

16 gennaio 2023

Il Sole **24 ORE**

ANALISI | BANCHE CENTRALI

CADE L'ULTIMA FORTEZZA: PRESTO TASSI DI INTERESSE IN RIALZO ANCHE IN GIAPPONE

di Marcello Minenna

Il 2022 è stato l'anno in cui è stato registrato il maggior numero di rialzi dei tassi di interesse da parte delle banche centrali di tutto il mondo: oltre 150 interventi, di cui 93 nelle economie emergenti. In questo panorama caratterizzato da rapide ed estese manovre di restrizione monetaria, il Giappone è stato un'oasi: l'inflazione si è mantenuta moderata ed i tassi di interesse sono rimasti ancorati a zero, grazie alla *policy* di controllo attivo dei rendimenti dei titoli governativi (*Yield Curve Control*, YCC) adottata dalla *Bank of Japan* (BOJ).

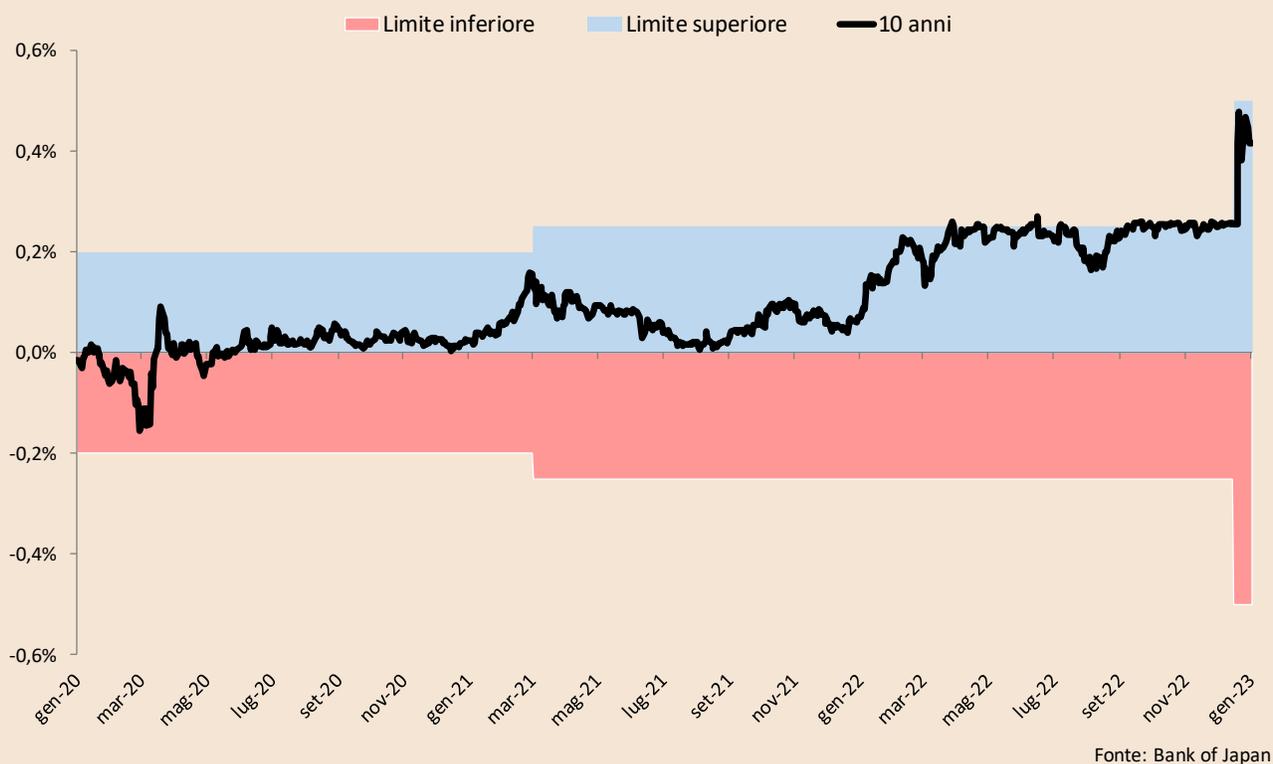
Le certezze degli operatori sono state scosse durante l'ultimo *meeting* della BOJ a metà dicembre scorso, quando il *board* ha annunciato un allargamento del corridoio di tolleranza per i movimenti dei rendimenti sui titoli governativi a 10 anni (*Japanese Government Bonds*, JGB). La misura è arrivata 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 1, area azzurra), segnalando forti aspettative di rialzo dei tassi di interesse.

