

Focus Giappone

BoJ preview: dopo il rialzo di settembre, il ritmo dipenderà dall'economia reale

15 settembre 2026

Research Department

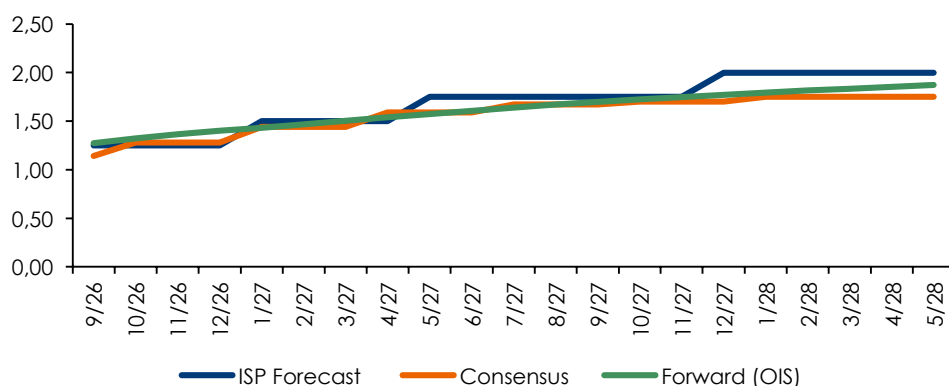
Macroeconomic Research

Riccardo Bellesia
Economista

Ci aspettiamo che la Banca del Giappone alzi il tasso di riferimento di 25pb all'1,25% il prossimo 18 settembre, tre mesi dopo il rialzo di giugno (l'intervallo più breve dell'attuale ciclo). L'intervento coordinato USA-Giappone, la richiesta esplicita di Washington di tassi giapponesi più elevati e la svolta restrittiva nella comunicazione del Board lasciano alla banca centrale poco spazio per una pausa che non appaia come tolleranza verso uno yen debole. Allo stesso tempo, salari, prezzi alla produzione e aspettative suggeriscono che l'inflazione possa superare il 3% a inizio 2027. Con le famiglie che riducono la spesa e i default aziendali in aumento, tuttavia, la banca valuterà ogni ulteriore passo analizzando le ricadute per l'economia. Prevediamo un percorso graduale per l'attuale ciclo di politica monetaria, con un punto di arrivo dei tassi al 2% entro la fine del 2027.

- **Gli sviluppi dell'estate hanno reso un rialzo a settembre lo scenario di base.** A luglio Takata ha votato a favore di un aumento dei tassi, il governatore Ueda si è impegnato a valutare i rischi al rialzo sui prezzi già dalla riunione successiva e pressioni esplicite di Washington per tassi più elevati hanno materializzato lo scenario attuale. Una pausa verrebbe ora letta come tolleranza verso la debolezza dello yen: alla banca centrale restano quindi poche alternative a un intervento e un tono restrittivo.
- **La composizione del Board favorisce un'anticipazione di parte dei rialzi.** Takata e Tamura, i due membri più restrittivi, lasceranno il Board nel luglio 2027 e i loro successori saranno nominati dal governo Takaichi. L'attuale maggioranza dispone quindi dei voti e delle condizioni necessarie per intervenire due volte prima dell'estate.
- **L'inflazione headline pubblicata sottostima le reali pressioni sui prezzi.** I sussidi e la gratuità dell'istruzione comprimono l'inflazione headline, cosicché gli indicatori della stessa banca si collocano già sopra il 2%, mentre i prezzi alla produzione su un massimo di tre anni indicano un picco dell'inflazione al 3,5% all'inizio del 2027.
- **La banca centrale continuerà a valutare con cautela gli effetti di tassi più elevati sull'economia reale.** La crescita ha tenuto grazie a esportazioni e spesa pubblica, tuttavia le famiglie stanno riducendo la spesa, i fallimenti aziendali sono su livelli record e la trasmissione attraverso i mutui a tasso variabile e i prestiti alle piccole imprese è un territorio pressoché inesplorato dopo due decenni di tassi prossimi allo zero. Ci attendiamo pertanto una pausa fino a dicembre, con ogni ulteriore passo valutato alla luce dei costi per la domanda interna.

