

WEEKLY UPDATE

2 ottobre 2023



IL GIAPPONE VERSO “NEOCAPITALISMO” E NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

L'insediamento (lo scorso aprile) del neo-Governatore della Bank of Japan Ueda Kazuo (a supporto del primo ministro Kishida) rappresenta una sorta di pietra miliare nella recente storia economica del Giappone in quanto costituisce uno spartiacque tra l'*Abenomics* (l'era di Shinzo Abe che ha governato il Sol Levante ininterrottamente dal 2012 al 2020) e il “neo capitalismo”, ovvero il nuovo corso di politica economica finalizzato a conferire al Giappone un ruolo di prim'attore nel ventunesimo secolo.

Perché ciò avvenga, ovviamente, è opportuno che vengano risolte le contraddizioni strutturali di fondo che caratterizzano l'“azienda Giappone”, utilizzando le leve fiscali e monetarie in un effetto combinato che si traduca in crescita con inflazione “sostenibile”, ovvero capace di allontanare definitivamente lo spettro di quella deflazione che ha caratterizzato oltre due decenni di economia nipponica.

Premesso che, a livello macro, il debito pubblico presenta la ragguardevole dimensione di 2.6 volte il PIL (seppur tenuto bada da un possesso sostanzialmente domestico) e l'inflazione si aggira intorno al 3% (dunque ben sotto i numeri evidenziati da altri Paesi industrializzati, grazie anche alla scarsa dipendenza dal grano che in buona misura esenta dalle fiammate inflattive alimentari), il Giappone si presenta come un Paese dove convivono forti realtà idiosincratice: se, da un lato, è innegabile la propensione alla ricerca e al rilascio di nuovi brevetti (terzo Paese al mondo) e il loro indubbio ruolo di traino per l'economia (al punto di classificarla al terzo posto su scala

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

mondiale), dall'altro lato emergono fattori indubbiamente frenanti quali la scarsa flessibilità del mercato del lavoro (con forte propensione al lavoro a tempo indeterminato nelle grandi multinazionali), la mina demografica (popolazione più anziana al mondo, dove gli over 75 rappresentano il 20% del totale) e una sorta di ritrosia a cambiamento e innovazione; in quest'ultimo caso, è emblematico, ad esempio, il caso dell'industria dell'auto, dove le tre big del settore (Toyota, Nissan, Mitsubishi) risultano chiaramente in grave ritardo rispetto alla concorrenza nel processo di elettrificazione del parco auto.

Numeri alla mano, basti solo pensare che Toyota (la numero uno al mondo per produzione di veicoli) su oltre dieci milioni di unità vendute nel 2022 può vantare una consegna di sole 24.000 auto elettriche (a fronte di 1.300.000 vendite da Tesla): secondo una società di consulenza giapponese, semplicemente *"l'industria dell'auto si rifiuta di vedere ciò che sta accadendo nel mondo"*.

In tale contesto generale, dunque, si inquadra il cambio di rotta posto in essere dalla legge sulla sicurezza nazionale del maggio 2022 che tratteggia le linee base del neocapitalismo; non solo rafforzamento militare in coordinamento con Washington (in chiave anti-asiatica) ma anche una chiara strategia di "disallineamento" dalla Cina e una sola parola d'ordine: *reshoring*, ovvero rimpatrio delle catene del valore del sistema produttivo giapponese, con palese dichiarazione del Primo Ministro Kishida che *"saranno prese misure per assicurarci il possesso di tecnologie e approvvigionamenti strategici per impedire che le tecnologie fuoriescano dal Paese e per creare i presupposti di un'economia che si auto-sostiene"*.

Il tutto con la benedizione della Keidanren (la Confindustria giapponese) che a più riprese ha sollecitato il governo a superare l'anacronistica chiusura delle frontiere che ha creato non pochi grattacapi all'imprenditoria nipponica alla costante ricerca di manodopera; non solo ma, in piena coerenza con questa spinta autarchica, vi sono segnali anche di una possibile rinascita del nucleare sulle ceneri di Fukushima che ha messo *off-line* il 70% della capacità produttiva nazionale di energia.

