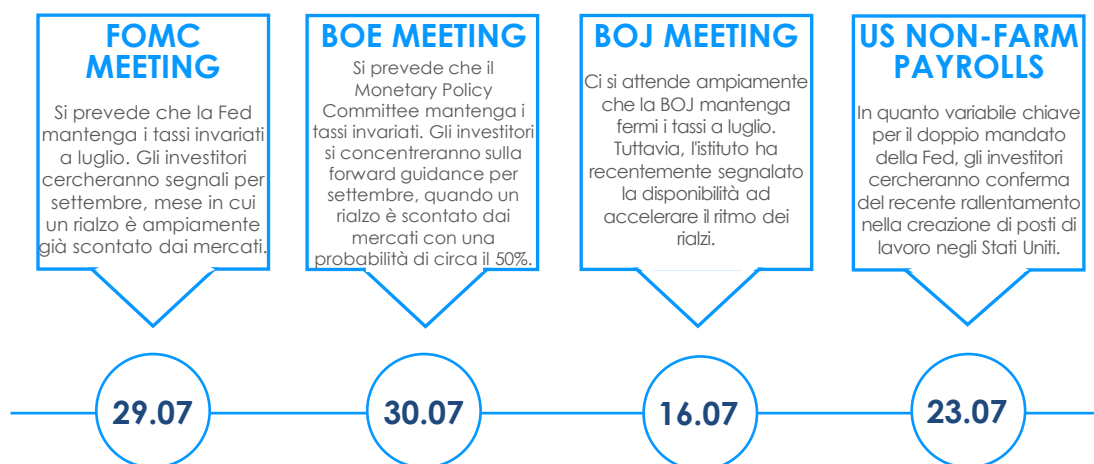


Eventi Principali

Azimut Global Network

- * Milan
- * Abu Dhabi
- * Austin
- * Cairo
- * Chicago
- * Dubai
- * Dublin
- * Hong Kong
- * Estoril
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * New York
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * St Louis
- * Sydney
- * Taipei



GIAPPONE: UN MASSICCIO RIENTRO DI CAPITALI IN VISTA?

- **Le recenti dichiarazioni del Ministro delle Finanze giapponese Katayama hanno riaperto le speculazioni su misure di politica economica volte a sostenere il mercato obbligazionario domestico e lo yen.**
- **Dall'avvento dell'Abenomics, gli investitori istituzionali giapponesi hanno allocato migliaia di miliardi all'estero: anche un parziale rimpatrio di tali capitali ha il potenziale di sostenere sia lo yen sia i titoli di Stato giapponesi.**
- **Sebbene i mercati possano esercitare pressioni sull'esecutivo affinché intervenga a breve, un'attuazione graduale e pluriennale appare la modalità d'implementazione più probabile.**

Le recenti dichiarazioni del Ministro delle Finanze giapponese, Satsuki Katayama, hanno innescato speculazioni sui flussi di rimpatrio verso le attività finanziarie giapponesi. In questo report, forniamo un quadro di riferimento sui principali investitori domestici e sui flussi di portafoglio del Giappone, unitamente alla nostra valutazione sulle potenziali implicazioni di tali affermazioni.

I principali investitori domestici del Giappone sono dominati da imponenti fondi pensione pubblici e conglomerati istituzionali:

- Government Pension Investment Fund (GPIF): gestisce circa 1,8 mila miliardi di dollari di masse, posizionandosi come il secondo fondo più grande al mondo per AUM, alle spalle di Norges Bank Investment Management (2,1 mila miliardi di dollari). L'asset allocation del GPIF condiziona pesantemente i trend dei mercati nazionali.
- Compagnie di assicurazione sulla vita ("Lifers"): società come Nippon Life Insurance (600 miliardi di dollari), Dai-ichi Life (270 miliardi di dollari) e Meiji Yasuda Life (300 miliardi di dollari).

