

LUGLIO 2026

FUCINO FLASH

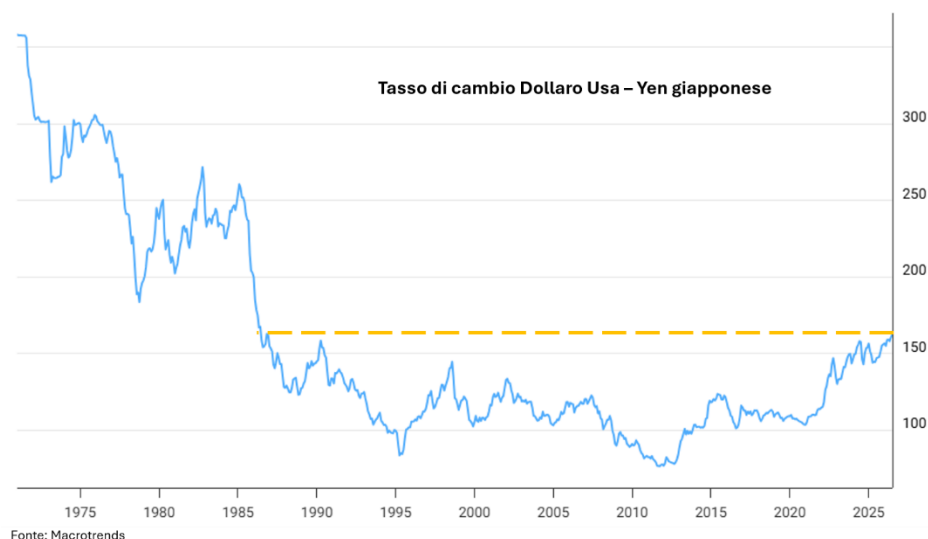
REVERSE PLAZA? LA DEBOLEZZA DELLO YEN E LE SUE IMPLICAZIONI



Banca del Fucino

FUCINO FLASH

REVERSE PLAZA? LA DEBOLEZZA DELLO YEN E LE SUE IMPLICAZIONI



A cavallo tra giugno e luglio 2026, **lo yen giapponese** ha toccato un **minimo pluridecennale**. Un cambio a circa 162,5 yen per dollaro, infatti, **non si registrava da almeno 40 anni, dai tempi degli accordi del Plaza (1985)**. Con tali accordi i Paesi dell'allora G5 – Usa, Giappone, Germania Ovest, Francia e Gran Bretagna – si impegnavano a realizzare una svalutazione controllata del dollaro statunitense, al fine di riequilibrare la bilancia commerciale Usa, il cui deficit era attribuito ad una sottovalutazione dello yen (e del marco) rispetto al dollaro. In seguito alla firma dell'accordo, in soli pochi mesi lo yen si apprezzò di circa il 50%, ponendo così le basi di un radicale mutamento del modello di crescita dell'economia giapponese.

È controverso se negli accordi di Plaza sia da rintracciare la ragione dei successivi *Lost decades* del Giappone, ovvero dei circa tre decenni – dal 1990 fino alla fine della seconda decade del 2000 – di sostanziale stagnazione dell'economia nipponica. Innegabile però è che il marcato apprezzamento dello yen abbia contribuito a indebolire la competitività internazionale delle industrie giapponesi.

Il ritorno dello yen su valori prossimi a quelli degli anni '80, dunque, potrebbe costituire una buona notizia per l'economia nipponica, che dovrebbe – in linea teorica – ricavarne una **spinta propulsiva per il proprio export**. È quanto ha sostenuto, tra gli altri, il primo ministro Sanae Takaichi, la quale lo scorso febbraio ha definito lo yen debole una “grande opportunità” per gli esportatori del Paese¹. Di diverso avviso la Bank of Japan (BoJ), il cui governatore ha più volte espresso preoccupazione in relazione alla debolezza della valuta nipponica.

