



OUTLOOK

ISPI
MERCATI AZIONARI
MERCATI OBBLIGAZIONARI
MERCATI VALUTARI
LE NOSTRE LINEE

YEN: LE FRAGILI FRECCHE DEL GIAPPONE

Guido Alberto Casanova
ISPI Research Fellow





Prosegue la collaborazione con ISPI, Istituto per gli Studi di Politica Internazionale, nato nel 1934 e che da più di dieci anni annovera Ersel tra i suoi soci. Oggi ISPI rappresenta uno dei più prestigiosi think tank del mondo, organizzatore di importanti convegni internazionali di geopolitica, noto per l'autorevolezza dei collaboratori, delle numerose pubblicazioni e del suo centro di formazione per giovani diplomatici.

Yen: le fragili frecce del Giappone

Guido Alberto Casanova

ISPI Research Fellow

ISPI

Il nuovo rialzo della BoJ segue la mossa della Fed e riporta il tasso ufficiale ai massimi dal 1995.

Si conferma così il cambio di passo della politica monetaria nipponica. Non senza pressioni degli USA.

Con una maggioranza di 7 a 2, venerdì 18 settembre il Consiglio di politica monetaria della Banca del Giappone (BoJ) ha preso la decisione di rialzare il suo tasso d'interesse di riferimento di 25 punti base, portandolo all'1,25%. L'aumento era stato ampiamente atteso dai mercati finanziari e in qualche modo anche anticipato dalla stessa banca centrale. Il rialzo del tasso ufficiale al livello massimo dal 1995 imprime un'accelerazione al processo avviato negli ultimi anni dalla BoJ poiché avviene a distanza di soli tre mesi rispetto all'analogo aumento di 25 punti base approvato nella riunione di giugno.

Alcuni indizi di questa accelerazione erano stati lanciati negli ultimi mesi dagli stessi membri della BoJ e dal suo governatore Kazuo Ueda, che a inizio settembre aveva dichiarato che la banca centrale d'ora in avanti avrebbe discusso della possibilità di alzare i tassi a ogni sua prossima riunione. L'affermazione aveva contribuito a modificare le aspettative dei mercati finanziari riguardo alle decisioni venturose della BoJ come quella di oggi. Gli intenti dichiarati, tuttavia, non hanno avuto solo effetti immediati, ma si sono proiettati anche sulle prospettive a più lungo termine: gran parte degli osservatori, infatti, ritiene

ora probabile che entro la fine dell'anno possa essere deciso un ulteriore aumento.

Si sta delineando così un cambio di passo storico da parte del Giappone per quanto riguarda la propria "normalizzazione" della politica monetaria. Dopo aver perseguito per decenni misure ultraespansive senza precedenti (fatte di tassi a zero o addirittura negativi, massicci piani di acquisto di titoli finanziari, controllo della curva dei rendimenti) per far fronte alla deflazione e alla stagnazione economica, il ritorno dell'inflazione registrato a partire dall'invasione russa dell'Ucraina ha consentito alla BoJ di iniziare una nuova fase: un lento rialzo dei tassi a partire dal 2024, con l'obiettivo di ridurre il differenziale con i tassi praticati dalle altre grandi economie mondiali. Questa operazione di normalizzazione della politica monetaria giapponese non è politicamente neutra poiché si scontra con la riluttanza della premier Sanae Takaichi: non è un caso, infatti, che i due voti dissidenti della decisione di oggi provengano proprio dai due membri nominati quest'anno dal governo.

Ma la questione ha un rilievo ben oltre i confini nazionali e rischia di farsi sentire a livello mondiale poiché l'eccezionale orientamento ultra-



Yen: le fragili frecce del Giappone

ISPI

accomodante assunto dalla BoJ in questi decenni ha reso il Paese asiatico una fonte di liquidità centrale per il sistema finanziario internazionale. Ciò significa che, se dovessero avere luogo bruschi movimenti dei tassi o messaggi ambigui sulle prossime mosse da parte dell'istituto di Tokyo, le ripercussioni sarebbero presto avvertite nel resto del mondo.