(continua)

- Conglomerati bancari: Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG, con un AUM della divisione di asset management pari a 650 miliardi di dollari), Mizuho Financial Group (AUM della divisione di asset management: 500 miliardi di dollari) e Sumitomo Mitsui Financial Group (SMFG, AUM della divisione di asset management: 160 miliardi di dollari).
- Asset Managers: Nomura Asset Management (il più grande asset manager del Giappone, con 700 miliardi di dollari di AUM) e Daiwa Asset Management (300 miliardi di dollari).
- Entità finanziarie postali: Japan Post Bank (1,5 mila miliardi di dollari) e Japan Post Insurance (400 miliardi di dollari).
- Banche cooperative: composte da tre principali reti istituzionali, ciascuna a servizio di diversi settori dell'economia: Norinchukin Bank (550 miliardi di dollari, settore agricolo, della pesca e forestale), le banche Shinkin (1,2 mila miliardi di dollari, PMI) e le Rokin Labour Bank (150 miliardi di dollari, cooperative di lavoratori).

Queste istituzioni detengono masse per migliaia di miliardi di dollari che, storicamente, sono confluite in modo significativo sui mercati internazionali a causa dei bassi tassi d'interesse interni e della debole performance del listino azionario domestico. Il trend di deflusso dei capitali verso l'estero ha subito un'accelerazione con la "Abenomics", il piano economico lanciato in Giappone nel 2013 dal Primo Ministro Shinzo Abe. Il Governo incoraggiò i grandi istituzionali (come il GPIF) a ruotare dal debito sovrano giapponese a basso rendimento verso asset a maggiore rischio e rendimento, sia domestici sia esteri. Nel 2014, il GPIF ridusse la propria allocazione nei titoli di Stato giapponesi dal 60% al 35%, incanalando il capitale liberato verso azioni ed obbligazioni estere, puntando infine a una ripartizione 50/50 tra asset nazionali ed esteri. Gli altri investitori si adeguarono, contribuendo a consolidare la posizione del Giappone come una delle principali nazioni creditrici al mondo. Attualmente, la Net International Investment Position (NIIP: la differenza tra le attività estere e le passività estere di un Paese) del Giappone si attesta a 3,5 mila miliardi di dollari, eguagliando quella della Germania come la più elevata a livello globale.

Sebbene l'Abenomics sia riuscita a spingere al rialzo il listino azionario domestico, mutamenti più strutturali si sono concretizzati a seguito del duplice shock causato dalla pandemia di COVID-19 e dal conflitto russo-ucraino. La concomitanza di una maggiore inflazione - guidata principalmente dall'aumento dei prezzi dell'energia - e di un'ampia stimolazione fiscale ha prodotto un consistente deprezzamento dello yen giapponese (JPY), unitamente a un movimento al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato giapponesi (JGB). L'elezione di Sanae Takaichi a Primo Ministro, nell'ottobre 2025, ha impresso un ulteriore impulso a questi trend, date le sue posizioni fortemente espansive in materia di politica economica. Inoltre, lo scoppio del conflitto in Iran ha esercitato un'ulteriore pressione ribassista sia sui Japanese Government Bond (JGB) sia sullo JPY, riflettendo la forte dipendenza del Giappone dalle importazioni energetiche dal Golfo Persico.

Alla luce di tali sviluppi, non sorprende osservare come la retorica ufficiale stia virando verso il rimpatrio dei capitali. Incoraggiare gli istituzionali domestici a riallocare una quota delle proprie posizioni estere in asset nazionali offre un modo efficace per raggiungere gli obiettivi di politica economica prefissati - contenere i rendimenti dei JGB e il deprezzamento dello yen - sia in alternativa sia in affiancamento a soluzioni differenti.

Più nello specifico, qualora la Bank of Japan tentasse di stabilizzare il mercato obbligazionario mediante acquisti massicci di JGB, lo JPY si indebolirebbe. Allo stesso modo, se la BOJ assumesse un orientamento fortemente hawkish per ripristinare la propria credibilità sull'inflazione, la curva dei JGB andrebbe incontro a un marcato sell-off (sebbene in un contesto di bear-flattening). Inoltre, i recenti tentativi di sostenere la valuta nipponica tramite interventi si sono rivelati inefficaci nel medio termine. Il rimpatrio dei capitali, al contrario, fornirebbe un supporto contestuale sia ai JGB sia allo JPY.

