KJX9U18QMK @ Gruppo Il Sole 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA 1570EC3ED643799B

emento al numero odierno del Sole 24 Ore Poste Italiane Sped. in A.p. - D.l. 353/2003 conv. L. 46/2004, art. 1, c.1, Dcb Milano

Plus 24

La settimana di finanza e risparmio



Il Sole 24 ORE

19/09
2026

Giappone

Lo yen non attira più: il carry trade ora è alla ricerca di altre valute

Pagina 6

Osservatorio Pir

Ad agosto la raccolta rallenta ma da inizio anno supera 1,6 miliardi

Pagina 8

Beni rifugio

Oro sopra ogni vecchia regola Ecco i nuovi driver del rally

Pagina 9

ILLUSTRAZIONE DI FABIO BUONOCORE



PIMCO
pimco.it

Strumenti per investire

BTp per il retail

Pagine 17 - 19

Editoriale

Pasticcio in vista quando ci sono troppi interessi in gioco

di **Gianfranco Ursino**

Nell'ambito della sua prima uscita pubblica il nuovo presidente della Consob, Guido Stazi, in settimana nel corso del suo intervento al convegno sulla corporate governance organizzato dall'Authority nella propria sede romana insieme ad Assonime, ha rimarcato l'importanza di «rafforzare il mercato dei capitali con strumenti che in altri Paesi hanno favorito una più ampia partecipazione dei risparmiatori e delle imprese ai mercati finanziari attraverso incentivi di natura fiscale», con un esplicito riferimento al modello svedese dell'Isk. Si tratta di un Conto di risparmio per investimenti che, al posto della tradizionale tassazione delle plusvalenze, prevede un'imposta forfettaria annua calcolata sul valore del conto.

Poche ore dopo, a soli 3 km di distanza, presso la sede romana della Sda Bocconi, nel suo intervento al convegno di Amf ed Equita Sim, il sottogretario al Mef, Federico Freni, sullo stesso argomento frenava.

— *Continua a pagina 3*

Mercati di frontiera

Opportunità e rischi in Asia Centrale

Pagina 10

Sportello reclami

Bio-On, difficile recuperare anche la minusvalenza

Pagina 12

Arteconomy

La fotografia alla Triennale di Amburgo

Pagina 13



Polizze

Il 42% degli utenti non ne percepisce il valore reale

Pagina 15

La semplicità degli ETF. L'esperienza di PIMCO.

PIMCO

Accedi a 50 anni di leadership nella gestione obbligazionaria con gli ETF PIMCO.

PIMCO Europe GmbH – filiale italiana (società n. 192083) è regolamentata da CONSOB.
©2026 PIMCO. Tutti i diritti riservati. CMR2025-1120-4988492
A company of Allianz

KJX9U18QMK @ Gruppo Il Sole 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA 1570EC3ED643799B

Inchiesta

GOVERNANCE
Takaichi cambia ministri

Il primo ministro giapponese, Sanae Takaichi, ha riorganizzato il proprio governo per rilanciare la propria popolarità in calo, pur mantenendo i ministeri chiave (Difesa ed Esteri) . Il suo obiettivo è rafforzare i legami con gli Stati Uniti, alla luce delle richieste del presidente Donald Trump di aumentare la spesa per la difesa e gli investimenti. Takaichi, la prima donna alla guida del Giappone, ha visto calare la propria popolarità dopo aver promosso norme di successione nella famiglia imperiale riservate esclusivamente agli uomini. Il ministro della Difesa Shinjiro Koizumi e il ministro degli Esteri Toshimitsu Motegi rimangono dunque ai loro posti per garantire la continuità politica. Il governo di Takaichi sta lavorando per rivedere le strategie di sicurezza entro il 2026, concentrandosi sull'intelligenza artificiale e sui droni per contrastare le minacce provenienti da Cina, Corea del Nord e Russia.

