

Macro Rapid Response

“Hawkish Hold”: la Banca del Giappone prepara la strada per un intervento a giugno

28 aprile 2026

La Banca del Giappone ha mantenuto il tasso di riferimento invariato allo 0,75%, ma le divisioni interne (con tre membri che hanno votato a favore di un aumento all'1,00%), l'ampia revisione al rialzo delle proiezioni di inflazione e la conferenza stampa in cui il Governatore Ueda ha esplicitamente segnalato il rischio di rimanere indietro rispetto alla curva configurano, a nostro avviso, la riunione odierna come la “pausa” più hawkish dell'intero ciclo. Riteniamo plausibile un rialzo dei tassi alla prossima riunione del 16 giugno, seguito verosimilmente da un nuovo intervento a dicembre.

Research Department

Macroeconomic Research

Le previsioni di aprile della Bank of Japan (BoJ) ridefiniscono la politica monetaria in direzione restrittiva, con le stime sull'inflazione riviste nettamente al rialzo e quelle sulla crescita moderatamente al ribasso. Il Comitato di politica monetaria ha rivisto al rialzo la previsione mediana del CPI core (al netto dei prodotti alimentari freschi) per l'anno fiscale 2026 (FY2026) di nove decimi (dall'1,9% al 2,8% a/a) e la proiezione del CPI “core-core” (al netto dei prodotti alimentari freschi e dell'energia) di quattro decimi (dal 2,2% al 2,6% a/a). Anche l'anno fiscale 2027 è stato rivisto al rialzo: il CPI core al 2,3% (dal 2% a/a) e l'indice “core-core” al 2,6% (dal 2,1% a/a). Le proiezioni di crescita sono state ridimensionate: la previsione per il PIL nell'anno fiscale 2026 è scesa allo 0,5% dall'1% precedente, con quella per l'anno fiscale 2027 in calo solo marginale a 0,7%. La BoJ prevede ora che l'inflazione sottostante raggiunga l'obiettivo del 2% “tra la seconda metà dell'anno fiscale 2026 e l'anno fiscale 2027”.

Riccardo Bellesia
Economista

Il dettaglio delle revisioni (con l'indice “Core-Core” rivisto al rialzo quasi quanto il Core) suggerisce che non si tratti più di uno shock solo energetico. Il Board sottolinea ora esplicitamente che “il comportamento delle imprese si è spostato maggiormente verso aumenti di salari e prezzi rispetto al periodo in cui le materie prime erano salite dopo l'invasione russa dell'Ucraina”: la BoJ non interpreta più il rialzo del greggio innescato dalla crisi mediorientale come un mero shock sulle ragioni di scambio, bensì come un catalizzatore che si innesta su un mercato del lavoro teso, un output gap positivo e imprese sempre più propense a trasferire i costi sui prezzi finali. Il bilancio dei rischi è stato ricalibrato di conseguenza: per il FY2026 i rischi sulla crescita sono orientati al ribasso, quelli sui prezzi decisamente al rialzo, e l'Outlook avverte che il Board “deve prestare la dovuta attenzione affinché non si materializzi il rischio di una significativa deviazione al rialzo dell'inflazione”. A nostro avviso, tale impostazione appare coerente con una banca centrale che sta preparando il terreno a una stretta, più che con un'istituzione che si limita a una pausa per via di uno shock esterno.

Le proiezioni della BoJ si collocano ora al di sopra del consenso di mercato sull'inflazione e al di sotto sulla crescita. Come mostrato in Fig.1, la divergenza più significativa riguarda il Core CPI per il FY2026: la BoJ si posiziona oltre mezzo punto percentuale sopra il consenso, mentre sulla crescita risulta moderatamente al di sotto del consenso: la mediana del Board vede l'inflazione mantenersi vicino al 3%, mentre il consenso si posiziona al 2,3%.

I 3 voti dissenzienti sono stati la sorpresa più hawkish della riunione, segnalando che il baricentro del Board si è spostato in direzione più restrittiva. A gennaio, solo Hajime Takata aveva votato a favore di un rialzo, in linea con la sua nota impostazione restrittiva. Ad aprile si sono aggiunti Naoki Tamura e Junko Nakagawa, che non aveva mai dissentito in precedenza. Quest'ultimo è particolarmente rilevante, poiché Nakagawa è generalmente considerata un membro centrista

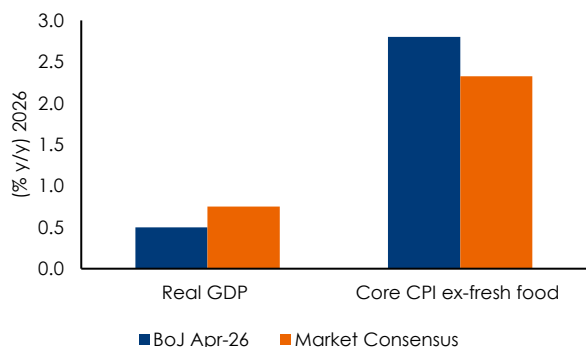
del Board. Il suo mandato è in scadenza il 29 giugno, sarà pertanto votante alla riunione del 15-16 giugno.

