

Forex Flash

La strategia di difesa dello yen

- La Banca del Giappone ha beneficiato del sostegno coordinato della Federal Reserve nei suoi sforzi per stabilizzare lo yen. Al di là dell'impatto immediato dell'intervento, questa mossa segnala una crescente preoccupazione tra i responsabili politici riguardo all'eccessiva debolezza dello yen e ai rischi di un deprezzamento disordinato della valuta. Sebbene il cambio USD/JPY rimanga determinato principalmente dal differenziale di rendimento tra Stati Uniti e Giappone, l'intervento coordinato aumenta la probabilità di una resistenza ufficiale a cali estremi dello yen.
- Allo stesso tempo, Tokyo sta perseguendo una strategia più strutturale, incoraggiando i principali investitori istituzionali, in particolare il GPIF, ad allocare più capitale verso attività nazionali e meno verso titoli esteri come i Treasury statunitensi. Questo cambiamento potrebbe rallentare i deflussi di capitali, ridurre la domanda di valute estere e fornire un sostegno duraturo allo yen.
- A differenza dell'intervento sul mercato valutario, che incide sui mercati attraverso operazioni temporanee, la riallocazione dei fondi pensione influenza i flussi di investimento a lungo termine. Insieme, l'intervento coordinato e il rimpatrio di capitali nazionali potrebbero ridefinire le prospettive sia per il cambio USD/JPY che per quello EUR/JPY, rendendo sempre più vulnerabili le posizioni corte aggressive sullo yen.

L'ultimo episodio di intervento segna uno sviluppo significativo nei mercati valutari globali. **La Banca del Giappone ha ricevuto sostegno operativo dalla Federal Reserve nel suo sforzo di stabilizzare lo yen**, con notizie che suggeriscono che le autorità statunitensi potrebbero aver venduto euro contro lo yen piuttosto che vendere direttamente dollari contro lo yen. Un simile approccio è degno di nota perché consente alla Fed di sostenere l'operazione riducendo al minimo la pressione diretta sul dollaro e evitando segnali contrastanti riguardo alla politica monetaria statunitense.

Non si è trattato semplicemente di un intervento giapponese, ma di un segnale coordinato da parte delle principali autorità monetarie secondo cui un indebolimento eccessivo dello yen era diventato indesiderabile. Gli interventi coordinati tendono ad essere di gran lunga più efficaci delle operazioni unilaterali, poiché i mercati devono rivalutare non solo i flussi ma anche le intenzioni politiche.

La storia offre diversi precedenti rilevanti:

- **Accordo del Plaza (1985):** i paesi del G5 intervennero congiuntamente per indebolire il dollaro statunitense sopravvalutato.
- **Sostegno congiunto allo yen (1998):** gli Stati Uniti e il Giappone hanno collaborato per rafforzare lo yen durante la crisi finanziaria asiatica.
- **Sostegno all'euro (2000):** le banche centrali del G7 hanno agito di concerto per arrestare l'eccessivo indebolimento dell'euro.
- **Intervento post-terremoto (2011):** le autorità del G7 sono intervenute congiuntamente per indebolire uno yen eccessivamente forte dopo il terremoto e lo tsunami di Tohoku.

7 Agosto 2026

Nota Settimanale

Research Department

**Rates, FX & Commodities
Research**

Chiara Manenti

Head of Rates, FX and Commodities

Dal punto di vista delle dinamiche di mercato, il cambio USD/JPY rimane fondamentalmente determinato dal differenziale di rendimento tra i titoli del Tesoro statunitensi e i titoli di Stato giapponesi (JGB). L'intervento può invertire temporaneamente le posizioni speculative, ma **un apprezzamento duraturo dello yen richiede rendimenti statunitensi più bassi, condizioni monetarie giapponesi più restrittive o entrambi**. Senza una riduzione dei differenziali di tasso, gli effetti dell'intervento tendono ad affievolirsi nel tempo.