Ci attendiamo un tasso BoJ all'1,25% nella riunione di settembre e un plateau al 2,00% a fine 2027



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Dopo il rialzo di settembre, il ritmo dipenderà dall'economia reale

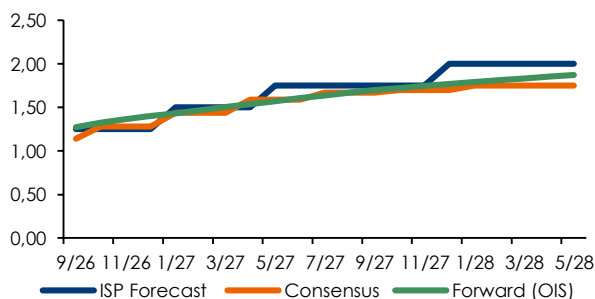
Ci attendiamo ora che la Banca del Giappone (BoJ) proceda con la normalizzazione della politica monetaria a un ritmo più rapido di quanto stimassimo prima dell'estate. A nostro avviso, un rialzo di 25pb all'1,25% nella riunione del 18 settembre è praticamente certo. Lo scorso 31 luglio il Board ha mantenuto il tasso di riferimento all'1,0%, ma Takata ha espresso voto contrario a favore di un rialzo all'1,25%, sostenendo che la situazione inflazionistica fosse entrata in "una nuova fase" che richiede "un approccio agile" verso i rischi al rialzo sui prezzi mentre il governatore Ueda si è impegnato a discutere la politica monetaria tenendo conto di tali rischi. Nella stessa giornata, il Tesoro statunitense si è unito al Giappone in un intervento coordinato di acquisto di yen, il primo dal 1998. Il Segretario al Tesoro Bessent ha successivamente ribadito a più riprese che il Giappone dovrebbe porre fine alla propria politica reflazionistica, sollecitando il governatore Ueda in occasione del G20 sulla necessità di "ancorare le aspettative di inflazione ed evitare un'eccessiva volatilità valutaria". A nostro avviso, crediamo sia importante per due ragioni. In primo luogo, il sostegno statunitense allo yen è condizionato al fatto che la BoJ faccia la propria parte: una pausa a questo meeting vanificherebbe l'intervento e favorirebbe un nuovo indebolimento della valuta. In secondo luogo, il governo Takaichi, a lungo cauto verso tassi più elevati, ha segnalato ad agosto di essere favorevole a un rialzo in tempi brevi, rimuovendo l'ostacolo interno e allineando maggiormente la posizione giapponese alle richieste statunitensi. Il vicesegretario Himino ha aggiunto, lo scorso 27 agosto, che "alzare i tassi in modo tempestivo contribuirà a evitare un'accelerazione dell'inflazione e rialzi bruschi in futuro" e che la banca deve ora considerare la possibilità che l'inflazione di fondo superi il 2%. Takata si è spinto oltre il 2 settembre, prospettando un intervento di entità maggiore, che a nostro avviso non appare realistico. Nel suo recente intervento, Himino ha inoltre ribadito che il deprezzamento dello yen si trasmette ai prezzi al consumo in modo più rapido e più completo rispetto al passato e alimenta le aspettative di inflazione: quanto più a lungo la valuta resterà in prossimità di quota 160, tanto maggiore sarà la spinta sull'inflazione di fondo e non soltanto sui costi delle importazioni. Di conseguenza, riteniamo che alla banca centrale restino poche alternative a un orientamento marcatamente restrittivo in vista della prossima riunione.