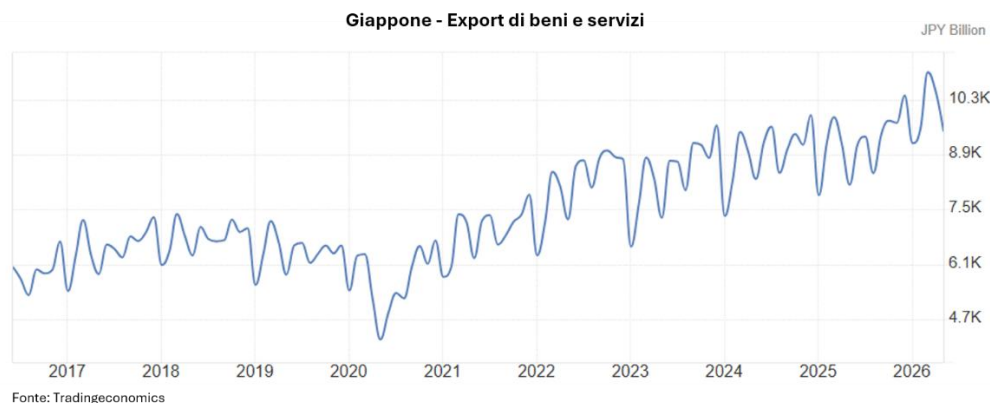
Quale prospettiva è da ritenersi più corretta? La svalutazione dello yen alla quale si è assistito negli ultimi anni costituisce **un'occasione o una minaccia per l'economia giapponese?** Si tratta di un quesito di grande rilevanza, specie in un contesto in cui gli squilibri delle bilance commerciali tornano al centro del dibattito internazionale – e con essi l'ipotesi di nuovi accordi per la svalutazione del dollaro Usa (questa volta non tanto rispetto allo yen, bensì rispetto al RMB cinese)².

¹ S. Sugiyama, K. Golubkova, *Japan PM talks up weak yen even as her government works to counter currency decline*, Reuters, January 31st, 2026.

² B. Setser, S. Tordoir, *China shock 2.0 China shock 2.0 The cost of Germany's complacency*, Center for European Reform, May 2026.

1) Il potenziale di impulso all'export

L'impulso positivo della svalutazione dello yen sulle esportazioni giapponesi trova **conferma nei dati di export** del Giappone tra il 2021 – anno al quale può essere fatto risalire l'inizio della fase di indebolimento dello yen – e oggi, come ben mostra il grafico sottostante.



Al contempo, è importante valutare attentamente quale possa essere **l'apporto della crescita dell'export all'espansione complessiva del Pil**. Tale apporto si rivela in effetti modesto, alla luce soprattutto delle trasformazioni attraversate dall'economia giapponese proprio negli anni successivi agli accordi del Plaza: se nei primi anni '80 la **quota della manifattura** sul valore aggiunto nazionale complessivo era pari a circa il 30%, oggi tale quota è scesa sotto il 20% (Fonte: World Bank).

Inoltre, l'apprezzamento dello Yen del 1985-86 – e le pressioni statunitensi in tal senso – hanno con il tempo portato il Giappone a ricoprire la posizione di **Paese creditore** tra i più grandi al mondo, con investimenti diretti esteri attestatisi a 204 miliardi di dollari Usa nel 2025 – valore inferiore solo a quello degli Stati Uniti³. **Le grandi imprese manifatturiere giapponesi sono diventate sempre più società multinazionali**, la cui produzione è dislocata in Paesi e aree del mondo diversi dal Giappone stesso.

D'altro canto, anche un sistema industriale con una produzione globalmente diffusa come quello nipponico potrebbe trarre beneficio da una valuta domestica più debole rispetto al passato – in particolare per il tramite degli **utili societari realizzati sugli investimenti diretti esteri (FDI) in Paesi terzi**. Tali ricavi, infatti, sono espressi nella valuta del Paese ospitante, cioè in una valuta che – generalmente – ha visto rafforzarsi il proprio corso nei confronti dello yen giapponese. L'effetto del rimpatrio di questi profitti sarà quindi positivo per i conti delle multinazionali giapponesi. Perciò, anche tenendo conto delle trasformazioni dell'industria nipponica negli ultimi decenni, una svalutazione dello yen appare un esito potenzialmente benefico.

