

Focus Giappone

**BoJ Preview: la riunione di giugno è un ulteriore passo verso la normalizzazione dei tassi**

11 giugno 2026

Research Department

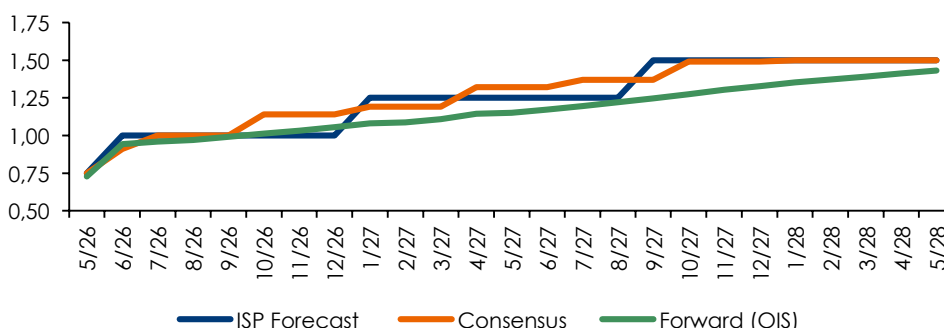
Macroeconomic Research

Riccardo Bellesia  
Economista

Ci attendiamo che la Banca del Giappone (BoJ) alzi il tasso di riferimento di 25pb all'1,0% nella riunione del 15-16 giugno, un ulteriore passo verso la "normalizzazione" dei tassi. La decisione è motivata da un'inflazione sottostante superiore all'1,4% "ufficiale". L'economia si è finora dimostrata relativamente resiliente, anche se ci aspettiamo un rallentamento nel secondo semestre. La banca centrale potrebbe anche decidere di rallentare il ritmo di riduzione degli acquisti di titoli; con i rendimenti a lungo termine vicini ai massimi pluridecennali, il mercato appare in grado di assorbire un percorso graduale verso un tasso neutrale intorno all'1,5%.

- **L'economia affronta lo shock energetico da una posizione di relativa solidità, ma dovrebbe rallentare nella seconda metà del 2026.** La crescita si è mantenuta allo 0,5% t/t nel primo trimestre e la produzione industriale ha retto fino ad aprile, sostenuta dal ciclo globale dell'intelligenza artificiale, dei semiconduttori e da un'anticipazione degli ordini, finalizzata all'accumulo di scorte. Il rischio principale è esterno, non domestico: poiché il Giappone importa quasi tutto il greggio dal Medio Oriente, un'interruzione più profonda o prolungata si trasmetterebbe attraverso le ragioni di scambio e peserebbe sulla crescita.
- **L'inflazione headline è scesa all'1,4%, ma la debolezza è in larga parte riconducibile alle misure di policy:** i sussidi all'energia, le misure di gratuità dell'istruzione e l'effetto base del riso, dopo il rincaro di quasi il 100% di un anno fa, stanno mascherando la tendenza nei numeri. Al netto di questi fattori istituzionali, gli indicatori della stessa banca collocano la componente core vicino al 2,8%, con i prezzi alla produzione su un massimo di 38 mesi e gran parte del paniere ancora in aumento. I fattori di compressione sono temporanei e, al loro venir meno, la l'inflazione dovrebbe aumentare. La banca, a nostro avviso, alzerebbe i tassi in una flessione indotta dalle misure di policy, non in una fase di inflazione calante.
- **Ci attendiamo un rialzo di 25pb all'1,0% in giugno e un percorso graduale in seguito,** fino all'1,25% all'inizio del 2027 e all'1,50% a fine anno, con l'1,5% come nostra stima del tasso neutrale. La banca ha segnalato che attribuirà ai rischi al rialzo sui prezzi un peso maggiore rispetto all'impatto sulla crescita: un eventuale slittamento a luglio rifletterebbe quindi l'incertezza sullo shock.