Da alcune settimane la BOJ non effettua nessun intervento fino a livelli pari allo +0,5% e -0,5%. Questo provvedimento tuttavia non ha avuto degli effetti risolutivi: immediatamente, i rendimenti quotati sul mercato secondario hanno effettuato un balzo verso l'alto, spostandosi al nuovo limite superiore ammesso. Questo vuol dire che *de facto* i tassi sono già disancorati dall'obiettivo dello 0%

e soprattutto che c'è ulteriore forte pressione alla crescita. La BOJ potrebbe dovere ritoccare la banda di oscillazione a breve o addirittura decidere un cambio più radicale della propria *policy* di controllo attivo della curva dei rendimenti.

Figura 1

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



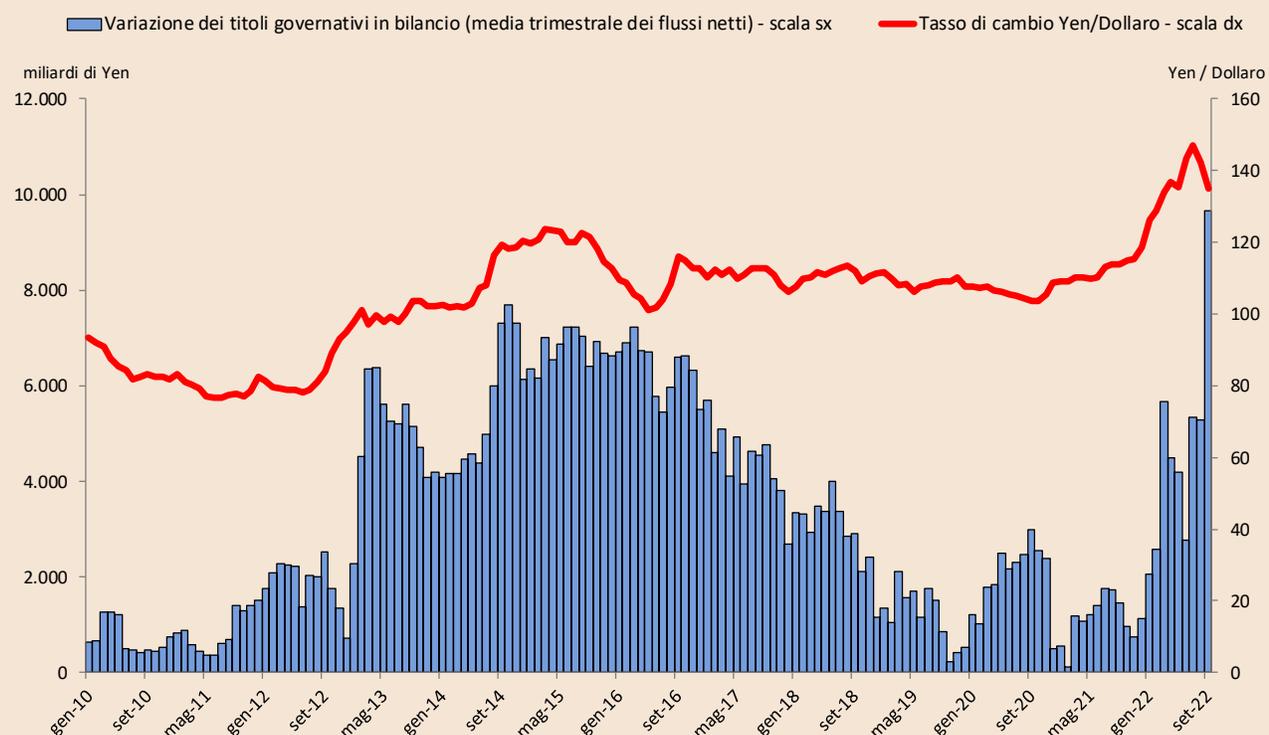
I COSTI CRESCENTI DELLA *POLICY* DI CONTROLLO DEI TASSI DI INTERESSE

Lo YCC è in vigore dal settembre 2016, quando la BOJ fissò un obiettivo dello 0% per i rendimenti dei titoli governativi a 10 anni, con una banda di tolleranza dello 0,1%. Le quotazioni dei JGB sono rimaste particolarmente stabili nei primi anni senza particolari interventi sul mercato aperto da parte della BOJ, a testimoniare la forte credibilità dell'impegno preso dalla banca centrale. Tra i benefici della politica di YCC va annoverata la riduzione dei ritmi di acquisto di titoli di Stato (da 6.000 miliardi di yen al mese nel 2016 a meno di 2.000 nel

2019, vedi barre blu in Figura 2), nonostante lo stimolo monetario all'economia non sia mai venuto meno. Il blocco dei tassi di interesse ha permesso anche di stabilizzare il tasso di cambio con il dollaro per diversi anni intorno alla soglia psicologica di 100 yen per dollaro (linea rossa in Figura 2).

Figura 2

Titoli governativi nel bilancio della *Bank of Japan* ed andamento del tasso di cambio Yen/Dollaro