2) Il rischio di inflazione

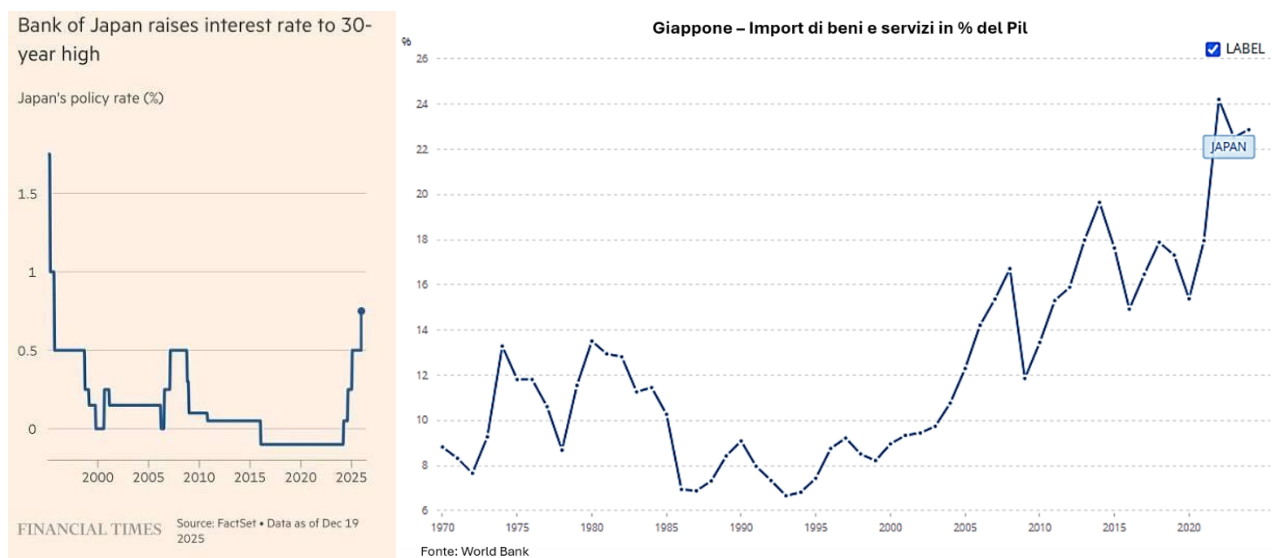
A controbilanciare quanto appena osservato si profila in particolare un rischio: che l'impatto della svalutazione dello yen – via inflazione importata – si trasmetta alla crescita dei prezzi al punto da annullare i benefici sul fronte delle esportazioni e degli utili delle multinazionali.

In effetti, per quanto il Giappone abbia uno storico problema di bassa inflazione, **negli ultimi anni – in special modo a partire dal 2022** – la BoJ ha dovuto affrontare il problema di **un'inflazione superiore al livello target** del 2%. È questa la ragione dietro la scelta di alzare i tassi di riferimento, dopo oltre 25 anni di tassi a zero o prossimi allo zero.

Rispetto al passato, inoltre, l'economia giapponese ha visto il **peso del proprio import** sul pil

³ Fonte: UNCTAD, *World Investment Report 2025*.

aumentare notevolmente: come mostra il grafico sottostante, se fino agli anni '90 la quota delle importazioni non superava il 14% del pil, nel triennio 2022-24 essa ha superato il 20%.