La normalizzazione dei tassi dovrebbe essere graduale e potrebbe stabilizzarsi nel 2028



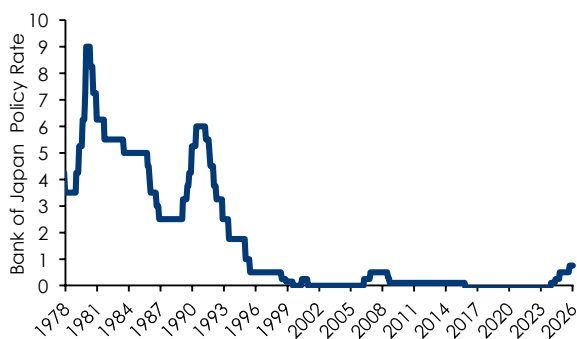
Source: LSEG; Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

## BoJ verso un ciclo di normalizzazione con la riunione di giugno

**Ci attendiamo che la Banca del Giappone (BoJ) prosegua la graduale normalizzazione della politica monetaria, con un rialzo dello 0,25% nella riunione del 15-16 giugno.** La riunione di aprile ne ha preparato il terreno: il mantenimento del tasso a 0,75% è stato deciso con un voto di 6 a 3 (era 8 a 1 a marzo), il più diviso del mandato di Ueda, con i membri del Board Takata, Tamura e Nakagawa a favore di un rialzo immediato. Il governatore Ueda, ricoverato fino a luglio, non parteciperà né voterà, lasciando otto membri a decidere; la sua assenza non dovrebbe modificare l'esito, poiché non è il membro più restrittivo del Board e una maggioranza dovrebbe già essere a favore del rialzo. Il primo vicesegretario Himino presiederà la riunione, e il secondo vice Uchida la conferenza stampa. Questo cambiamento nell'arco di 45 giorni suggerisce che il dibattito si stia spostando dal "se" alzare i tassi al "quando". L'aggiornato Outlook economico e sui prezzi di aprile è andato nella stessa direzione, delineando un profilo di inflazione più alta e crescita più bassa: il CPI core (che esclude alimentari freschi) è stato rivisto al rialzo al 2,75% (dall'1,9% dell'Outlook di gennaio) e il core-core (al netto di alimentari freschi ed energia) al 2,6% (dal 2,2%) per il 2026, a fronte di una crescita limata allo 0,5% (dall'1,0%). Il dato core-core è il più indicativo, poiché implica aumenti dei prezzi superiori al 2% per due anni una volta esclusi energia e alimentari. Lo staff ha inoltre portato l'output gap in territorio positivo e alzato la crescita potenziale allo 0,5-1,0%, in quanto l'ampliamento del gap costituisce la base, dal lato della domanda, di aspettative di inflazione "in graduale risalita verso il 2%". **Allo stesso modo, la banca ha enfatizzato i rischi in un modo compatibile con un rialzo dei tassi:** l'Outlook ha menzionato per la prima volta una spirale salari-prezzi e la Summary of Opinions ha avvertito che le condizioni "potrebbero essere più esposte a effetti di secondo impatto rispetto agli shock petroliferi del passato". Le dichiarazioni di Ueda di giugno alla riunione Kisaragi-kai hanno irrigidito tale posizione: il governatore ha ribadito che i tassi reali restano "significativamente bassi" e che l'inflazione di fondo è "in avvicinamento al 2%", segnalando che la banca non guarderà oltre l'attuale shock di offerta, giudicato più capace dei precedenti di alimentare effetti di secondo impatto, e sottolineando che occorre maggiore vigilanza verso una deviazione al rialzo dell'inflazione piuttosto che verso l'impatto sulla crescita.

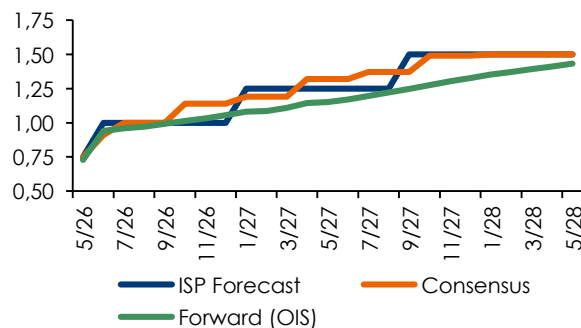
**Il vero fattore di oscillazione tra giugno e luglio è la profondità dello shock energetico, non il tasso di crescita del PIL.** Un rialzo di 25pb all'1% in giugno, il livello più alto dal 1995, è ormai ampiamente scontato e le recenti dichiarazioni di Ueda lo hanno di fatto sancito; il rischio residuo di uno slittamento a luglio è legato a una brusca escalation del conflitto in Medio Oriente, sufficientemente severa da indurre il Board a una pausa di natura prudenziale. Luglio offrirebbe allora una lettura più completa dello shock, accompagnata da un aggiornamento dell'Outlook economico e sui prezzi.

