

REPORT DI ANALISI

Svizzera e Giappone

Due regimi di rischio sistemico e le relative opportunità d'investimento

UBS, regolamentazione bancaria, rivoluzione Takaichi e mercato dei JGB

Analisi integrata di due dossier — il compromesso patrimoniale su UBS e la normalizzazione del regime dei tassi in Giappone — con lettura unificata rischio/opportunità per portafogli in CHF

Report di analisi — 2 settembre 2026

Indice

Indice	2
Executive summary	4
1. Il filo conduttore: la fine di un vecchio equilibrio.....	5
1.1. Due regimi di rischio sistemico.....	5
1.2. Dal salvataggio Credit Suisse al compromesso patrimoniale su UBS.....	5
1.3. Dal regime di deflazione al regime bond giapponese	6
2. Svizzera: UBS come rischio sistemico concentrato	7
2.1. Capitale, regolamentazione e leva	7
2.2. Tre scenari per l'equity UBS.....	7
2.3. Opportunità e rischi per l'azionista UBS.....	8
2.4. Equity svizzero oltre UBS	8
3. Obbligazionario svizzero.....	10
3.1. Government bonds: funzione assicurativa.....	10
3.2. AT1 svizzeri: il vero punto di attenzione	10
4. Giappone: la rivoluzione Takaichi e il regime obbligazionario	11
4.1. Dal reflation trade al fiscal-risk trade	11
4.2. La dinamica del debito pubblico.....	11
4.3. Opportunità nell'azionario giapponese	11
4.4. Il circuito di rischio per l'equity	12
5. JGB: rendimento, duration e opportunità.....	13
5.1. Decomposizione del rendimento	13
5.2. Duration e scenari di prezzo.....	13
6. Effetto a catena globale e ruolo dello yen	14
6.1. Il meccanismo di rimpatrio dei capitali	14
6.2. JPY: il segnale discriminante.....	14
7. Confronto diretto Svizzera – Giappone.....	15
7.1. Equity.....	15
7.2. Government bonds.....	15
8. Costruzione per scenari macro.....	17
9. Gerarchia delle opportunità e costruzione di portafoglio.....	18
9.1. Gerarchia delle opportunità	18
9.2. Quattro esposizioni per costruire il portafoglio	18
10. Indicatori di monitoraggio	19
11. Due forme di “leva sistemica”	20
11.1. UBS: too big to fail	20
11.2. Giappone: too much debt to ignore.....	20

11.3.	Il rischio estremo: fiscal dominance	20
12.	Matrice finale rischio / opportunità	22
13.	Conclusioni	24
Appendice — Formule e note metodologiche		25

Executive summary

La Svizzera e il Giappone sono i protagonisti di due dossier all'apparenza distanti — la trattativa parlamentare sui requisiti patrimoniali di UBS e la rottura del 3% sul rendimento decennale giapponese — ma che, letti dal punto di vista dell'investitore, condividono la stessa domanda di fondo: **quanto rischio può assumere un sistema prima che diventi necessario l'intervento dello Stato?** In Svizzera il rischio è concentrato nel bilancio di una singola banca sistemica; in Giappone nel bilancio sovrano e nel mercato dei titoli di Stato. È la differenza fra il problema del «*too big to fail*» e quello del «*too much debt to ignore*».

Tabella 1 — Confronto sintetico Svizzera / Giappone per asset class e fattori di rischio.

Dimensione	Svizzera	Giappone
Equity	● relativamente interessante	● interessante ma più ciclico
Government bonds	● difensivi, rendimento limitato	● opportunità crescente, duration risk elevato
Financial bonds	● attenzione particolare agli AT1	● selettivamente interessanti
Macro risk	basso / moderato	elevato
Policy risk	concentrato su UBS / regolamentazione	molto elevato
Currency	CHF = elemento difensivo	JPY = potenziale upside, alta volatilità
Catalizzatore principale	soluzione della vicenda UBS	normalizzazione BoJ + reflazione
Rischio principale	errore regolamentare / sistemico su UBS	fiscal dominance + bond sell-off

Legenda

- giudizio positivo / favorevole
- giudizio neutro o misto — richiede attenzione
- giudizio negativo / rischio elevato

In termini di rapporto rischio/rendimento, il Giappone appare oggi più interessante per un investitore disposto ad assumere rischio macro; la Svizzera resta più interessante come componente difensiva e qualitativa di portafoglio.

La distinzione più rilevante per la costruzione di portafoglio è però questa: **in Giappone il rischio maggiore è che il mercato obbligazionario costringa il governo a rivedere la politica fiscale; in Svizzera il rischio maggiore è che la politica regolamentare non trovi il punto di equilibrio fra sicurezza del sistema e competitività di UBS.**

1. Il filo conduttore: la fine di un vecchio equilibrio

I due dossier raccontano, in apparenza, due storie opposte. In Svizzera: Credit Suisse entra in crisi, viene assorbita da UBS, lo Stato reagisce alzando i requisiti patrimoniali, UBS negozia, il Parlamento media un compromesso. In Giappone: decenni di deflazione e tassi a zero, la Bank of Japan (BoJ) acquista titoli di Stato su scala massiccia comprimendo artificialmente i rendimenti, l'inflazione torna, la BoJ è costretta a normalizzare la politica monetaria e i rendimenti dei JGB (*Japanese Government Bond*) esplodono. Il meccanismo economico sottostante, tuttavia, è lo stesso: un lungo periodo di stabilità apparente si rompe quando il mercato torna a chiedere un prezzo per un rischio che era stato, in un modo o nell'altro, compresso o sottostimato.

1.1. Due regimi di rischio sistemico

Il Giappone ha un debito pubblico superiore al 200% del PIL; UBS ha un bilancio che supera i 1.700 miliardi di dollari, più dell'intera economia svizzera. Sono due forme distinte di leva sistemica, ma entrambe pongono lo stesso interrogativo sulla capacità del sistema di assorbire una perdita imprevista senza l'intervento diretto dello Stato.