A determinare tale incremento sono state in primo luogo le **importazioni energetiche**, notevolmente aumentate specialmente a partire dal 2011, con la decisione del Giappone – poi parzialmente rettificata – di spegnere le proprie centrali nucleari in seguito al disastro di **Fukushima**. È però cresciuta molto anche la **quota dei consumi finali sul Pil**, che sono passati dal 55,4% del 1970 al 73,2% del 2024 (Fonte: World Bank): si tratta di un mutamento sostanziale, che ha determinato, tra i diversi effetti, anche un aumento delle importazioni. Quella del commercio internazionale, dunque, costituisce una via attraverso la quale un significativo indebolimento dello yen si traduce in crescita dei prezzi al consumo. A questo va aggiunto un ulteriore grande problema dell'economia nipponica, vale a dire la sua **demografia**. Tra i Paesi di grandi dimensioni il Giappone è infatti quello con l'età media più elevata (49,8 anni) e dove **gli over-65 sono un terzo della popolazione totale** (rispettivamente 49,2 e 24-25% nel caso dell'Italia). Si tratta di tendenze che, peraltro, non trovano controbilanciamento nei flussi migratori, rimasti molto modesti anche negli ultimi anni nel confronto internazionale. È facile, dunque, che nei prossimi anni le imprese giapponesi si trovino a riscontrare crescenti difficoltà nel reperimento di personale, con conseguente **pressione rialzista sui salari** e, per questa via, sull'indice generale dei prezzi.

3) Le implicazioni di una reflazione duratura

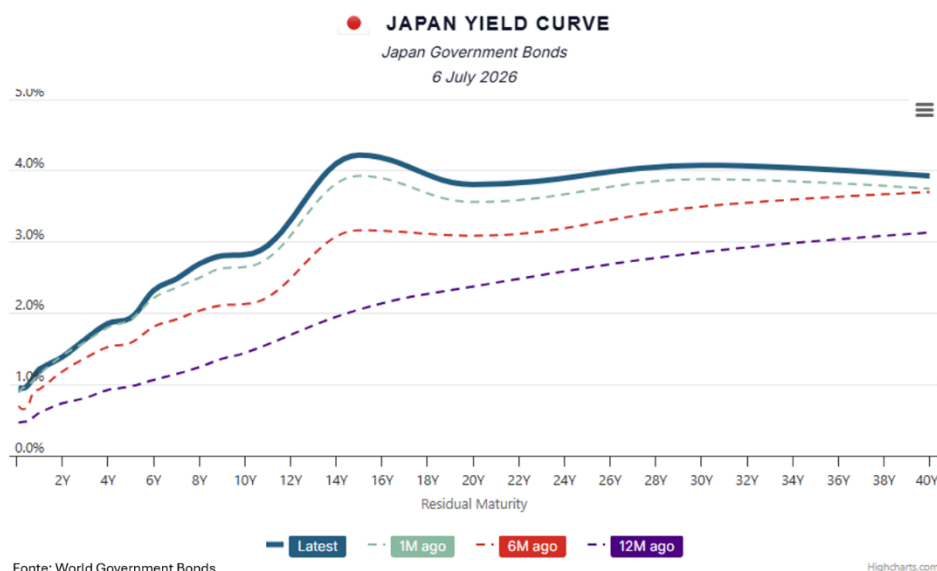
La preoccupazione mostrata dalla BoJ in relazione alla svalutazione dello yen è dunque ben giustificata. È però opportuno chiarire in maniera più approfondita quali potrebbero essere le **conseguenze di un'inflazione superiore al target in un orizzonte di tempo medio-lungo**.

Negli anni successivi agli accordi del Plaza due dinamiche in particolare hanno caratterizzato l'evoluzione dell'economia giapponese:

- Una **forte crescita del debito pubblico e di quello privato**, concentrata soprattutto negli anni '90, che ha condotto il rapporto tra debito pubblico e pil, nel 2025, a oltre il 230% - un valore senza eguali nel panorama internazionale.

- Una profonda **integrazione nei circuiti finanziari internazionali**, accompagnata a sua volta da un aumento del peso percentuale del comparto finanziario sul pil⁴.