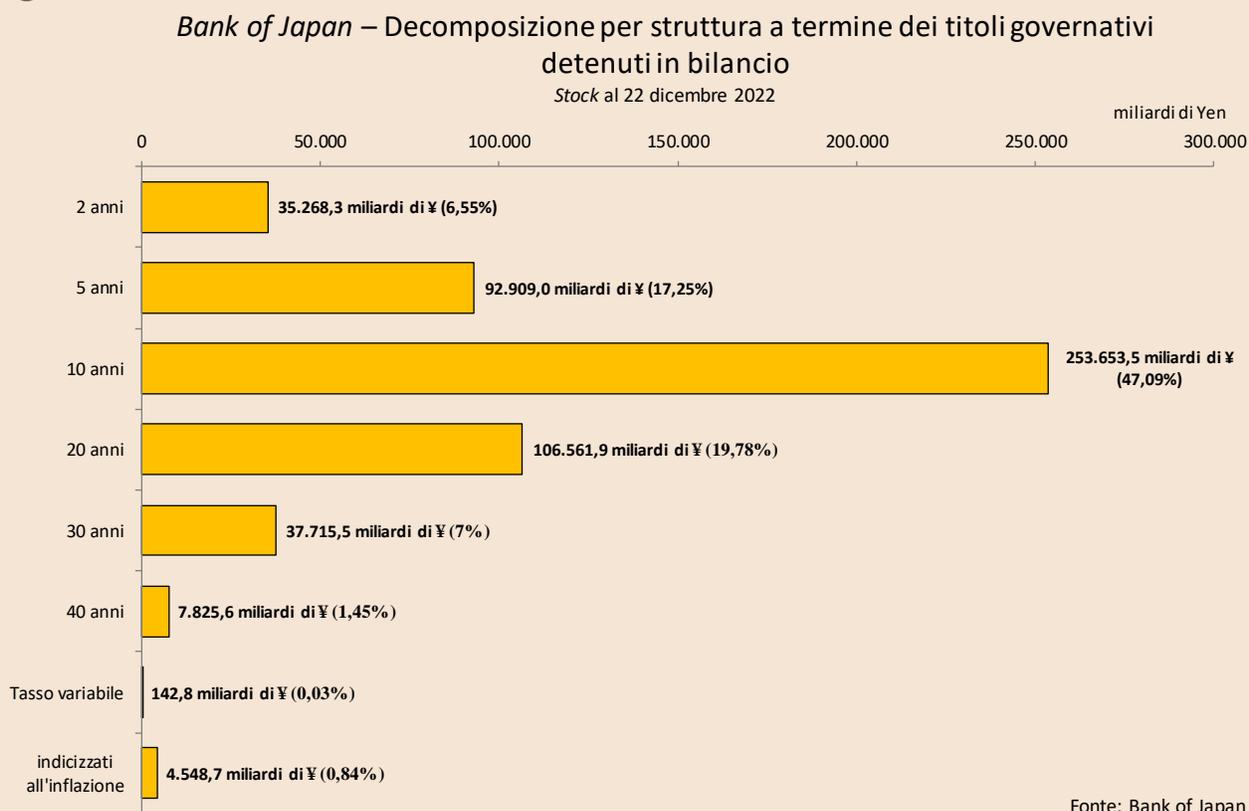
Fonte: Bank of Japan

Nel tempo tuttavia, le oscillazioni dei rendimenti si sono fatte via via più marcate e la BOJ ha dovuto acconsentire a periodici allargamenti della banda di oscillazione (0,2% nel luglio 2018 e 0,25% nel marzo 2021).

L'aumento della volatilità dei rendimenti è stato in larga parte un effetto collaterale del lento assottigliamento del mercato secondario, dove la BOJ ha progressivamente accresciuto la quota di detenzione del debito governativo dal 7% del 2013 al 45% di fine 2022, attraverso *Quantitative Easing* sempre più potenziati e pervasivi (vedi Figura 3). Meno titoli disponibili per la negoziazione implicano necessariamente la formazione di prezzi più volatili e meno

significativi. Il problema della riduzione degli scambi è diventato così rilevante che negli ultimi mesi alcuni segmenti del mercato (tra cui particolarmente quello dei *bond* a 10 anni) non hanno registrato transazioni per diversi giorni consecutivi.

Figura 3



Nel corso del 2022, a questa situazione di fragilità del mercato si è aggiunta la crescente pressione derivante dall'incremento del differenziale di interesse tra Giappone e resto del mondo. Da marzo a dicembre, la *Federal Reserve* (FED) ha innalzato i tassi di riferimento dallo 0,25% al 4,25%, pilotando ritmo ed entità dei rialzi nella quasi totalità delle restanti aree valutarie mondiali.