Le prospettive per l'EUR/JPY potrebbero essere ancora più interessanti. Se le operazioni di sostegno venissero attuate tramite vendite di euro e acquisti di yen, l'EUR/JPY subirebbe una pressione al ribasso diretta. Inoltre, la BCE non offre lo stesso premio di rendimento rispetto al Giappone che la Fed ha storicamente garantito, rendendo l'EUR/JPY potenzialmente più vulnerabile a correzioni prolungate qualora le autorità continuassero a intervenire. Il punto chiave è che le autorità potrebbero non puntare a un livello specifico del tasso di cambio, ma piuttosto alla velocità e alla natura disordinata del deprezzamento dello yen. L'emergere di un'azione coordinata aumenta la probabilità che movimenti al rialzo estremi su USD/JPY ed EUR/JPY incontrino una resistenza da parte delle autorità.

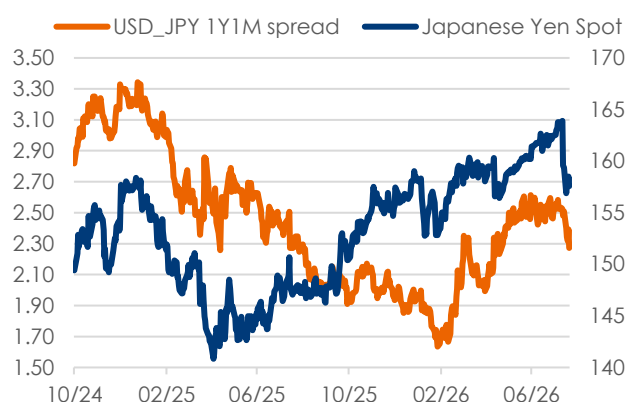
In termini pratici di trading, il rischio di intervento rappresenta ora un ulteriore fattore di volatilità. Sebbene i fondamentali macroeconomici continuino a favorire uno yen strutturalmente più debole rispetto alle valute ad alto rendimento, il profilo rischio/rendimento delle posizioni corte aggressive sullo yen è diventato sostanzialmente meno attraente. Quando le banche centrali iniziano ad agire di concerto, i tassi di cambio smettono di essere determinati esclusivamente da fattori economici e iniziano a riflettere la credibilità delle politiche. Si tratta di un cambiamento di regime che il mercato valutario non può permettersi di ignorare.

GPIF, fondi pensione e il passaggio verso gli asset nazionali

Un elemento chiave della strategia del governo giapponese non è semplicemente l'intervento sul mercato valutario, ma l'incoraggiamento dei grandi investitori istituzionali, in particolare il **Fondo Pensione Governativo (GPIF)**, ad allocare più capitale verso attività nazionali denominate in yen e meno verso titoli esteri.

Il GPIF è il fondo pensione più grande al mondo, con un patrimonio che supera 1,5 trilioni di dollari USA. Nell'ultimo decennio, la sua strategia di diversificazione del portafoglio ha portato a ingenti investimenti in azioni e obbligazioni estere, compresi i titoli del Tesoro statunitense. Queste allocazioni hanno contribuito a persistenti deflussi di capitali dal Giappone e, indirettamente, alla debolezza strutturale dello yen.

Spread a termine USD_JPY rispetto allo yen spot



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Allocazione del portafoglio del GPIF (anno fiscale 2025 / marzo 2026)

Classe di attività	Allocazione (%)	Attività (triloni di ¥)	Attività (miliardi di USD)
Obbligazioni nazionali (JGB)	25,4%	76,1	507
Obbligazioni estere	25,0%	74,9	500
Azioni nazionali	24,3%	72,8	486
Azioni estere	25,3%	75,9	506
Totale attivo	100%	299	2.000

Fonte: GPIF, Intesa Sanpaolo

L'obiettivo del governo non è necessariamente quello di costringere i fondi pensione a liquidare le partecipazioni estere, ma di creare condizioni che rendano gli investimenti nazionali relativamente più attraenti. In pratica, ciò significa:

- Maggiore allocazione ai titoli di Stato giapponesi (JGB)
- Maggiore esposizione ai titoli azionari giapponesi
- Investimenti in infrastrutture nazionali e in settori strategici
- Minore dipendenza dagli asset a reddito fisso esteri

Per i mercati valutari, l'importanza risiede nell'effetto sui flussi, poiché quando il GPIF aumenta le allocazioni interne:

1. I risparmi in yen esistenti rimangono in Giappone.
2. La domanda di valuta estera diminuisce.
3. I flussi di capitale verso l'estero rallentano.
4. Lo yen riceve un sostegno strutturale.