Il problema è, in entrambi i casi, quello del tail risk: non quanto rischio esista oggi, ma quanto rischio il sistema — bancario in Svizzera, fiscale in Giappone — sia in grado di assorbire prima che sia necessaria un'azione pubblica straordinaria.

1.2. Dal salvataggio Credit Suisse al compromesso patrimoniale su UBS

La crisi Credit Suisse del 2023 è il punto di origine del dossier svizzero. Il salvataggio, che ha comportato l'azzeramento di circa CHF 16-17 miliardi di obbligazioni AT1, ha reso UBS una banca ancora più sistemica: il suo bilancio supera oggi il PIL dell'intera Confederazione. Da qui la proposta del governo federale di irrobustire i requisiti patrimoniali sulle partecipazioni estere, la reazione di UBS — che stima un fabbisogno incrementale fra i 13 e i 20 miliardi di dollari a seconda della versione della proposta — e la mediazione parlamentare tuttora in corso attraverso la commissione WAK-S.

Dal salvataggio Credit Suisse al compromesso patrimoniale su UBS

*Come un evento di crisi bancaria si trasforma in un dossier regolamentare pluriennale
retroazione / rischio sistemico*

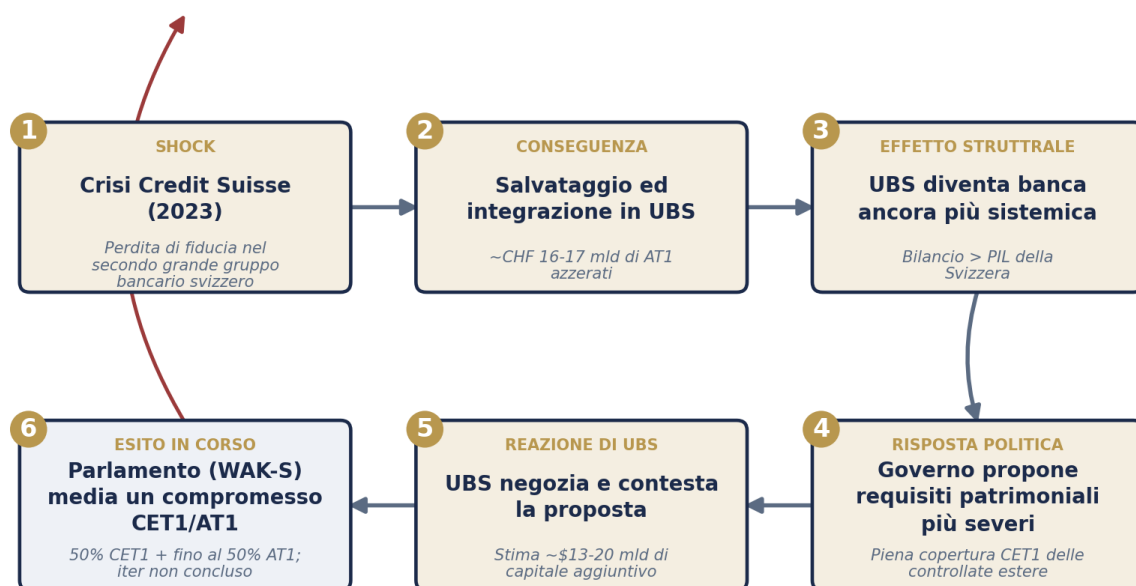


Figura 1 — dal salvataggio di Credit Suisse al compromesso patrimoniale su UBS, con il rischio di retroazione sistemica se il compromesso dovesse rivelarsi insufficiente.

1.3. Dal regime di deflazione al regime bond giapponese

Il percorso giapponese è simmetrico e altrettanto lungo. Decenni di deflazione e tassi a zero hanno portato la BoJ ad acquistare JGB su larga scala, comprimendo artificialmente i rendimenti attraverso il controllo esplicito della curva. Il ritorno dell'inflazione — accelerato dalla politica fiscale espansiva della premier Sanae Takaichi — ha reso insostenibile quel regime: la BoJ ha avviato una normalizzazione monetaria graduale e il rendimento del JGB decennale ha sfondato il 3% a inizio settembre 2026, il livello più alto dal 1996, con le scadenze a 20 e 30 anni salite ancora di più.

Dal regime di deflazione al regime bond giapponese

La transizione macro-monetaria alla base della rivoluzione Takaichi



Figura 2 — la transizione macro-monetaria del Giappone, dal controllo della curva dei rendimenti al nuovo regime bond.

2. Svizzera: UBS come rischio sistemico concentrato

2.1. Capitale, regolamentazione e leva

Il nodo del dossier svizzero è quanto capitale di qualità debba essere collocato a monte di una banca di dimensione sistemica. Secondo UBS, la proposta della commissione parlamentare WAK-S richiederebbe di sostenere le partecipazioni estere con il 50% di CET1 e fino al 50% di AT1, contro il regime attuale che consente il 45% di CET1 e il 15% di AT1: un fabbisogno incrementale di Tier 1 stimato in circa 13 miliardi di dollari, potenzialmente soddisfatto in larga parte tramite AT1 invece che tramite nuova equity. La proposta iniziale del governo, che prevedeva copertura integrale in CET1, avrebbe comportato circa 20 miliardi di capitale aggiuntivo: il compromesso parlamentare è quindi già un ammorbidimento significativo, ma l'iter non è concluso.

Dal punto di vista dell'azionista, poter utilizzare AT1 al posto di nuovo CET1 riduce il rischio di diluizione e aumenta l'efficienza del capitale. Dal punto di vista sistemico, però, resta il CET1 il principale cuscinetto di assorbimento delle perdite: meno CET1 significa leva economica più alta a parità di bilancio.

$$ROE = \frac{Net\ Income}{CET1}$$

Equazione 1 — il rendimento sul capitale (ROE) è per costruzione inversamente legato alla quantità di CET1 detenuta.

