

Macro Rapid Response

La BoJ resta ferma, ma rischi sui prezzi e yen debole mantengono viva la possibilità di un rialzo in ottobre

31 luglio 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Riccardo Bellesia
Economista

La Bank of Japan (BoJ) ha lasciato il tasso di riferimento invariato all'1,00%, con un solo dissenso a favore di un rialzo. L'Outlook di luglio e il tono della conferenza stampa indicano una direzione più restrittiva rispetto alle scorse riunioni. Le previsioni di crescita sono state riviste marginalmente al rialzo, abbandonando gli scenari più avversi, e i rischi sull'attività sono ora giudicati bilanciati. La previsione di inflazione per l'anno fiscale 2026 è stata ridotta per effetto dei rinnovati sussidi energetici, mentre il profilo successivo è stato confermato. Per la prima volta, la Banca ha avvertito che un superamento dell'obiettivo dei prezzi potrebbe danneggiare l'economia. La conferenza stampa ha assunto un tono più restrittivo, con Ueda che ha promesso un attento monitoraggio dei rischi al rialzo sui prezzi. Il cambio è divenuto un fattore più rilevante per l'inflazione dopo l'intervento del Ministero delle Finanze a sostegno dello yen. Ci attendiamo il prossimo rialzo da 25pb in ottobre e un tasso terminale dell'1,75% conseguito entro inizio 2028.

■ **La decisione di lasciare i tassi invariati è stata approvata con una maggioranza di 8 a 1.**

Takata è stato l'unico dissenziente, come ad aprile, chiedendo nuovamente un rialzo all'1,25%. Tamura si è schierato con la maggioranza, sebbene i due falchi abbiano proposto congiuntamente una descrizione più marcata delle pressioni sui prezzi nell'Outlook Report, proposta respinta dal Consiglio. **La composizione del Consiglio resta il segnale prospettico più rilevante.** Due membri nominati dal Primo Ministro Takaichi sono entrati quest'anno, Asada ad aprile e Sato a fine giugno, entrambi di orientamento accomodante. I mandati dei due falchi scadono a luglio 2027 e quelli di Ueda e dei due Vice Governatori seguono nella primavera del 2028, con successori attinti da una platea favorevole all'allentamento monetario. **Questa tempistica potrebbe deporre a favore di un'anticipazione dei prossimi rialzi.**

■ **Le nuove proiezioni alzano il profilo di crescita solo marginalmente.**

La previsione mediana del PIL è stata rivista lievemente al rialzo nell'Outlook di luglio allo 0,6% dallo 0,5% per il FY2026 e allo 0,8% dallo 0,7% per il FY2027. Il dettaglio più significativo sta negli intervalli, poiché il minimo delle previsioni per il FY2026 è salito dallo 0,4% allo 0,6%, segno che i membri del Consiglio hanno abbandonato gli scenari più avversi alla luce della tenuta dimostrata dall'economia giapponese. La Banca vede la crescita resistere allo shock petrolifero grazie alla domanda legata all'IA, alle misure di sostegno del governo e a condizioni finanziarie ancora accomodanti. Dal FY2027 la BoJ prevede una riaccelerazione dell'economia, in parte per il venire meno del freno energetico e per il rafforzamento del circolo virtuoso tra redditi e spesa. **Quanto al bilancio dei rischi, i significativi rischi al ribasso sull'attività segnalati ad aprile si sono ridotti,** anche grazie ai progressi nel reperimento di fonti di approvvigionamento alternative, e i rischi sull'economia sono ora giudicati nel complesso bilanciati.

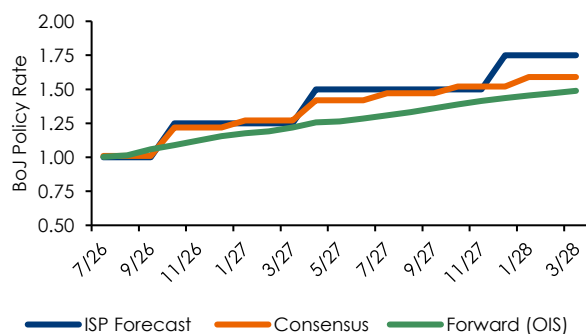
■ **Le revisioni sull'inflazione sono al ribasso, ma i rischi restano chiaramente orientati al rialzo.**

