



## Giappone: La BoJ abbandona la sua politica ultra-espansiva ma mantiene un atteggiamento di cautela

A cura di Francesca Pini, analista team ricerca economica di Fideuram Asset Management SGR

Al termine della riunione di politica monetaria di oggi, la BoJ ha deciso di porre fine alla sua politica ultra-espansiva affermando l'esistenza e il funzionamento del circolo virtuoso prezzi-salari e che il target di inflazione del 2% sarà stabilmente e sostenibilmente raggiunto verso la fine dell'orizzonte di previsione (vale a dire verso la fine dell'anno fiscale 2025). La BoJ ha così messo fine alla politica dei tassi di interesse negativi e alla strategia di controllo della curva dei rendimenti (introdotta in settembre 2016), come ampiamente atteso dopo che nel weekend numerosi giornali lo avevano già annunciato, affermando che questo programma ha raggiunto il suo obiettivo. La decisione non è stata presa all'unanimità, ma con 2 membri contrari su 9. Si tratta della prima di decisione di carattere restrittivo in 17 anni (dal febbraio 2007) con la quale la banca centrale intende dare inizio ad un processo di normalizzazione della politica monetaria.

Vediamo in maggiore dettaglio cosa ha deciso oggi la BoJ e quali cambiamenti ha introdotto.

- **Cambiamento del tasso di riferimento della politica monetaria** da quello sui depositi di più alto livello presso la BoJ, all'*uncollateralized overnight call rate*, un tasso di interesse a breve scadenza del mercato monetario che non veniva più considerato nei documenti di politica monetaria dall'aprile 2013. Tale tasso dovrà essere mantenuto all'interno dell'intervallo compreso tra 0.0% e +0.1%.
- Durante la politica dei tassi negativi, quindi a partire dal 2016, **il saldo dei conti correnti con la BoJ è stato diviso in 3 livelli** (il base, con tassi di interesse positivi, il *macro add-on balance* con tassi pari a zero e il *police-rate balance* con tassi di interesse negativi). **La BoJ ha deciso di porre fine anche a questo sistema e di ritornare al sistema precedente i tassi negativi, con un solo livello**, con tassi di interesse pari a +0.1% applicato a tutti i saldi dei conti correnti.
- **Acquisti di titoli del debito pubblico:** con l'adozione del controllo della curva dei rendimenti la BoJ acquistava titoli del debito pubblico per evitare movimenti eccessivi al di sopra del livello di riferimento del tasso a 10 anni (portato all'1% nella riunione dicembre 2023) e rispettare l'obiettivo dello 0%. Con la rimozione di questa strategia la BoJ potrà decidere l'ammontare degli acquisti con maggiore discrezione. Come si legge infatti nella dichiarazione rilasciata al termine della riunione, la BoJ "*continuerà ad acquistare sostanzialmente lo stesso ammontare di titoli del debito pubblico che acquistava in*

*precedenza*” (decisione presa non all’unanimità ma con un membro contrario). Una nota del comunicato chiarisce che attualmente l’ammontare di acquisti mensili è pari a 6 trilioni di yen, ma che la banca centrale deciderà anche tenendo conto di altri fattori come gli sviluppi del mercato e le condizioni di domanda ed offerta sul mercato dei titoli pubblici, lasciando intendere che potrebbe variare.

- **La BoJ ha messo anche fine al suo impegno di “overshooting”** in base al quale avrebbe aumentato la base monetaria fino a quando l’inflazione *core* (ex alimentari freschi) non fosse stata stabile sopra il 2%.
- **La BoJ ha anche deciso all’unanimità di porre fine a nuovi acquisti di ETFs e REITs.** Nelle precedenti riunioni la BoJ dichiarava la volontà di acquistare tali titoli se necessario fino ad un limite di 12 trilioni di yen e di 180 trilioni di yen rispettivamente, all’anno. In realtà la banca centrale non acquista nuovi ETFs dall’ottobre dello scorso anno e ha smesso di acquistare REITs a giugno 2022.
- Per quanto riguarda i **commercial papers e i corporate bonds** la BoJ ha dichiarato che ne ridurrà gradualmente gli acquisti fino a terminarli entro un anno circa.
- Infine, in merito alla *forward guidance* la BoJ ha rimosso la frase: “...continuerà pazientemente con una politica monetaria espansiva” e “...non esiterà ad adottare ulteriori misure espansive se necessario” sostituendola con: “Tenuto conto dell’outlook corrente sull’attività economica e sui prezzi, la Banca anticipa che per ora saranno mantenute condizioni finanziarie accomodanti”.