Per quanto riguarda il comparto azionario, le società esportatrici dovrebbero affrontare fattori penalizzanti derivanti dall'apprezzamento della valuta locale. Tuttavia, considerati gli attuali livelli di forte sottovalutazione del cambio, un apprezzamento del 5-10% potrebbe essere facilmente riassorbito. Inoltre, una quota dei capitali oggetto di rimpatrio confluirebbe dalle azioni estere sul listino azionario domestico.

(continua)

Tra i grandi investitori giapponesi, il GPIF è di gran lunga il più rilevante, date le sue dimensioni e l'influenza che esercita sulle decisioni d'investimento degli altri operatori domestici. Il GPIF gestisce un patrimonio di 1,8 mila miliardi di dollari, ripartito in parti pressoché uguali tra obbligazioni e azioni, sia domestiche sia estere (25% ciascuna). Attualmente detiene oltre 400 miliardi di dollari in obbligazioni estere e un cambio di allocazione segnalerebbe un forte trend di rimpatrio dei capitali.

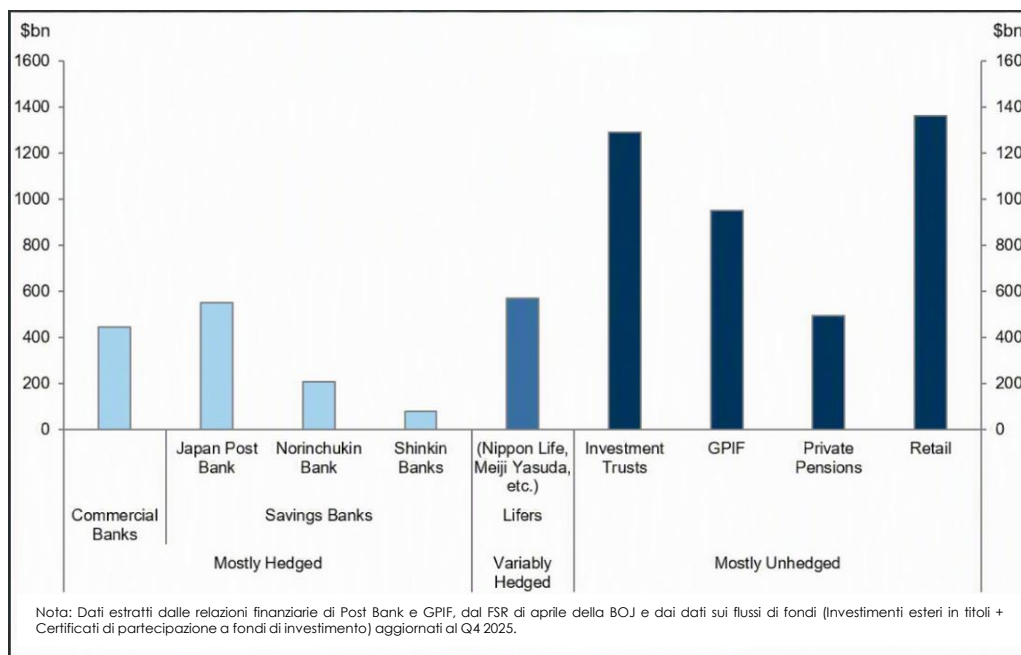
Sebbene il consiglio di amministrazione del GPIF riveda il portafoglio obiettivo ogni cinque anni (piano attuale: aprile 2025 - marzo 2030), l'istituto consente margini di tolleranza attorno alla propria asset allocation. Tali bande sono pari a +/-5% per le obbligazioni estere e +/-6% per le obbligazioni domestiche e le azioni estere/domestiche. Sfruttando unicamente questi margini operativi, il GPIF dispone della flessibilità necessaria per ruotare circa 150-200 miliardi di dollari verso gli asset nazionali.

Un effetto «gregge» tra gli altri investitori domestici, insieme alla partecipazione di operatori esteri - dagli asset allocator ai conti speculativi - potrebbe spingere i flussi in entrata transfrontalieri complessivi ben oltre i 500 miliardi di dollari. Per contestualizzare le cifre, i principali investitori istituzionali giapponesi (GPIF escluso) detengono circa 1,7-2,1 mila miliardi di dollari in asset esteri. Una ricalibrazione del 20% verso le attività domestiche, in linea con lo spostamento consentito dai margini di tolleranza del GPIF, genererebbe un ulteriore afflusso di capitali pari a 350-400 miliardi di dollari.