La proiezione per il FY2026 del CPI al netto degli alimentari freschi è scesa al 2,5% dal 2,8%, interamente per effetto delle misure del governo su elettricità e gas durante l'estate. La proiezione per il FY2027 è stata ritoccata al rialzo al 2,4% dal 2,3% e quella per il FY2028 confermata al 2,0%, mentre l'indice al netto di alimentari freschi ed energia è rimasto pressoché invariato sull'intero orizzonte (2,5%, 2,6% e 2,2%). L'inflazione accelera a un livello superiore al 2% dalla seconda metà di quest'anno, per la prosecuzione della trasmissione salariale, il rincaro del greggio già osservato, i prezzi dei semiconduttori legati alla domanda di IA e il recente deprezzamento dello yen, e torna verso il 2% solo nella parte finale

dell'orizzonte previsivo, nell'ipotesi che il greggio Dubai scenda da circa 80 a 70 dollari. Inoltre, per la prima volta, **la Banca avverte che un superamento dell'obiettivo potrebbe esercitare "un impatto negativo sull'economia"**.

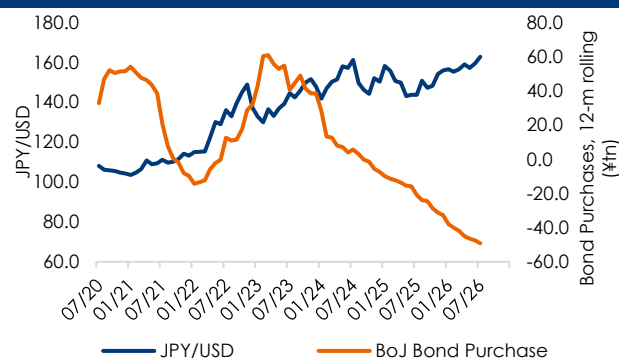
- **Ueda ha tenuto una conferenza stampa dai toni restrittivi.** Ha affermato che "in un momento in cui esiste il rischio di un superamento dell'obiettivo da parte dell'inflazione di fondo, ritardare gli interventi necessari potrebbe concretizzare tale rischio e danneggiare l'economia" e ha promesso di esaminare i rischi al rialzo sui prezzi "più che mai" a partire dalla prossima riunione. Muoversi presto e con gradualità evita di essere costretti a rialzi rapidi in un secondo momento, un esito che destabilizzerebbe i mercati e comprometterebbe i piani di investimento del governo. Il tasso di cambio è entrato nella funzione di reazione, poiché il suo impatto sui prezzi "è divenuto più rilevante rispetto al passato". I contrappesi sono la lentezza della trasmissione, con i rialzi passati ancora in corso di propagazione, e il terremoto di Kumamoto, con i danni alle catene di fornitura in una regione ad alta densità di semiconduttori ancora in fase di valutazione.
- **La nostra lettura è vicina all'Outlook di luglio della Banca.** Il Giappone ha assorbito lo shock energetico meglio delle attese, con la domanda legata all'IA a compensare gran parte dell'impatto sulle ragioni di scambio, e vediamo rischi al rialzo sull'attività. Sui prezzi, l'inflazione misurata sottostima le pressioni effettive. Il CPI nazionale al netto degli alimentari freschi si è attestato all'1,6% a giugno, mentre le misure della Banca al netto dei fattori istituzionali si mantengono sopra il 2,5% per il quarto mese consecutivo e il dato di Tokyo ha accelerato ulteriormente a luglio. Vediamo l'inflazione headline poco sopra il 2% a fine anno e vicina al 3% a inizio 2027, prima che il taglio dell'imposta sui consumi per gli alimentari la riduca meccanicamente da aprile 2027.
- **La dinamica del cambio resta il principale rischio e il fattore che potrebbe influenzare il ritmo delle prossime mosse.** Il Ministero delle Finanze è intervenuto nella notte a sostegno dello yen, per la sesta volta dal 2022, dopo che la valuta era scivolata verso quota 164 sul dollaro, il livello più debole dal 1986. Lo yen si è apprezzato fino al 3,3% ed è tornato brevemente sotto 160. L'operazione ha goduto della copertura statunitense, con il Segretario al Tesoro Bessent che ha definito lo yen "molto sottovalutato". **La debolezza dello yen continua a pesare sui prezzi all'importazione**, ai massimi degli ultimi quattro anni, e, insieme agli ulteriori rincari dell'energia, potrebbe esercitare pressioni significative sulla posizione esterna del Giappone e accrescere sensibilmente l'inflazione importata.
- Nell'ambito della graduale normalizzazione della politica monetaria giapponese avviata nel marzo 2024, **ci attendiamo il prossimo rialzo dei tassi in ottobre**, seguito da passi gradualmente successivi fino all'1,75% entro inizio 2028. Anche i mercati per ora puntano su ottobre: la probabilità implicita di rialzo calcolabile dagli OIS è al 66%. Ma anche settembre è ormai da considerarsi una riunione aperta: i mercati prezzano al 28% la probabilità di rialzo in tale occasione. Il Consiglio si prenderà i prossimi tre mesi per valutare l'evoluzione dei prezzi, in linea con l'osservazione di Ueda secondo cui in alcuni casi servono fino a due anni per osservare gli effetti di un rialzo. Uno shock più severo dal Medio Oriente o conseguenze più gravi del terremoto deporrebbero invece a favore di una pausa più prolungata.