**Fig. 1 – Il tasso di riferimento della Banca del Giappone è il più alto da due decenni**

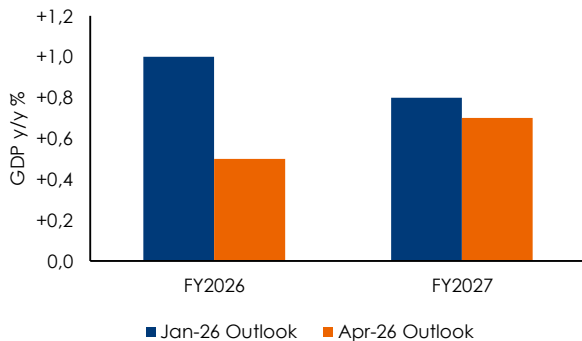


Source: LSEG; Intesa Sanpaolo

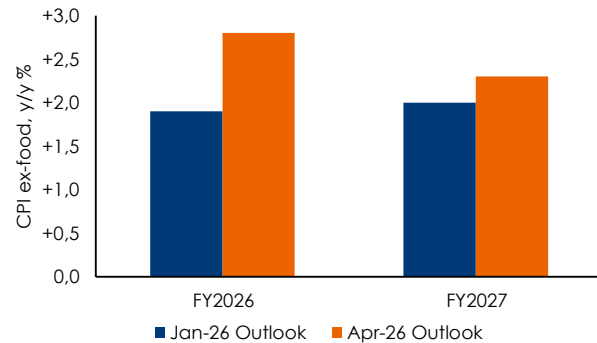
**Fig. 2 – La normalizzazione dei tassi dovrebbe essere graduale e potrebbe stabilizzarsi nel 2028**



Source: LSEG; Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – Le previsioni della BoJ di aprile implicano una crescita del PIL più bassa**

Source: BoJ; Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – La BoJ si attende un'inflazione significativamente più alta quest'anno e il prossimo**

Source: BoJ; Intesa Sanpaolo

**L'inflazione headline si è raffreddata all'1,4%, ma il rallentamento è in larga parte riconducibile alle misure governative;** il dato di aprile è apparso debole: il CPI headline è sceso all'1,4% a/a (dall'1,5% di marzo e dal 3,6% di un anno prima), il core al netto degli alimentari freschi si è attenuato all'1,4% (dall'1,8%) e il core-core è calato all'1,9% (dal 2,4%), tutti leggermente al di sotto del consenso. Il rallentamento è tuttavia trainato da una effetti di policy o una tantum, non da un'ampia perdita di slancio. **Sul versante opposto, i prezzi alla produzione sono in forte aumento:** l'inflazione dei prezzi alla produzione ha toccato in maggio un massimo di 38 mesi al 6,3% a/a (dal 5,3% rivisto di aprile), trainata da petrolio, prodotti chimici e altri beni legati all'energia, con il rincaro del greggio che si è trasferito lungo la catena.

**I dati di inflazione sono deboli per via delle misure governative, ma sotto la superficie la pressione è in aumento**

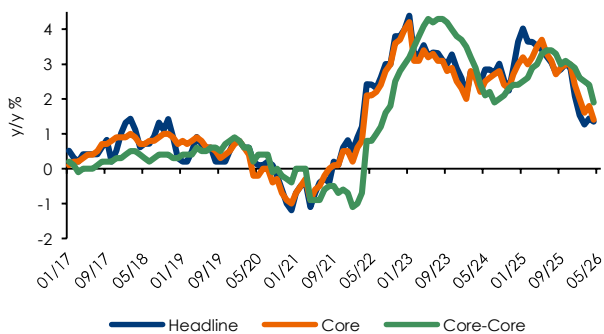
**Il dettaglio delle componenti di fondo indica un dato headline compresso, poiché i contributi negativi sono quasi tutti effetti di policy o di base:** In Aprile l'elettricità ha registrato -2,6% a/a (da +13,5% un anno prima) e il gas -3,4% (da +4,4%), entrambi spinti in territorio negativo dai sussidi; l'istruzione è a -6,1% per via della gratuità delle mense scolastiche e dei tagli alle rette; i cereali sono scesi da +7,3% a +1,2% con l'uscita dal confronto del rincaro di quasi il 100% del riso dello scorso anno. **Una volta esclusi questi fattori una tantum o indotti, gran parte del paniere è ancora in aumento:** gli alimentari trasformati oltre il 4% (carni +4,4%, piatti pronti +4,8%, bevande oltre il 9%), le comunicazioni +7,4% (da appena +1%) e le voci discrezionali per lo più in rialzo.