Un differenziale di interesse così ampio rende alcune strategie di *carry trade* tra yen ed altre valute semplici ed estremamente convenienti. In altre parole per il settore privato nazionale diventa redditizio accrescere i propri investimenti in *assets* finanziari esteri (riducendo quelli nazionali, soprattutto JGB) con un rendimento nominale maggiore, per lucrare la differenza. *Coeteris paribus*, il *gap*

di interesse incentiva il *funding* in yen sui mercati nazionali per accrescere l'attività di prestito all'estero a rendimenti superiori.

Ovviamente, queste strategie non solo riducono la domanda domestica di JGB (da qui la pressione rialzista sui rendimenti fino al limite di tolleranza ammesso), ma accrescono anche la domanda di valuta estera necessaria per acquistare *assets* o effettuare prestiti, aumentando specularmente l'offerta di yen. Il cambio tra yen e le altre valute cioè tende a deprezzarsi nel tempo. Esattamente il fenomeno che si è osservato sui mercati valutari a partire dalla fine del 2020, che si è poi esacerbato con l'avvio della stretta monetaria della FED nel secondo trimestre 2021.

La svalutazione è stata rilevante, toccando un picco del 50% tra ottobre 2020 e luglio 2022 (vedi di nuovo Figura 2), per poi assestarsi intorno al 40%.

La BOJ, dopo una fase iniziale di *laissez faire*, è intervenuta con decisione a sostegno dello yen con operazioni di mercato aperto, riuscendo ad invertire temporaneamente il *trend* anche grazie all'ampia disponibilità di riserve valutarie (1.230 miliardi di \$ a novembre 2022). Il cambio di passo è evidente inoltre nel rinnovato incremento del ritmo di acquisto di JGB, che ha raggiunto nuovi record negli ultimi mesi e sta addirittura accelerando in questo scorcio di inizio 2023 (ancora Figura 2 barre blu).