La stessa decisione che aumenta il potenziale rendimento dell'azionista aumenta quindi anche il rischio di coda dell'investimento: meno capitale immobilizzato significa leva più alta e minore capacità di assorbire un nuovo shock.

$$Leverage \uparrow \Rightarrow \frac{CET1}{Assets} \downarrow \Rightarrow ROE \uparrow \Rightarrow Loss - absorption\ buffer \downarrow$$

Equazione 2 — la catena leva–capitale–redditività–resilienza: ogni riduzione del cuscinetto di capitale si traduce, a parità di condizioni, in un aumento del rendimento potenziale e in una riduzione della capacità di assorbire perdite.

Il tema è particolarmente sensibile dopo Credit Suisse: nel salvataggio del 2023 circa CHF 16-17 miliardi di AT1 furono azzerati, e la questione è tuttora oggetto di contenzioso. Quel precedente ha reso il rischio regolamentare e politico degli AT1 una variabile d'investimento distinta dal normale rischio di credito, da prezzare esplicitamente e non solo dedurre dallo spread.

2.2. Tre scenari per l'equity UBS

L'esito del dossier patrimoniale può essere sintetizzato in tre scenari, con implicazioni molto diverse per l'azionista.

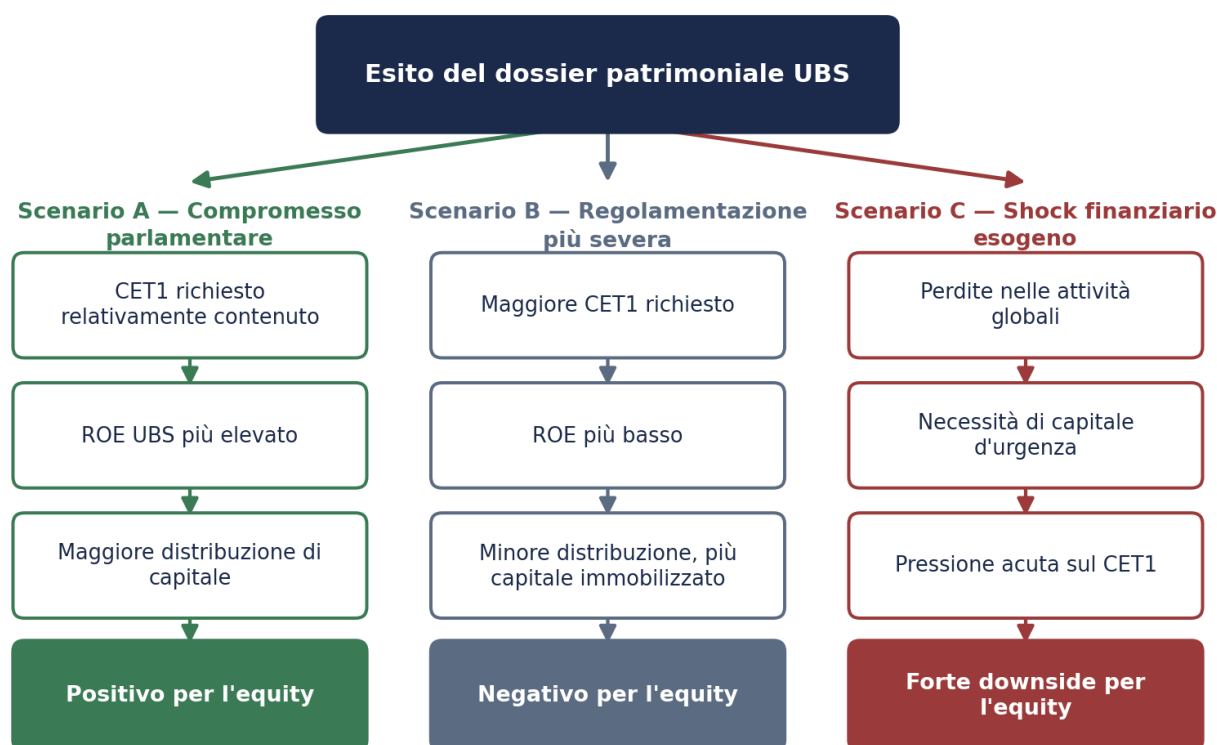


Figura 3 — i tre scenari del dossier patrimoniale UBS e il relativo impatto sull'equity.

Il punto rilevante è che lo scenario A (compromesso) e lo scenario C (shock finanziario esogeno) sono entrambi plausibili nello stesso arco temporale: la Banca nazionale svizzera continua a sostenere che la piena copertura CET1 delle partecipazioni estere sia necessaria proprio perché la crisi Credit Suisse ha mostrato la vulnerabilità del framework precedente. L'investitore in equity UBS viene quindi remunerato anche per il rischio che la banca resti un punto di concentrazione sistemica.

2.3. Opportunità e rischi per l'azionista UBS

Le determinanti principali dell'opportunità in UBS possono essere riassunte in quattro punti:

- minore fabbisogno di CET1 e quindi minore rischio di diluizione dell'azionista attuale;
- maggiore efficienza della struttura del capitale, con più spazio per AT1;
- potenziale miglioramento del ROE a parità di redditività operativa;
- maggiore visibilità sul capital return se il quadro normativo si stabilizza.

UBS va tuttavia trattata come posizione **tattica** più che strutturale: il premio implicito remunera anche il rischio che regolamentazione, contenzioso o politica modifichino nuovamente il quadro prima che il compromesso attuale sia formalizzato.

2.4. Equity svizzero oltre UBS

Il caso UBS non va generalizzato all'intero mercato azionario svizzero. Al di fuori del comparto finanziario, l'universo azionario svizzero mantiene la tradizionale combinazione di pricing power, bilanci solidi, cash flow elevato ed esposizione globale — qualità che, in scenari di risk-off, si accompagnano al ruolo del franco come valuta rifugio.

Tabella 2 — segmenti dell'equity svizzero al di fuori di UBS: catalizzatori, rischi e profilo.