Perché il rialzo?

La BoJ ha un'enorme responsabilità tra le mani, ma deve contemporaneamente bilanciare l'interesse giapponese alla stabilità dei mercati globali con l'obiettivo del proprio mandato di mantenere un tasso di inflazione al 2%. I problemi interni che la banca centrale deve affrontare sono essenzialmente due: gestire l'uscita una volta per tutte dalla deflazione che ha caratterizzato i tre decenni pre-2022 e frenare il deprezzamento dello yen.

I due problemi sono strettamente interconnessi. La lievitazione dei prezzi registrata negli ultimi anni in Giappone è in parte legata a shock esterni, come lo scoppio delle guerre in Ucraina e in Iran che hanno aumentato i prezzi dell'energia (di cui il Paese è dipendente dalle forniture estere), ma in parte anche al crollo del valore dello yen rispetto alle altre valute mondiali e nello specifico rispetto al dollaro, che ha reso così ulteriormente costoso per l'economia nipponica importare beni.

Quest'ultimo aspetto, in particolare, si collega a tassi d'interesse applicati in Giappone ancora relativamente bassi che, a fronte della stretta monetaria nelle altre economie avanzate seguita alla ripresa post-pandemica e all'invasione dell'Ucraina, negli ultimi anni hanno consentito il fiorire del cosiddetto carry trade finanziato in yen. Il carry trade è una strategia finanziaria che trae profitto dall'ampio differenziale dei tassi d'interesse tra Paesi (spesso dovuto a politiche monetarie divergenti) in un contesto di bassa volatilità nel mercato valutario. Nel caso specifico, per anni gli investitori hanno sottoscritto prestiti in valuta giapponese sfruttando tassi eccezionalmente contenuti e hanno poi convertito la somma presa in prestito in altre valute che consentivano di realizzare investimenti al di fuori

del Paese in prodotti finanziari a più alti rendimenti di quelli disponibili in Giappone. Questa prassi ha quindi portato numerosi investitori a prendere in prestito e vendere enormi quantità di yen per comprare per esempio dollari, applicando così una forte pressione al ribasso sul valore della moneta giapponese. Ridurre questo differenziale di rendimenti con una stretta monetaria, a maggior ragione se la Federal Reserve ora riprende ad aumentare i tassi negli USA, è dunque necessario da parte della BoJ per contrastare l'indebolimento dello yen sui mercati internazionali, il cui risvolto pratico è stato per esempio l'aumento dei prezzi dei beni alimentari e delle materie prime (altre due categorie di cui il Giappone è largamente dipendente dalle importazioni). Allo stesso tempo, le decisioni della BoJ riducono l'attrattività del carry trade finanziato in yen, innescando la chiusura delle posizioni di investimento precedentemente assunte.

Parallelamente, la ripresa estiva del conflitto in Iran e l'aumento del prezzo del barile hanno dato ulteriore urgenza alla necessità di contrastare tempestivamente un'inflazione che ha ripreso a salire a causa del caro-energia e che lo scorso mese è arrivata all'1,9% su base annua. Il Giappone, infatti, è esposto all'attuale crisi in modo diretto poiché le monarchie del Golfo rappresentano tradizionalmente la quasi totalità delle forniture di petrolio greggio del Paese. Per ora l'impatto è stato contenuto dalla decisione del governo di Tokyo di attingere alle proprie riserve strategiche di petrolio e di ricorrere ai sussidi per la popolazione, ma il protrarsi del conflitto obbliga la BoJ a prendere misure in modo più sistematico di quanto fatto finora dall'esecutivo.