L'esposizione complessiva delle famiglie verso asset in valuta estera si attesta attualmente a circa 600 miliardi di dollari. Il Ministro delle Finanze giapponese Katayama ha recentemente annunciato che il governo sta valutando la possibilità di ammettere i JGB all'interno del programma NISA (Nippon Individual Savings Account), esente da imposte, per attrarre gli investitori retail. La combinazione tra livelli di rendimento interessanti dei JGB, uno JPY sottovalutato e incentivi fiscali - inserita nel più ampio impulso verso il rimpatrio - ha il potenziale di sbloccare un ulteriore afflusso compreso tra 100 e 150 miliardi di dollari. Inoltre, le prospettive di un supporto istituzionale allo JPY e ai JGB spingerebbero con ogni probabilità i capitali esteri a partecipare a questi trend, incrementando la portata complessiva dei flussi in entrata sulle attività finanziarie giapponesi.

In merito alla copertura del rischio di cambio, il grafico sottostante evidenzia i modelli di copertura valutaria adottati dai principali gruppi di investitori.

Titoli esteri detenuti dai principali investitori giapponesi



Fonte: BoJ, Haver Analytics, GPIF, Japan Post Bank, Goldman Sachs Global Investment Research

(continua)

Di norma, gli investimenti azionari vengono lasciati privi di copertura, in quanto i rendimenti dell'azionario sono in grado di assorbire la volatilità del cambio. Al contrario, per le attività a reddito fisso si registrano tipicamente hedge ratio compresi tra il 40% e il 50%. Vale la pena evidenziare che il policy benchmark di riferimento del GPIF per le obbligazioni estere è ufficialmente non coperto dal rischio di cambio.

In uno scenario di rimpatrio strutturale dei capitali, se i JGB e lo JPY saranno verosimilmente i principali beneficiari, quali mercati internazionali rischiano di risentirne negativamente?

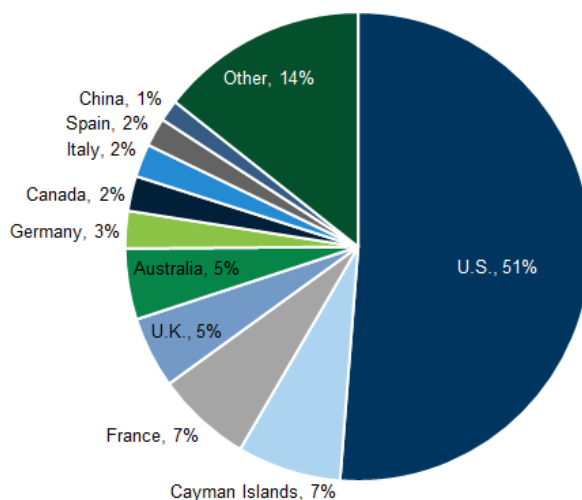
In base ai dati del Ministero delle Finanze (MOF) e della Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) del FMI, le attività di portafoglio estere del Giappone sono dominate dagli Stati Uniti (\$2,3 mila mld), seguiti da Isole Cayman (\$853 mld), Francia (\$204 mld), Regno Unito (\$167 mld), Australia (\$137 mld), Lussemburgo (\$122 mld), Irlanda (\$122 mld), Germania (\$97 mld) e Italia (\$68 mld). Per quanto riguarda il mercato obbligazionario, le maggiori posizioni degli investitori domestici giapponesi si concentrano negli Stati Uniti (oltre \$1 mila mld), in Francia (\$70-80 mld) e nel Regno Unito (\$40-50 mld), seguiti da Australia, Germania e Italia.

Un'eventuale liquidazione delle attività di portafoglio estere si concentrerà verosimilmente in misura maggiore sul comparto azionario, dove gli investitori registrano plusvalenze, piuttosto che sui titoli a reddito fisso esteri, sui quali figurano minusvalenze.