Fattori interni ed esterni accendono il dibattito su settembre

Le dinamiche interne al Board della BoJ puntano verso un rialzo anticipato. A nostro avviso, la composizione del Board favorisce un'anticipazione della normalizzazione nella prima metà del 2027, prima della scadenza dei due membri più restrittivi. Il governo Takaichi ha già nominato quest'anno nel Board Asada e Sato, entrambi attualmente su posizioni accomodanti, con il solo Asada ad aver votato contro il rialzo di giugno. L'ala restrittiva poggia su Takata e Tamura, che ad aprile hanno chiesto un rialzo e a luglio hanno contestato la formulazione sull'inflazione. Entrambi, tuttavia, lasceranno il Board nel luglio 2027 e i loro successori saranno nominati dal governo Takaichi: **il baricentro del Board dovrebbe quindi spostarsi verso una maggiore cautela.** Ci attendiamo che il rialzo di settembre venga approvato con almeno sette voti favorevoli e con il dissenso circoscritto all'ala più accomodante. È anche per questo che prevediamo un percorso anticipato, con l'1,50% raggiunto nel 1° trimestre 2027 e l'1,75% entro giugno, poiché l'attuale maggioranza dispone dei voti e, con l'inflazione attesa in prossimità del 3,5% nel 1° trimestre 2027, delle condizioni necessarie per intervenire due volte prima dell'estate. **L'ultimo passo al 2,00% dovrebbe collocarsi nel 4° trimestre 2027: riteniamo che tale livello possa rappresentare il tasso neutrale.** Oggi, con il tasso di riferimento all'1% e l'inflazione di fondo vicina al 2%, il tasso reale è pari a circa -1% e la crescita del credito bancario oltre il 5% conferma che le condizioni restano accomodanti. Lo staff della banca centrale colloca il tasso neutrale nominale tra l'1,1% e il 2,5%, il che, con aspettative di inflazione al 2%, equivale a un tasso neutrale compreso tra circa -0,9% e +0,5%, quindi prossimo allo zero. Un tasso di riferimento della BoJ al 2% porterebbe il tasso reale da circa -1% a un livello prossimo allo zero. Riteniamo che a quel livello la politica monetaria dovrebbe raggiungere un equilibrio neutrale. Non vediamo ragioni per spingersi oltre, poiché l'output gap è solo lievemente positivo e le ulteriori pressioni salariali derivano dalla carenza di manodopera, che tassi più elevati non possono attenuare.

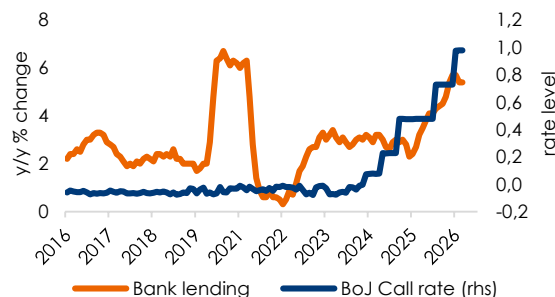
La composizione del board si farà più accomodante a partire dalla seconda metà del 2027

Fig. 1 – Ci attendiamo un tasso BoJ all'1,25% nella riunione di settembre e un plateau al 2,00% a fine 2027



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 2 – Con il credito in crescita (oltre il 5%) e il tasso di riferimento all'1%, resta spazio fino al 2% prima che le condizioni diventino restrittive



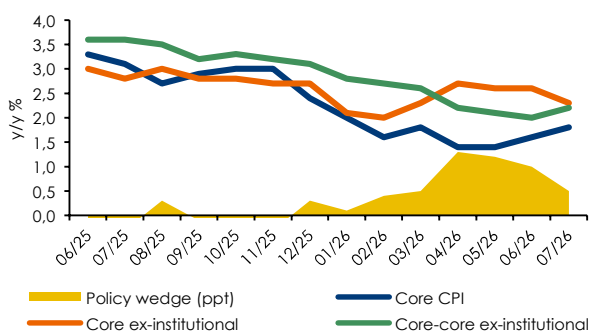
Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, LSEG Datastream

L'inflazione headline è salita per tre mesi consecutivi e ci attendiamo che si porti verso il 3,5% all'inizio del 2027.