L'impatto può essere sostanziale poiché gli investitori istituzionali giapponesi controllano collettivamente diversi triloni di dollari di attività.

Una riallocazione anche di pochi punti percentuali può tradursi in una riduzione della domanda di obbligazioni estere pari a decine di miliardi di dollari. Il punto più importante è che ciò differisce fondamentalmente dall'intervento sui cambi, in quanto quest'ultimo influisce sul tasso di cambio attraverso operazioni di mercato temporanee, mentre la riallocazione dei fondi pensione incide sul tasso di cambio attraverso flussi di portafoglio a lungo termine. Storicamente, le tendenze valutarie sostenute sono determinate più dai flussi di investimento strutturali che dagli interventi ufficiali. Le implicazioni per la coppia USD/JPY sono potenzialmente ribassiste nel medio termine. Se i fondi pensione giapponesi riducessero gradualmente gli acquisti di attività a reddito fisso estere, in particolare i titoli del Tesoro statunitense, si indebolirebbe una delle principali fonti di domanda di dollari proveniente dal Giappone.

Per la coppia EUR/JPY, l'effetto potrebbe essere ancora più marcato, poiché le obbligazioni europee offrono rendimenti inferiori rispetto agli asset statunitensi, rendendo più facile la loro sostituzione con investimenti interni qualora i rendimenti giapponesi continuassero a normalizzarsi.

Il messaggio più ampio proveniente da Tokyo sembra essere che la stabilizzazione dello yen non dovrebbe basarsi esclusivamente sull'intervento del Ministero delle Finanze o sulla politica della BoJ. Il governo sta invece

cercando di mobilitare l'enorme base di risparmio interno del Giappone. Se il GPIF e altri investitori istituzionali si concentrassero in misura relativamente maggiore sugli asset nazionali, il mercato potrebbe trovarsi di fronte a una riduzione graduale ma persistente dei deflussi di capitali che hanno caratterizzato l'era post-Abenomics.

Per i mercati valutari, questo aspetto è potenzialmente più importante di un singolo episodio di intervento: un minor numero di acquisti di titoli del Tesoro statunitense e di altre attività estere comporta una minore vendita strutturale di yen, il che potrebbe alterare l'equilibrio a lungo termine sia per la coppia USD/JPY che per quella EUR/JPY.

Previsioni sul mercato valutario del G10

	Spot	3° trimestre 2026	4° trimestre 2026	1° trimestre 2027	2° trimestre 2027	3° trimestre 2027	4° trimestre 2027
EUR/USD	1.1566	1,145	1,153	1,158	1,163	1,168	1,172
USD/JPY	157.6100	160,888	160,264	158,702	157,136	155,54	153,931
GBP/USD	1.34980	1,331	1,313	1,302	1,3	1,3	1,3
USD/CAD	1.3949	1,418	1,413	1,408	1,403	1,396	1,386
AUD/USD	0.7066	0,719	0,718	0,723	0,726	0,728	0,729
NZD/USD	0.5889	0,600	0,599	0,619	0,635	0,647	0,655
USD/CHF	0.8077	0,789	0,792	0,794	0,791	0,788	0,787
EUR/SEK	10.9461	10,784	10,677	10,571	10,454	10,336	10,237
EUR/NOK	10.9737	11,255	11,125	10,988	10,875	10,79	10,72

Fonte: Oxford Economics, IntesaSanpaolo

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 15c-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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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 separazione 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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@intesasnpaolo.com**Rates, FX & Commodities Research**

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com
