INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Giappone

BoJ Preview: con l'inflazione al 2%, la priorità della BoJ diventa la stabilizzazione

28 ottobre 2026

Research Department

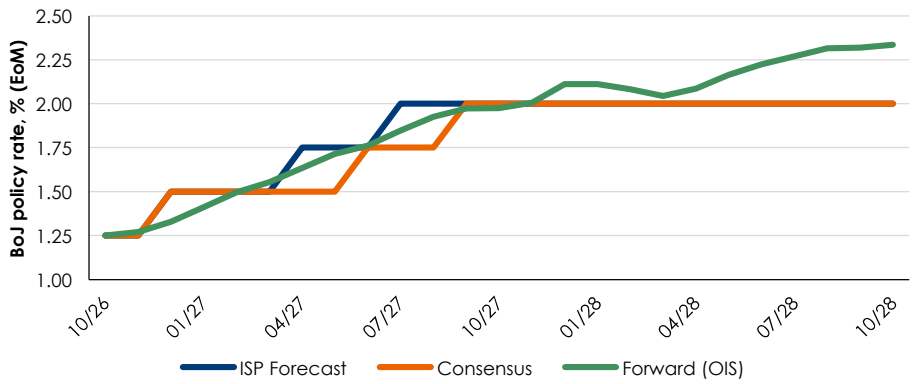
Macroeconomic Research

Riccardo Bellesia
Economista

Ci attendiamo tassi fermi all'1,25% il 30 ottobre e un prossimo rialzo a dicembre. Il nuovo Outlook dovrebbe riconoscere per la prima volta dal 2013 un'inflazione di fondo intorno al 2%, e rivedere al rialzo la previsione di inflazione core-core per l'anno fiscale 2027 verso il 2,8%. Ci attendiamo un rialzo all'1,50% a dicembre e ulteriori passi all'1,75% ad aprile e al 2,00% a luglio 2027, livello neutrale al quale la Banca potrebbe concludere il ciclo corrente. Il Summary of Opinions di settembre e i recenti interventi dei membri del Board descrivono una maggioranza orientata a prevenire deviazioni verso l'alto. Il CPI di settembre, con il core-core al 2,4% a/a, i servizi in accelerazione e l'indicatore della Banca al netto delle misure pubbliche al 3,2%, conferma la direzione. Il ritmo trimestrale resta giustificato da costi a monte ancora da trasferire e da un credito che rallenta solo marginalmente. L'inflazione nel 2027 oscillerà tra il 3,1% del 1° trimestre 2027 e l'1% di fine 2027 per la fine dei sussidi energetici e il taglio dell'imposta sugli alimentari, mentre l'indice core al netto delle misure fiscali resterà tra il 2,6% e il 2,9%. Da qui l'interesse della Banca a completare la normalizzazione entro l'estate 2027, prima dell'uscita di Takata e Tamura a luglio 2027. Ad oggi, consideriamo rialzi oltre il 2,00% solo come potenziale rischio, legato a pressioni sui prezzi più forti e a una spirale prezzi-salari finora assente.

- **Ci attendiamo che il 30 ottobre la BoJ lasci il tasso di riferimento all'1,25% e utilizzi l'Outlook per riconoscere, per la prima volta dal 2013, un'inflazione intorno al 2%.** Il rialzo all'1,50% è a nostro avviso probabile a dicembre, con ulteriori passi all'1,75% ad aprile e al 2,00% a luglio 2027, mentre un PIL del 3° trimestre inferiore alle attese o un deciso apprezzamento dello yen potrebbero far slittare il rialzo da dicembre a gennaio.
- **La politica fiscale detterà il profilo dell'inflazione**, attesa al 3,1% nel 1° trimestre 2027 per la fine dei sussidi energetici e verso l'1% a fine 2027 per il taglio dell'imposta sugli alimentari. L'indice core al netto delle misure fiscali resterà tra il 2,6% e il 2,9%. La BoJ ha quindi interesse a completare la normalizzazione entro l'estate 2027, prima che un'inflazione visibile vicina all'1% e un Board rinnovato rendano più difficile spiegare nuovi rialzi.
- **Collochiamo il tasso neutrale intorno al 2,00%, e lo consideriamo il punto di arrivo del ciclo a luglio 2027,** poiché un Board più accomodante dalla fine di luglio 2027, una domanda privata ancora fragile e il costo crescente degli interessi sulle riserve bancarie sconsigliano alla Banca di spingersi oltre.