**Gli indicatori della stessa banca confermano questa lettura.** Gli "Indicatori per il CPI core" della Banca del Giappone, ovvero la serie che esclude i fattori istituzionali - sussidi all'energia, misure di gratuità dell'istruzione e simili - mostrano un core in aumento del 2,8% in aprile e un core-core vicino al 2,2%, ben al di sopra dei dati pubblicati; secondo gli indicatori della banca, la politica fiscale sta nascondendo quasi 1,5 pp di inflazione. **La tendenza di fondo è dunque chiaramente superiore all'1,4% del dato headline, e ben oltre il 2% una volta depurata dalle misure di policy,** pur risultando ampia più che surriscaldata.

**Tale divario è tenuto aperto dai sussidi all'energia, che sono stati rafforzati anziché ritirati, ma gran parte dei fattori di compressione è temporanea.** Da metà marzo il Governo ha fissato un tetto ai prezzi alla pompa intorno ai 170 yen al litro e il 26 maggio ha approvato ulteriori 513,5 miliardi di yen dalla riserva per l'anno fiscale 2026 per subsidiare elettricità e gas delle famiglie tra luglio e settembre; il sostegno cumulato alle utenze dal 2023 si avvicina ai 5.600 miliardi di yen (circa lo 0,9% del PIL) ed è stimato sottrarre circa 0,7 punti all'inflazione headline. **Il CPI di Tokyo di maggio illustra la stessa dinamica:** il dato headline si è attenuato all'1,4% (dall'1,5%), il core a un minimo di quattro anni dell'1,3% e il core-core a un minimo di due anni dell'1,6%, ma il rallentamento si è concentrato in voci una tantum e specifiche di Tokyo, soprattutto un taglio delle tariffe idriche che non si trasferirà al dato nazionale, oltre alla base del riso, al tetto sui carburanti e alla riduzione delle rette scolastiche. Per questo riteniamo che, una volta rimosse tali

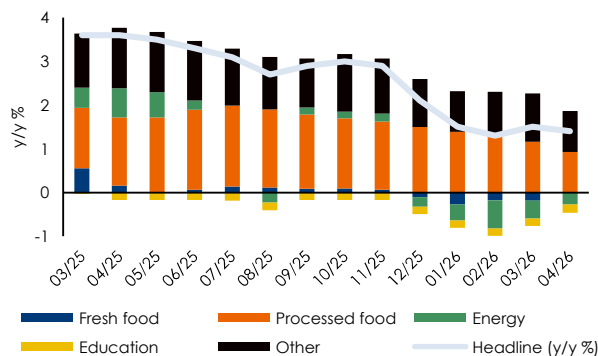
misure, l'inflazione headline risulterebbe quasi un punto percentuale più alta qualora i prezzi dell'energia si mantenessero su livelli elevati. **Nel nostro scenario di base, l'inflazione headline dovrebbe collocarsi intorno al 2,4% nel 2026 e al 2,2% nel 2027**, sostanzialmente in linea con la proiezione della banca centrale di un'inflazione sopra l'obiettivo fino all'anno fiscale 2027: la BoJ, quindi, non alzerebbe i tassi in una fase di inflazione calante, bensì in una flessione temporanea, indotta dalle misure di policy.