Il neocapitalismo si presenta, dunque, come un nuovo corso di politica economica per il Giappone o, meglio ancora, come la naturale evoluzione delle dinamiche finanziarie intrinsecamente riportate nella bilancia dei pagamenti: da cui emerge, visionando il Conto Corrente (la sezione che descrive transazioni dell'economia reale), che mentre nei primi anni '90 erano le merci a determinare i risultati positivi di surplus, a tutt'oggi sono i "redditi primari" a fornire carburante vitale all'economia del Sol Levante, ovvero le fonti reddituali provenienti dalla delocalizzazione degli impianti e più in generale da investimenti finanziari all'estero: in altri termini, i redditi da capitale guidano i redditi primari mentre è ancora allo stato embrionale l'investimento imprenditoriale sul suolo giapponese anche se, doverosamente, va rilevato che le aziende giapponesi stanno modernizzando la *corporate governance*, rafforzando l'attrattività a lungo termine delle proprie azioni in Borsa.

L'azione congiunta delle riforme di Kishida con la "patrimonialità" dei risparmiatori nazionali, che detengono nelle loro casse circa 15.000 miliardi di dollari, sono premessa fondamentale affinché le società



quotate tendano a migliorare la propria *governance* e i rendimenti degli azionisti: e già questo stimolo si è traslato in una solida crescita del Capex (spesa per impianti e attrezzature, su forti aspettative occupazionali e salariali) al ritmo più veloce dal 2015, con grande soddisfazione degli investitori istituzionali in ottica prospettica.

Nello specifico, il governo, al fine di rendere appetibile l'investimento azionario, sta rivedendo il regime di esenzioni fiscali (NISA-*Nippon Individual Savings Account*), a partire da gennaio 2024, la quota annua di esenzione raddoppierà e, soprattutto, diventerà permanente con il chiaro intento, da parte di Kishida, di esortare gli investitori giapponesi (di norma avversi al rischio) a investire i propri asset in modo proattivo: una sorta di rivoluzione copernicana, insomma, e una spinta alla cultura dell'azionariato, che indurrà le società giapponesi a lavorare sul proprio ROE (redditività del capitale proprio) per renderlo, da tradizionalmente basso (inferiore all'8%), decisamente più competitivo comparativamente a quello delle società americane (intorno al 19%).

In tale contesto si inserisce, poi, il ruolo innovativo del governatore Ueda, con i nuovi "dogmi" di politica monetaria che dovrebbero spronare il Giappone al cambiamento; il primo passo nella direzione della normalizzazione, secondo gli analisti, sarebbe la rimozione del controllo della curva dei rendimenti (YCC): senonché, perché ciò avvenga, *"dovremo essere convinti che il Giappone sarà sostenuto da aumenti sostenuti dell'inflazione, accompagnati da una crescita dei salari"*.

Salari e inflazione "sostenibile" sono dunque le parole-chiave su cui si fonda il baricentro dell'azione operativa della *Bank of Japan* e secondo le indicazioni preliminari si parlerebbe di un aumento stimato della pressione salariale nell'ordine del 3% su base annua, il dato più alto dall'inizio degli anni '90; il che, comunque, non ha impedito al numero uno della banca centrale, ancora una volta nella recente riunione del 22 settembre, di confermare una politica monetaria estremamente accomodante (basata sui tassi negativi al -0,1% e sul target dei rendimenti dei bond governativi con scadenza a 10 anni attorno allo zero), adducendo come motivazione *"un'incertezza ancora molto elevata nelle economie e nei mercati finanziari, sia domestici che esteri"*.

D'altra parte, è opinione pressoché unanimemente condivisa che la "strategia YCC" sia obsoleta e abbia fatto il suo tempo in quanto l'idea di base di tale approccio persegue l'obiettivo di azzerare i tassi a breve e medio termine (dunque favorendo le aziende più indebitate) senza deprimere troppo i rendimenti a lungo termine (e dunque colpire i rendimenti di fondi pensione e assicurazioni sulla vita): solo che tale espediente può funzionare in regimi di bassa inflazione, ma quando l'indice dei prezzi al consumo ha iniziato a salire gli investitori hanno venduto obbligazioni a basso rendimento, costringendo la BOJ a incrementare gli acquisti per mantenere inalterato il rendimento, con forti effetti distorsivi sullo yen (in forte calo) e sul costo (gonfiato) delle importazioni di materie prime.

Quest'ultimo aspetto, poi, non ha lasciato certo indifferente il mondo imprenditoriale che si è affrettato a ribadire che *"lo yen potrebbe crollare addirittura fino a quota 170 sul dollaro se la Bank of Japan*



dovesse continuare a mantenere i tassi sotto lo zero” (T. Niinami, presidente Japan Assoc. Corpor. Executives).