Segmento	Catalizzatori	Rischi	Profilo
Healthcare / pharma	Pricing power, domanda globale	Valutazione, regolamentazione	Quality / difensivo
Consumer staples	Cash flow, forza del brand	Valutazione, CHF forte	Difensivo
Industrials	Automazione, ciclo globale	Ciclo, commercio internazionale	Ciclico quality
Financials / UBS	Capital return	Leva, rischio sistemico / regolamentare	Tattico

Resta però un problema di valutazione: le qualità difensive svizzere sono note e normalmente già incorporate nei prezzi. La domanda rilevante per l'investitore non è se la Svizzera sia «sicura», ma quanto si stia pagando per quella sicurezza.

3. Obbligazionario svizzero

3.1. Government bonds: funzione assicurativa

Con il tasso ufficiale della SNB allo 0% e la banca centrale esplicitamente pronta a intervenire sul mercato valutario per contrastare un apprezzamento eccessivo del franco, le obbligazioni della Confederazione svolgono soprattutto una funzione di protezione e liquidità piuttosto che di rendimento assoluto. In uno scenario di crisi geopolitica, recessione globale o nuova crisi bancaria, l'afflusso verso il franco svizzero tende a sostenere la domanda di titoli di Stato svizzeri e a comprimerne ulteriormente i rendimenti, generando capital gain (sul corso delle obbligazioni) proprio quando il resto del portafoglio ne ha più bisogno. In sostanza la Svizzera sarebbe ancora in grado di fornire una correlazione negativa tra prezzi delle obbligazioni e delle azioni che in tutti gli altri contesti sembra essere saltata (e da parecchio tempo ormai¹).

Swiss government bonds = hedge di portafoglio, non necessariamente un investimento a total return.

Il rovescio della medaglia è che, in una fase di reflazione² globale con rendimenti internazionali in aumento, il potenziale di capital gain sui bond svizzeri resta strutturalmente limitato: il rendimento nominale modesto è il prezzo pagato per la funzione assicurativa.

3.2. AT1 svizzeri: il vero punto di attenzione

Gli AT1 svizzeri possono offrire un rendimento elevato, ma non sono assimilabili a obbligazioni senior. Il rischio comprende soglie di attivazione che fanno scattare la conversione in azioni o l'azzeramento del valore nominale del titolo, sospensione delle cedole e — soprattutto dopo Credit Suisse — intervento regolamentare diretto. Il precedente del 2023 ha reso esplicito che il rischio di questi strumenti non è soltanto quello di fallimento dell'emittente, ma anche quello di una modifica regolamentare che ne alteri il trattamento in una crisi. Il premio di rendimento offerto oggi va quindi letto anche come compensazione per un rischio politico-regolamentare distinto dal normale rischio di credito, e non semplicemente come compenso per la subordinazione del titolo.

¹ Per gli addetti ai lavori, il 2022 dovrebbe essere ancora ben presente.

² La reflazione è il processo con cui un'economia esce da un periodo di deflazione o crescita/inflazione troppo bassa e torna verso una crescita nominale sana, con inflazione moderata e positiva. È la fase attuale dell'economia del Sol Levante di cui parleremo in seguito.

4. Giappone: la rivoluzione Takaichi e il regime obbligazionario

4.1. Dal reflation trade al fiscal-risk trade

Il Giappone sta passando da un regime di deflazione, tassi estremamente bassi e forte controllo della curva a un regime di normalizzazione monetaria, inflazione positiva e maggiore sensibilità del mercato al rischio fiscale (reflazione). La spesa fiscale della premier Takaichi può inizialmente sostenere crescita e utili societari; ma se l'economia opera già con inflazione positiva, la stessa spesa aumenta la probabilità di ulteriori rialzi della BoJ, e il rialzo dei tassi aumenta a sua volta il costo marginale di rifinanziamento di uno stock di debito già molto elevato.

4.2. La dinamica del debito pubblico

Con un debito superiore al 200% del PIL, anche variazioni persistenti e apparentemente piccole del differenziale fra costo del debito e crescita nominale possono produrre effetti rilevanti sulla traiettoria fiscale.

$$\Delta\left(\frac{D}{Y}\right) \approx (r - g) \cdot \frac{D}{Y} - PB$$

Equazione 3 — *dinamica del rapporto debito/PIL: D/Y è il debito sul PIL, r il costo effettivo medio del debito, g la crescita nominale e PB il saldo primario sul PIL.*

Il 3% sul decennale non è quindi soltanto un rendimento più interessante per l'investitore: è anche un test della sostenibilità della traiettoria fiscale. Se i rendimenti di mercato si collocano stabilmente sopra le ipotesi incorporate nel bilancio pubblico, il servizio del debito diventa un vincolo politico crescente, non solo una variabile contabile.

4.3. Opportunità nell'azionario giapponese

L'aspetto più interessante del regime attuale è che l'equity giapponese può beneficiare del cambiamento di regime proprio mentre l'obbligazionario ne soffre. I driver principali sono:

- reflazione e pricing power³ dopo decenni di deflazione;
- capex⁴ sostenuto da automazione, semiconduttori e politica industriale — gli investimenti aziendali sono cresciuti dell'1,6% a/a nel secondo trimestre 2026, con utili ricorrenti a +24,6% e un record di ¥44.700 miliardi;
- beneficio potenziale per banche e assicurazioni da una curva dei tassi più normale, con miglioramento del margine di interesse netto;
- corporate governance, buyback⁵ e maggiore disciplina sull'allocazione del capitale.

Il rischio nasce quando la normalizzazione dei tassi diventa disordinata e la compressione dei multipli, indotta da tassi reali più alti, supera la crescita degli utili.

³ La capacità di un'azienda di alzare i prezzi dei propri prodotti/servizi senza che i clienti smettano di comprarli.

⁴ Il **capex** (*capital expenditure*) è la spesa in investimenti in capitale fisso, ovvero in beni durevoli che un'azienda userà per anni e si contrappone ad **opex** (*operating expenditure*) ovvero le spese correnti di gestione (stipendi, affitti, materie prime). Un'azienda che aumenta il capex sta scommettendo sul proprio futuro: sta espandendo la propria capacità produttiva, non semplicemente pagando i costi di oggi.