**Fig. 5 – Gli indicatori di inflazione sono calati solo temporaneamente**



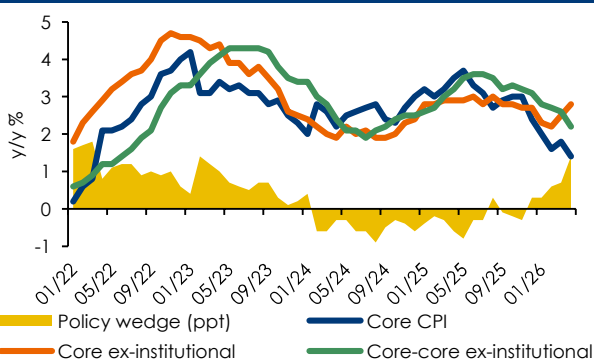
Source: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – La decelerazione è dovuta soprattutto a fattori temporanei legati alle politiche del governo**



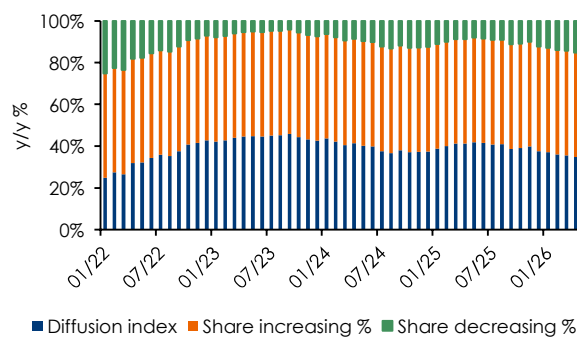
Source: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 – Le misure istituzionali stanno comprimendo il CPI headline**



Source: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 – Gli aumenti di prezzo restano diffusi, anche mentre il dato headline si raffredda**



Source: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

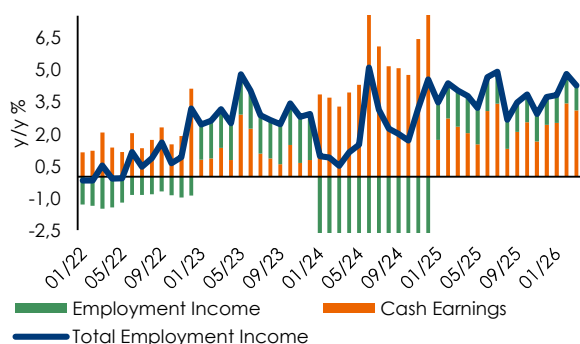
**La crescita salariale giapponese si è spostata verso l'alto in modo deciso e costante.** Le retribuzioni contrattuali (ossia le retribuzioni regolari e contrattuali, al netto dei bonus volatili) si sono mantenute stabili al 3,4% in aprile, dal 2,1% di un anno prima, la crescita più robusta della componente di base in oltre tre decenni. Con il terzo anno consecutivo di rinnovi annuali contrattuali Shuntō superiori al 5% e un mercato del lavoro eccezionalmente teso, questo ritmo sta diventando la norma più che un episodio isolato. L'obiettivo del 2% della Banca del Giappone è quindi sempre più sostenuto da un ciclo salariale che si autoalimenta, la condizione che Ueda ha posto per proseguire la normalizzazione.

**Questi salari più elevati rappresentano un costo crescente per le imprese e iniziano a spingere i prezzi di produzione interna.** Poiché le retribuzioni crescono ben più della produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto è in salita e, nei servizi ad alta intensità di lavoro, tali costi si trasferiscono direttamente sui prezzi. Le imprese prevedono di continuare ad aumentare i prezzi, il che dovrebbe sostenere la tendenza dell'inflazione. **Nell'indagine Tankan del primo trimestre 2026 le imprese si attendono un aumento dei prezzi degli input di circa il 2,4% e pianificano di**

**In Giappone la crescita salariale continua a procedere a ritmo sostenuto**

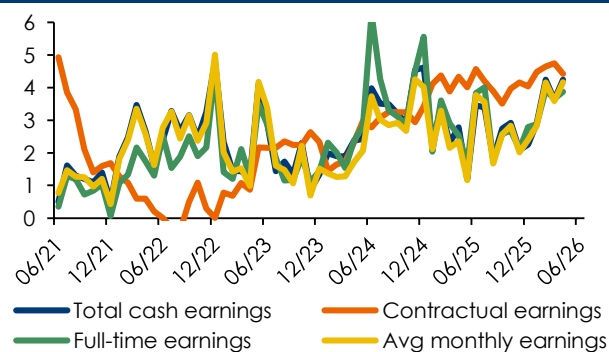
**alzare i propri prezzi di vendita di circa il 2,8%**, segnalando un pass-through ancora in atto; le indagini di marzo hanno mostrato un rafforzamento di tali attese di pari passo con il rincaro dei costi di importazione ed energetici. La Banca legge la situazione in modo analogo: **nell'Outlook di aprile ha giudicato che la pressione al rialzo su salari e prezzi è diventata più intensa di quanto implichi l'output gap e ha segnalato per la prima volta il rischio di una spirale salari-prezzi**. Nel complesso, l'ampliamento della crescita salariale e le intenzioni di prezzo delle imprese indicano una pressione inflazionistica in costruzione al di sotto del dato headline compresso dai sussidi, **a sostegno della nostra ipotesi di una normalizzazione della BoJ verso un plateau dell'1,5%**.