D'altro canto, la banca centrale si è mostrata prudente e dosata sul rialzo dei tassi per timore che un intervento troppo drastico abbattesse in modo radicale l'aumento dei prezzi registrato negli ultimi quattro anni e minasse così quel meccanismo che dopo decenni di stagnazione economica ha finalmente rimesso in moto la crescita dei salari. Prevalere una volta per tutte sulle forze deflative e contemporaneamente evitare che l'inflazione sfugga di mano richiede quindi una discreta abilità nel bilanciare i bisogni



Il Giappone

è intervenuto per
correggere
**il tasso
di cambio
dollaro-yen**



La BoJ

si è mostrata
**prudente
e dosata**
sul rialzo
dei tassi

del Paese e un saldo controllo nel fissare la progressione della politica monetaria.

Una situazione politicamente insostenibile

Oltre alle esigenze economiche, il rialzo del costo del denaro risponde anche a esigenze politiche che forse hanno giocato un ruolo altrettanto rilevante nella decisione della BoJ di oggi. Sia dal punto di vista interno che da quello esterno.

La debolezza dello yen e i bassi tassi di interesse hanno generato vincitori e perdenti nella società giapponese, offrendo un grande vantaggio competitivo per le imprese più attive sul fronte dell'export, ma allo stesso tempo deprimendo in termini reali le pensioni e i salari dei lavoratori rurali o con contratti atipici per mezzo dell'inflazione d'importazione. Le difficoltà economiche sono aumentate negli ultimi mesi dopo l'inizio degli attacchi statunitensi contro l'Iran e hanno cominciato a erodere il consenso politico di Takaichi, che negli anni prima di assumere l'incarico lo scorso autunno si era espressa contro un innalzamento dei tassi e ancora quest'anno durante la campagna elettorale si era lasciata scappare l'opinione che lo yen debole fosse un'opportunità per il Paese. I sondaggi sul gradimento popolare di Takaichi, che per mesi erano rimasti superiori al 60-70%, durante l'estate hanno cominciato a calare a causa del malcontento generato dalle

scelte di politica economica della premier. Davanti al rischio di una nuova crisi causata dal caro-vita e di un'estensione del malcontento, Takaichi ha quindi dovuto temperare la propria tendenziale contrarietà a un aumento dei tassi della BoJ. Sul fronte internazionale, però, la pressione è stata probabilmente ancora maggiore. Per contrastare il deprezzamento dello yen, il Giappone è intervenuto direttamente nel mercato delle valute per correggere il tasso di cambio dollaro-yen e sostenere il valore della propria moneta. Infatti, il governo di Tokyo ha comprato grandi somme di yen vendendo in cambio i dollari detenuti nelle proprie riserve: un primo intervento nel periodo primaverile ha visto il ministero delle Finanze spendere l'equivalente di 11.730 miliardi di yen (\$73,5 miliardi). Il risultato è stato quello di risollevare solo temporaneamente lo yen prima che la pressione internazionale esercitata sulla moneta ne facesse scendere nuovamente il valore.

L'intervento, finanziariamente dispendioso e insoddisfacente in termini di risultati ottenuti, ha oltretutto creato un nuovo problema per il Giappone. Per reperire i dollari con cui sostenere la propria moneta il ministero delle Finanze ha molto probabilmente venduto una gran quantità di titoli del Tesoro USA e ha così contribuito a diminuire il prezzo e specularmente a innalzarne il rendimento,

Yen: le fragili frecce del Giappone

ISPI

esasperando ulteriormente i problemi debitori oltre il Pacifico. Per il presidente Donald Trump, che a novembre dovrà affrontare le difficili elezioni di medio termine, la vendita dei Treasuries da parte del governo di Tokyo è un problema di non poco conto dal momento che il Giappone è il primo Paese al mondo per investimento nei titoli di Stato statunitensi, con una somma investita che a luglio ammontava a oltre i \$1.100 miliardi.