⁵ Quando un'azienda usa la propria cassa per ricomprare dal mercato le proprie azioni, riducendo così il numero di azioni in circolazione per migliorare le redditività di ogni singola azione oppure per distribuire utili. Le aziende giapponesi — storicamente famose per accumulare cassa inutilizzata nei bilanci — stanno iniziando a restituire più capitale agli azionisti tramite riacquisti, un cambiamento culturale importante spinto anche dalla Borsa di Tokyo negli ultimi anni.

4.4. Il circuito di rischio per l'equity

Lo stesso stimolo fiscale che genera reflazione e crescita degli utili può, se non gestito con gradualità, innescare un circuito di normalizzazione disordinata che finisce per pesare sulle valutazioni azionarie.

Il circuito di rischio dell'equity giapponese

Lo stesso stimolo che genera reflazione può innescare un ciclo di normalizzazione disordinata



Figura 4 — il circuito di rischio dell'equity giapponese: lo stesso stimolo fiscale può generare sia reflazione, sia instabilità.

5. JGB: rendimento, duration e opportunità

5.1. Decomposizione del rendimento

A un rendimento decennale vicino al 3%, il JGB non è più un semplice strumento di rendimento marginale: la **duration** torna a essere una fonte significativa sia di rendimento sia di perdita. Il livello del rendimento può essere scomposto in tre componenti, tutte e tre in aumento nella fase attuale:

$$y_{10} \approx E[r_{BoJ}] + E[\pi] + TP$$

Equazione 4 — decomposizione del rendimento del JGB decennale in aspettative sui tassi BoJ (prima componente della formula), inflazione attesa (secondo addendo della formula) e term/fiscal risk premium (TP).

Se il mercato sta sovrastimando la velocità dei rialzi BoJ, l'inflazione attesa o il rischio fiscale, il 3% potrebbe rappresentare un interessante punto d'ingresso; se invece il mercato sta iniziando a prezzare correttamente un rischio fiscale strutturale, il 3% potrebbe essere solo una tappa intermedia e non il livello terminale del movimento — come segnalato da diversi analisti citati da Reuters.

5.2. Duration e scenari di prezzo

La relazione approssimata fra variazione del rendimento e variazione del prezzo, per un titolo con duration modificata D_{mod} , è:

$$\frac{\Delta P}{P} \approx -D_{mod} \cdot \Delta y$$

Equazione 5 — relazione approssimata duration-prezzo (ignora convexity, carry e variazioni della curva).

Con una duration modificata indicativa pari a 8, un calo del rendimento dal 3,0% al 2,5% implica in prima approssimazione un guadagno di prezzo di circa il 4%; un aumento dal 3,0% al 4,0% implica una perdita di circa l'8%, prima di carry e convexity:

$$\frac{\Delta P}{P} \approx -8 \times (-0,005) = +4\%$$

Equazione 6 — scenario di rally: calo di 50 punti base del rendimento con duration 8.

$$\frac{\Delta P}{P} \approx -8 \times (+0,01) = -8\%$$

Equazione 7 — scenario di stress: aumento di 100 punti base del rendimento con duration 8.

Tabella 3 — scenari di prezzo per un JGB con duration modificata pari a 8.

Scenario	Yield 10Y	Prezzo con D≈8	Lettura
Rally	2,50%	≈ +4,0%	BoJ meno hawkish / term premium in calo
Base	3,00%	≈ 0%	Nuovo equilibrio di mercato
Stress	4,00%	≈ -8,0%	Fiscal risk / repricing disordinato

Questa asimmetria suggerisce una costruzione graduale della posizione in duration, privilegiando inizialmente la fascia intermedia (7-10 anni) rispetto alle scadenze 20-30 anni, dove term premium e fiscal premium possono essere strutturalmente più elevati e più difficili da prevedere.

6. Effetto a catena globale e ruolo dello yen

6.1. Il meccanismo di rimpatrio dei capitali

Il rischio giapponese può propagarsi ai mercati globali attraverso un canale relativamente diretto: rendimenti domestici più elevati e costi di copertura valutaria rendono più attraente il rimpatrio dei capitali giapponesi investiti all'estero. Nel 2026 gli investitori giapponesi hanno venduto netti circa ¥3.000 miliardi di obbligazioni estere, e un sondaggio J.P. Morgan su 82 fondi pensione corporate ha mostrato il maggiore interesse ad aumentare le obbligazioni domestiche dal 2008 — un segnale che il Giappone potrebbe ridurre il proprio ruolo storico di compratore marginale dei bond globali.

Il meccanismo di rimpatrio dei capitali giapponesi

Come il Giappone può esportare il proprio shock obbligazionario ai mercati globali

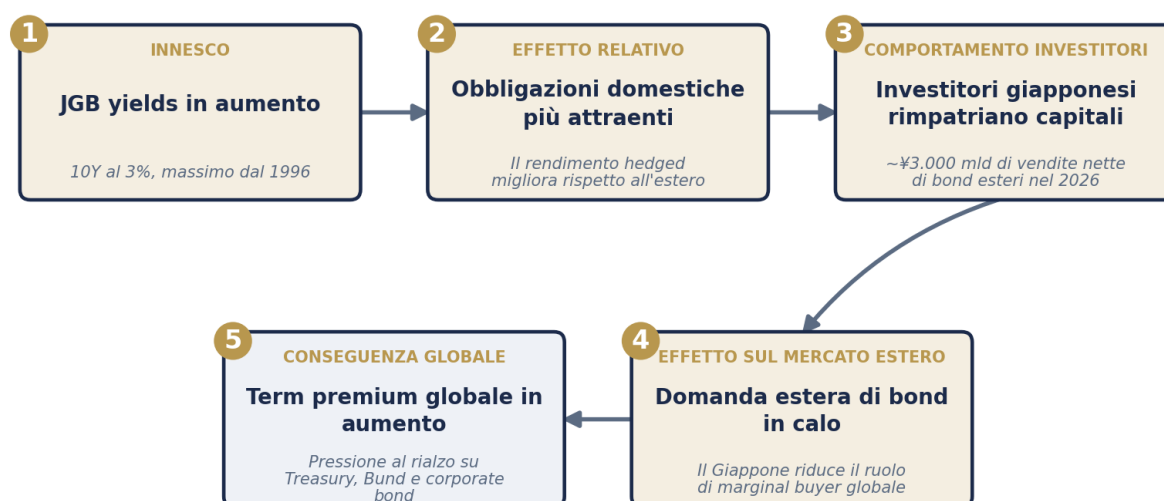


Figura 5 — il meccanismo attraverso cui il Giappone può esportare il proprio shock obbligazionario ai mercati globali.