Fig. 1 – Ci attendiamo che la BoJ resti su un sentiero di normalizzazione graduale



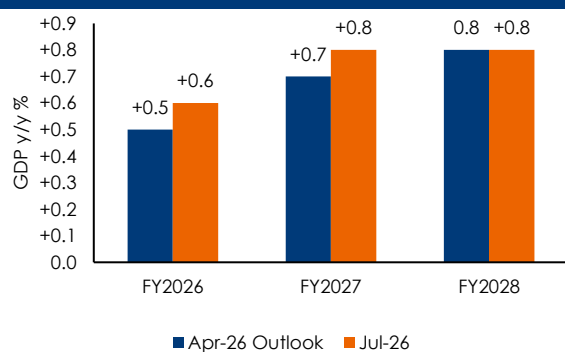
Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 2 – La dinamica del cambio potrebbe esercitare ulteriori pressioni sulle decisioni della BoJ su tassi e bilancio



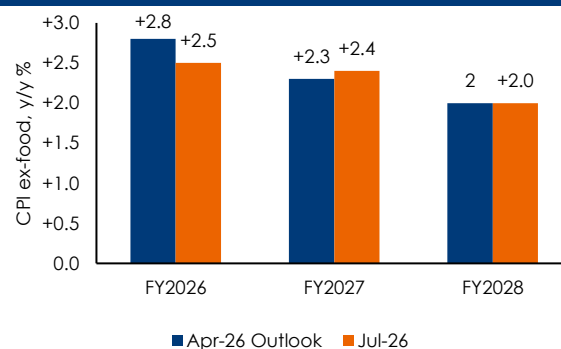
Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 3 – La BoJ ha rivisto le previsioni di crescita solo marginalmente



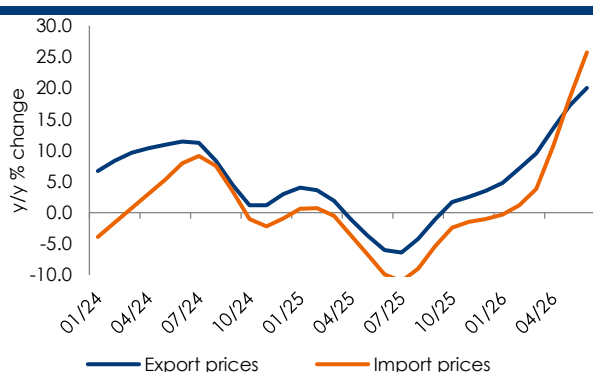
Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ

Fig. 4 – Gli effetti delle politiche pubbliche potrebbero comprimere l'inflazione quest'anno, che resterà comunque sopra l'obiettivo nei prossimi due anni



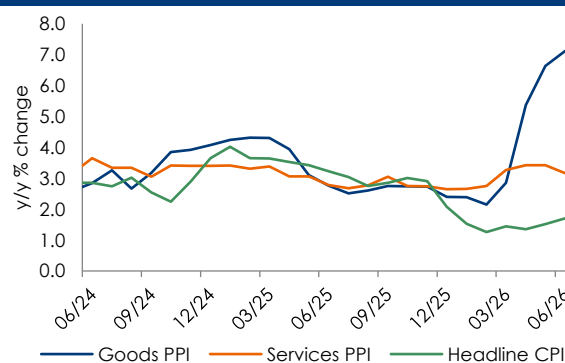
Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ

Fig. 5 – I prezzi all'importazione e all'export in aumento



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Workspace

Fig. 6 – Nonostante un'inflazione headline più bassa, i prezzi alla produzione sono in aumento in Giappone



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Workspace

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 Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@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