Fig. 1 – Ci attendiamo rialzi a dicembre, aprile e nel 3° trimestre fino al 2,00%, poi una pausa, mentre la curva OIS sconta il 2% a fine 2027 e oltre il 2,2% nel 2028



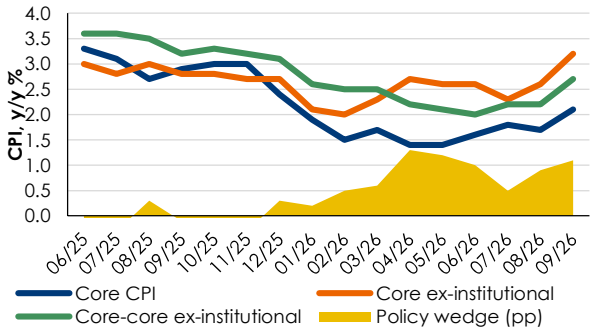
Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream, Reuters poll

Ci attendiamo tassi fermi all'1,25% il 30 ottobre, in una riunione interlocutoria, un Outlook che riconosca per la prima volta dal 2013 un'inflazione di fondo intorno al 2% e un rialzo all'1,50% a dicembre. A sei settimane dal rialzo di settembre, gli elementi disponibili sono ancora insufficienti per valutarne gli effetti su prezzi ed economia reale. Solo Takata e Ueda hanno evocato la possibilità di rialzi consecutivi, senza seguito nel resto del Board. **Il Summary of Opinions di settembre richiede di "partire dalla premessa che l'inflazione di fondo sia intorno al 2%" e di concentrarsi su come ancorarla**. Un membro la giudica "sostanzialmente raggiunta" e fonti vicine alla Banca indicano che l'obiettivo può essere finalmente considerato raggiunto, in una fase dedicata a prevenire le deviazioni verso l'alto. I recenti interventi confermano una maggioranza compatta, con Ueda che "non può più tollerare" un ulteriore aumento dell'inflazione di fondo, Himino che giudica le condizioni finanziarie "relativamente accomodanti, nonostante i recenti rialzi", Koeda, voto centrale del Board, che avverte contro un'eccessiva cautela, e Sato, dissenziente a settembre e tra i più accomodanti, che ha aperto a rialzi graduali. **Anticipiamo quindi a dicembre il rialzo che collocavamo a gennaio**, anche perché a settembre il core-core nazionale è salito al 2,4% a/a dall'1,9% di agosto e l'indicatore della Banca al netto delle misure pubbliche al 3,2% dal 2,6%, mentre i prestiti crescono del 5,3% a/a.

Con l'1,25% dentro l'intervallo di neutralità, ogni passo richiede una valutazione del tasso neutrale, che collochiamo tra l'1,75% e il 2,00%. Lo staff stima un tasso naturale reale tra -0,9% e +0,5%, da cui un tasso neutrale nominale tra l'1,1% e il 2,5%. L'intervallo è ampio perché vent'anni di tassi a zero abbassano le stime storiche, tanto che a settembre un membro ha chiesto di guardare al comportamento di imprese, famiglie e banche dopo ogni rialzo più che alle poco affidabili stime del tasso naturale. Il nostro schema parte da un tasso naturale reale intorno allo zero, inferiore alla crescita potenziale, perché in Giappone il risparmio eccede strutturalmente l'investimento: le imprese sono in avanzo finanziario dalla fine degli anni Novanta e i depositi delle famiglie superano una volta e mezza il PIL. L'eccesso di risparmio defluisce all'estero, riflettendosi nel surplus delle partite correnti e mantenendo basso il tasso d'equilibrio. Con attese d'inflazione al 2%, il tasso neutrale dovrebbe quindi essere intorno al 2,00%. Ci attendiamo che il ciclo si concluda a questo livello a luglio 2027, in linea con quanto la curva OIS sconta per fine 2027**, mentre il 2,2-2,5% prezzato per il 2028 resta per noi un rischio al rialzo**, condizionato a servizi stabilmente sopra il 2%, a una tornata salariale (shuntō) 2027 almeno al 5% e ad attese delle imprese oltre il 2,5%.

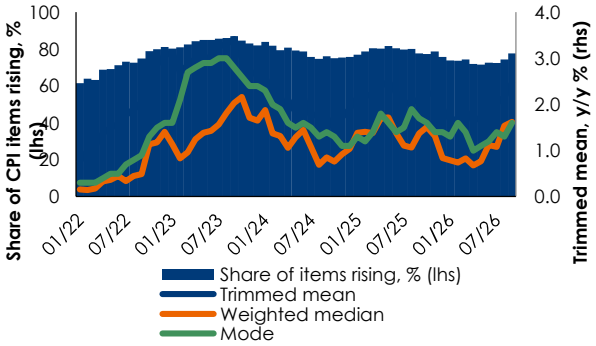
Ci aspettiamo che la BoJ riconosca che l'obiettivo del 2% è sostanzialmente raggiunto, con rincari su quasi quattro quinti del paniere, mentre il dato pubblicato resta compresso dalle misure pubbliche e nei prossimi trimestri oscillerà tra il 3% e l'1% per ragioni fiscali. A settembre l'headline è salito al 2,1% a/a dall'1,9% di agosto e il core al 2,1% dall'1,7%, nonostante il calo del riso (-21% a/a), mentre il core-core, al netto di alimentari freschi ed energia, è balzato al 2,4% dall'1,9%. I rincari si stanno allargando, con i beni al 2,8% dal 2,6%, i servizi in accelerazione diffusa all'1,5% dall'1,1% e gli affitti allo 0,6%, massimo da quasi venticinque anni. Inoltre, l'indicatore della BoJ che elimina gli effetti di policy è salito al 3,2% a/a dal 2,6%, con le misure che sottraggono 1,1pp al core pubblicato descrivono un'inflazione ampia e in via di intensificazione, che giustifica rialzi regolari senza accelerare il ritmo. A nostro avviso, **la fine dei sussidi energetici da ottobre e gli effetti base porteranno l'headline al 2,7% nel 4° trimestre e al 3,1% nel 1° trimestre 2027**, mentre da aprile il taglio dell'imposta sui consumi alimentari dall'8% all'1% sottrae circa 1,4pp all'headline e 1,2pp al core, con l'headline all'1,5% nel 2° trimestre 2027 e verso l'1% a fine anno. L'indice ***core* al netto delle misure fiscali, cioè senza sussidi e imposta, dovrebbe restare tra il 2,6% e il 2,9% fino a metà** 2027, per poi rientrare. Dopo l'impennata dei prezzi all'importazione del 2022, l'inflazione dei beni iniziò a scendere circa un anno più tardi; questa volta l'impennata è partita nel 2° trimestre 2026, per cui ci aspettiamo pressioni sui prezzi almeno fino alla seconda metà del 2027. Il taglio impone però un vincolo di tempo, poiché con un'inflazione pubblicata vicina all'1%, un Board più accomodante faticherebbe a spiegare un rialzo. Per questo crediamo che il Board sia incline a portare i tassi al 2,00% entro l'estate, con una mossa a luglio nell'ultima riunione prima della scadenza dei mandati di Takata e Tamura.

Fig. 2 – Le misure pubbliche sottraggono 1,1pp al core pubblicato, mentre al netto dei fattori istituzionali il core è balzato al 3,2%



Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, LSEG Datastream

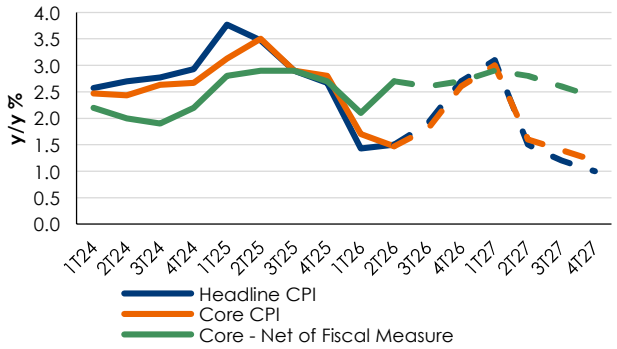
Fig. 3 – Il 78% delle voci rincara e la media troncata sale al 2,5%, mentre mediana ponderata (1,6%) e moda (1,6%) restano moderate, un'inflazione ampia e in via di intensificazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, LSEG Datastream

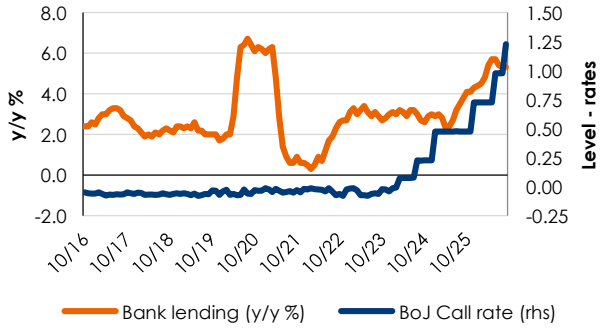
Per il ritmo dei rialzi, la Banca guarda a quanto resta da trasferire dei costi a monte e a quanto i rialzi precedenti stiano già frenando il credito. I segnali sono compatibili con un ritmo trimestrale. Il PPI rallenta al 6,8% a/a a settembre dal 7,6% solo per il calo del riso e dei prodotti petroliferi calmierati dai sussidi, mentre i beni manifatturieri al netto di alimentari ed energia accelerano al 5,9% a/a e i servizi alla produzione al 3,7% a/a a settembre. Il trasferimento ai prezzi al consumo proseguirà quindi per due o tre trimestri. **I rialzi non stanno ancora frenando l'economia.** Nel Tankan di settembre la carenza di manodopera è la più acuta dagli anni Novanta, le banche non hanno irrigidito l'offerta di credito e le imprese segnalano tassi in forte aumento senza peggioramenti della posizione finanziaria. I prestiti crescono del 5,3% a/a a settembre dal 5,7% di giugno, per cui la Banca confermerà che le condizioni finanziarie restano accomodanti.

Fig. 4 – L'inflazione pubblicata oscillerà tra il 3% e l'1% per ragioni fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, LSEG Datastream

Fig. 5 – Il credito cresce del 5,3% a/a e le condizioni restano accomodanti, con un rallentamento solo marginale

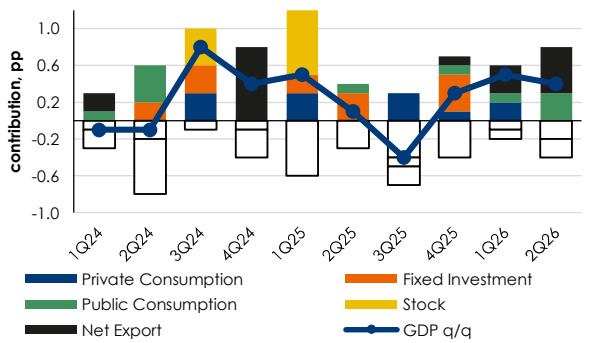


Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, LSEG Datastream

La BoJ osserva con cautela gli effetti dei rialzi sul ciclo economico. Quanto alla crescita, la Banca sta valutando se l'economia regga i rialzi e se la domanda alimenti il circolo tra salari e prezzi. Oggi l'economia appare resiliente, il circolo tra salari e prezzi resta moderato e senza segni di spirale, e la domanda privata è fragile. La normalizzazione potrebbe quindi proseguire gradualmente senza andare oltre la neutralità. L'economia ha assorbito lo shock energetico meglio del previsto grazie al settore dei semiconduttori (profitti record), alla spesa pubblica, che ha coperto il costo dell'energia, e a un mercato del lavoro con disoccupazione al 2,5%. **Tuttavia, la domanda privata è ferma, con consumi piatti** (la spesa reale delle famiglie è calata di -3,1% a/a ad agosto) ed **investimenti delle imprese in calo nel 2° trimestre (-0,9% t/t).** Stimiamo una crescita del PIL dello 0,6% t/t ann. nel 3° trimestre e dello 0,8% nel 4°, con un rimbalzo all'1,8% nel

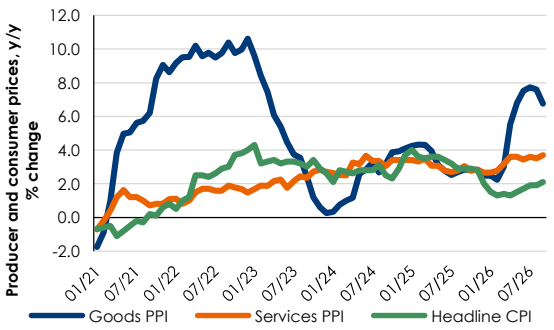
2° trimestre 2027 grazie al taglio dell'imposta che dovrebbe sostenere i consumi. Su base annua, prevediamo una crescita dello 0,9% nel 2026 e dell'1,0% nel 2027. **È la debolezza della domanda privata, al centro dei dissensi di Asada e Sato, a sconsigliare di spingersi oltre la neutralità.**