6.2. JPY: il segnale discriminante

La combinazione più importante da monitorare non è semplicemente «i rendimenti dei JGB salgono», ma la relazione fra rendimenti e valuta. Un aumento dei rendimenti accompagnato da apprezzamento dello yen segnala normalizzazione monetaria credibile; lo stesso aumento accompagnato da deprezzamento dello yen è invece il segnale di un possibile fiscal stress, cioè di un mercato che comincia a dubitare della sostenibilità fiscale più che a premiare tassi reali più alti.

Tabella 4 — la matrice JGB yields / JPY come segnale discriminante fra normalizzazione e fiscal stress.

JGB yields	JPY	Interpretazione	Implicazione
↑	↑	Normalizzazione credibile	Costruttivo
↑	→	Inasprimento monetario senza un forte movimento del cambio	Intermedio
↑	↓	Stress fiscale / risk premium	Pericoloso
↓	↓	Risk-off / crescita debole	Negativo

7. Confronto diretto Svizzera – Giappone

7.1. Equity

Tabella 5 — confronto diretto fra equity svizzero e giapponese sulle principali dimensioni macro e aziendali.

Dimensione	Svizzera	Giappone
Crescita	bassa / moderata	potenzialmente in accelerazione
Inflazione	molto bassa	strutturalmente più alta
Margini aziendali	elevati	in miglioramento
Politica	relativamente stabile	molto più aggressiva
Valuta	CHF forte	JPY debole
Rischio fiscale	basso	elevato
Rischio bancario	UBS sistemica	più distribuito
AI / capex ⁶	medio	alto
Rapporto rischio/rendimento	medio	alto

Giappone > Svizzera sul potenziale di apprezzamento del capitale. Svizzera > Giappone sulla prevedibilità.

7.2. Government bonds

Tabella 6 — confronto diretto fra government bond svizzeri e giapponesi.

Dimensione	Svizzera	Giappone
Rendimento	molto basso	≈ 3% a 10 anni
Rischio fallimento	estremamente basso	basso
Rischio inflazione	basso	medio / alto
Duration opportunity	bassa	alta
Rischio valuta	CHF difensivo	JPY volatile
Rischio fiscale	molto basso	elevato
Potenziale capital gain	basso	potenzialmente elevato
Rischio coda ⁷	basso	alto

⁶ È un'etichetta abbreviata che indica "investimenti in conto capitale legati all'intelligenza artificiale" — cioè quanto le aziende di un Paese stanno investendo (o beneficiando di investimenti) nell'infrastruttura legata all'IA: semiconduttori, data center, server, sistemi di automazione, chip specializzati, ecc.

⁷ Con "rischio coda" (*tail risk*) si intende il rischio di eventi rari ma con impatto molto grave.

Su questa dimensione il risultato è quasi opposto rispetto all'equity: il Giappone è molto più interessante in termini di rendimento e potenziale di capital gain, ma anche molto più rischioso in termini di duration e rischio fiscale. La sintesi possibile è: la Svizzera si compra per qualità e protezione; il Giappone si compra per partecipare a una transizione di regime.

8. Costruzione per scenari macro

La matrice seguente è qualitativa: rappresenta sensibilità relative fra asset class e scenari, non una previsione puntuale dei rendimenti. Il rischio UBS e il rischio JGB restano distinti nella loro origine, ma in uno shock globale possono interagire attraverso i canali di liquidità, funding e *repricing* delle attività finanziarie.

Tabella 7 — *sensibilità qualitativa delle principali esposizioni sotto cinque scenari macro.*

Scenario	Swiss equity	Swiss govt	UBS equity	Swiss AT1	Japan equity	JGB 7-10Y	JPY
Soft landing / stabilità	↑	→	↑	↑	↑↑	↑	↑
Normalizzazione dell'inflazione	→ / ↑	↓	↑	→	↑↑	↑ / →	↑
Fiscal stress giapponese	→	↑	→	→	↓	↓↓	↓
Global risk-off	↓ / →	↑↑	↓	↓↓	↓	↑	↑ / ↓
UBS: regulation agevolata	→	→	↑↑	↑	→	→	→

9. Gerarchia delle opportunità e costruzione di portafoglio

9.1. Gerarchia delle opportunità

Tabella 8 — gerarchia delle opportunità in ordine di priorità, con relativo rationale e rischio principale.

Priorità	Esposizione	Razionale	Rischio principale
1	Azionario giapponese	Upside sugli utili + rerating	Macro / BoJ / valuation
2	JGB 7-10Y	Yield + potenziale capital gain	Duration / fiscal risk
3	Azionario svizzero quality	Qualità, cash flow, resilienza	Valuation / CHF forte
4	UBS equity	Regulation + capital return optionality	Systemic / regulatory
5	Swiss govt bonds	Hedge + liquidità	Basso carry
6	Swiss / UBS AT1	Carry elevato	Write-down ⁸ / trigger / regolamentazione

9.2. Quattro esposizioni per costruire il portafoglio

Anziché una semplice ripartizione «X% Svizzera + X% Giappone», è preferibile costruire quattro esposizioni distinte, ciascuna con una funzione precisa in portafoglio.

A — Swiss defensive equity

Società svizzere globali, con cash flow solido e pricing power. **Funzione:** componente quality e difensiva del portafoglio.

B — UBS equity

Posizione più piccola e tattica, con position sizing che riflette esplicitamente il rischio sistemico residuo. **Funzione:** regulatory resolution, capital return, banking rerating.

C — Japanese equity

Preferenza per industrials, automazione, robotica, semiconduttori, financials e società beneficiarie del capex. **Funzione:** reflazione, capex, crescita nominale.

