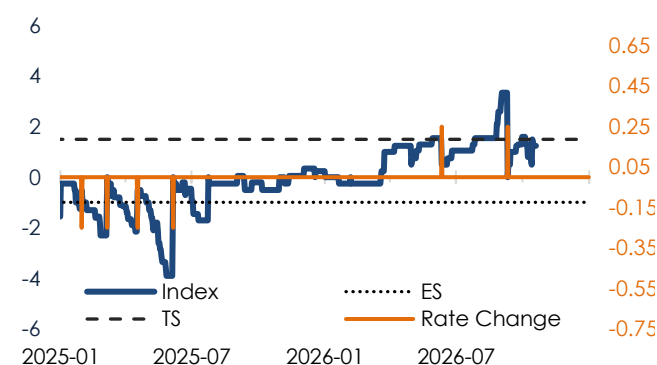
Il comunicato stampa ribadirà che **le decisioni future saranno prese riunione per riunione e sulla base dei dati**, richiamando i tre elementi della funzione di reazione: previsioni di inflazione, andamento dell'inflazione sottostante e trasmissione della politica monetaria. Per giustificare la pausa, Lagarde sottolineerà anche la rilevanza delle informazioni aggiuntive che arriveranno fra il 29 ottobre e il 17 dicembre, comprese le nuove proiezioni macroeconomiche dello staff e, forse, gli sviluppi sul fronte della politica internazionale. Ci aspettiamo anche cenni alla possibilità di nuovi rialzi dei tassi ufficiali: come la stessa Lagarde ha già affermato, lo shock energetico è troppo ampio e persistente per non assumere rilevanza ai fini della politica monetaria.

È probabile che i giornalisti presenti alla conferenza stampa chiedano chiarimenti sulle **misure che la BCE intende adottare per fronteggiare le turbolenze di mercato**. Il comunicato dovrebbe limitarsi a ribadire che tensioni ingiustificate e sufficientemente gravi da rischiare di compromettere l'ordinata trasmissione della politica monetaria potrebbero portare all'attivazione del TPI, misura di salvaguardia sempre richiamata nelle dichiarazioni di politica monetaria. Invece, **la presidente potrebbe sottolineare che il Consiglio è pronto ad agire con tutti gli strumenti a sua disposizione e che sta monitorando da vicino la situazione**.

Resta da capire se saranno fissati punti fermi riguardo a un'eventuale ripresa dei reinvestimenti del PEPP, opzione sulla quale una parte del mercato fa affidamento. In teoria, una semplice decisione del Consiglio direttivo sarebbe sufficiente a ripristinare i reinvestimenti delle scadenze del PEPP. La decisione dovrebbe, tuttavia, essere adeguatamente motivata e potrebbe non essere facile garantirne la coerenza con i paletti introdotti dalla sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea dell'11 dicembre 2018 (Weiss e altri, causa C-493/17), con particolare riferimento alla proporzionalità, al carattere temporaneo e condizionato dei programmi di acquisto e al divieto di finanziamento monetario degli Stati. Anche se i reinvestimenti delle scadenze non equivalgono ad acquisti netti, la loro ripresa estenderebbe comunque la vita di

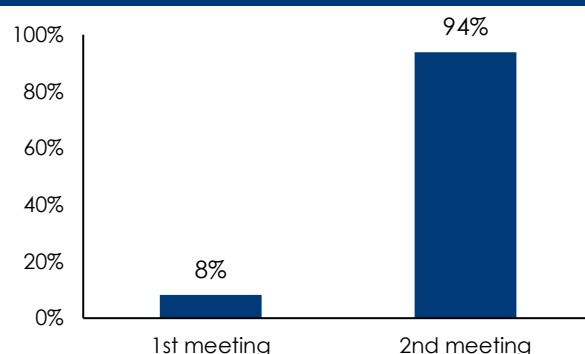
un programma strettamente legato a un evento specifico ormai superato, per di più in assenza di una necessità specifica, dato che esistono strumenti alternativi concepiti a tale scopo, come il TPI. **La risposta più ordinata e costruttiva alle tensioni** sarebbe, piuttosto, **l'attivazione del TPI** secondo le regole dello strumento. Tale scelta consentirebbe, al tempo stesso, di contenere gli effetti di contagio, garantire un repricing ordinato del rischio e di ribadire che non può essere offerto sostegno in assenza di politiche fiscali responsabili. Tuttavia, è tutt'altro che scontato che la volatilità di questi giorni sia già sufficiente a creare il consenso interno richiesto per l'attivazione, considerato che manca una concreta evidenza di compromissione del meccanismo di trasmissione anche nei paesi più colpiti.

Fig. 1 - Il nostro indice di posizionamento della BCE è ancora sotto la soglia coerente con un rialzo dei tassi ufficiali (sebbene di poco)



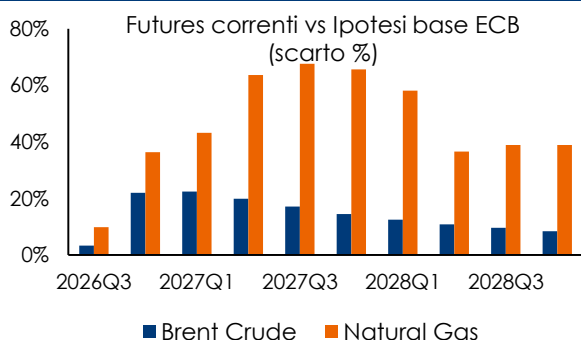
Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department.

Fig. 2 - I mercati attribuiscono una bassa probabilità a un rialzo dei tassi in ottobre, mentre se lo attendono in dicembre



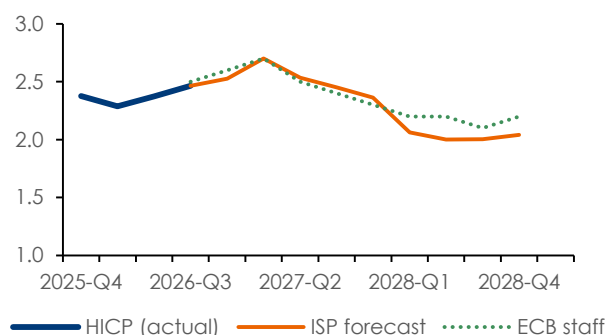
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department su dati LSEG Datastream del 21/10.

Fig. 3 - L'andamento corrente e prospettico dei prezzi energetici è drasticamente peggiorato rispetto a settembre



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department.

Fig. 4 - I prezzi di beni e servizi diversi da alimentari ed energia restano sotto controllo



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department, proiezioni ECB del settembre 2026 e dati Eurostat.

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)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Alessia Gavazzi
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com