Per scongiurare lo scenario in cui il governo nipponico dovesse compiere nuovi interventi in solitaria, vendendo ulteriori Treasuries e incidendo sui rendimenti del debito pubblico statunitense, il segretario al Tesoro Scott Bessent e la ministra delle Finanze Satsuki Katayama a fine luglio hanno coordinato un secondo intervento, questa volta congiunto, nel mercato delle valute per sostenere il valore dello yen rispetto al dollaro. È stata la prima volta dal 1998 con queste dinamiche. La manovra è costata al governo di Tokyo circa 15.390 miliardi di yen (\$96,5 miliardi), ma la risolutezza contro l'indebolimento della propria moneta questa volta è stata corroborata dall'eccezionale sostegno dell'alleato (che sembra aver venduto euro nell'operazione), consentendo all'intervento di avere un impatto più marcato sulla percezione dei mercati della determinazione a difendere lo yen dalla speculazione.

La contropartita di questa manovra però sembra essere stata l'accettazione da parte giapponese che un aumento dei tassi fosse ormai inevitabile, come lasciato intendere nei mesi precedenti dallo stesso Bessent. Che la BoJ si stesse avviando verso questa strada è apparso chiaro quando a inizio settembre il segretario al Tesoro statunitense ha sostenuto con forza la necessità per l'istituto di Tokyo di prendere le necessarie misure monetarie e di mercato per combattere la "sostanziale sottovalutazione dello yen". Una posizione reiterata in più di un'occasione con una tale confidenza che si è anche giunti a ipotizzare un tacito accordo tra le due parti.

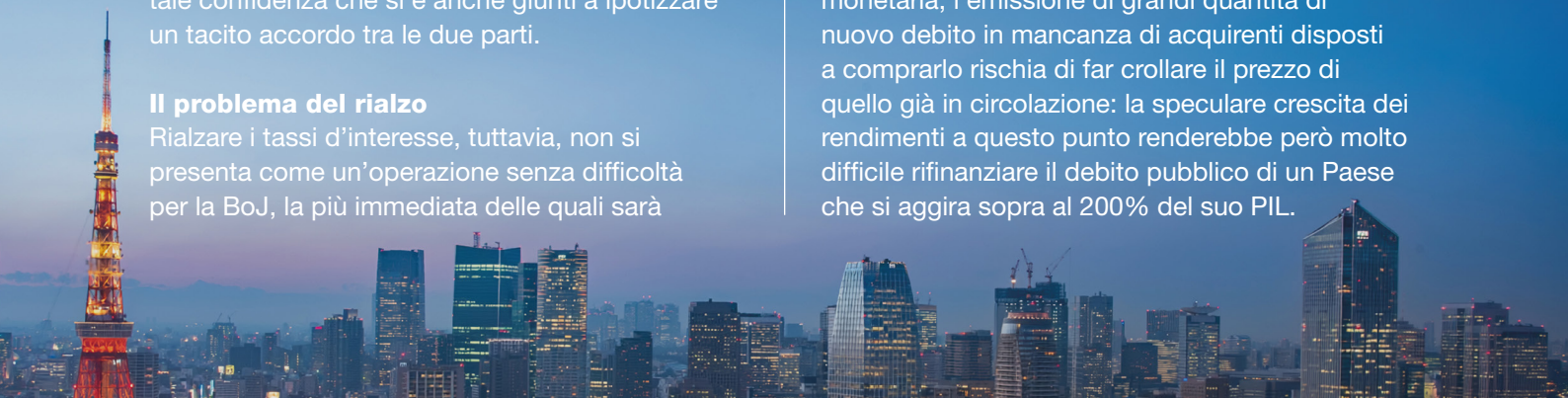
Il problema del rialzo

Rialzare i tassi d'interesse, tuttavia, non si presenta come un'operazione senza difficoltà per la BoJ, la più immediata delle quali sarà

il rapporto con i mercati finanziari. Infatti, la crescente diffidenza verso la capacità del governo di contenere l'inflazione entro i limiti prestabiliti ha spinto il rendimento dei titoli di Stato decennali del Giappone a salire per la prima volta oltre la soglia del 3%, un livello mai raggiunto negli ultimi tre decenni. Per la banca centrale sarà quindi necessario riconquistare la fiducia degli investitori riguardo alla propria idoneità a guidare la normalizzazione monetaria e a non perdere il controllo del processo, in modo tale da calmare i timori dei mercati e da riportare i rendimenti dei titoli a lungo termine più in linea con gli obiettivi della politica monetaria.

Nel lungo periodo, la difficoltà con cui si dovrà scontrare la BoJ è invece la prospettiva di un'eccessiva espansione del debito pubblico, come suggeriscono i piani di spesa pubblica e di politica fiscale annunciati dal governo Takaichi. Da un lato, la premier si appresta a presentare una legge di bilancio per il 2027 molto più ambiziosa rispetto agli anni scorsi: potrebbe aggirarsi attorno ai 143.100 miliardi di yen (\$917,8 miliardi), ma soprattutto dovrebbe lanciare un piano d'investimenti strategici da 370.000 miliardi di yen (\$2.300 miliardi) nei settori critici per la sicurezza economica del Paese entro il 2040. Dall'altro lato, il governo ha approvato la riduzione dell'imposta sui consumi per due anni dall'8% all'1%, con un costo della misura nel prossimo biennio stimato attorno ai \$63 miliardi. Senza le adeguate coperture, il governo di Tokyo potrebbe essere costretto a emettere nuovo debito per sostenere le proprie misure, che andrebbe però ad aggiungersi al già enorme debito pubblico accumulato fino ad oggi dal Giappone (e potrebbe anche avere effetti inflazionistici sull'economia nipponica).

In un contesto in cui la BoJ sta lentamente facendo un passo indietro dal mercato dei titoli di Stato durante il processo di normalizzazione monetaria, l'emissione di grandi quantità di nuovo debito in mancanza di acquirenti disposti a comprarlo rischia di far crollare il prezzo di quello già in circolazione: la speculare crescita dei rendimenti a questo punto renderebbe però molto difficile rifinanziare il debito pubblico di un Paese che si aggira sopra al 200% del suo PIL.



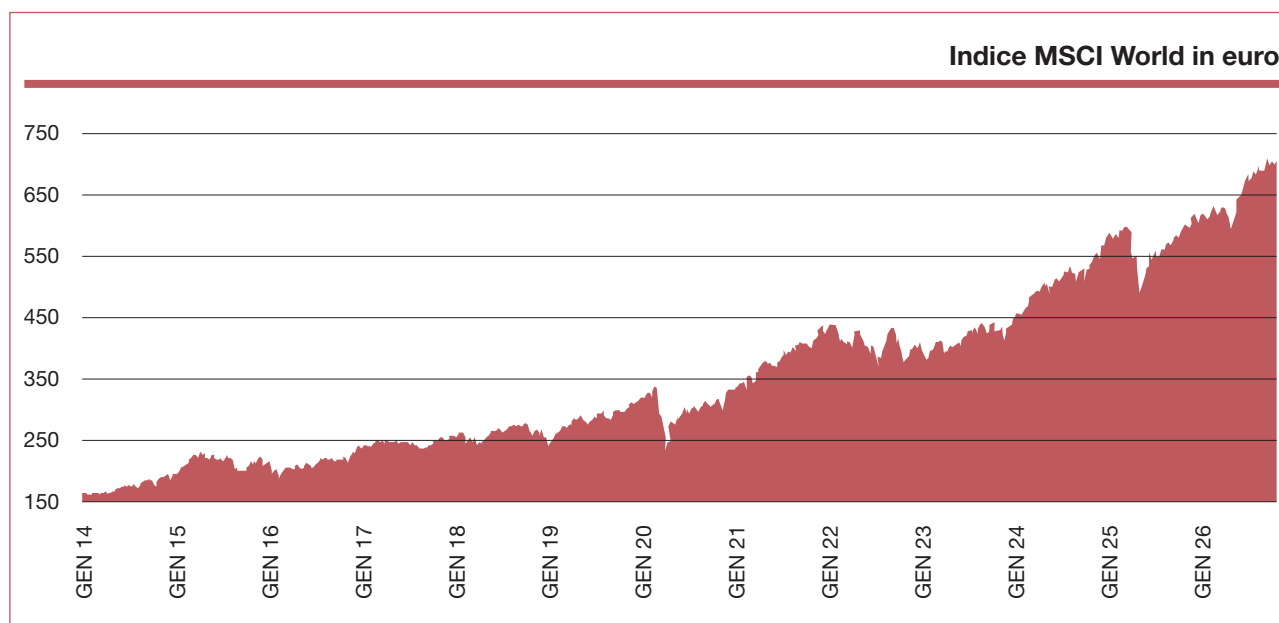
Mercati azionari

L'estate termina
con un mix di tassi USA
a lunga intorno al 5%,
petrolio in salita e timori sull'AI.

**AI e banche:
dove guardare
nell'ultimo trimestre
dell'anno**

Fattori che pesano tutti allo stesso tempo su sentiment e multipli ma l'impatto negativo in termini fondamentali è molto limitato. Il mercato inizia a prezzare una significativa decelerazione nella spesa per AI (grande contributore di questo periodo) nei prossimi mesi, senza alcuna compensazione sul fronte margini/produttività. Se la spesa non dovesse decelerare in maniera sensibile o se ci fossero guadagni sensibili in termini di monetizzazione di tale spesa (o, idealmente, entrambi), le valutazioni attuali si rivelerebbero particolarmente interessanti e in grado di sostenere una salita dei tassi. Discorso diverso qualora la crescita dovesse decelerare in modo significativo. Lo stato patrimoniale è solido per i consumatori statunitensi a minor reddito. Tuttavia, la concentrazione della ricchezza è nel

settore immobiliare, spesso prima casa, che non genera un cash flow per i consumi. Da qui parliamo di «K-economy», in cui i consumatori sentono la pressione dell'inflazione pur avendo maggiore ricchezza. In questo scenario il rischio per le banche si riduce: il consumatore ha livelli di debito contenuti e una ricchezza accumulata negli ultimi 5 anni pari a quella accumulata nei 20 anni precedenti. IPOs, volatilità sui tassi e sul mercato azionario portano ad avere ottimi risultati sui segmenti dell'Investment Banking e sul Trading. Continuiamo a preferire il comparto europeo per due motivi. Il primo: solo il 30% dei depositi nell'Eurozona è remunerato, contro il 70% negli Stati Uniti; il secondo: il Tasso di Risparmio che nell'Eurozona è del 14% contro il 3% negli Stati Uniti.



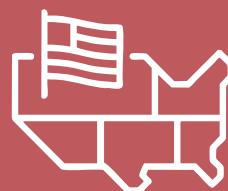


Mercati obbligazionari

La retorica più hawkish della Fed ha impresso una diversa velocità alla risalita dei tassi americani.

***Tassi in rialzo
e credito resiliente***

Diventata evidente a partire dal 28 agosto, con l'intervento di Warsh a Jackson Hole, ha invertito il movimento di steepening che aveva caratterizzato le curve dei principali paesi sviluppati a partire dal 2023. In ottica più strategica, l'alto livello dei tassi dipende principalmente da quattro fattori: deficit pubblici molto elevati nonostante economie vicine alla piena occupazione; crescenti rischi geopolitici; maggiore vulnerabilità dell'economia mondiale agli shock sulle materie prime; banche centrali reattive all'inflazione. Considerando molto probabile un certo overshooting, legato alla crisi geopolitica in Medio Oriente, una posizione sul breakeven decennale americano, come hedging sul petrolio, ha dimostrato di essere un buon contributo ai portafogli. In Europa, la situazione sarebbe anche migliore, se non fosse per la maggiore dipendenza dal petrolio che implica una inflazione attesa potenzialmente maggiore, se non mitigata da un impatto negativo sulla crescita. Le performance del credito sono interamente guidate dai tassi, parzialmente compensate dal carry cumulate da inizio anno e da una modesta compressione degli spread, per i soli segmenti ad alto beta. Dal punto di vista valutativo si accentua la divergenza tra l'attrattività dei rendimenti, vicini ai massimi per gli Investment Grade, e la bassa compensazione per il rischio, con spread sui minimi per tutti i segmenti. La risalita del petrolio non ha intaccato la risk perception come a marzo, con gli spread sui segmenti ad alto beta solo in modesto rialzo nell'ultimo mese, più stretti rispetto a prima dell'inizio della guerra e significativamente più compressi del picco registrato a fine marzo.