D — Japanese government bonds

Preferenza iniziale per la duration intermedia (7-10 anni) anziché concentrare subito il rischio sulle scadenze 20-30 anni: il breve termine incorpora soprattutto le attese sul *tightening* (stretta monetaria) della BoJ, il lunghissimo termine incorpora soprattutto fiscal risk, mentre il 7-10 anni è il segmento in cui si può beneficiare della stabilizzazione del ciclo monetario senza assumere il pieno fiscal premium. **Funzione:** yield e potenziale capital gain tattico, costruito gradualmente.

⁸ Il *write-down* è l'azzeramento del valore degli AT1.

10. Indicatori di monitoraggio

Nove indicatori consentono di seguire l'evoluzione dei due dossier trimestre dopo trimestre, distinguendo un percorso di normalizzazione ordinata da un deterioramento che richiederebbe una revisione della gerarchia delle opportunità presentata in precedenza.

Tabella 9 — indicatori di monitoraggio per il regime svizzero e per il regime giapponese.

Indicatore	Segnale positivo	Segnale di allarme
JGB 10Y	Stabilizzazione	Break verso 3,5–4%
JGB 30Y	Term premium stabile	Accelerazione sulle scadenze lunghe
JPY	Apprezzamento ordinato	Deprezzamento con yields in aumento
Inflazione core	Moderazione	Accelerazione
BoJ	Rialzi gradualisti	Tightening forzato
Fiscal balance	Consolidamento	Stimolo non finanziato
UBS CET1	Buffer elevato	Riduzione aggressiva
UBS regulation	Regole stabili	Contenzioso / reversal
CHF	Stabile / moderatamente forte	Apprezzamento eccessivo

11. Due forme di “leva sistemica”

Questa è, probabilmente, la conclusione più importante della lettura congiunta dei due dossier: il rischio UBS e il rischio Giappone sono due forme differenti dello stesso fenomeno — la leva sistemica — ma con una dinamica di innesco opposta.

11.1. UBS: too big to fail

TOO BIG TO FAIL

UBS è così importante per il sistema finanziario svizzero che un problema specifico della banca diventerebbe, con ogni probabilità, un problema dello Stato. Il rischio è concentrato in un singolo bilancio, di natura micro-finanziaria e regolamentare, con reazioni a catena primariamente sul sistema finanziario.

11.2. Giappone: too much debt to ignore

TOO MUCH DEBT TO IGNORE

Lo Stato giapponese è talmente indebitato che un cambiamento relativamente contenuto nel costo medio del debito può modificare in modo sostanziale la traiettoria fiscale. Il rischio è distribuito tra bilancio sovrano e nel mercato dei titoli di Stato ed è di natura macro-fiscale e monetaria, con effetti a cascata primariamente sul mercato obbligazionario globale.

11.3. Il rischio estremo: fiscal dominance

La vera minaccia per il Giappone non è il livello del rendimento in sé, ma l'innesco di un circuito in cui la politica fiscale finisce per dominare quella monetaria.

Il rischio estremo: fiscal dominance

La minaccia che il mercato inizi a prezzare instabilità fiscale, non normalizzazione

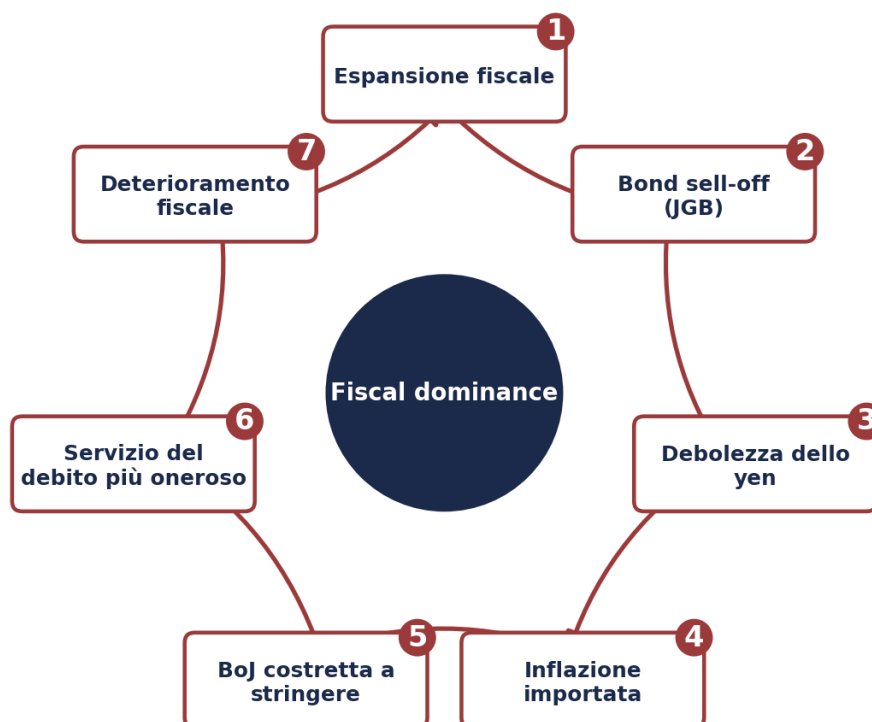


Figura 6 — il rischio estremo di fiscal dominance: se questo circuito si instaura, il Giappone diventerebbe un importante generatore di rischio sistemico globale.

È proprio su questo terreno che il caso giapponese incontra quello di UBS: in entrambi i casi il punto decisivo non è quanto rischio esista oggi, ma quanto rischio il mercato sia ancora disposto a finanziare domani.

12. Matrice finale rischio / opportunità

Le tre tabelle seguenti sintetizzano, con letture complementari, l'intera analisi: la prima per asset class con lettura a semaforo, le altre due con un punteggio a stelle⁹ su rendimento, volatilità, rischio sistemico e risk/reward.

Tabella 10 — lettura a semaforo per asset class, Svizzera e Giappone a confronto.