**Fig. 9 – Il reddito da lavoro delle famiglie cresce con vigore**



Source: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

**Fig. 10 – La dinamica retributiva è ancora in salita**



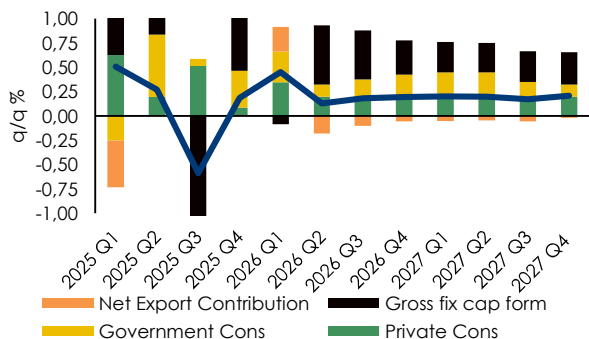
Source: Bank of Japan, Intesa Sanpaolo

**L'economia affronta lo shock energetico da una posizione di forza ma, nonostante una notevole resilienza, rallenterà nei prossimi mesi.** La crescita ha raggiunto lo 0,5% t/t nel primo trimestre del 2026, il ritmo più rapido in sei trimestri, e la produzione industriale ha sorpreso al rialzo in aprile (+0,8% m/m contro il -0,9% atteso). Parte di questa resilienza appare duratura, con la produzione di macchinari ed elettronica sostenuta dal ciclo globale dell'intelligenza artificiale e dei semiconduttori; un'altra parte, tuttavia, sembra più temporanea e riflette l'anticipo della produzione industriale in vista delle temute interruzioni delle forniture, fenomeno che tende a spostare in avanti l'attività più che ad aggiungervi. Al tempo stesso, lo shock è già visibile nei settori a maggiore intensità energetica, dove la produzione di prodotti petroliferi e chimici è calata bruscamente. Nel complesso, l'economia appare in rallentamento più che in stallo: nel nostro scenario di base, **con l'esaurirsi dell'anticipo produttivo e il trasferirsi dello shock sulle ragioni di scambio, la crescita si attenua allo 0,6% quest'anno e allo 0,8% nel 2027, anche se molto dipenderà dalla persistenza dello shock energetico**.

**Il rischio principale per la BoJ risiede nello shock esterno, più che nell'economia domestica.** Il Giappone importa quasi tutta la propria energia, in gran parte dal Medio Oriente - una dipendenza che si è amplificata fino a circa il 96% del greggio, dal 78% - sicché ogni ulteriore escalation si trasferirebbe rapidamente attraverso le ragioni di scambio, drenando reddito nazionale e comprimendo sia i profitti delle imprese sia il potere d'acquisto delle famiglie. Il pericolo è asimmetrico: un greggio vicino ai 120 dollari al barile per il resto dell'anno costerebbe all'incirca mezzo punto di crescita in questo anno fiscale, mentre un'interruzione più grave, con il petrolio vicino ai 150 dollari e le forniture mediorientali attraverso lo stretto di Hormuz ridotte, potrebbe costare circa due punti e spingere il Giappone in una vera e propria contrazione, sia direttamente sia attraverso la minore domanda dei partner commerciali asiatici. Qualora tale scenario si materializzasse, ci aspettiamo che il quadro si sposterebbe verso un mantenimento più che verso un rialzo, poiché il Board ha segnalato che manterrebbe la politica accomodante anziché inasprirla in presenza di uno shock energetico esterno prolungato.