Fed
più restrittiva
con i tassi
in rialzo



**Alta
inflazione**
soprattutto in Europa,
**sostenuta
dal petrolio**

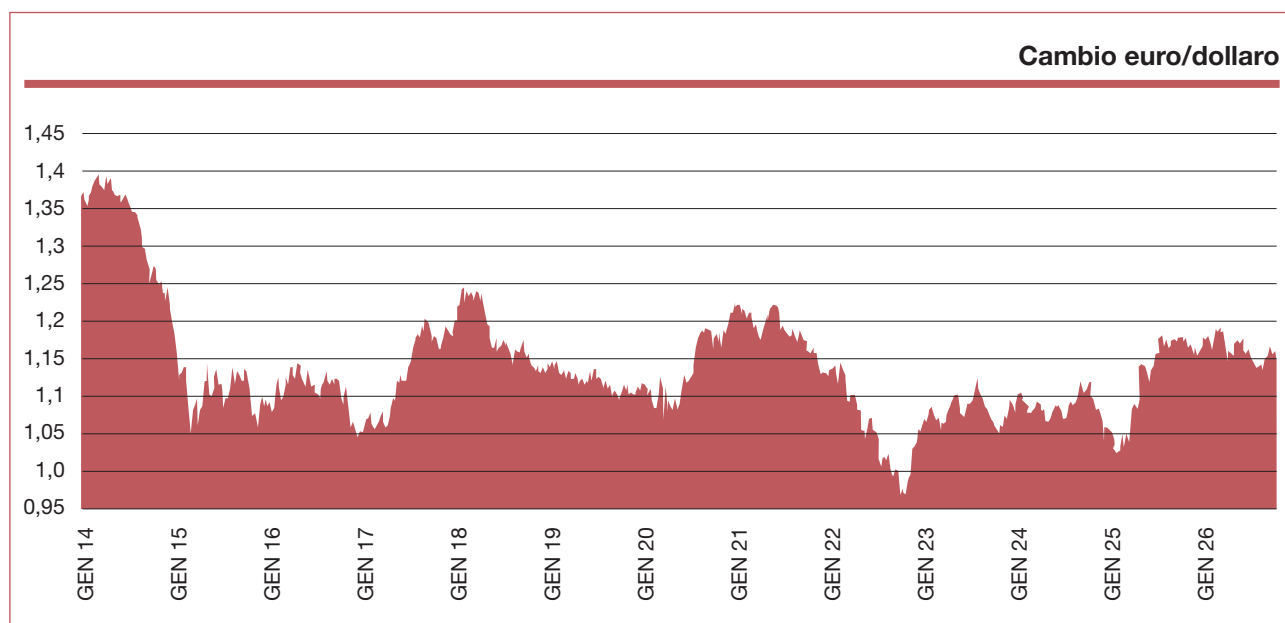
Mercati valutari

Il mercato valutario è stato recentemente caratterizzato da volatilità.

*Valute globali
tra politica monetaria
e tensioni geopolitiche*

Questo con le aspettative sulla politica monetaria, l'andamento del petrolio e i fattori geopolitici come principali driver. Il dollaro ha attraversato una fase di forte oscillazione, ma in estate ha beneficiato del repricing delle aspettative sui tassi USA. A settembre, il rialzo del petrolio e delle aspettative d'inflazione ha nuovamente sostenuto i Treasury yields e il dollaro, rafforzando le aspettative per una Fed più attiva sul fronte monetario. L'euro ha mostrato una relativa forza durante l'estate, portandosi sopra 1,16 contro dollaro, ma ha successivamente corretto. La BCE ha mantenuto un atteggiamento guardingo, nei confronti dello shock energetico. Particolarmente rilevante è stato l'andamento dello yen. USD/JPY ha raggiunto livelli prossimi a 164, favorendo un intervento