Per quanto un elevato livello di integrazione nei mercati finanziari globali possa talvolta costituire un motivo di stabilità⁵, il combinato disposto di debito, finanza e inflazione crescente disegna un orizzonte di medio-lungo termine caratterizzato da maggior rischio – come emerge, del resto, dai movimenti della curva dei rendimenti nipponica:



Il punto fondamentale è che ad un’inflazione crescente la BoJ non potrà che reagire – come del resto sta già facendo – alzando i tassi di interesse. Oltre a indebolire la domanda interna, marcati rialzi dei tassi rischiano di ingenerare due effetti perversi:

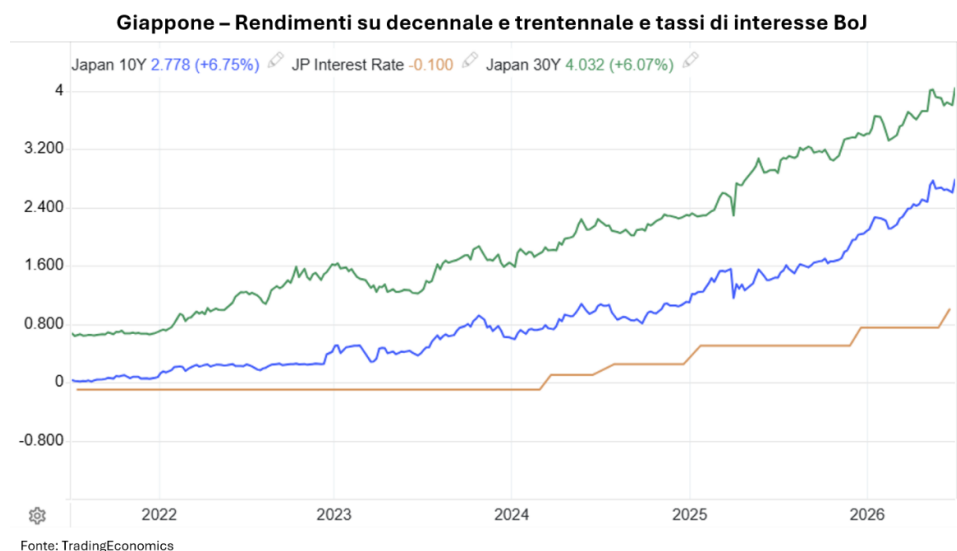
- **Chiusura di posizioni di carry trade:** oltre venti anni di tassi prossimi allo zero hanno condotto – specialmente in seguito alla stretta monetaria del 2022-23 – al costituirsi di consistenti posizioni di *carry trade* tra Giappone e (specialmente) Stati Uniti⁶. Sfruttando il differenziale tra i rendimenti giapponesi e quelli Usa, gli investitori prendono in prestito yen e li convertono in dollari, i quali vengono dunque investiti in titoli e *securities* statunitensi, dai rendimenti mediamente più elevati. Tali operazioni finanziarie si reggono chiaramente sul mantenimento dei tassi nipponici su livelli nettamente inferiori a quelli medi delle economie avanzate. Di conseguenza, se la BoJ dovesse attuare una forte stretta monetaria, tale da ridurre drasticamente il differenziale sugli Usa, molti investitori si troverebbero costretti a chiudere le proprie posizioni di *carry trade*, con danni potenziali ingenti tanto per il mercato statunitense che per quello giapponese.
Certamente non sono da attendersi mosse drastiche e repentine da parte della BoJ, ma nel medio-lungo termine un ridimensionamento del differenziale tra i tassi appare inevitabile, e questo tenderà a prosciugare una fonte di domanda di yen oggi tutt’altro che irrilevante.
- **Criticità sul fronte del debito pubblico:** nonostante un rapporto debito pubblico / pil estremamente elevato, il Giappone ha finora potuto mantenere particolarmente basse le

⁴ Cfr. A. M. Maechler, *Tariffs in a world of large global capital flows – implications for central banks*, Speech at Bruegel Brussels, 23 September 2025.