Giappone. Lo yen non attira più: il carry trade cerca altre valute

Dopo 20 anni ai fondi pensione nipponici conviene investire in bond domestici

Pagina a cura di
Marcello Frisone

Dopo 20 anni il carry trade con lo yen, cioè indebitarsi in valuta giapponese a costo nullo per investire dove il rendimento invece c'è, ha intrapreso la strada del tramonto. Al di là della decisione presa dalla Banca del Giappone venerdì 18 settembre (la BoJ ha infatti alzato i tassi di interesse dall'1% all'1,25%) la vera notizia è che prendere a prestito moneta del Sol Levante non dà più i "vantaggi" di una volta e i riflessi non si avranno soltanto a Tokyo, ma probabilmente su alcuni titoli di Stato occidentali e, per quanto riguarda il settore azionario, su alcune aree geografiche (si veda anche articolo a fianco). Facciamo un passo indietro.

Due distinzioni
Vanno fatte due distinzioni. La prima, speculativa — fondi a leva corti di yen e lunghi di attivi rischiosi — si è già in buona parte smontata: dal picco di 163,73 di fine luglio, che costrinse Tokyo e Washington al primo intervento congiunto sul cambio dal 2011, lo yen si è apprezzato di circa il 4,85%, fino a 155,79 il 17 settembre.

La seconda è strutturale, ed è quella che conta. Per due decenni assicurazioni, fondi pensione e banche giapponesi hanno comprato Treasury, Bund e Gilt non per convinzione ma per necessità: in patria il rendimento non c'era. Oggi il decennale giapponese viaggia vicino al 3%, massimo dal 1996, e il trentennale al 4,2%, mai così alto da quando esiste. L'alternativa domestica è tornata a esistere, su un patrimonio estero netto di oltre 3.000 miliardi di dollari.

Aritmetica, non emozioni
Chi a Tokyo compra il Treasury decennale intorno al 5% e copre il rischio di cambio cede in copertura quasi tutto il differenziale con lo yen: gli restano circa due punti percentuali, meno di quanto incassi in patria senza rischio di cambio. Finché è così, il primo detentore estero di debito americano, con 1.240 miliardi di dollari, non ha ragione di reinvestire alle scadenze. Non serve una crisi: basta la revisione annuale delle allocazioni, e 25 punti base in un senso o nell'altro non la cambiano. Nel primo trimestre il Giappone ha già ceduto 29,6 miliardi di dollari di titoli pubblici americani, la vendita trimestrale più ampia dal 2022.

Cosa è successo nel 2024
Due anni fa, quando l'unwind (cioè, quando si chiude tutto in fretta perché la scommessa che faceva guadagnare non funziona più) si sommò a un dato debole sull'occupazione americana, i Treasury salirono di prezzo: il decennale perse 55 punti base in due settimane. Oggi accade l'opposto: lo yen si rafforza e i rendimenti occidentali salgono. Treasury oltre il 5%, chiusura più alta dal 2007; Bund ai vertici da 15 anni; Gilt decennale oltre il 5,3%, trentennale britannico prossimo al 6%, livello del 1998. Gran parte del movimento è lo shock energetico e la stretta delle banche centrali (la Fed ha alzato di 25 punti base i tassi mercoledì 16, mentre la Bank of England li ha lasciati invariati giovedì 17 al 3,75%).

GETTY IMAGES



Tassi di interesse in crescita. Il governatore della Banca del Giappone Kazuo Ueda

Ma non è fuga verso la qualità: una quota è premio a termine che si ricostituisce perché si ritira un compratore indifferente al prezzo.

BoJ ha il 49% dei bond sovrani
La BoJ detiene ancora il 49% dei titoli di Stato giapponesi in circolazione e riduce gli acquisti mensili verso i 2.000 miliardi di yen entro marzo 2027. In Occidente nessuno torna a comprare: la Bce lascia scadere i titoli di Stato dell'area euro detenuti in portafoglio senza reinvestire, la Bank of England vende Gilt a ritmo pressoché invariato. I deficit crescono, il compratore residuale non c'è più.