Sebbene un approccio graduale sarà con ogni probabilità universalmente preferito per evitare turbative sui mercati finanziari, anche le considerazioni politiche svolgeranno un ruolo di primo piano. A questo proposito, i frequenti segnali di un "coordinamento ombra" tra Stati Uniti e Giappone - esemplificati dal recente dialogo ad alto livello sulla stabilità dello JPY tra la Ministra delle Finanze Katayama e il Segretario al Tesoro statunitense Scott Bessent - uniti all'importanza dell'ombrello di difesa americano sul Giappone, suggeriscono che i US Treasury e le attività finanziarie statunitensi in generale verranno gestiti con particolare cautela.

Per contro, la prospettiva di una rottura politica in Francia, dove al secondo turno delle elezioni presidenziali gli elettori dovranno verosimilmente scegliere tra il candidato dell'estrema sinistra, Mélenchon, e la candidata dell'estrema destra Marine Le Pen, è destinata a disincentivare gli investitori esteri dal detenere debito francese o dall'avere qualsiasi esposizione d'investimento verso il Paese.

CPIS: Investimenti del Giappone in titoli di debito esteri



Fonte: IMF Coordinated Portfolio Investment Survey

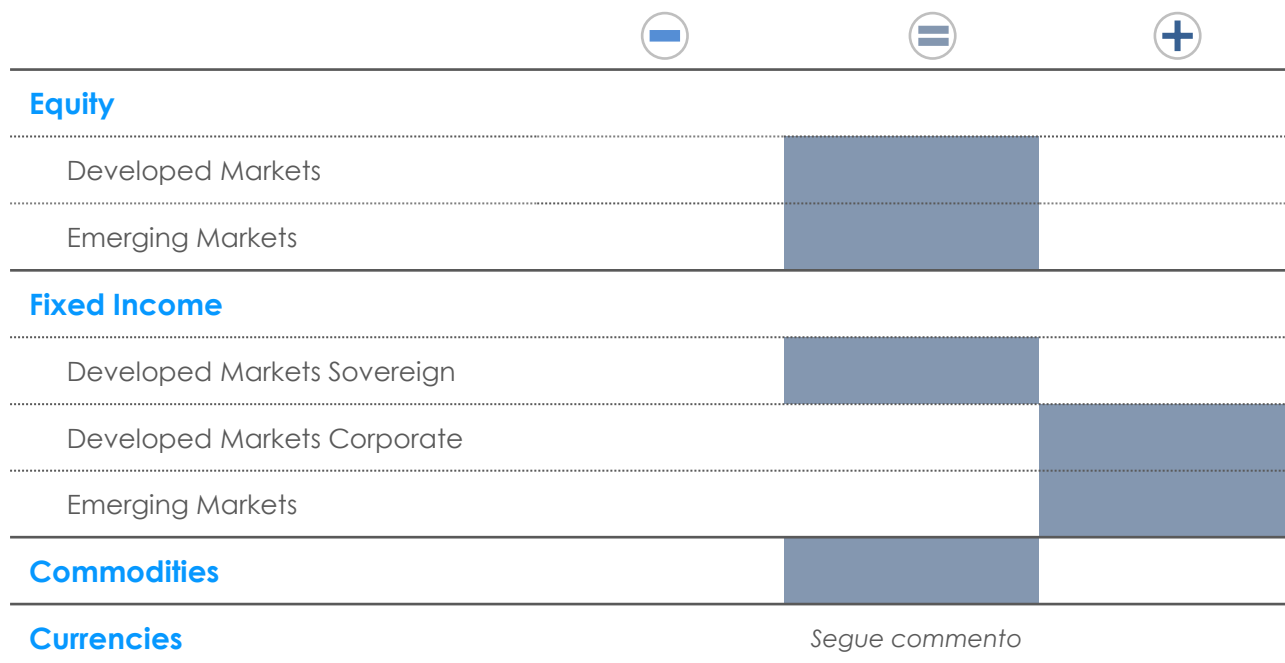
Un'altra questione fondamentale riguarda la potenziale tempistica di attuazione, considerando in particolare la propensione del quadro istituzionale giapponese a muoversi con lentezza.