Asset class	Svizzera	Giappone	Opportunità	Rischio
Azioni	● Qualità, respiro globale	●/● Reflazione, natura ciclica	●	●
Obbligazioni di Stato	● Basso rendimento, funzione di copertura	●/● Opportunità sulla scadenza 7-10 anni	●	●/●
Azionario UBS	●/● Opzionalità regolamentare	—	●	●
AT1 svizzeri / UBS	● Rendimento elevato	—	●	●
Valuta	● CHF, valuta rifugio	● JPY, sensibile al regime monetario	●	●/●

Legenda

- giudizio positivo / favorevole
- giudizio neutro o misto — richiede attenzione
- giudizio negativo / rischio elevato

Tabella 11 — punteggio a stelle su rendimento potenziale, volatilità, rischio sistemico e risk/reward.

Esposizione	Rendimento potenziale	Volatilità	Rischio sistemico	Risk / Reward
Azionario giapponese	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★
JGB 7–10Y	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
Azionario svizzero quality	★★★★☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★☆
UBS equity	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆
Swiss govt bonds	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆
Swiss / UBS AT1	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★☆☆

Tabella 12 — punteggio a stelle per singolo asset, con giudizio sintetico finale.

Asset	Opportunità	Rischio	Giudizio
Swiss quality equity	★★★	★★	BUY / HOLD
UBS equity	★★★★	★★★★	TACTICAL

⁹ Valore massimo: ★★★★★; valore minimo: ★.

Asset	Opportunità	Rischio	Giudizio
Swiss government bonds	★★	★	DEFENSIVE
Swiss AT1	★★★★	★★★★★	SELECTIVE / HIGH RISK
Japanese equity	★★★★★	★★★★	BUY selettivo
2-5Y JGB	★★★	★★★	INTERESTING
7-10Y JGB	★★★★★	★★★★	OPPORTUNITY
20-30Y JGB	★★★★	★★★★★	SPECULATIVE
JPY	★★★★	★★★★	ASYMMETRIC

13. Conclusioni

La convergenza fra i due dossier è più profonda di quanto appaia a prima vista. Svizzera e Giappone rappresentano due casi di concentrazione del rischio sistemico, ma su livelli differenti: nel caso svizzero il nodo è UBS, cioè quanto capitale di qualità debba essere collocato a monte di una banca di dimensione sistemica; nel caso giapponese il nodo è il rapporto fra politica fiscale, inflazione, BoJ e mercato dei JGB.

Un compromesso CET1/AT1 sul fronte UBS può aumentare l'efficienza del capitale per l'azionista e sostenere il ROE, ma introduce una maggiore dipendenza da strumenti già esposti a rischio regolamentare in caso di crisi. La rottura del 3% sul JGB decennale segnala che il mercato non considera più i tassi giapponesi una variabile puramente amministrata: crescita nominale, politica monetaria, term premium e rischio fiscale si stanno tutti incorporando nel prezzo.

Per l'investitore, la differenza fondamentale è questa: **la Svizzera è soprattutto una strategia di qualità e protezione, con un'opportunità tattica su UBS; il Giappone è una strategia di transizione di regime, con un potenziale di rendimento maggiore ma una distribuzione degli esiti più ampia.** La variabile decisiva nei prossimi trimestri sarà la qualità del movimento dei tassi giapponesi: JGB yields in aumento insieme a JPY in apprezzamento e inflazione sotto controllo sarebbe il segnale di una normalizzazione costruttiva; JGB yields in aumento insieme a JPY in calo e inflazione in accelerazione sarebbe invece il segnale di una transizione verso fiscal stress.

Gerarchia finale delle opportunità

1. Giappone equity — miglior potenziale di rendimento se la reflazione si traduce in crescita nominale e produttività reali.
2. JGB 7-10Y — posizione tatticamente più interessante in termini di risk/reward, da costruire gradualmente.
3. Azionario svizzero quality — componente strutturale e difensiva del portafoglio.
4. UBS equity — potenzialmente redditizio se prevale il compromesso parlamentare, con vera componente di rischio sistemico.
5. Swiss government bonds — funzione di portfolio insurance più che di rendimento.
6. AT1 UBS / banche svizzere — massima prudenza: il precedente Credit Suisse dimostra un rischio anche regolamentare e politico, non solo creditizio.

La vera opportunità nel Giappone non è «JGB al 3%, quindi comprare», ma la possibilità che il Paese passi da trent'anni di deflazione e regressione finanziaria a un regime di inflazione moderata, crescita nominale e tassi reali positivi senza perdere il controllo della dinamica fiscale. In quel caso, sia l'equity sia il fixed income giapponesi potrebbero offrire rendimenti eccezionali; se il circuito di fiscal dominance dovesse invece prevalere, il Giappone diventerebbe uno dei principali generatori di rischio sistemico globale.

Appendice — Formule e note metodologiche

Le formule presentate in questo report sono rappresentazioni semplificate a uso interpretativo. La relazione duration-prezzo ignora *convexity*, *carry* e variazioni della forma della curva dei rendimenti. L'equazione della dinamica del debito è una forma approssimata di prima linearizzazione e non costituisce una previsione fiscale puntuale. La decomposizione del rendimento del JGB in aspettative sui tassi BoJ, inflazione attesa e term premium è una scomposizione analitica utile a fini interpretativi, non una stima econometrica formale.

Le informazioni di mercato citate nel report sono state verificate su fonti pubbliche aggiornate al 2 settembre 2026, incluse comunicazioni di UBS, Banca nazionale svizzera (SNB), Fondo monetario internazionale (IMF) e Reuters, oltre a due articoli del Financial Times utilizzati come base della discussione iniziale. I diagrammi di flusso e i circuiti di retroazione presentati nel testo sono rappresentazioni qualitative dei meccanismi economici descritti, non modelli quantitativi calibrati.

Disclaimer

Il presente report esprime l'opinione personale dei collaboratori di Custodia Wealth Management che lo hanno redatto. Non si tratta di consigli o raccomandazioni di investimento, di consulenza personalizzata e non deve essere considerato come invito a svolgere transazioni su strumenti finanziari.