⁵ G. Chavez-Dreyfuss, *NY Fed carried out dollar/yen rate checks, source says*, Reuters, January 23, 2026.

⁶ M. Frisone, *In Japan, eyes on the Central Bank, why the carry trade is at an end*, Il Sole 24 Ore, 9 March 2026.

remunerazioni offerte sui propri titoli di Stato, anche su quelli a più lunga scadenza. Con l'inizio del rialzo dei tassi da parte della BoJ nel 2024, tuttavia, i rendimenti giapponesi hanno imboccato una traiettoria di crescita dalla quale non sono più usciti. La spesa per il servizio del debito, al 24,5% del budget pubblico nel FY2025, è così prevista in crescita fino a raggiungere il 30% nel 2029⁷. Sono dinamiche che non potranno che accrescere i dubbi degli investitori in merito alla sostenibilità del debito giapponese.



4) Una difficile normalizzazione

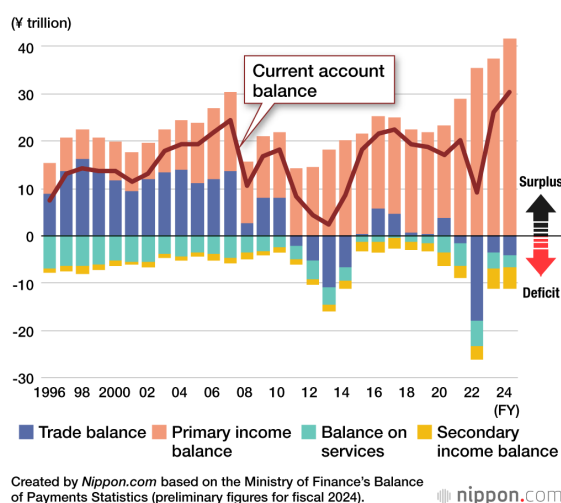
Che il Giappone debba **proseguire nel proprio percorso di normalizzazione dei tassi di interesse** – ovvero riportarli in territorio positivo in termini reali – è fuori dubbio. Tale processo si sta tuttavia rivelando tutt'altro che semplice, come la caduta del valore dello yen dimostra: è il segno della **preoccupazione dei mercati** per il futuro dell'economia giapponese all'indomani di un'importante svolta nella sua politica monetaria.

Al contempo, **lo scenario al quale ci si sta approssimando non è quello di un meltdown finanziario**: la BoJ continua ad esercitare un robusto presidio sui mercati della valuta nipponica e su quello dei titoli di Stato, e le sue vaste riserve sono tali da scongiurare un crollo nel breve-medio termine. Inoltre, il Giappone può contare su un saldo delle partite correnti positivo, dato in particolare dai rendimenti degli ingenti asset transfrontalieri detenuti dagli investitori pubblici e privati giapponesi.

Esiste insomma un margine significativo di manovra. E tuttavia, **nel più lungo termine le tendenze di segno negativo sopra evidenziate sono destinate a permanere** come questione irrisolta dell'economia nipponica.

In definitiva, è solo nel breve termine che la svalutazione dello yen potrebbe rivelarsi un beneficio in

Japan's Trade Balance



⁷ K. Takeuchi, *Japan's debt-servicing costs seen taking up 30% of budget in 3 years*, Nikkei Asia, February 18, 2026.

termini complessivi, attraverso l'impulso impresso all'export e agli utili delle società giapponesi. Su un orizzonte temporale più ampio, invece, il riassetto in corso costringerà il Giappone a ricercare nuovi equilibri e nuove strategie di gestione del proprio enorme debito. Una cosa è certa: sul lungo termine i soli interventi correttivi *una tantum* della BoJ sul mercato dei cambi non saranno sufficienti a governare la trasformazione in atto.

Autori: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti
U.O. Studi e Marketing Strategico
Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale
Banca del Fucino
Dati aggiornati al 6 luglio 2026

Le informazioni e i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione, alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati.