Macro Rapid Response

Con l'inflazione di fondo al 2%, alla BoJ serve ora una ragione per fermarsi più che una per alzare i tassi

30 ottobre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Riccardo Bellesia
Economista

La Bank of Japan (BoJ) ha lasciato il tasso di riferimento invariato all'1,25%, con un solo voto a favore di un rialzo. Per la prima volta dal 2013, la Banca ha inoltre giudicato l'inflazione di fondo coerente con l'obiettivo del 2%. L'Outlook di ottobre lascia sostanzialmente invariate le previsioni di crescita nonostante assunzioni di prezzi del petrolio più elevati, rivede al rialzo le stime di inflazione per l'anno fiscale 2027 e descrive un cambio di fase della politica monetaria, da un sostegno al ritorno dell'inflazione alla prevenzione di un suo surriscaldamento oltre l'obiettivo. Ueda ha evitato di dichiarare formalmente raggiunto il target, ha legato il consolidamento delle aspettative di inflazione alla tornata salariale della prossima primavera e ha sottolineato la necessità di valutare gli effetti cumulati dei rialzi finora effettuati. Dopo un rialzo pressoché scontato all'1,50% a dicembre, riteniamo che i tassi possano salire ancora all'1,75% ad aprile 2027 e al 2,00% a luglio 2027.

La decisione di lasciare i tassi invariati è stata approvata con una maggioranza di otto voti contro uno. Takata è stato nuovamente l'unico dissenziente, come già ad aprile e luglio, chiedendo un rialzo all'1,50% poiché, a suo avviso, l'inflazione di fondo "ha raggiunto l'obiettivo di stabilità dei prezzi" e la Banca "deve accelerare il ritmo di avvicinamento del tasso di riferimento al tasso neutrale". Asada e Sato, che a settembre avevano votato contro il rialzo, si sono invece allineati alla maggioranza. **Ueda ha inoltre confermato che tutti e nove i membri del Board condividono la valutazione secondo cui l'inflazione di fondo è ormai coerente con l'obiettivo del 2%,** facendo venir meno la premessa alla base dei dissensi di settembre. Il Consiglio ha inoltre deciso all'unanimità di raddoppiare il ritmo delle vendite di ETF, portandolo a circa 860 miliardi di yen annui a valore di libro a partire da gennaio 2027, restringendo marginalmente le condizioni finanziarie.

La conferenza stampa di Ueda è risultata leggermente meno restrittiva dell'Outlook, mostrando un attento equilibrio tra i rischi al rialzo per l'inflazione e la necessità di valutare ulteriormente gli effetti dei rialzi già effettuati. Il governatore ha evitato di dichiarare raggiunto l'obiettivo di inflazione e ha affermato che il grado di ancoraggio al 2% delle aspettative di lungo periodo "è ancora basso". Ha inoltre indicato nella tornata salariale della prossima primavera il test decisivo per verificare che un'inflazione al 2% sia ormai incorporata nelle aspettative e che gli aumenti salariali siano percepiti come la norma. Ueda ha ribadito che i rischi saranno valutati "a ogni riunione, inclusa quella di dicembre" e che la Banca "orienterà proattivamente l'inflazione verso il 2% anziché attendere passivamente", osservando però che i rischi di superamento dell'obiettivo "non sono necessariamente aumentati rispetto a un mese fa". Le ragioni della pausa risiedono nell'impatto ancora poco chiaro dei rialzi sulle condizioni finanziarie e nelle segnalazioni provenienti da alcune piccole e medie imprese che lamentano maggiori difficoltà di accesso al credito, in linea con la nuova osservazione dell'Outlook secondo cui i tassi reali "sono recentemente saliti". Ueda ha inoltre riconosciuto l'esistenza di un divario rispetto al tasso neutrale, senza tuttavia quantificarlo.

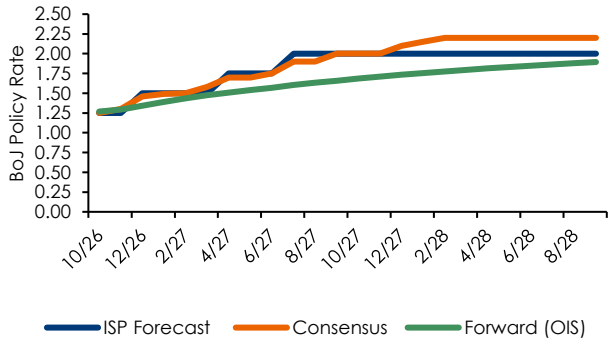
Le nuove proiezioni lasciano il profilo di crescita sostanzialmente invariato nonostante un'ipotesi molto più elevata sul prezzo del petrolio. La mediana per l'anno fiscale 2026 è salita allo 0,7% a/a dallo 0,6%, così come il limite inferiore dell'intervallo di previsione, mentre quella per il 2027 è stata limata allo 0,7% a/a dallo 0,8% e quella per il 2028 è stata confermata allo 0,8%. Il prezzo del greggio Dubai è ora ipotizzato intorno a 105 dollari al barile, contro gli 80 dollari assunti a luglio, per poi scendere gradualmente verso 70 dollari a fine orizzonte previsivo. **La Banca ritiene che l'economia sia in grado di assorbire tale shock grazie al contributo delle esportazioni**, ora descritte come "in moderato aumento" per effetto della domanda legata all'intelligenza