A luglio il dato headline è salito all'1,9% dall'1,6% di giugno, il core all'1,8% e il core-core all'1,9%. **Le misure governative, tuttavia, continuano a comprimere i dati pubblicati:** il solo taglio dell'accisa sui carburanti ha sottratto 0,2pp all'inflazione di luglio, i sussidi su elettricità e gas restano in vigore e la gratuità delle mense scolastiche e delle rette deprime i prezzi dell'istruzione. Gli indicatori della stessa banca depurano tali fattori istituzionali e collocano l'inflazione al 2,3% al netto degli alimentari freschi (core) e al 2,2% al netto di alimentari freschi ed energia (core-core): **la politica fiscale sta quindi nascondendo circa mezzo punto di inflazione.** In primavera tali indicatori erano vicini al 2,7% e la flessione successiva è interamente riconducibile all'energia. L'indice di diffusione, tuttavia, è pressoché invariato, con il 72% delle voci in aumento a fronte del 23% in calo a luglio. **I rischi sono orientati al rialzo,** poiché i prezzi a monte, che raggiungono i consumatori con un ritardo, crescono molto più rapidamente dei prezzi al consumo. Il PPI è salito del 7,2% a luglio, su un massimo di tre anni, e i prezzi all'importazione sono in aumento di quasi il 30% su base annua. Nell'indagine Tankan di giugno, le imprese che prevedevano di aumentare i propri prezzi di vendita superavano di 33 punti quelle che ne prevedevano una riduzione, a fronte di 52 punti per i prezzi degli input: le imprese stanno dunque trasferendo a valle circa due terzi degli aumenti di costo. Le aspettative di inflazione delle famiglie, inoltre, sono sui massimi dal 2006. Vediamo l'inflazione headline al 2,7% nel 4° trimestre, poiché i sussidi su elettricità e gas terminano questo mese (salvo ulteriori proroghe), i maggiori costi del greggio si trasferiscono con un ritardo alle tariffe energetiche e i rincari degli alimentari si trasmettono a valle, e al 3,5% nel 1° trimestre 2027, quando il confronto con i prezzi compressi dai sussidi di inizio 2026 aggiungerà quasi un punto al tasso tendenziale. Il taglio dell'imposta sui consumi alimentari da aprile 2027 dovrebbe riportare l'inflazione headline all'1,7% nel 2° trimestre, ma si tratta di uno spostamento una tantum del livello dei prezzi e non di un cambiamento di tendenza, poiché al netto dell'effetto fiscale l'inflazione resterebbe vicina al 3%: **dal momento che la banca tratta le modifiche fiscali come un fattore istituzionale, riteniamo che guarderà oltre il taglio e proseguirà il ciclo di rialzi.**

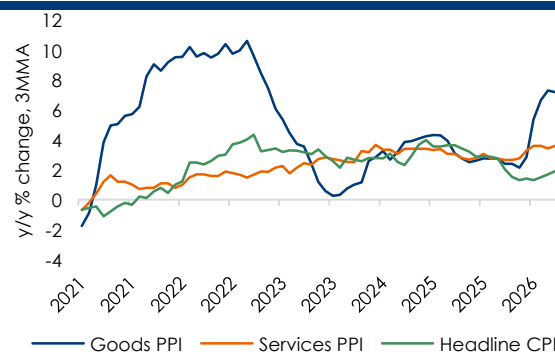
L'inflazione headline sottostima le pressioni al rialzo sui prezzi

Fig. 3 – Al venir meno dei sussidi, il core pubblicato dovrebbe convergere verso gli indicatori depurati della banca e superare il 3% nel 1° trim. 2027



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 4 – I prezzi alla produzione su un massimo di tre anni indicano un ulteriore trasferimento ai prezzi al consumo fino a inizio 2027



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

A nostro avviso, i salari crescono ora a un ritmo sufficiente a sostenere un'inflazione al 2% senza il contributo dei prezzi energetici o della debolezza dello yen.