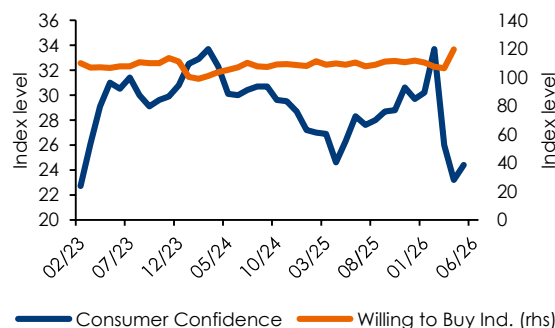
**Solidità all'ingresso dello shock, ma l'energia è il rischio al ribasso**

**Fig. 13 – La crescita del PIL rallenta ma resterà a galla quest'anno**



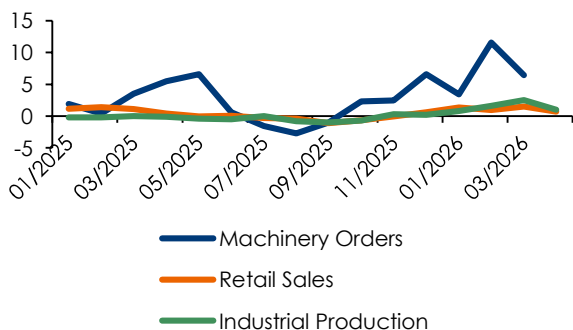
Source: BoJ, LSEG, Intesa Sanpaolo

**Fig. 14 – Il morale dei consumatori è diventato negativo**



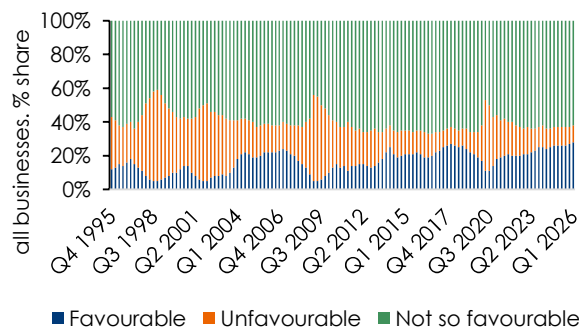
Source: BoJ, LSEG, Intesa Sanpaolo

**Fig. 15 – I dati reali hanno tenuto all'ingresso dello shock: ordini, vendite e produzione erano tutti in rafforzamento anche grazie all'accumulo di scorte**



Source: LSEG, Intesa Sanpaolo

**Fig. 16 – La fiducia delle imprese sembra reggere moderatamente all'ingresso dello shock**



Source: LSEG, Fathom Consulting, Intesa Sanpaolo

**Le conseguenze di mercato di un graduale rialzo dei tassi dovrebbero essere gestibili, e parte dell'aggiustamento è già in corso autonomamente.** Il JGB decennale è salito bruscamente intorno al 2,7% in maggio, il livello più alto da due decenni, ma il movimento non è né disordinato né puramente domestico: in parte rispecchia il rialzo globale dei rendimenti obbligazionari, in parte riflette la riduzione del bilancio della stessa banca centrale, che si sta ritirando dal mercato. I tassi a lungo termine si stanno quindi già normalizzando, in parte in anticipo e in parte indipendentemente dalla decisione di giugno. Un rialzo della BoJ potrebbe inoltre favorire un certo apprezzamento dello yen. La sua debolezza, intorno ai 160, è dovuta assai più allo shock sulle ragioni di scambio che al tasso di riferimento, al quale è diventato relativamente insensibile al margine. Tale distinzione è rilevante in prospettiva: con il rientro dello shock energetico e il recupero delle ragioni di scambio, e con il restringersi del differenziale di tasso con gli Stati Uniti grazie alla normalizzazione, il bilancio dei rischi per lo yen si sposta verso l'apprezzamento più che verso un'ulteriore debolezza.