artificiale, dopo la stagnazione evidenziata a luglio. I consumi privati, invece, dovrebbero rimanere "più o meno piatti" nell'attuale anno fiscale. **I rischi per l'attività economica vengono giudicati sostanzialmente bilanciati.** Il taglio dell'imposta sui consumi sui prodotti alimentari non è incorporato nelle previsioni, ma la Banca afferma per la prima volta che è "altamente probabile" che abbia un impatto positivo sulla crescita.

Le revisioni alle prospettive di inflazione risultano relativamente contenute rispetto alla valutazione di luglio. La previsione per l'anno fiscale 2027 del CPI al netto degli alimentari freschi è stata rivista al 2,6% dal 2,4%, mentre quella per il 2026 è stata confermata al 2,5% e quella per il 2028 al 2,0%. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stato invece rivisto al 2,7% dal 2,6% per il 2027 e al 2,3% dal 2,2% per il 2028. Considerando che l'inflazione al netto degli alimentari freschi ha registrato in media un tasso dell'1,7% a/a tra aprile e settembre, la previsione invariata per il 2026 implica un'accelerazione al 3,3% circa tra ottobre e marzo. Il ritorno al 2,0% nel 2028 dipende interamente dall'ipotizzato calo del prezzo del greggio, dato che la misura al netto dell'energia rimane sopra l'obiettivo lungo tutto l'orizzonte previsivo. **La Banca afferma ora che l'inflazione di fondo "si trova a un livello generalmente coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi"** e che dovrebbe rimanervi, aggiungendo che "di recente vi è stato un cambiamento di fase della politica monetaria", con l'attenzione che si sposta dai rischi al ribasso ai rischi al rialzo per i prezzi. I rischi per l'inflazione continuano pertanto a essere orientati verso l'alto, pur essendo stati segnalati da sei membri per il 2026, contro gli otto di luglio. Le proiezioni escludono il taglio dell'imposta sui consumi, il cui effetto viene stimato dalla Banca in circa -1,3pp sul CPI al netto degli alimentari freschi nell'anno fiscale 2027.

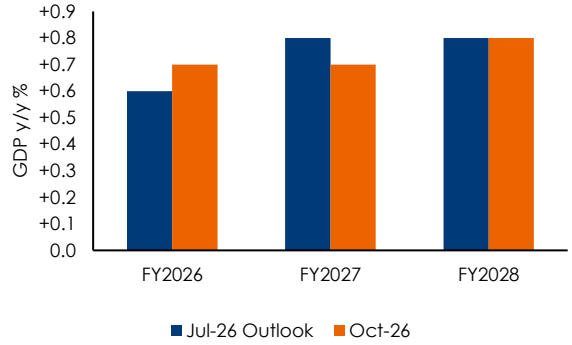
A nostro avviso, la BoJ non ha più bisogno di ulteriori evidenze di un'inflazione in aumento per proseguire con i rialzi; al contrario, avrà bisogno di prove che le aspettative siano saldamente ancorate per decidere di interrompere il ciclo restrittivo. Confermiamo pertanto un rialzo di 25pb all'1,50% a dicembre. Solo una contrazione del PIL nel terzo trimestre, dato atteso a metà novembre, oppure un rafforzamento dello yen sotto quota 150 contro il dollaro potrebbero rinviare la mossa a gennaio. Successivamente continuiamo a prevedere un rialzo all'1,75% ad aprile e al 2,00% a luglio 2027, livello che consideriamo coerente con il tasso neutrale. La fase finale del ciclo sarà probabilmente influenzata dalla tornata salariale del 2027. L'inflazione headline dovrebbe infatti oscillare dal 3,1% del primo trimestre 2027 a valori prossimi all'1% verso la fine dell'anno per effetto del taglio dell'imposta sui consumi ed effetti base, mentre le misure depurate dagli effetti fiscali dovrebbero mantenersi tra il 2,6% e il 2,9%. La stessa previsione della BoJ di un'inflazione core ex energia al 2,3% nell'anno fiscale 2028 implica che un tasso ufficiale al 2,00% rimarrebbe negativo in termini reali; è per questo che i mercati continuano a prezzare un tasso compreso tra il 2,2% e il 2,5% nel 2028. Manteniamo tuttavia un tasso terminale superiore al 2% come rischio al rialzo, subordinato a una tornata salariale pari o superiore al 5%, poiché un Consiglio più accomodante da luglio 2027, un'inflazione pubblicata vicina all'1% e il crescente costo degli interessi sulle riserve militano a favore di una pausa una volta raggiunto il livello neutrale. La reazione dei mercati è stata contenuta: lo yen si è attestato intorno a 157,4 per dollaro da 157,8, il rendimento del titolo a due anni è sceso di 2pb all'1,88% e gli OIS attribuiscono una probabilità di circa l'80% a un rialzo a dicembre, prezzando un tasso compreso tra l'1,75% e il 2,00% a fine 2027, sostanzialmente in linea con il nostro scenario.

