

## La sostenibile debolezza dello yen

Tra le numerose novità che il 2022 sta ormai quasi mensilmente riservando ai mercati finanziari internazionali vi è il forte deprezzamento dello yen giapponese. Dall'inizio dell'anno la valuta giapponese si è svalutata di quasi il 20% rispetto al dollaro arrivando ad un cambio di 137 yen per 1 dollaro, il più basso da oltre 20 anni. Dietro questo declino c'è soprattutto la sempre più profonda divergenza tra le linee seguite dalla politica monetaria della Bank of Japan (BoJ) e quella invece intrapresa dalle altre principali banche centrali che, per frenare l'inflazione galoppante, stanno alzando ormai vigorosamente i loro tassi di interesse.

La Bank of Japan, al contrario, continua a condurre imperterrita una politica monetaria ultra-accomodante ed espansiva incentrata sul controllo della curva dei rendimenti con un tetto di 25 punti base sul titolo di Stato decennale. Secondo gli investitori, alla fine, anche la banca centrale giapponese dovrà capitolare e perciò, da mesi, ne testano la credibilità attraverso massicci *convergence trades*. Ovvero, vendendo titoli denominati in yen con l'intenzione di ricomprarli ad un prezzo più basso appena il costo del denaro aumenterà, per poi incassare la differenza.

Nel frattempo comprano assets denominati in valuta forte che offrono rendimenti più appetibili spingendo in basso lo yen e in alto i rendimenti dei titoli governativi giapponesi. A giugno il rendimento del decennale ha superato il *cap* dello 0,25% due volte in pochi giorni, costringendo così la Banca centrale ad acquisti record per riportarlo sotto la soglia.

La fermezza della Boj deriva dalla convinzione che l'economia sia ancora troppo debole dopo lo shock pandemico e che, nonostante i progressi degli ultimi mesi, il target di un'inflazione *core* stabilmente sopra il 2% non sia stato ancora raggiunto.

Del resto, per molti analisti la bassa inflazione è ormai parte del DNA giapponese caratterizzato da rigidità salariale, invecchiamento della popolazione e modesto *pass-through* degli aumenti dei prezzi alla produzione e all'importazione sui prezzi al consumo.

Ovviamente, un minimo *pass-through* c'è stato ed era inevitabile data la portata epocale dei rincari sulle commodities alimentari ed energetiche. Ma sino ad ora l'effetto è stato molto più contenuto rispetto all'Europa o agli Stati Uniti ed è soprattutto per questo che la debolezza dello yen non è vista con eccessiva preoccupazione.

Le più recenti dinamiche di mercato suggeriscono peraltro un possibile

allentamento delle pressioni al ribasso sulla valuta giapponese.

Alcuni giorni fa, infatti, gli investitori hanno metabolizzato abbastanza bene la decisione della BoJ di mantenere invariata la politica monetaria. In parte la notizia era stata già digerita dal tasso di cambio ma non si può escludere che i traders stiano rivedendo le loro aspettative.

Intanto, è calata anche la convenienza dei *convergence trades*. Nell'ultimo mese lo spread tra i rendimenti reali dei titoli di Stato statunitensi e quelli giapponesi è sceso per via della flessione del rendimento dell'*Us Treasury* a 10 anni. Il fenomeno è legato ai crescenti timori di un'imminente recessione negli Usa, dove nelle ultime settimane la curva dei rendimenti si è invertita e si reputa sempre più probabile una conclusione relativamente rapida del ciclo di rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve.

A questo punto, visto lo scenario di forte incertezza sul quadro economico-finanziario mondiale dovuto alla guerra in Ucraina e agli strascichi della pandemia, la visione della Banca centrale giapponese potrebbe rivelarsi anche più lungimirante rispetto a quella delle sue omologhe di altre aree valutarie.

La Bank of Japan è rimasta praticamente l'unica banca centrale del “mondo libero”, o del blocco “occidentale” allargato, ad attuare una politica economica accomodante e ultra espansiva.

Lo yen non era mai stato così debole rispetto al dollaro da vent'anni a questa parte. Del resto, Tokyo può permetterselo: in un'economia che combatte da decenni lo spettro della deflazione, in cui l'impennata dei prezzi è stata minima rispetto a Ue e Usa e in cui sono la bassa crescita economica e lo scarso aumento dei salari a preoccupare maggiormente, una revisione al rialzo dei tassi di interesse – come stanno facendo Fed e Bce – potrebbe essere davvero controproducente. E inficiare seriamente le speranze di crescita del Giappone.

Dunque, la debolezza dello yen è sostenibile ancora sul medio periodo, ed è perfettamente calcolata, supportando tra l'altro l'export delle aziende giapponesi, rendendole più competitive rispetto ai concorrenti globali. Certo, c'è il rovescio della medaglia: il Giappone ha un'elevata dipendenza dalle fonti energetiche estere, e con i prezzi in fortissimo aumento dei combustibili fossili (valutati in dollari) questo potrebbe rivelarsi un macigno per l'economia nipponica, che è la terza economia mondiale.

Anche il gas russo rischia di diminuire fortemente visto il sostegno offerto da Tokyo alle sanzioni contro Mosca.

Inoltre, la crisi globale e la pandemia stanno deprimendo anche la domanda nei mercati classici di esportazione del Giappone. Dunque, la domanda è: per quanto a lungo potrà rimanere sostenibile per l'economia e la finanza giapponese uno yen così debole rispetto al dollaro?

Probabilmente, anche la Bank of Japan sarà costretta ad alzare leggermente i tassi a breve termine, ad esempio di 10 punti base, ponendo fine alla politica dei tassi negativi. Anche se al momento non se ne vedono i

s  
e  
g  
n  
a  
l