Il mercato del lavoro è il più teso dagli anni della bolla, secondo le parole della stessa banca, con il tasso di disoccupazione al 2,4% a luglio e l'indice Tankan sull'occupazione, che contrappone le imprese che segnalano personale in eccesso a quelle che lamentano carenze di organico, a -37. Per la BoJ ciò rileva perché all'economia mancano lavoratori e le imprese si contendono il personale alzando le retribuzioni e trasferiscono tali costi sui prezzi, cosicché l'inflazione può risultare persistente anche a fronte di una crescita modesta. Le retribuzioni nominali complessive sono aumentate del 4,7% a luglio, il ritmo più rapido dal 1997 e il sesto mese consecutivo sopra il 3%, con la retribuzione base in crescita del 4,1%. La misura a campione costante, che segue nel tempo le stesse imprese ed è quella a cui la banca attribuisce maggior peso, indica una crescita della retribuzione base vicina al 3%, dopo che la tornata salariale di primavera (shuntō) si è chiusa per il terzo anno consecutivo sopra il 5%. Salari in aumento del 3-3,5% a fronte di una produttività in crescita inferiore all'1% implicano un costo del lavoro per unità di prodotto in aumento del 2-2,5% annuo: poiché i prezzi dei servizi sono in larga parte costo del lavoro, tale ritmo è di per sé sufficiente a mantenere l'inflazione dei servizi vicina al 2%, una volta esaurito lo shock energetico.

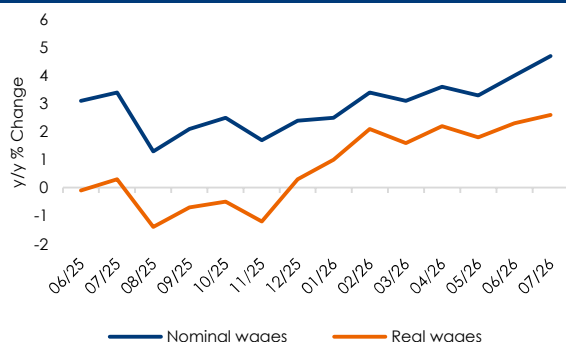
Le dinamiche salariali sono coerenti con un'inflazione al 2% a regime

L'economia ha assorbito lo shock energetico meglio di quanto ci attendessimo, ma la tenuta è dipesa soprattutto dalla domanda estera, dal sostegno pubblico e da fattori una tantum.

Il PIL è cresciuto dell'1,4% t/t annualizzato nel 2° trimestre, dopo l'1,9% del primo, ma la composizione è risultata debole: i consumi privati sono stati piatti e gli investimenti delle imprese sono scesi dello 0,9%, cosicché la crescita è venuta dai consumi pubblici, in aumento del 6,9% annualizzato per effetto dell'assunzione da parte dello Stato dei costi delle mense scolastiche, e delle esportazioni nette, che hanno aggiunto mezzo punto. Tale contributo è meno significativo di quanto appaia, poiché il Giappone ha coperto parte del fabbisogno petrolifero con le proprie riserve: le importazioni sono diminuite, ma lo stesso prelievo è stato contabilizzato come riduzione delle scorte pubbliche e i due effetti si compensano in larga parte, lasciando un'economia domestica in stallo e sostenuta da esportazioni e spesa pubblica. La domanda estera resta la componente più solida, con le esportazioni in aumento del 23% a/a in luglio, il ritmo più rapido dal 2022, trainate da semiconduttori e automobili. Con il clima di fiducia delle imprese sui massimi pluridecennali nell'indagine Tankan di giugno, profitti su livelli record e ordini di macchinari in crescita del 17% su base annua, ci attendiamo una ripresa degli investimenti nel 2° semestre, con l'avvio dei progetti rinviati. La normalizzazione dei tassi, tuttavia, inizia a lasciare cicatrici: i fallimenti aziendali hanno raggiunto il record di 556 nel 1° semestre e 121 nel solo mese di luglio, poiché tassi più elevati si trasmettono a un sistema abituato a due decenni di costo del denaro prossimo allo zero e le difficoltà si concentrano nelle piccole imprese. Accanto a ciò, la domanda delle famiglie rappresenta l'elemento di fragilità. Il rincaro di alimentari e beni di prima necessità ha spinto le famiglie a ridurre la spesa discrezionale e la spesa reale è scesa del 3,6% a/a a luglio, ottavo calo consecutivo: a nostro avviso, i nuclei familiari giudicano fragili i guadagni di potere d'acquisto, poiché poggiano su sussidi in scadenza nel 4° trimestre, e preferiscono risparmiare. Ci attendiamo pertanto un rallentamento dei consumi privati nel corso dell'inverno, prima che il taglio dell'imposta sugli alimentari li sostenga nuovamente da aprile del prossimo anno. In tale contesto, riteniamo che la banca centrale continuerà a prestare grande attenzione alle condizioni interne, per evitare tensioni non necessarie su imprese e investimenti, poiché la trasmissione attraverso i mutui a tasso variabile e i prestiti alle PMI non è ancora stata verificata e il governatore Ueda ha dichiarato che la banca valuterà l'impatto cumulato dei cinque rialzi.