Fig. 1 – Ci attendiamo rialzi a dicembre, aprile e luglio, con un punto di arrivo al 2,00%



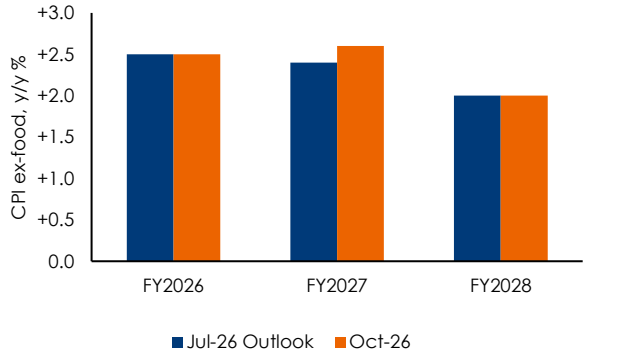
Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 2 – La crescita del PIL reale è stata rivista lievemente al rialzo quest'anno ma lievemente al ribasso per il 2027



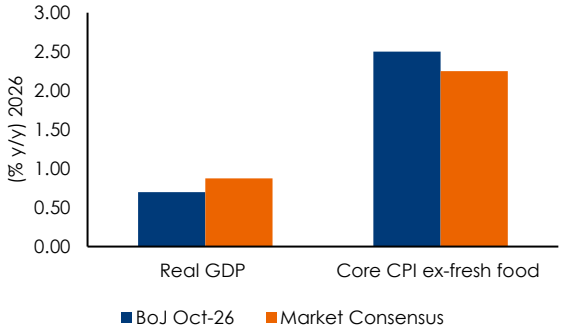
Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ

Fig. 3 – Previsioni sui prezzi poco variate rispetto alla valutazione di luglio



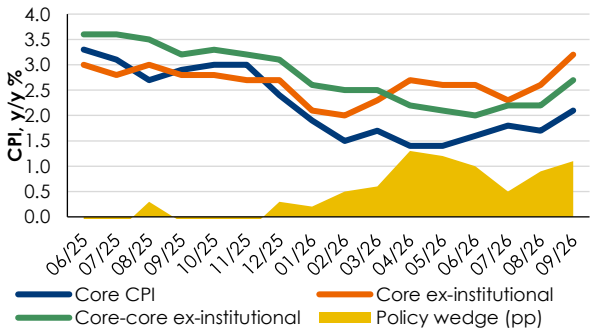
Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ

Fig. 4 – La valutazione della BoJ sui prezzi è leggermente più alta del consenso di mercato



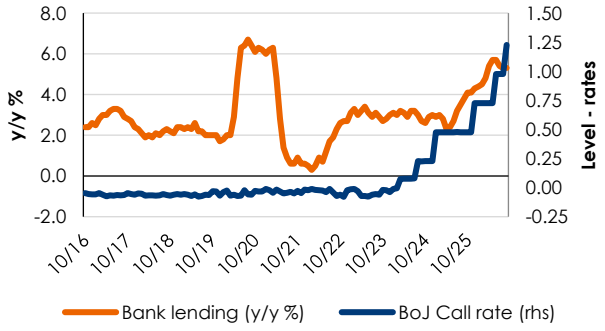
Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ

Fig. 6 – Al netto delle misure governative, l'inflazione core è già sopra il 3%



Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, LSEG Datastream

Fig. 6 – La risalita dei tassi, almeno per ora, non sta frenando l'espansione del credito



Fonte: Intesa Sanpaolo, BoJ, LSEG Datastream

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
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