A questo riguardo, sosteniamo quanto segue:

1. In primo luogo, l'amministrazione cercherà di bilanciare un approccio "graduale" - per evitare turbative - e uno "incisivo", al fine di incentivare altri investitori (anche esteri) a partecipare alla rotazione, amplificandone così l'efficacia;
2. In secondo luogo, le dichiarazioni della Ministra delle Finanze, Katayama, rilasciate il 10 luglio trasmettono un senso di urgenza, verosimilmente motivato dalla necessità di porre un tetto ai rendimenti dei JGB per poter continuare a sostenere la crescita attraverso la spesa pubblica;
"[...] desideriamo promuovere misure volte a consentire alla popolazione di cogliere direttamente i frutti della crescita economica del Giappone, a partire dalle famiglie, per poi incentivare i fondi pensione, incluso il GPIF, ad aumentare gli investimenti in attività finanziarie giapponesi."
"[...] intendiamo concretizzare e avviare in tempi rapidi una revisione delle caratteristiche dei titoli di Stato giapponesi destinati agli investitori retail, unitamente alla strutturazione di nuovi prodotti. Si tratta di una misura volta ad accrescere l'attrattività dei JGB."
3. Infine, analoghi episodi del passato hanno visto una realizzazione articolata in più fasi, con ampi movimenti di mercato distribuiti su un orizzonte temporale esteso. A titolo esemplificativo, la campagna per l'Abenomics è iniziata a fine 2012, con il lancio della "prima freccia" (il pacchetto di stimoli fiscali) nel gennaio 2013 e l'avvio del QE nel successivo mese di aprile. Più tardi, nell'ottobre 2014, la BOJ ha ampliato il programma di QE e il GPIF ha annunciato un sostanziale riassetto del portafoglio a favore di azioni e obbligazioni estere. Lo yen ha registrato un deprezzamento del 30% circa tra la fine del 2012 e la fine del 2013, e di un ulteriore 10% tra la fine del 2013 e la fine del 2014.

In sintesi, sebbene sia ancora troppo presto per trarre conclusioni definitive, il rimpatrio dei capitali rappresenta una via percorribile ed efficace per l'amministrazione giapponese al fine di stabilizzare lo JPY e il mercato obbligazionario domestico. Inoltre, l'utilizzo del rimpatrio quale strumento di stabilizzazione potrebbe innescare un dibattito più ampio su come la forza finanziaria relativa dei Paesi sia influenzata dalla rispettiva posizione patrimoniale netta sull'estero.

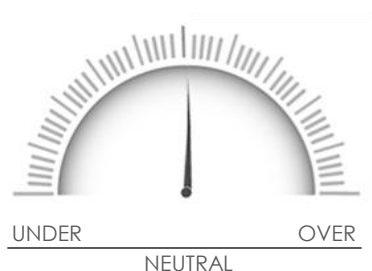
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



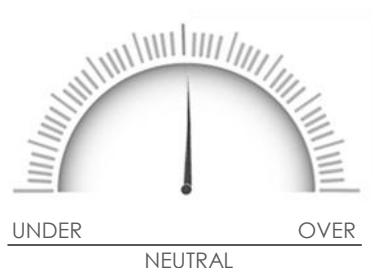
View mantenuta **neutrale**. Il rialzo dei tassi d'interesse reali, le incertezze relative alla politica monetaria della Fed sotto la guida di Warsh e le reazioni del mercato alle imminenti comunicazioni sui capex da parte degli hyperscaler, unitamente a valutazioni elevate, una stagionalità sfavorevole e i costanti rischi geopolitici, impongono maggiore prudenza. Tuttavia, alla luce della rotazione settoriale in corso all'interno dei principali indici e di un'altra stagione delle trimestrali eccezionalmente solida, un'eventuale correzione viene ancora interpretata come un'opportunità di accumulo sui mercati azionari.