È evidente però che questa strategia difensiva dello yen e dei tassi di interesse a zero ha senso solo se temporanea. I costi dello YCC stanno crescendo a dismisura nel “nuovo mondo” imposto dalla FED per contrastare l'alta inflazione e caratterizzato da tassi di interesse positivi e crescenti, mentre i benefici della *policy* si stanno riducendo progressivamente. 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 a zero.

In special modo, la svalutazione dello yen ha avuto conseguenze tangibili sull'economia reale, accrescendo i costi delle importazioni energetiche proprio

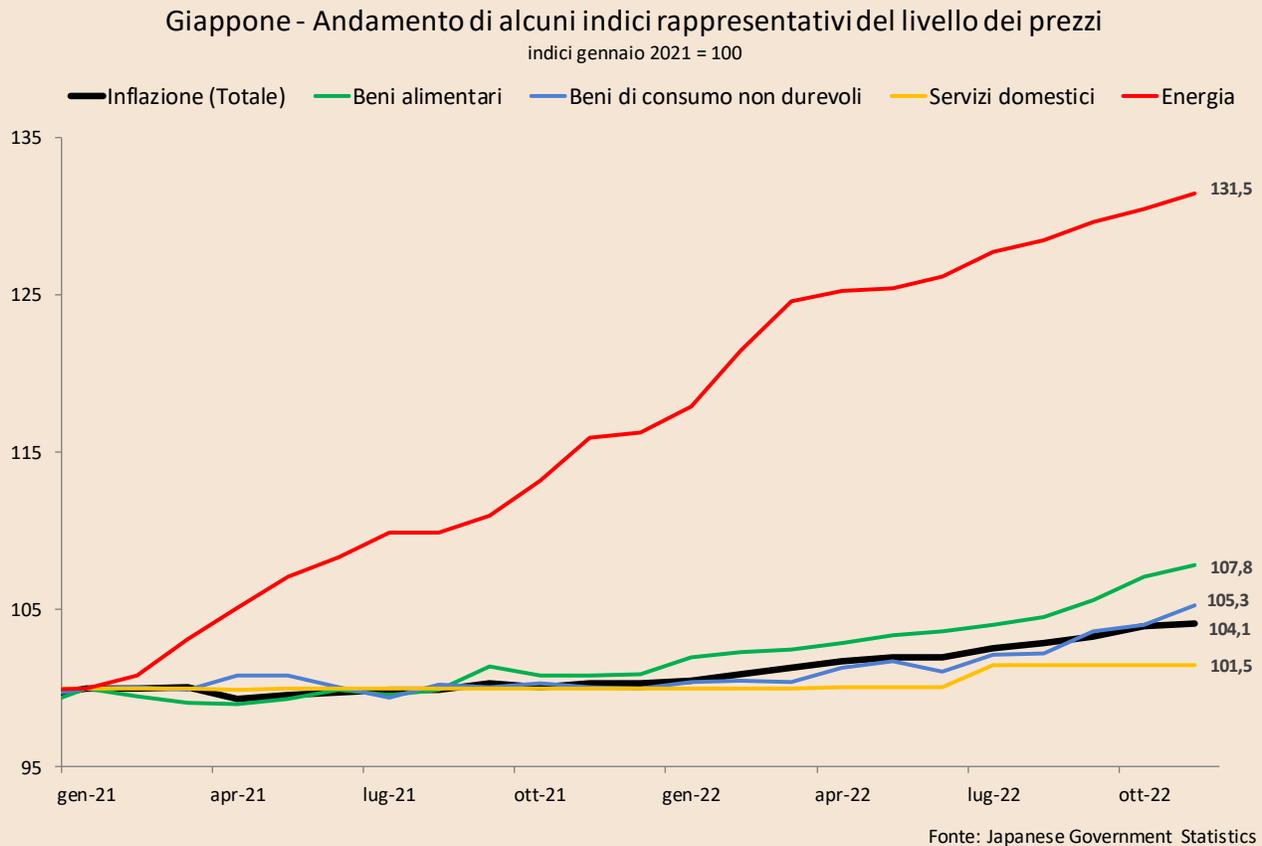
durante lo *shock* provocato dalle riaperture post-pandemiche e dalla guerra in Ucraina. Vediamo meglio.