L’universo bancario, a sua volta, pare sempre più convinto che la dinamica dei tassi in Giappone debba salire, con conseguente ampio impatto benefico sui propri bilanci in termini di margine di interesse e, non a caso, l’indice settoriale Topix Banks da inizio anno si è apprezzato di oltre il 40%.

La sfida al futuro dunque è ormai lanciata e Kishida e Ueda sono chiamati, ciascuno per le proprie competenze, ad invertire un trend strutturale pluriennale, in funzione di un obiettivo di neocapitalismo perseguito con la proverbiale forza della pazienza del popolo giapponese: nella piena consapevolezza che *“i tempi mutano, ma chi è impaziente finisce per rovinare tutto e non riesce a compiere grandi imprese; chi invece non si preoccupa del tempo porterà a termine la sua missione molto velocemente”* (Y. T. Hagakure – *“ Il libro segreto dei samurai”*)

L’ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana conclusiva di settembre inaugurata (lunedì 25) ancora nel segno di Evergrande, la cui saga ormai è degna di una “ soap opera” anche se, di fatto, lo Shanghai Composite è parso alquanto refrattario ai nuovi guai legati al comparto immobiliare apprezzando, semmai, il dato sui profitti industriali di agosto che, seppur in calo, è risultato sicuramente più confortante rispetto alla flessione precedente riferita al periodo gennaio-luglio.

Il versante orientale, peraltro, proprio a metà settimana ha registrato nuovi indesiderati sussulti a livello di inflazione, in quanto in Australia i prezzi hanno esibito un’accelerazione (la prima in quattro mesi) in buona parte attribuibile alla componente energetica: quella stessa componente, per di più, che nei giorni scorsi ha indotto il segretario al Tesoro USA Yellen a precisare che *“gli Stati Uniti stanno seguendo con molta attenzione il trend del petrolio, senza comunque intravedere i segnali di una crisi in quanto le spese per consumi rimangono robuste”*.

Senonché, giusto a compensare il relativo ottimismo di Yellen, l’intervento del “falco” Kashkari (FED di Minneapolis) ha tenuto a precisare che *“potrebbe essere necessario più di un aumento dei tassi di interesse entro la fine dell’anno, nel caso in cui l’economia dimostri una forza superiore alle aspettative”*, alimentando l’immediata reazione di Jamie Dimon (JPMorgan), secondo il quale *“i tassi potrebbero dover aumentare ulteriormente per combattere l’inflazione, ma il mondo potrebbe non essere preparato per lo scenario peggiore, con tassi di interesse della FED al 7%”*.

Premesso che i commenti del numero uno della più importante banca americana sono in forte contrasto con l’opinione diffusa degli analisti secondo cui la FED si starebbe avvicinando alla fine del ciclo dei rialzi



dopo aver portato i tassi di riferimento nel range 5.25%-5.50%, resta comunque il fatto che il Board della FED ha indicato non solo un'altra stretta monetaria possibile quest'anno ma anche un calo dei tassi nel biennio 2024-2025 minore di quanto previsto in precedenza.

Il tutto in un contesto generale in cui si fondono e si alternano notizie improntate all'ottimismo con altre permeate di incertezza: da un lato, l'universo Hi-Tech, pur zavorrato nelle recenti sessioni borsistiche, sta dimostrando ancora una volta grande resilienza e capacità reattiva, con Apple che ha confermato una forte domanda di Iphone 15 (e tempi di consegna raddoppiati) e Amazon pronta ad investire 4 miliardi di dollari in Anthropic con l'obiettivo di rafforzarsi nell'intelligenza artificiale generativa, mentre dall'altro lato continua ad incomberne negli USA la sfida contro il tempo per evitare lo *shutdown*. È ormai battaglia aperta negli Stati Uniti su debito e spesa pubblica in quanto l'indebitamento federale ha superato il traguardo dei 33.000 miliardi di dollari (soprattutto per la forte incidenza del budget del Pentagono) e da fine settembre occorrerà varare nuovi finanziamenti per assicurare il normale funzionamento dell'amministrazione (in realtà, poi, in extremis l'accordo è stato siglato, ma con proroga di soli 45 giorni, dunque a breve la questione si riproporrà con la stessa urgenza, senza contare che la scure di Moody's si è già detta pronta a colpire con un eventuale peggioramento del merito di credito).

