

Macro Rapid Response

La BoJ alza i tassi in linea con le attese, ma resta cauta sul ritmo dei prossimi rialzi

16 giugno 2026

La Bank of Japan (BoJ) ha alzato oggi il tasso obiettivo di 25 punti base, all'1,00%. Si tratta di una mossa ampiamente attesa, che porta il tasso al livello più alto dal 1995 e rappresenta un ulteriore passo verso la normalizzazione della politica monetaria. La decisione non ha riservato sorprese; l'elemento di rilievo sta in una più netta attenzione ai rischi inflazionistici, insieme a una deliberata sospensione del tapering del programma di acquisto di titoli; la conferenza stampa ha confermato la direzione delle mosse future, senza alcun pre-commitment. Manteniamo la nostra previsione di una salita graduale dei tassi verso un livello neutrale intorno all'1,5%. Ci attendiamo il prossimo aumento di 25 pb tra novembre 2026 e gennaio 2027.

Research Department

Macroeconomic Research

La decisione di alzare i tassi è stata approvata con una maggioranza di 7 a 1. Toichiro Asada, nominato di recente dal Primo Ministro Takaichi e membro più accomodante del Consiglio, è stato l'unico a opporsi alla mossa, votando a favore di tassi invariati nella convinzione che la crisi in Medio Oriente possa rappresentare un rischio maggiore su crescita e occupazione che non sull'inflazione. Anche la decisione in merito al programma di acquisto di titoli è stata presa con un voto di 7 a 1 (il falco Tamura si è espresso a favore di una riduzione più rapida del bilancio).

Riccardo Bellesia
Economista

Lo spostamento nella composizione del Consiglio è un segnale che va letto in entrambe le direzioni. Ad aprile tre membri dissenzienti si erano espressi a favore di un rialzo; oggi quegli stessi membri si sono invece collocati nella maggioranza, lasciando il fronte dovish in netta minoranza. **Riteniamo che il cambiamento nella composizione del Consiglio possa essere rilevante:** il mandato di Nakagawa scade questo mese e Sato, il secondo membro nominato da Takaichi, è destinato a subentrare, portando a due il blocco delle colombe, mentre i mandati dei due principali falchi scadranno nel 2027. La decisione è stata presa in assenza del Governatore Ueda, ricoverato in ospedale, con la presidenza affidata al Vicegovernatore Himino.

In rappresentanza del Governatore, il Vice Governatore Uchida ha mantenuto un tono misurato, confermando una linea più preoccupata sull'inflazione, pur evitando di impegnarsi su un ritmo o un punto di arrivo specifici dell'attuale ciclo. Ha affermato che *"i rischi al ribasso per l'economia giapponese si sono significativamente ridotti"*, pur osservando che gli aumenti dei prezzi si stanno ampliando e c'è il rischio che l'inflazione possa superare il target. Il messaggio più restrittivo ha riguardato la dinamica salariale: Uchida ha dichiarato che *"il meccanismo per cui stipendi e prezzi salgono di pari passo si sta consolidando"* e ha promesso di *"condurre la politica monetaria in modo da non restare indietro rispetto alla curva"*. Il Vice Governatore si è però mostrato cauto, descrivendo la stima del tasso di interesse neutrale come *"un intervallo molto ampio"* e accogliendo con favore l'accordo USA-Iran, pur riconoscendo che *"la normalizzazione della distribuzione del petrolio resta incerta"*.

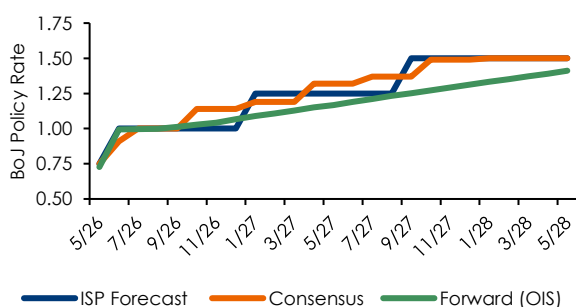
In merito ai giudizi su inflazione e crescita, il comunicato può essere letto come una riponderazione dei rischi più che come un cambiamento di impostazione complessiva. Il comunicato indica l'intenzione di continuare ad alzare il tasso di riferimento e **il wording sui rischi è più hawkish**, alla luce della rapida trasmissione dei rincari di petrolio e gas ai costi delle imprese, come testimoniato dal dato record sui prezzi alla produzione di maggio (6,3% a/a). Di conseguenza, **il Consiglio sottolinea il rischio che l'inflazione di fondo superi il target.** La funzione di reazione si è chiaramente spostata verso i rischi sui prezzi, riflettendo un'economia in cui le aziende trasferiscono una quota maggiore dei costi sui clienti, come suggerito dai recenti rialzi di PPI e core CPI. Per contro, **la Banca ritiene che il rischio di un rallentamento significativo**

dell'attività economica si sia ridotto "rispetto a qualche tempo fa", pur mantenendo lo scenario di base di una decelerazione della crescita (le previsioni riviste saranno pubblicate solo a luglio) e condizioni finanziarie che restano accomodanti, con tassi reali ancora negativi. È stata però rimossa la precedente definizione dei tassi come "significativamente bassi". Come scritto nella nostra [BoJ Preview](#) della scorsa settimana, i dati di inflazione headline ufficiali sono distorti al ribasso da sussidi energetici temporanei ed effetti base, mentre i salari sono ai massimi da trent'anni e gli aumenti dei prezzi stanno diventando più diffusi, indicando che le pressioni sull'inflazione sottostante stanno già superando l'obiettivo.