US =

Europe ⊕

Japan =

Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. I medesimi fattori - sia positivi che negativi - menzionati in precedenza si applicano anche ai mercati emergenti. Forse in misura ancor maggiore, considerato che il peso del comparto tecnologico nell'indice EM supera il 40% ed è concentrato nei produttori di semiconduttori e memorie - vale a dire la quota del settore tech maggiormente dipendente dai capex degli hyperscaler. Ciò sta alterando le caratteristiche tipiche dell'indice EM, storicamente più orientato al valore e strettamente legato all'andamento economico dei singoli Paesi. Inoltre, il crescente ricorso a strumenti a leva, come gli ETF, sta alimentando un'estrema volatilità su alcuni mercati. Le prospettive di lungo termine rimangono positive, ma è consigliabile attendere una normalizzazione della volatilità prima di incrementare ulteriormente l'esposizione.

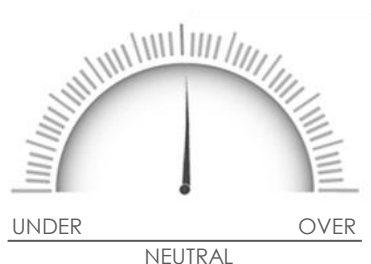
Asia ex-Japan =

EEMEA =

LATAM =

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Il livello dei tassi d'interesse continua a dipendere primariamente dalla chiusura o dalla riapertura dello Stretto di Hormuz. Di conseguenza, non è possibile esprimere una previsione netta sulla direzione dei tassi, trattandosi di una dinamica condizionata da fattori geopolitici. Ciononostante, il rialzo dei rendimenti registrato dalla ripresa delle ostilità ha riportato i tassi su livelli più attraenti, che già scontano la possibilità di ulteriori stretti monetari da parte delle banche centrali e offrono pertanto un maggior margine di sicurezza. Tuttavia, data l'elevata incertezza del contesto, continua a essere preferito l'orientamento verso i tratti breve e intermedio delle curve dei rendimenti.

EU Core



EU Periphery



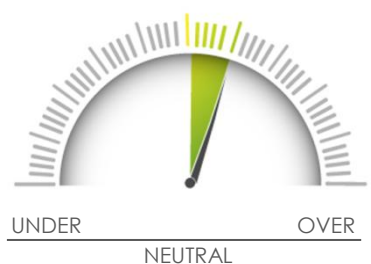
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La caccia al rendimento prosegue, alimentata da un'ampia liquidità, con gli spread in prossimità dei minimi storici. Se la crescita globale continuerà a mostrare una tenuta relativamente buona, non vi sono ragioni per un eccesso di cautela e per un'uscita anticipata dal mercato. Nel comparto creditizio, continuiamo a privilegiare i titoli investment grade rispetto all' high yield.

IG Europe



IG US



HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Le motivazioni sono le medesime di quelle appena delineate per i corporate bond dei Paesi sviluppati.

Local Currency



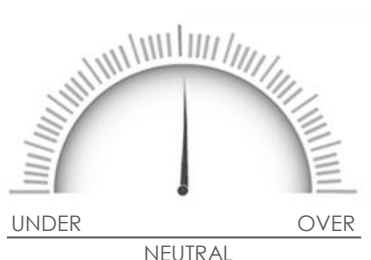
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **neutrale**. Manteniamo un approccio prudente sui metalli preziosi, alla luce dei fattori contrari rappresentati dalle vendite da parte delle banche centrali e dal contesto di rendimenti più elevati, sebbene la nostra visione a medio-lungo termine rimanga positiva. Siamo invece più rialzisti sui metalli industriali, sostenuti dalla crescente competizione per le materie prime essenziali.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro US: view portata a **neutrale**. Riteniamo poco probabile che la Fed aumenti i tassi nella riunione di questa settimana. Poiché i tassi di mercato incorporano una probabilità del 30% di un rialzo, qualora questo non si concretizzasse, il dollaro potrebbe ritracciare parte dei guadagni recenti.

Euro: view portata a **neutrale**. Ciò non è legato soltanto al declassamento della raccomandazione sul dollaro statunitense a neutrale, ma anche al fatto che dalla BCE sono trapelate indiscrezioni secondo cui potrebbe valutare un ulteriore rialzo dei tassi a settembre.

Renminbi Cinese: view mantenuta **neutrale**.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale** con **orientamento rialzista**, con una preferenza per le valute di paesi che sono esportatori netti di materie prime.

Euro		USD		CNY		Other EM	
------	---	-----	---	-----	---	----------	---

Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.