IL GIAPPONE HA ALIMENTATO L'INFLAZIONE "SBAGLIATA"

Nel corso del 2022, il tasso di inflazione è salito anche in Giappone dopo un lungo periodo di severa deflazione che ha continuato a prevalere per gran parte del 2021. L'aumento è stato tuttavia molto minore rispetto ad USA ed Europa. L'ultimo dato disponibile di novembre 2022, registrava un +3,8% annuo (9,2% in Europa, 7,1% negli USA).

Se andiamo ad esaminare le singole componenti dell'inflazione nipponica, si osserva con facilità come essa sia molto più simile a quella europea che a quella USA. Infatti (vedi Figura 4), gran parte degli aumenti è riconducibile alla crescita dei costi dell'energia (+31,5% da gennaio 2021) ed in misura minore a quella dei beni alimentari (+7,8%). In particolare, l'inflazione alimentare risulta più bassa rispetto ai paesi occidentali perché il Giappone consuma relativamente poco grano e molto più riso, il cui prezzo è rimasto relativamente stabile durante la recente fiammata inflattiva.

Figura 4



L'andamento di tutte le altre componenti dell'indice dei prezzi (beni di consumo ed industriali) rimane sostanzialmente sotto controllo, se non stagnante (come accade per il settore dei servizi). Paradossalmente dunque, attraverso la policy di YCC il Giappone non è riuscito a far ripartire l'inflazione c.d. "buona" legata a consumi, salari ed investimenti, mentre ha importato quella più volatile che – al contrario – sta erodendo il potere d'acquisto dei salari.

SE I TASSI SALGONO, IL GIAPPONE DISINVESTE MASSICCIAMENTE DAI TITOLI ESTERI: UN PROBLEMA PER TUTTI

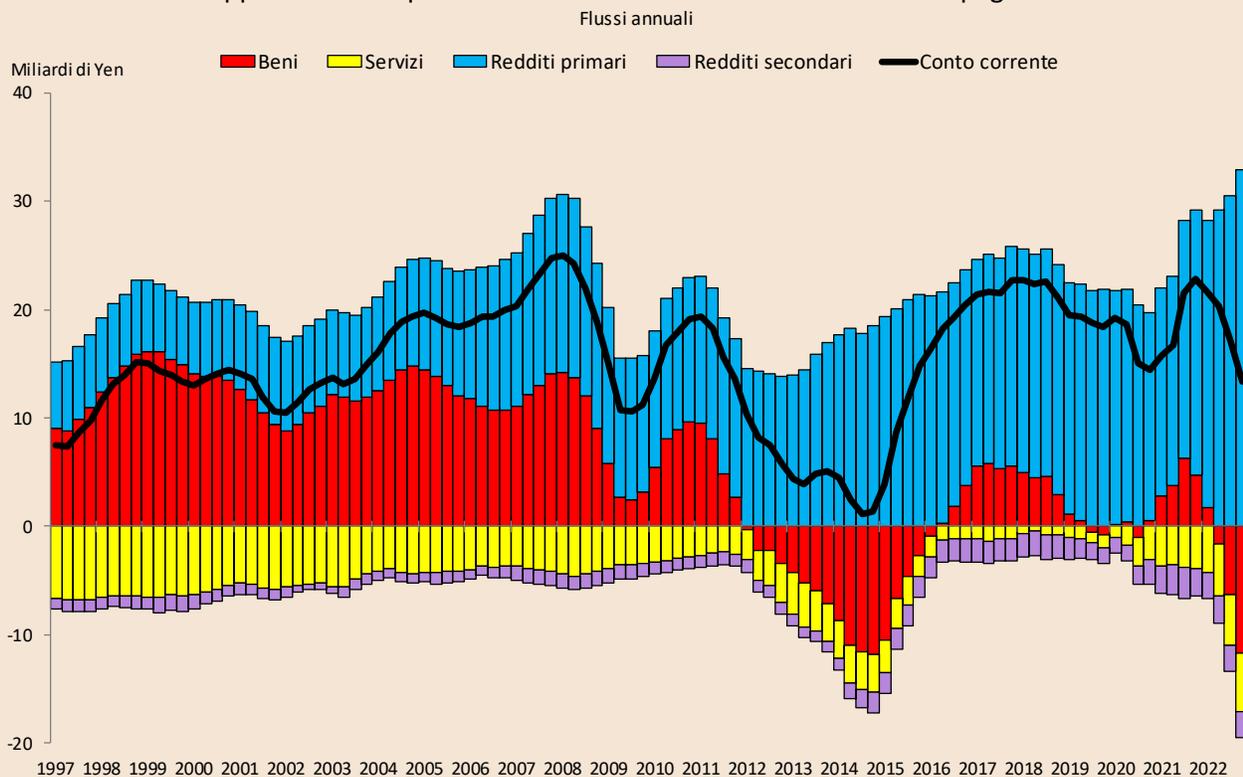
Quali sono gli effetti della crisi della politica di controllo dei tassi di interesse sulla bilancia dei pagamenti? Guardando al lato delle partite correnti, si nota una moderata riduzione dello storico *surplus* che caratterizza da sempre l'economia nipponica, che è il risultato della compensazione di fenomeni opposti.