Il Vecchio Continente, a sua volta, non ha certo brillato in termini di messaggi costruttivi e propositivi; Isabel Schnabel, nota rigorista e favorevole ad una politica monetaria austera, ha sottolineato che *“le aspettative di inflazione nelle indagini e sui mercati restano elevate e si sono ulteriormente rafforzate e nuovi shock dal lato dell'offerta potrebbero creare rischi al rialzo sull'inflazione”*, così come Nagel le ha fatto eco argomentando che *“è ancora troppo presto per poter dire se i tassi di interesse abbiano raggiunto il loro picco poiché si deve fare i conti con un'inflazione persistente ben lontana dal target”*.

Un approccio più morbido e conciliante è arrivato da Lane, De Cos e Villeroy, dove quest'ultimo, in particolare, ha lasciato intendere che *“la BCE è opportuno che si concentri sulla durata e non su nuovi rialzi. Se riusciamo a raggiungere il nostro target con un «atterraggio morbido» è meglio ma dobbiamo monitorare attentamente il rialzo del petrolio e l'effetto sui salari prima di allentare i tassi troppo presto”*.

Lagarde, da parte sua, nel corso di un'audizione a Bruxelles, ha voluto fornire una fotografia d'insieme dell'outlook economico-finanziario atteso focalizzando l'attenzione sul fatto che *“noi della BCE dobbiamo delineare quattro priorità riassumibili in quattro linee-guida fondamentali: riduzione del debito sovrano, minore eterogeneità dei livelli di debito tra i Paesi, maggiore crescita e politiche di bilancio maggiormente anticicliche”*.

Premesso che un taglio tassi per il momento non è un'ipotesi al vaglio, dunque da considerarsi imminente, la numero uno della banca centrale europea ha posto l'accento sull'importanza di razionalizzare



la dimensione del bilancio nel lungo periodo riferendosi all'enorme liquidità presente nel settore bancario (3.7mila miliardi di euro): *“non si tratta di una questione banale, poiché ha implicazioni sul modo in cui attuiamo la politica monetaria”*.

Peraltro, sul modo di condurre la politica monetaria da parte della BCE, qualche economista ha espresso riserve, in ragione del *“perseverare di una comunicazione opaca che si è tradotta in obiettivi mancati e mosse sbagliate: Francoforte avrebbe dovuto ridurre i tassi sulle riserve bancarie per rendere più efficace la sua azione”*.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari è stato improntato ad una marginale debolezza che, comunque, non ha intaccato i livelli topici degli indici più rappresentativi; l'S&P 500, confortato da un PIL ancora superiore al +2% (e da dati sul deflatore PCE core in linea con le attese di consenso), ha saputo conservare di gran lunga il livello 4200, così come l'Eurostoxx 600 non ha avuto problemi a confermare 450 (grazie anche ai dati sull'inflazione dell'eurozona, scivolata al 4.3%, dunque ai minimi dal 2021), mentre sul versante asiatico il Topix giapponese, forte di un'impennata rialzista dai primi di agosto, ha semplicemente consolidato conservando i “piani alti” oltre quota 2300, a fronte di uno Shanghai Composite capace di attutire l'«effetto Evergrande» e mantenere con comodo il livello 3100.

Universo obbligazionario con rendimenti decennali governativi in tendenziale ascesa (quello americano verso 4.7% e il corrispettivo tedesco al test del 3%), salvo poi correggere in chiusura di ottava, con spread Btp-Bund alla sfida dei 200 punti base, pur a fronte del domestico FtseMib in buona tenuta di quota 28000.

Moneta unica ancora debole con minimo settimanale appena sotto 1.05, con sterlina e yen, a loro volta, surclassati dalla forza del dollaro, in grande evidenza su tutti i fronti valutari. In tema di commodities, il petrolio si è spinto fino a quota 95, salvo poi ritracciare venerdì 29, su voci che Saudi Aramco potrebbe aumentare il prezzo di vendita ufficiale del greggio Arab Light di 20 centesimi al barile verso l'Asia per le vendite di novembre; senza contare che il premio pagato per le forniture di Brent consegnate immediatamente all'hub di stoccaggio di Cushing è stato il più alto da luglio dello scorso anno (e il comune dell'Oklahoma rappresenta uno snodo cruciale per il trasporto del petrolio grazie alla sua ampia rete di oleodotti).

Infine, quotazioni del cotone sempre in forte ascesa, con volumi di export in continua crescita dalla Tanzania in direzione di Cina e India.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.