La conferenza stampa di Ueda ha rafforzato questa lettura: il Governatore ha dichiarato che occorre "prendere seriamente in considerazione" i tre voti contrari (pur aggiungendo che il resto del Board non ravvisa al momento la necessità di intervenire), e ha esplicitamente avvertito che la Banca intende evitare di trovarsi "dietro la curva". Ueda ha inoltre dichiarato che **un rialzo dei tassi è possibile a condizione che l'economia non subisca un rallentamento marcato**, lasciando così intendere che un moderato indebolimento del ciclo non sarebbe sufficiente a precludere tale mossa. Il Governatore ha infine osservato che la BoJ si trova **"nel mezzo" del processo di riconduzione dei tassi al livello neutrale**.

Il Governatore Ueda ha mantenuto un tono misurato, ma la sostanza, e le sue implicazioni, appaiono più hawkish. Ueda ha giustificato la decisione di mantenere i tassi invariati richiamando l'incertezza legata al contesto mediorientale, mantenendo quindi un orientamento verso rialzi dei tassi, ma è risultato deliberatamente vago sul timing ("non abbiamo un'idea predefinita su quanti mese dovremo aspettare"). I movimenti odierni dello yen, che prima si è apprezzato sulla notizia dei dissensi e poi si è progressivamente indebolito nel corso della conferenza-stampa, potrebbero riflettere un certo scetticismo del mercato circa la tolleranza politica a una stretta monetaria sotto l'amministrazione Takaichi.

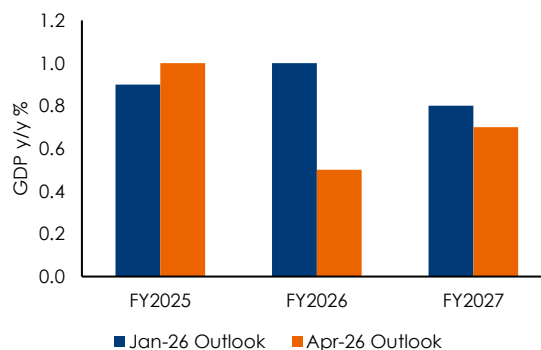
Ci attendiamo un rialzo dei tassi a giugno e un secondo intervento a dicembre (il pricing di mercato sembra progressivamente convergere verso lo stesso scenario). I mercati OIS prezzano attualmente una probabilità di circa il 50% di un rialzo di 25pb il 16 giugno, che sale all'84% circa entro ottobre, con il tasso di policy implicito prossimo all'1,18% in vista della riunione di dicembre, un livello che implica un'elevata probabilità di un secondo rialzo entro fine anno. Si tratta di un chiaro anticipo rispetto al posizionamento pre-meeting, quando luglio era considerato il momento più probabile per il primo rialzo. A nostro avviso, alla luce degli elementi emersi oggi, giugno rappresenta ora una finestra plausibile. Manteniamo tuttavia la nostra view condizionata all'assenza di una nuova escalation in Medio Oriente e di forti pressioni politiche da parte del governo Takaichi. Ci attendiamo dunque un rialzo a giugno seguito da un secondo intervento a dicembre 2026. I rischi sono in entrambe le direzioni: una nuova escalation in Medio Oriente in grado di compromettere ulteriormente la crescita richiederebbe prudenza e potrebbe orientare la BoJ verso un mantenimento dei tassi, mentre un pass-through più rapido del costo dell'energia sui servizi core potrebbe rendere opportuno anticipare il secondo rialzo a ottobre.

Fig. 1 – La BoJ si attende ora un'inflazione significativamente più elevata, e una crescita più contenuta, rispetto al consenso di mercato



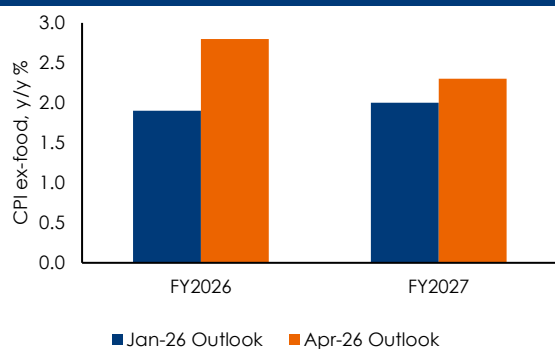
Fonte: Bloomberg, Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Le previsioni della Bank of Japan sul PIL 2026 si sono dimezzate tra gennaio e aprile



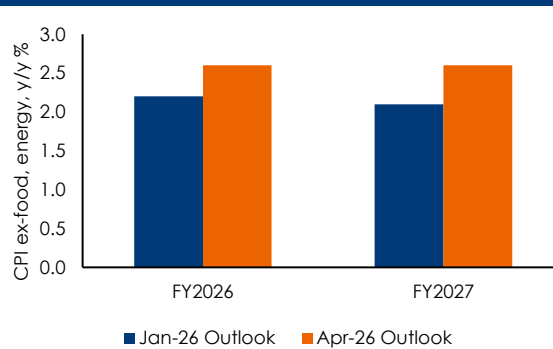
Fonte: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – I rischi sull'inflazione sono orientati al rialzo per via dei prezzi dell'energia



Fonte: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Anche al netto dell'energia, l'inflazione di fondo è attesa in aumento quest'anno e il prossimo



Fonte: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

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
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