La BoJ ha deciso di continuare a ridurre gli acquisti di JGB portandoli a circa 2.000 miliardi di yen al mese entro aprile 2027, ma, successivamente, di sospendere ulteriori riduzioni del programma di acquisti, anziché continuare a restringere il bilancio come alcuni operatori si aspettavano. **Uchida ha definito tale decisione come una deliberata interruzione del tapering.** La scelta è quella di intervenire più gradualmente sulla restrizione del bilancio: con un mercato dei titoli che funziona in modo più efficiente, nelle parole di Uchida vi è ora "meno necessità di proseguire il tapering". Il bilancio continuerà comunque a ridursi passivamente attraverso i rimborsi, con una contrazione stimata del 36-39% entro il 2030 (secondo le stime della stessa Banca). Astenendosi da un'ulteriore riduzione, nonostante i rendimenti abbiano già raggiunto i massimi da due decenni, la BoJ neutralizza di fatto un fattore di spinta al rialzo sui rendimenti sulla parte lunga della curva. **La decisione segnala una transizione ordinata e prevedibile, accompagnata da una dichiarata disponibilità a intervenire se necessario.** Il messaggio prevalente è di stabilità: normalizzazione sul fronte dei tassi e evitare eccessive pressioni sul bilancio.

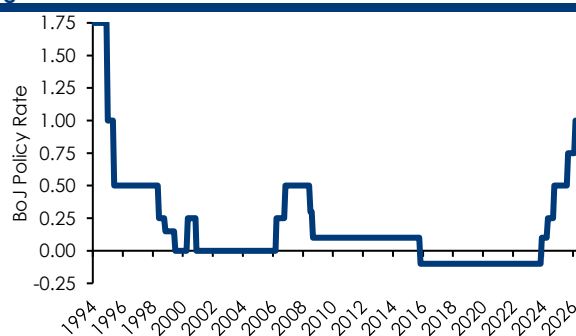
Prevediamo una salita graduale verso un tasso neutrale intorno all'1,5%, con il prossimo passo di 25 pb collocato con ogni probabilità tra novembre 2026 e gennaio 2027. Il rialzo odierno era prezzato dagli investitori per oltre il 90% e la reazione è stata contenuta: lo yen si è indebolito fino a circa 160,35 sul dollaro, non lontano dal livello che aveva innescato un intervento a fine aprile. Ciò sembra confermare la nostra lettura secondo cui la valuta nipponica è attualmente più sensibile alle ragioni di scambio che al tasso di riferimento. Uchida ha tuttavia avvertito che uno yen debole potrebbe alimentare un'inflazione più elevata, man mano che le imprese acquistano maggiore pricing power. In merito al ritmo dei futuri rialzi, è stata mantenuta invariata la tempistica di base che prevede il raggiungimento del 2%; Uchida ha descritto come ambivalente l'impatto derivante dalla de-escalation in Medio Oriente. Considerata la riluttanza di Uchida a fissare un tasso neutrale e il recente ingresso di un secondo membro accomodante nel Consiglio, **riteniamo più probabile un ritmo di rialzi misurato piuttosto che un'accelerazione nel ciclo restrittivo.** I rischi restano bilanciati: una più rapida trasmissione dei rincari energetici ai servizi deporrebbe a favore di un nuovo rialzo dei tassi prima di novembre, mentre un riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente, resistenze politiche o un rallentamento più marcato dell'attività economica indurrebbero a maggiore prudenza.

Fig. 1 – La normalizzazione dei tassi BoJ proseguirà fino al 2027-28



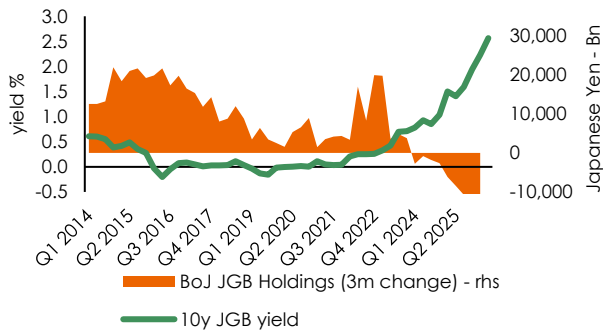
Source: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 2 – Il tasso ufficiale della BoJ è ai massimi da 31 anni



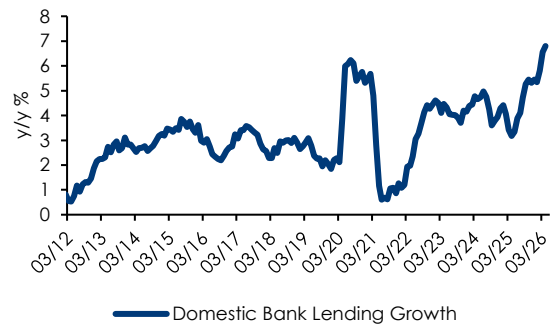
Source: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 3 – La riduzione del bilancio è uno dei principali fattori alla base del rialzo dei rendimenti dei JGB



Source: LSEG Datastream, BoJ, Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La crescita dei prestiti resta solida e segnala una tolleranza verso tassi più elevati



Source: LSEG Datastream, 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.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.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 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.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)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com