**Il mercato si attende, e può assorbire, una normalizzazione della politica monetaria**

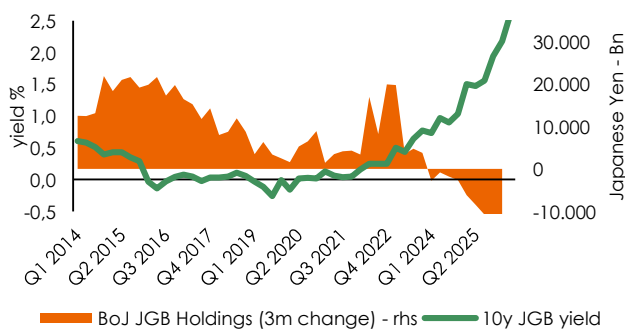
**La riunione di giugno è anche la sede in cui la banca conduce la revisione intermedia del piano di riduzione degli acquisti di titoli** e, per il tratto a lunga scadenza, tale decisione conta quanto quella sul tasso. Gli acquisti mensili di JGB sono già scesi da circa 5.700 miliardi di yen all'inizio del 2024 a circa 2.700 miliardi di yen in questo trimestre, e il piano in vigore prevede di ridurli di 200 miliardi di yen per trimestre fino a circa 2.100 miliardi di yen entro l'inizio del 2027. Riteniamo tuttavia che, alla luce delle prospettive sui tassi, la banca possa propendere per un rallentamento o una sospensione della fase di riduzione, nel timore di accentuare le tensioni sul tratto a lunghissima scadenza. Tuttavia, il bilancio si contrae in ogni caso: i rimborsi sono di entità

tale da far calare le consistenze in misura significativa a prescindere dal ritmo della riduzione, sicché il run-off procede in larga parte automaticamente. Infine, **un rallentamento del ritmo di riduzione del bilancio sarebbe accolto con favore dal primo ministro Sanae Takaichi, sostenitrice di una BoJ più accomodante**, che ha lasciato intendere di poter tollerare rialzi dei tassi purché la banca non si mostri troppo aggressiva nella riduzione di holding di titoli di stato.

**Riteniamo che l'economia Giapponese sia ora in condizione di sostenere un tasso d'interesse più elevato.** La trasmissione appare già benigna: il credito bancario domestico cresce a un ritmo vicino al 6%, tra i più rapidi in oltre un decennio, con tassi più alti che sostengono i margini delle banche anziché comprimerli. **È per questo che ci attendiamo un rialzo di 25pb in giugno all'1,0%.** La Summary of Opinions della riunione di aprile propendeva già per un atteggiamento attendista, sicché un Policy Board ancora incapace di valutare la situazione a metà giugno potrebbe preferire l'Outlook aggiornato di luglio. L'eccezione è rappresentata da un'interruzione su vasta scala delle catene di approvvigionamento: in tal caso il Board ha segnalato che manterrebbe i tassi invariati, senza inasprire la politica in presenza di uno shock di domanda. Riteniamo che in Giappone possano tornare nei prossimi di 24 mesi a tassi reali positivi e che ciò, quale segno di un'economia finalmente uscita dalla deflazione, sia un indicatore di relativa salute e non di tensione.

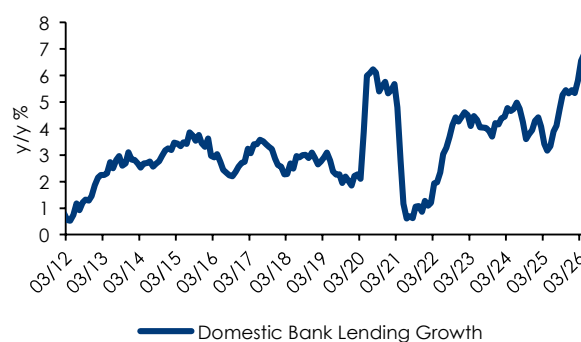
**Oltre giugno, ci attendiamo una normalizzazione graduale più che un ciclo aggressivo.** Il movimento di 25pb all'1,0% è pressoché acquisito, poiché la Banca ha segnalato che attribuirà ai rischi al rialzo sui prezzi un peso maggiore rispetto ai rischi al ribasso sulla crescita, anche con la questione mediorientale irrisolta. In seguito, ci attendiamo un ritmo di rialzi all'incirca semestrale: 1,25% nel primo trimestre del 2027 e 1,50% entro il quarto trimestre dello stesso anno. **Riteniamo che l'1,5% rappresenti una stima appropriata del tasso neutrale** e che l'asticella per andare oltre sia elevata.

**Fig. 18 – L'allentamento delle consistenze di attività della BoJ è uno dei fattori chiave alla base del rialzo dei rendimenti dei JGB**



Source: LSEG, BoJ, Intesa Sanpaolo

**Fig. 19 – La crescita del credito resta solida e segnala una tolleranza a tassi più elevati**



Source: BoJ, 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.intesaspa.com](http://www.imi.intesaspa.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com