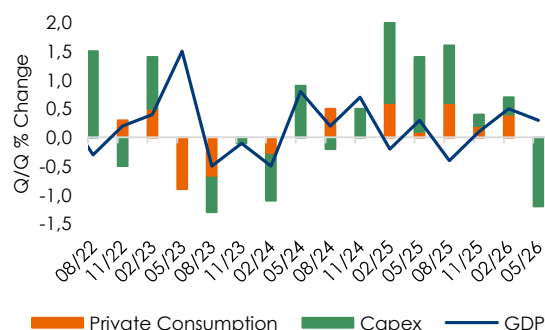
L'attività industriale tiene ma i consumi potrebbero perdere vigore

Fig. 5 – Una retribuzione base al 3-3,5% è sufficiente a sostenere un'inflazione al 2%, ma il margine sui salari reali si assottiglia al venir meno dei sussidi



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 6 – La spesa delle famiglie cala da otto mesi e dovrebbe restare debole nel 4° trimestre, il che manterrà gradualità nell'azione della banca dopo settembre



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Ci attendiamo un rialzo di 25pb all'1,25% il 18 settembre, seguito da una pausa fino a dicembre, con il ritmo delle mosse successive determinato da inflazione, attività economica e stabilità finanziaria. A nostro avviso, la banca centrale utilizzerà le riunioni di ottobre e dicembre per valutare il venir meno dei sussidi e la trasmissione dei rialzi già effettuati, per poi intervenire nuovamente nel 1° trimestre 2027, una volta che l'inflazione avrà superato il 3%. Ogni decisione successiva dovrà bilanciare i rischi al rialzo sull'inflazione con quelli al ribasso sulla crescita e con la stabilità finanziaria, in un contesto in cui il rendimento decennale ha raggiunto il 3% per la prima volta in questo secolo. Sul fronte valutario, l'intervento consente soltanto di guadagnare tempo e si rivela di breve durata in assenza di una svolta restrittiva autentica e convincente. **A nostro avviso, il tono del 18 settembre conta quanto la decisione:** un messaggio effettivamente restrittivo sulla stabilità dei prezzi potrebbe contribuire a contenere le pressioni sul cambio, mentre una lettura attenta del quadro economico rassicherebbe il tratto a lunga della curva, dove i rendimenti incorporano già un premio per i rischi fiscali. Vediamo il cambio USD/JPY intorno a 155 dopo il 1° trimestre 2027 e a 146 a fine 2027, con lo shock delle ragioni di scambio in via di esaurimento una volta normalizzati i costi di importazione del greggio e con il differenziale di tasso rispetto agli Stati Uniti in riduzione. Nella stessa direzione agiscono il surplus di partite correnti e un tasso di cambio reale sui minimi dal 1970, che colloca lo yen ben al di sotto del suo valore di lungo periodo.

Il ritmo dei prossimi rialzi terrà conto della trasmissione dei tassi all'economia reale, più che delle dinamiche di cambio

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 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 Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

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

Macroeconomic Research

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

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