Poi c'è da aggiungere un altro aspetto. I rendimenti giapponesi salgono anche perché il governo presieduto da Sanae Takaichi è letto come "espansivo" su un debito che è sopra il 200% del Pil, e il suo ministero delle Finanze aveva assunto un tasso lungo del 3% per il servizio del debito 2026. Non solo. il Tesoro americano ha triplicato i riacquisti di debito lungo senza riuscire a fermare la salita dei rendimenti.

Come gestire i bond sovrani?
«Per chi ragiona in euro - risponde Massimiliano Silla, consulente finanziario indipendente - il riferimento è il Bund, non il Treasury: comprare debito americano o britannico scoperto aggiunge a una cedola del 4-5% una volatilità di cambio dell'8%, cioè trasforma la difesa in scommessa; coprirlo ne azzera il vantaggio. In un portfoglio bilanciato con il 40% di obbligazioni - suggerisce il consulente autonomo -, i governativi occidentali possono pesare un 20-25% del totale, concentrati in euro e sul tratto 3-7 anni. Il lungo, dove il vuoto di domanda si sente di più, non paga il rischio: un trentennale britannico al 6% non è un'occasione, è un segnale. Treasury sì, ma coperti e brevi. Gilt, per chi investe in euro, poco o nulla. Con l'inflazione dell'area euro al 3,3% - chiosa Silla -, una quota di indicizzati è più difendibile della rincorsa al nominale più alto. Dopo 15 anni di repressione finanziaria le obbligazioni pagano di nuovo: il rischio non è tenerne troppe, è tenerle sulla scadenza sbagliata, nella valuta sbagliata».

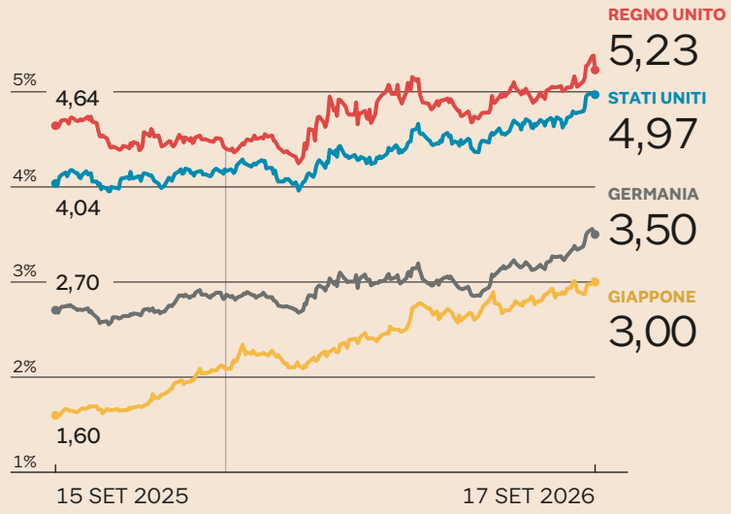
m.frisone@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA



BOND SOVRANI. Rendimenti sempre più in alto

Andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato decennali di Giappone, Germania, Regno Unito e Stati Uniti. *In %*



Pressioni su BTp e Oat Diversificare anche con Spagna e Irlanda

I RIFLESSI A OCCIDENTE

Niente panico. La scelta della Bank of Japan sui tassi di interesse fissa un punto di svolta senza ritorno, ma i grandi gestori predicano la calma. La convergenza delle analisi tra gli addetti ai lavori interpellati da «Plus24» non fa infatti trapelare smarrimento. Il ridimensionamento ormai avviato del carry trade sullo yen e il potenziale rimpatrio dei capitali nipponici rappresentano un «vento contrario strutturale» per i mercati occidentali, non uno shock dirompente. La ricetta condivisa per affrontare questa fase nei portafogli fixed income punta su razionalità e disciplina: per chi acquista è consigliabile privilegiare duration brevi o intermedie, effettuare ingressi diluiti nel tempo e sfruttare gestioni attive con copertura del rischio di cambio per evitare concentrazioni. Nel mercato azionario, invece, selezionare bene settori, magari di alcuni mercati emergenti. Vediamo nel dettaglio.

L'impatto dei flussi nipponici
Il nodo centrale per i titoli di Stato occidentali riguarda dunque il ruolo dei grandi investitori istituzionali giapponesi, come i fondi pensione e le compagnie assicurative, storici compratori di carta estera. «L'impatto sui bond "safe" - rassicura Francesco Sandrini, Cio Italy & Head of Multi Asset di Amundi - sarà visibile ma non ci aspettiamo impatti dirompenti, anche perché gran parte delle liquidazioni da parte degli investitori giapponesi è già avvenuta. La pressione rimarrà più marcata sui titoli europei come BTp e Oat (a causa di una crescita più debole e fragilità intrinseche) con esposizioni stimate rispettivamente in 45 e 70 miliardi di euro in mani nipponiche. Il Bund - continua Sandrini - appare invece più protetto grazie al ruolo di flight to quality, mentre sui Treasury le vendite a lungo termine potrebbero essere compensate dalla ricerca di beni rifugio legata alla tenuta dell'economia Usa». Il money manager di Amundi raccomanda poi agli investitori di diversificare evitando il panico, «guardando a Paesi come Spagna o Irlanda e accorciando le scadenze sui BTp per contenere la volatilità».

L'uso dei fondi attivi
Per Ugo Lancioni, Portfolio manager di Neuberger, il vero rischio per Treasuries e bond europei risiede proprio nel riassetto dei flussi istituzionali: con i rendimenti dei decennali Jgb vicini ad alcuni Stati del G10 e tassi reali positivi in patria, viene meno un pilastro storico della domanda di debito estero. Lancioni evidenzia inoltre come negli shock inflattivi da offerta (come il caro energia) Treasuries e Bund possano perdere temporaneamente lo status di safe haven. «Per posizionarsi sul debito governativo o corporate globale - suggerisce il gestore - è meglio ricorrere a fondi attivi con classi coperte dal cambio (hedged), strumenti ideali per catturare i tassi elevati proteggendo i portafogli».

Vendere o acquistare bond?
«Chi detiene già titoli sovrani occidentali - spiega Christian Zima, gestore Bonds, Rates & Fx di Raiffeisen capital management - non deve vendere in fretta, ma sottoporre a stress test la durata dei titoli ed eventualmente inserire coperture parziali». Per le nuove allocazioni, Zima suggerisce ingressi graduali su scadenze corte e medie, indicando l'oro, il franco svizzero e i Tips a breve termine come strumenti di protezione geopolitica.

SULL'AZIONARIO POSSIBILI CHANCE IN INDIA, CINA E SUD AMERICA, MENO LEGATI AI CHIP

La mappa dei settori a rischio
Sul fronte azionario, lo smantellamento in corso dell'imponente massa del carry trade — stimata da Amundi in circa 2.300 miliardi di dollari — impone una spiccata selettività. L'apprezzamento dello yen e la contrazione della liquidità globale colpiranno principalmente gli asset a leva e ad alto beta. Sandrini analizza i possibili contraccolpi sui listini globali, individuando i comparti più vulnerabili nel settore tecnologico — con particolare riferimento al Nasdaq —, nelle azioni dei mercati emergenti asiatici legati ai semiconduttori (come Corea e Taiwan) e nel segmento high yield. Di contro, Amundi individua interessanti opportunità di riallocazione nei mercati azionari emergenti meno affollati dal posizionamento sui chip, citando India, parte della Cina e Sud America. Infine, Zima aggiunge che un'uscita brusca dal carry trade appare improbabile e che una riduzione graduale del rischio è lo scenario più verosimile.

© RIPRODUZIONE RISERVATA