congiunto delle autorità giapponesi e americane sul mercato valutario tali da portarlo in area 150. Nonostante la successiva normalizzazione della politica monetaria della Bank of Japan, lo yen è tornato sotto pressione, evidenziando la difficoltà di contrastarne la debolezza attraverso i soli rialzi dei tassi. Di segno opposto il comportamento dello yuan, che si è progressivamente rafforzato fino a raggiungere i massimi da oltre tre anni contro il dollaro. La Banca Popolare Cinese sembra aver mostrato una maggiore tolleranza verso l'apprezzamento della valuta. Nel complesso, il mercato Forex è passato da una logica dominata dai differenziali di crescita e tassi a una fase in cui energia e geopolitica assumono un peso crescente.



Le nostre linee

Le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e lo stallo dei negoziati tra Stati Uniti e Iran hanno fatto salire il prezzo del petrolio Brent sopra i 100 dollari al barile, con un conseguente aumento dei costi dei carburanti.

Questo ha rallentato il percorso di riduzione dell'inflazione a livello globale. Si sono aggiunte poi nuove tensioni commerciali tra Stati Uniti e Canada, con dazi del 50% su importanti merci canadesi e il rischio di contromisure immediate. Il mercato obbligazionario dei paesi sviluppati è stato molto volatile: i titoli di stato americani a trent'anni hanno superato il 5,3% di rendimento. Lo sfioramento dei 40 mila miliardi di dollari del debito pubblico statunitense, l'inflazione in risalita, la crescita economica sostenuta e le ingenti emissioni obbligazionarie delle grandi aziende tecnologiche hanno contribuito a mantenere elevati i tassi. A fronte dell'aumento del livello dei tassi dei paesi sviluppati e delle azioni del tesoro americano, abbiamo aumentato la duration, vendendo titoli governativi a breve termine e acquistando titoli decennali. Una posizione che si ritiene possa offrire un buon rendimento anche senza un calo dei tassi. Per quanto riguarda il posizionamento nei mercati

azionari, le variazioni derivano dall'operatività messa in atto dai fondi sottostanti. Si segnala una sostituzione dell'esposizione diretta sul mercato americano con opzioni call a breve scadenza per continuare a beneficiare di un eventuale rialzo, limitando il rischio legato a possibili delusioni sui risultati delle big tech. Nei primi giorni di agosto abbiamo incassato il guadagno delle opzioni senza ricostituire completamente l'esposizione diretta. Sono state acquistate opzioni put poi sull'EuroStoxx 50 come ulteriore protezione, riducendo l'esposizione all'azionario statunitense ed europeo. Questa posizione può aiutare a contenere il rischio in caso di un peggioramento del mercato. I portafogli multiasset total return hanno mantenuto invariata l'esposizione valutaria. Alcuni portafogli multiasset hanno investimenti sulle materie prime, tramite strategie diverse anche in funzione dei rispettivi obiettivi di rischio e di rendimento.



An underwater photograph showing a diver in silhouette on the left, swimming towards a large, dark rock formation on the right. Sunlight rays penetrate the water from the top, creating a dramatic blue and white light effect.

ANDIAMO IN PROFONDITÀ PER CONOSCERE MONDI DIVERSI

Tradizione, continuità, flessibilità.

Dal 1936 curiamo e gestiamo grandi patrimoni.
E lo facciamo con lo sguardo rivolto al **domani**, con **profondità** di analisi e **competenza**,
ascoltando davvero le esigenze di ogni singolo cliente.
Perché solo con un **dialogo personale** e diretto si può costruire
un rapporto solido e profondo.



ERSEL
Wealth Management

Segui i nostri podcast su



A cura del Team Advisory Ersel



ERSEL
Wealth Management