Innanzitutto, va notato che la bilancia commerciale in senso stretto (barre rosse e gialle) è in *deficit* crescente, per via della crescita sostenuta dei costi di petrolio e gas, da cui il Giappone è fortemente dipendente dopo lo *shock* alla produzione nucleare causato dall'incidente di Fukushima che ha portato *offline* il 70% della capacità produttiva nazionale.

Il saldo delle partite correnti però resta in forte *surplus* per via dello spettacolare impatto dei redditi primari (barre azzurre), principalmente composti da interessi e profitti derivanti dagli investimenti diretti e di portafoglio all'estero, che risentono positivamente del rafforzamento del dollaro e dell'aumento dei tassi di interesse a livello globale.

Figura 5

Giappone - Decomposizione del conto corrente della bilancia dei pagamenti



Fonte: Bank of Japan

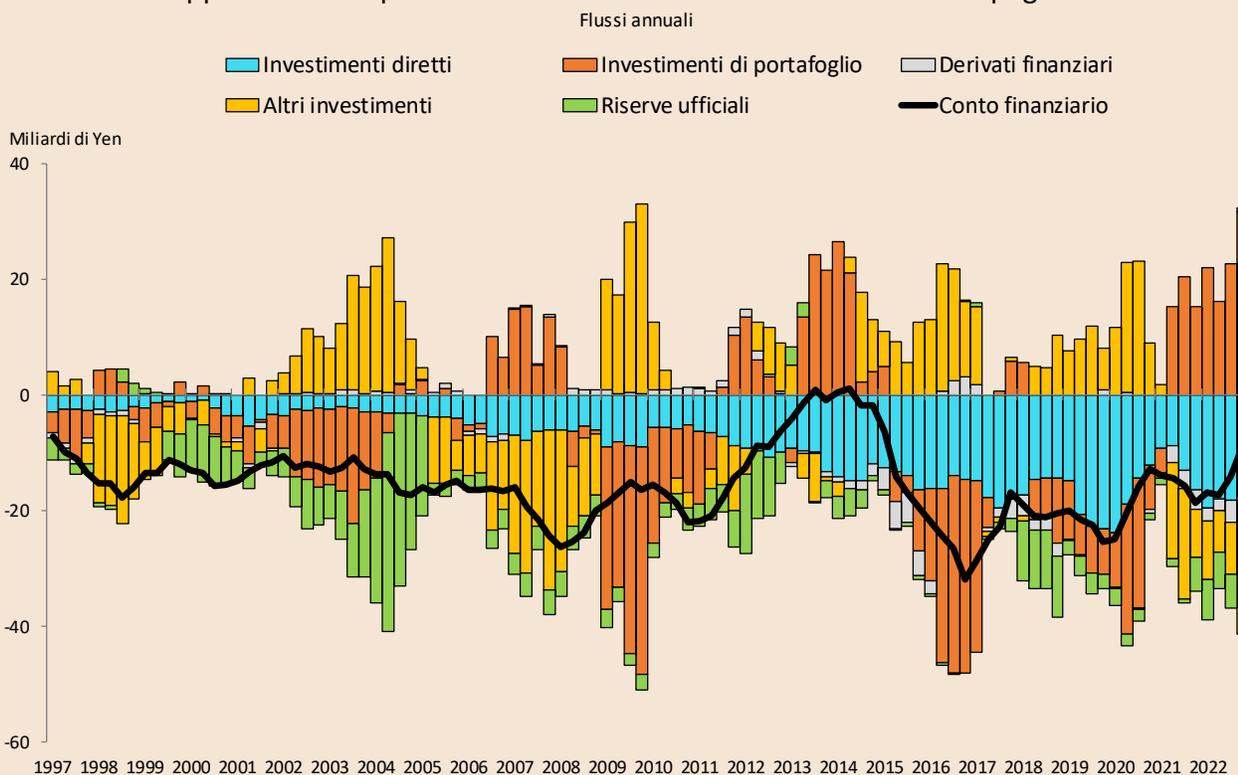
Per capire meglio la destinazione d'uso della liquidità in ingresso/uscita dal Giappone, è utile fare riferimento al saldo gemello rispetto a quello corrente, il

