

BANCHE CENTRALI**GIAPPONE,
TASSI E TIMORI
DEL CIGNO NERO**di **Marcello Minenna**

Nel 2022 ci sono stati oltre 150 rialzi dei tassi di interesse, di cui 93 nelle economie emergenti. In questo panorama, il Giappone è stato un'oasi, mantenendo l'inflazione moderata e i tassi di interesse ancorati a zero, grazie alla policy di controllo attivo dei rendimenti dei titoli governativi

(Yield Curve Control, Ycc) adottata dalla Bank of Japan (Boj). Le certezze degli operatori sono state scosse durante l'ultimo meeting della Boj a dicembre, quando il board ha annunciato un allargamento del corridoio di tolleranza per i movimenti dei rendimenti dei titoli governativi a 10 anni (Japanese Government Bonds, Jgb) fino a (-0,5%, +0,5%).

BANCHE CENTRALI**LE MOSSE DI TOKYO E IL TIMORE DEL CIGNO NERO**

La misura è arrivata in risposta ad un periodo prolungato di tensioni sul mercato secondario del debito governativo, in cui i rendimenti erano rimasti bloccati al limite superiore della banda di oscillazione (vedi figura, area azzurra), segnalando forti aspettative di rialzo dei tassi. Subito dopo i rendimenti quotati sul mercato si sono spostati al nuovo limite superiore ammesso, segnalando che de facto i tassi sono già disancorati dall'obiettivo dello 0% e soprattutto c'è ulteriore pressione alla crescita. Lo Ycc allo 0% è in vigore dal settembre 2016 con una banda di tolleranza dello 0,1%. Le quotazioni dei Jgb sono rimaste stabili nei primi anni senza interventi sul mercato aperto da parte della Boj, a testimoniare la forte credibilità dell'impegno preso, anche se nel tempo la Boj ha dovuto acconsentire a periodici allargamenti della banda di oscillazione (0,2% nel luglio 2018 e 0,25% nel marzo 2021). Tra i benefici dello Ycc vanno annoverati la riduzione degli

acquisti di titoli di Stato (da 6mila miliardi di yen al mese nel 2016 a meno di 2mila nel 2019), nonostante lo stimolo monetario all'economia non sia mai venuto meno e la stabilizzazione del tasso di cambio con il dollaro alla soglia psicologica di 100 yen per dollaro. Nel 2022, la Federal Reserve ha innalzato i tassi di riferimento dallo 0,25% al 4,25%, incrementando il differenziale di interesse tra Giappone e resto del mondo. Ciò rende redditizio accrescere gli investimenti nipponici in assets finanziari esteri con un rendimento nominale maggiore, per lucrare la differenza: è il carry trade.

Ovviamente, queste strategie accrescono la domanda di valuta estera necessaria per acquistare assets o effettuare prestiti. Il cambio tra yen e dollaro si è dunque deprezzato, toccando un picco del 50% tra ottobre 2020 e luglio 2022, per poi assestarsi intorno al 40%. La Boj, dopo una fase di laissez faire, è intervenuta a sostegno dello yen con operazioni di mercato aperto,

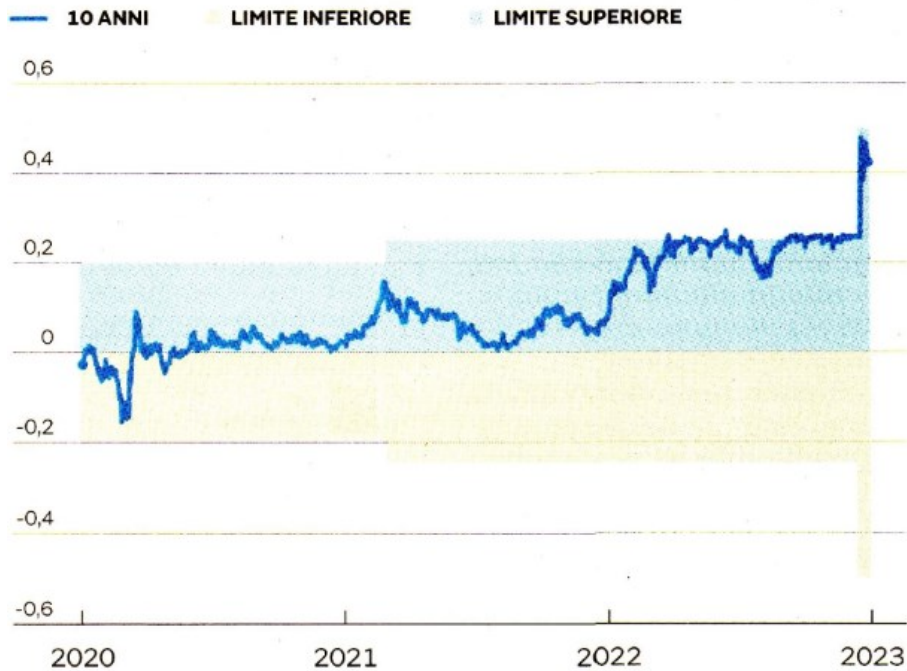
invertendo temporaneamente il trend anche grazie all'ampia disponibilità di riserve valutarie (1.230 miliardi di \$ a novembre 2022). Questa strategia difensiva ha senso solo se temporanea: i costi dello Ycc sono elevati nel "nuovo mondo" caratterizzato da alta inflazione e tassi di interesse crescenti. Certamente, nella valutazione complessiva delle autorità nipponiche entra anche l'eventuale crescita del costo di servizio del debito pubblico (226% del Pil), che seguirebbe l'abbandono dei tassi zero.

Se la BOJ consentisse ai tassi di interesse di salire anche solo di 100-200 punti base, il conseguente rimpatrio di grandi flussi di liquidità verso assets finanziari giapponesi farebbe innalzare i tassi nel resto del mondo, rapidamente ed in maniera automatica. Un ulteriore "cigno nero" per l'economia mondiale che in pochi si augurano.

*Economista***@MarcelloMinenna***Le opinioni espresse**sono strettamente personali*

Spazio di manovra

Giappone - Rendimenti dei titoli governativi a 10 anni e banda di oscillazione ammessa dalla policy dello Yield Curve Control (YCC). Dati in %



Fonte: Bank of Japan