La BoJ ha mantenuto sostanzialmente la stessa valutazione sull’attività economica che aveva espresso nella riunione di gennaio ma ora “ritiene che l’obiettivo della stabilità dei prezzi sarà raggiunto in un modo sostenibile e stabile verso la fine del periodo di previsione”. **La banca centrale ha spiegato perché è cambiata la sua valutazione sulla presenza del circolo virtuoso prezzi-salari, il tassello finora mancante per poter intraprendere la normalizzazione della politica monetaria.** Innanzitutto, le **negoziazioni di primavera** (*Shunto*) hanno mostrato che i salari continueranno ad accelerare anche quest’anno dopo l’incremento del 2023. Inoltre, gli **incontri con i direttori delle aziende** (*BOJ’s Branch Managers’ meeting*) hanno suggerito che un ampio numero di imprese ha mantenuto l’intenzione di procedere con gli aumenti salariali. Infine, la BoJ riconosce che, pur essendo venuto meno il trasferimento degli aumenti dei prezzi delle importazioni sui prezzi finali, **i prezzi dei servizi hanno continuato a crescere moderatamente, in parte proprio grazie agli aumenti salariali visti fino ad ora.** Pertanto, la BoJ sulla base di queste informazioni e dei dati più recenti ha valutato l’effettivo funzionamento del circolo virtuoso prezzi-salari.

**Il Governatore Ueda non ha aggiunto nessuna informazione rilevante nel corso della conferenza stampa** successiva alla riunione, né sul percorso futuro dei tassi di interesse né su come intende ridurre l’attivo dopo anni di acquisti di titoli. Rispondendo ad una domanda relativa a dove vedesse il tasso di interesse terminale, Ueda ha parlato solo vagamente di tassi neutrali, senza entrare nello specifico del relativo livello. Ha inoltre dichiarato che la probabilità di raggiungere l’obiettivo di inflazione non è pari al 100% e che i risultati delle negoziazioni salariali annuali hanno giocato un ruolo fondamentale nella decisione di oggi.

Alla luce delle dichiarazioni del governatore riteniamo che siano da monitorare i seguenti fattori:

1. L'ammontare del trasferimento degli aumenti salariali sui prezzi di vendita, anche per le imprese di piccole dimensioni;
2. Le aspettative di inflazione di imprese e famiglie, oltre all'andamento dei prezzi dei servizi;
3. L'andamento della domanda interna e dei consumi in particolare.

Sarà pertanto da osservare con attenzione il Tankan in calendario il prossimo 1° aprile e gli incontri con i direttori delle aziende, il prossimo 4 aprile oltre ai prossimi dati sull'inflazione. Ulteriori informazioni potrebbero giungere dal discorso di uno dei componenti del board della BoJ, Naoki Tamura, in calendario il prossimo 27 marzo.

Per concludere, la BoJ ha deciso dopo 17 anni di svoltare ponendo fine alla sua politica monetaria ultra-espansiva e non convenzionale per ritornare verso una politica più tradizione e vicina a quella di Stati Uniti e Area Euro, ritenendo che si sia sulla strada giusta per raggiungere stabilmente l'obiettivo di inflazione. **La decisione era ampiamente attesa dopo le indiscrezioni del fine settimana.** Poiché siamo stati sorpresi dalla crescita particolarmente sostenuta dei salari emersa dalle negoziazioni di primavera (*Shunto*) e che dovrebbe essere confermata nei prossimi mesi, **abbiamo inoltre deciso di inserire un altro rialzo dei tassi nel corso dei prossimi mesi, e prevediamo che sia deciso nella riunione di luglio, ma con il rischio che possa essere posticipato ad ottobre.** La tempistica sugli eventuali ulteriori rialzi dei tassi resta tuttavia incerta e legata anche alle decisioni della Fed.

## DISCLAIMER

*Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.*

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.*

*Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.*

*Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.*

*I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.*

*Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.*

*Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.*

*La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.*