Fig. 6 – Nel 2° trimestre la crescita è stata sostenuta dalla spesa pubblica e dalle esportazioni nette, con consumi privati fermi e investimenti in calo per il secondo trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 7 – Il PPI rallenta al 6,8% a/a solo per il calo dei prezzi del riso e dell'energia sussidiata, mentre i servizi alla produzione al 3,7% segnalano un trasferimento ai prezzi al consumo ancora incompleto



Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, MIC, LSEG Datastream

Prevediamo tassi fermi il 30 ottobre e rialzi all'1,50% a dicembre, all'1,75% ad aprile e al 2,00% a luglio 2027, livello neutrale al quale la Banca potrebbe fermarsi a osservare l'effetto cumulato della normalizzazione. La BoJ giudica le condizioni correnti ancora relativamente accomodanti, dato un tasso reale a breve vicino a -1% e un'espansione del credito di 5,3% a/a. Finché il tasso reale a breve resta negativo, i rialzi riducono lo stimolo senza frenare l'economia. Tre rialzi basterebbero quindi a raggiungere la neutralità e dopo luglio ci attendiamo una pausa per valutarne gli effetti. **L'Outlook di ottobre dovrebbe anticipare il giudizio sull'inflazione di fondo e rivedere le previsioni sui prezzi, al ribasso per l'anno fiscale 2026 e al rialzo per il 2027 per effetto di energia e cambio**. Quanto alla crescita, con il greggio salito da 80 a oltre 110 dollari, il tono resterà prudente, ma la mediana per l'anno fiscale 2026 dovrebbe salire dallo 0,6% verso lo 0,8%. La revisione del 2° trimestre e un Tankan intorno ai massimi dai primi anni Novanta escludono infatti la stagnazione implicita nella stima di luglio. Le previsioni per il 2027 e il 2028 dovrebbero restare invariate, per un'economia già sopra il potenziale. Sui prezzi vediamo la previsione di inflazione core-core per l'anno fiscale 2026 rivista al ribasso dal 2,5% verso il 2,3%, dopo una media dell'1,9% nel primo semestre dell'anno fiscale, e quella per il 2027 rivista al rialzo dal 2,6% verso il 2,8% per il greggio. Prevediamo che il taglio dell'imposta sugli alimentari entrerà nelle previsioni solo dopo l'approvazione della Dieta, che dovrebbe avvenire entro fine anno. L'effetto sui prezzi sarà comunque trattato al netto, per cui il calo dell'inflazione pubblicata non cambierà la rotta della Banca. **I rischi per le nostre previsioni sono un PIL del 3° trimestre in contrazione o uno yen sotto 150**, un apprezzamento che ridurrebbe l'inflazione importata e sposterebbe la mossa a gennaio. Oltre il 2,00%, tre fattori possono rendere ulteriori rialzi improbabili: un Board più accomodante dalla fine di luglio 2027, con la sostituzione di Takata e Tamura; i circa 1.000 miliardi di yen l'anno che ogni rialzo di 25pb aggiunge agli interessi sulle riserve; un possibile apprezzamento strutturale dello yen, che ridurrebbe l'inflazione importata e attenuerebbe la necessità di ulteriori mosse restrittive. **Nella comunicazione ci aspettiamo che Ueda insista più sui rischi al rialzo per i prezzi che su quelli al ribasso per la crescita**, ripeta che la Banca continuerà ad alzare i tassi se lo scenario dell'Outlook si realizzerà e lasci la decisione di dicembre subordinata all'evoluzione dei dati, senza indicare un livello per il tasso neutrale, poiché un'indicazione sopra il 2% farebbe scontare al mercato una stretta che la Banca non vorrebbe anticipare.

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 costituiscono un 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' ai sensi della 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, dalle FINRA Rules 2241 e 2242 ove applicabili, nonché dalle regole COBS 12.4 del FCA Conduct of Business Sourcebook – 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
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@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