conto finanziario della bilancia dei pagamenti. Per definizione la somma dei due saldi, del conto capitale e di eventuali errori ed omissioni deve essere pari a zero.

Nel mondo “allo specchio” del conto finanziario, valori negativi sono convenzionalmente associati a deflussi di liquidità, e viceversa. Ad esempio, un investimento in attività estere del settore privato giapponese è contabilizzato come deflusso di liquidità, un disinvestimento viceversa. Parimenti, un investimento estero in attività giapponesi è considerato un afflusso di liquidità, un disinvestimento viceversa (vedi Figura 6).

Figura 6

Giappone - Decomposizione del conto finanziario della bilancia dei pagamenti



Fonte: Bank of Japan

I dati mostrano un *trend* di moderato declino del deflusso netto di liquidità verso l'estero dal 2017 circa, speculare al comportamento del *surplus* delle partite correnti. A cambiare nel tempo è però la struttura di questi deflussi. Vediamo in dettaglio.

Dopo la grande crescita dei decenni precedenti, gli investimenti diretti giapponesi (barre celesti) si sono lievemente contratti dai record raggiunti nel periodo pre-pandemico. L'accumulo di riserve ufficiali (barre verdi) si è gradualmente ridotto, principalmente per via della contrazione del *surplus* commerciale, fino ad arrestarsi negli ultimi trimestri (i dati più recenti mostrano una piccola erosione dovuta anche all'utilizzo in operazioni di mercato aperto da parte della BOJ, da uno *stock* comunque enorme).

Dal 2020 si è invertito inoltre il flusso degli investimenti di portafoglio in depositi/prestiti, obbligazioni ed azioni estere (barre arancioni), a parziale correzione di un periodo pluriennale di forte espansione. Questo è accaduto perché gli investitori privati giapponesi detengono in via preferenziale *assets* denominati in valuta estera accompagnati da strumenti derivati che proteggono dal rischio di cambio. Con il deprezzamento persistente dello yen, il costo di questi strumenti di copertura è progressivamente aumentato scoraggiando l'attività di investimento.

In termini assoluti, questi flussi di liquidità sono di rilevanti dimensioni: basti pensare che gli investitori giapponesi detengono la maggior quota mondiale di titoli di Stato USA. Gli investimenti nipponici sono predominanti in special modo in piccole economie aperte (ad esempio, Hong Kong o Singapore). Un eventuale abbandono a sorpresa della YCC da parte della BOJ che consentisse ai tassi di rendimento dei JGB di salire anche in misura modesta (100/200 punti base), potrebbe provocare un terremoto finanziario globale con conseguenze severe. In altri termini, il rimpatrio di grandi flussi di liquidità verso *assets* finanziari giapponesi farebbe innalzare i tassi di interesse nel resto del mondo, rapidamente ed in maniera automatica.

Un ulteriore “cigno nero” per l'economia mondiale che in pochi si augurano.

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali