

Anna Noci  
1605138

Università Commerciale Luigi Bocconi  
Corso di Laurea in Economia e Scienze Sociali  
A.a. 2013/2014

## **ABENOMICS: POLITICA ECONOMICA NEL GIAPPONE POST-CRISI**

Docente Relatore: Giuseppe Ferraguto



## RINGRAZIAMENTI

Ringrazio innanzitutto il Professor Giuseppe Ferraguto per avermi guidata nella stesura di questo lavoro finale, per la sua pazienza ed il preziosissimo aiuto nel trovare fonti sempre nuove.

Un ringraziamento speciale va alle amiche di Milano, Giulia, Mariangela e Lucia, per avermi sopportata e aiutata quando ero persa.

Grazie a Giulia, che dalla Germania non ha mai smesso di sostenermi e grazie a Bianca e Giorgia, per le immense ed infinite cene.

Grazie anche alle Baden Power e ai compagni di dojo per essere stati l'altra parte del mio mondo.

E infine grazie alla mia famiglia che, silenziosamente, è sempre lì a darmi la spinta finale.



## **INDICE**

INTRODUZIONE.....	6
DAL “MODELLO GIAPPONESE” AL “LOST DECADE”.....	8
IL “LOST DECADE”: TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA' E DEFLAZIONE.....	12
ABENOMICS.....	15
POLITICA MONETARIA.....	16
POLITICA FISCALE.....	24
LA TERZA FRECCIA: LE RIFORME.....	29
EFFETTI E PROSPETTIVE.....	35
CONCLUSIONI.....	39

## INTRODUZIONE

Dalla seconda metà dell'Ottocento in poi, il Giappone si è spesso messo in relazione e competizione con l'Occidente, con l'obiettivo di essere riconosciuto come un Paese potente e glorioso, al pari delle potenze economiche dell'Europa e dell'America. La guerra, l'occupazione americana, il miracolo economico ed, infine, la crisi prima tutta nipponica della bolla immobiliare, poi il tracollo mondiale. Ora il Giappone deve guardare soprattutto a se stesso se vuole ritornare ad essere il protagonista del panorama economico che fu in passato.

Dopo anni di politica inefficiente, nel 2012 l'ascesa al potere del Primo Ministro Shinzo Abe appare come una svolta nel panorama politico ed economico. "Abenomics", così chiamato il pacchetto di coraggiose riforme messo sul tavolo dal premier, tenta di trovare una soluzione ai molteplici problemi che affliggono ormai da anni il Giappone: stagnazione, una popolazione in rapido invecchiamento con poche nascite e un rigidissimo mercato del lavoro. Attraverso "tre frecce", politica monetaria, stimolo fiscale e riforme strutturali, Abe mira a risollevare un Paese da un presente in cui l'appellativo di potenza economica sembra ormai un ricordo.

Ma, come osservato dai critici, non si tratta di riportare il Giappone alla sua antica potenza, quanto piuttosto di gestirne il declino. Quel che è certo è che l'originalità e la trasversalità di questo intervento lasciano presagire qualche effetto.

Lo scopo di questa analisi è quello di contestualizzare questo mix di politiche nella storia economica e sociale giapponese, individuandone le caratteristiche ed inserirle nel dibattito economico mondiale. Sebbene l'esito di "Abenomics" appaia ancora incerto, si può comunque azzardare qualche conclusione in merito al sentiero intrapreso dal Giappone. L'Occidente, ed in particolare l'Europa, guarda alle misure adottate dal Governo giapponese con crescente curiosità, come ad una possibile alternativa

all'*austerity*, mentre i più scettici vedono nello stampo keynesiano di "Abenomics" il germe del suo fallimento.

## DAL “MODELLO GIAPPONESE” AL “LOST DECADE”

Alla fine degli anni Ottanta, il Giappone è la prima potenza finanziaria mondiale, con un surplus commerciale che continua ad aumentare: da 20 miliardi di dollari nel 1981 a 96 miliardi nel 1987. Questa nuova ricchezza è usata per massicci investimenti diretti all'estero, nella forma di delocalizzazione della produzione, speculazione immobiliare ed acquisto di imprese. Il Giappone conquista anche il monopolio di alcune tecnologie, in particolare di componenti elettroniche, e il suo apparato produttivo si dimostra capace di notevole adattamento ai rischi di sistema. Reagisce infatti all'apprezzamento dello yen facendo massicci investimenti all'estero in modo da ridurre gli effetti con un aumento di produttività, mentre alle barriere protezionistiche risponde andando a produrre nella Cee e negli Stati Uniti.

**Table 4. Economic Performance in Japan, 1981–97**

Percent

<i>Year</i>	<i>Real GDP growth</i>	<i>Inflation</i>	<i>Unemployment rate</i>	<i>Money market interest rate</i>
1981	3.2	4.1	2.2	...
1982	3.1	1.8	2.4	...
1983	2.3	1.8	2.7	...
1984	3.9	2.6	2.7	6.5
1985	4.4	2.1	2.6	6.6
1986	2.9	1.8	2.8	5.1
1987	4.2	0.1	2.8	4.2
1988	6.2	0.7	2.5	4.5
1989	4.8	2.0	2.3	5.4
1990	5.1	2.3	2.1	7.7
1991	3.8	2.7	2.1	7.2
1992	1.0	1.7	2.2	4.3
1981–92 average	3.7	2.0	2.5	5.7
1993	0.3	0.6	2.5	2.9
1994	0.6	0.2	2.9	2.3
1995	1.5	-0.6	3.1	1.2
1996	3.9	-0.5	3.4	0.6
1997	0.9	0.6	3.4	0.6
1993–97 average	1.4	0.1	2.4	1.5

Source: *International Financial Statistics*, 1998.

Sul piano interno, la politica dei prestiti quasi gratuiti del 1985 scatena un'ondata speculativa in Borsa (*bubble economy*) e nel settore immobiliare, ritiratasi solo a partire dal 1989.

Nel 1985 vi è una massiccia rivalutazione dello yen nei confronti del dollaro, che si apprezza da 249 a 128, per poi stabilizzarsi intorno a 145. Combinato con i guadagni delle esportazioni, questo conferisce alle imprese giapponesi i mezzi per investire direttamente all'estero. La rivalutazione provoca anche un'ondata di investimenti finalizzati a diminuire i costi di produzione: per facilitare questo processo, il ministro delle Finanze, Miyakawa Kiichi, porta il tasso di sconto a 2,5%, il che significa prestiti quasi gratuiti. I prezzi immobiliari aumentano considerevolmente: chiunque sia in possesso di un terreno, chiede prestito dandolo in garanzia alle banche, investe il denaro così ottenuto in Borsa, e ricomincia l'operazione quando il valore del terreno aumenta permettendo di chiedere nuovi prestiti.

La bolla scoppia alla fine del 1989, portando con sé anche una serie di scandali a livello politico ed istituzionale. Il Governo limita il credito, alza il tasso di sconto e lascia alla loro sorte gli istituti di credito troppo coinvolti nella speculazione, a danno dei piccoli risparmiatori. Il Nikkei perde il 50% nel 1990.

La crisi, dal 1992, si ripercuote sul settore industriale: la diminuzione del credito diventa una questione molto seria per le piccole e medie imprese, che vedono un rallentamento della produzione ed una conseguente perdita del potere d'acquisto dei lavoratori. Il disastro interno si combinò con l'avversa situazione del mercato mondiale, dove tutti i Paesi industrializzati videro un rallentamento dopo il 1987. I due motori che avevano trainato l'economia giapponese nel dopoguerra, il mercato interno e le esportazioni, sono entrambi fermi.

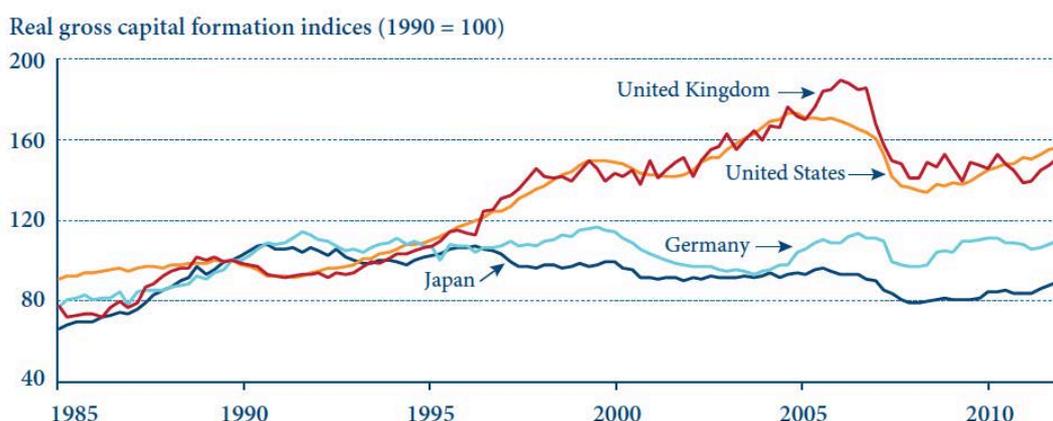
Il declino dei consumi ebbe un impatto negativo sui prezzi, tanto da parlare di "distruzione dei prezzi" (*kakau haka*) tra il 1991 e il 1997. L'abbassamento dei prezzi

beneficiò i consumatori, ma distrusse i profitti delle imprese, già ridotti dall'abbassamento della capacità produttiva. Il sistema produttivo, inoltre, si trovava di fronte al problema della carenza di manodopera e al problema dell'immigrazione, fattori che misero in discussione il sistema dell'impiego a vita, tutt'ora vigente.

Le autorità intrapresero massicci piani per risollevare l'economia: tra il 1992 e il 1999 vennero immessi nell'economia, attraverso nove piani di ripresa, circa 109.000 miliardi di yen, ma questa politica non fu del tutto inefficace. Grazie alla svalutazione dello yen ci fu un segnale di ripresa nel 1996, smorzato però dalla scelta del ministero delle Finanze di aumentare l'imposta sugli acquisti e ridurre la previdenza sociale.

I problemi di bilancio delle banche giapponesi frenarono la ripresa e si dimostrarono essere un fardello cruciale per l'economia. Nel 1997 la crisi asiatica peggiorò la situazione e la Banca del Giappone attuò la politica dei tassi di interesse a zero, con massicce iniezioni di liquidità nel sistema. I tassi di interesse ripresero a salire nel 2000, ma fu solo una ripresa temporanea: nel 2001 il mercato dei capitali entrò di nuovo in crisi a causa della bolla tecnologica scoppiata negli USA. Le iniezioni di capitale del 2001 e 2002 furono insufficienti per sanare il bilancio delle banche. La situazione di malessere che persisteva nel settore finanziario scoraggiò investimenti e consumo. Gli imprenditori persero la fiducia sui ritorni di eventuali investimenti e i consumatori, vedendo i prezzi abbassarsi, rimandarono le scelte di acquisto nel futuro.

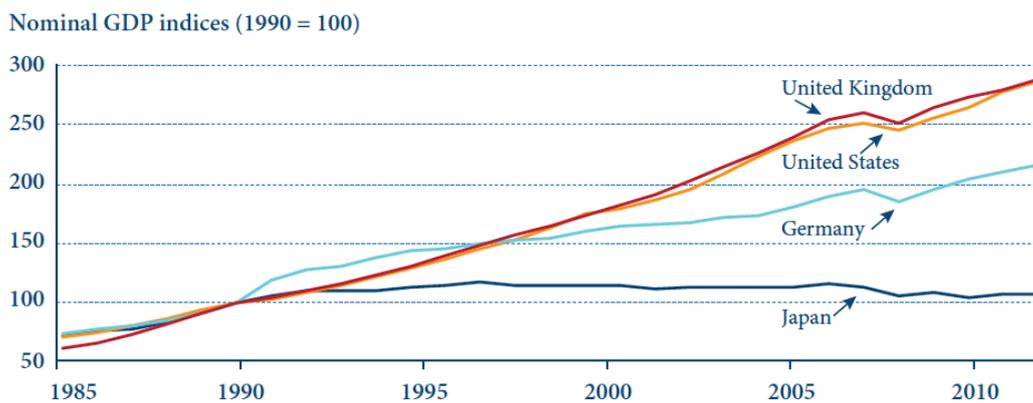
**Figure 7 | Japan's real investment vs. other advanced nations**



Sources: Datastream, Federal Reserve.

Il risultato complessivo dei “*lost decades*” è stato devastante per l’economia giapponese. Il suo PIL nominale è stato al di sotto di quello delle principali potenze economiche mondiali dal 1985 ed i salari reali hanno subito una contrazione già dagli anni Novanta. Il PIL reale invece è aumentato in media dello 0,8% annuo, ma comunque al sotto delle altre economie avanzate, che registrano un 2,2% medio.

Figure 4 | Japan’s GDP vs. other advanced nations



Source: Datastream.

La sfiducia associata alla continua caduta dei prezzi ha aumentato l'avversione al rischio, aumentando i risparmi delle imprese. Il Giappone deve riportare nell'economia la fiducia nel futuro per fare in modo che le aziende riprendano ad investire.

Il lascito di questi vent'anni è stato una contrazione della domanda e degli investimenti, una deflazione da combattere e un debito pubblico molto elevato in rapporto al PIL.

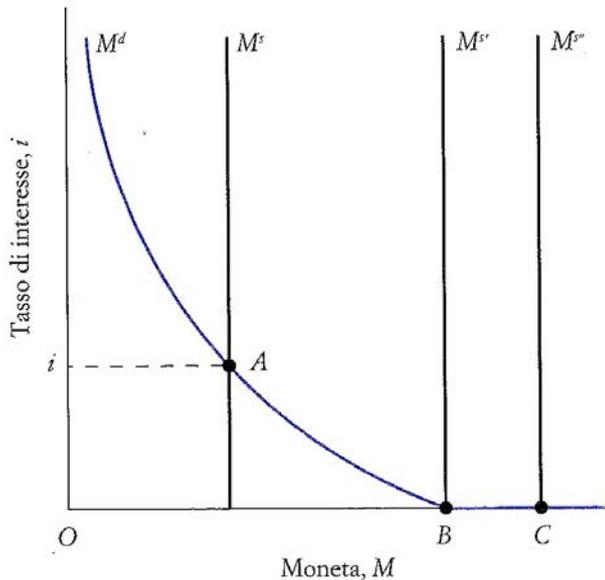
## IL “LOST DECADE”: TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA’ E DEFLAZIONE.

Il risultato della debole performance economica degli anni Novanta e della decisione della Banca del Giappone di tagliare i tassi di interesse hanno avuto l’effetto di far cadere

il Paese in una trappola della liquidità.

Per “trappola della liquidità” si intende una situazione in cui il tasso di interesse è prossimo allo zero e la politica monetaria non è più in grado di influenzare la produzione.

Questa situazione è stata per lungo tempo considerata solo teorica, ma la condizione in cui si trova il Giappone non lascia dubbi sulla realtà di questo modello. Innanzitutto, l’ipotesi sul tasso d’interesse è verificata in quanto i tassi di interesse a breve sono



Trappola della liquidità (da “*Macroeconomia*”)

prossimi allo zero<sup>1</sup>. La trappola della liquidità richiede anche che la domanda subisca un sostanziale calo e così anche la produzione. Il Giappone sta in effetti operando al di sotto del suo livello di piena capacità produttiva. Infine, vi è il ruolo degli investimenti: in una società in rapido invecchiamento, le prospettive per la domanda di investimenti risentono fortemente del progressivo declino della forza lavoro. Inoltre, alcuni problemi strutturali come quelli che affliggono il sistema bancario possono causare una sorta di razionamento del credito, che ha come diretta conseguenza la riduzione degli investimenti.

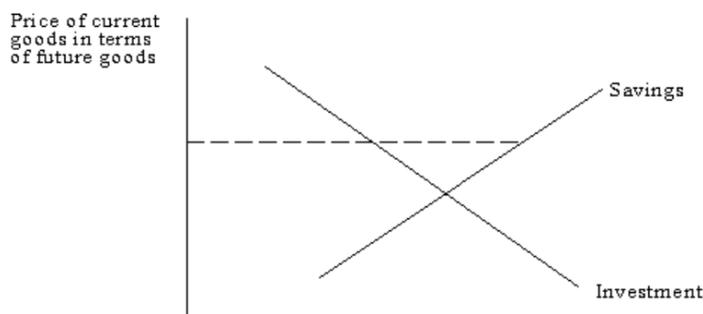
Gli sviluppi più recenti della teoria della trappola della liquidità hanno sottolineato anche il ruolo dell’interazione tra domanda e offerta sul mercato dei capitali: il Giappone è un

<sup>1</sup> Nel 1998 erano lo 0,37% (Krugman), nel 2008 dello 0,1%

Paese con un alto tasso di risparmio<sup>2</sup> e l'eccesso di risparmi contro una scarsa domanda di investimenti ha causato un ulteriore calo dei tassi di interesse.

Un'economia con un elevato tasso medio di inflazione ha maggior margine di manovra per usare la politica monetaria allo scopo di combattere una recessione. Al contrario, un'economia con un basso tasso di inflazione potrebbe non essere in grado di usare la politica monetaria per far tornare la produzione al suo livello naturale. Il Giappone ha dovuto affrontare esattamente questo problema: la recessione è diventata una stagnazione.

Un altro problema, connesso alla trappola della liquidità, in cui è incorsa l'economia giapponese è la deflazione. Si consideri il rapporto tra prezzo dei beni oggi e prezzo dei beni futuri  $P/P^e$  (che altro non è che il tasso di interesse reale). Nel caso del Giappone i risparmi sono maggiori degli investimenti: ciò significa che  $P/P^e$  è al di sopra del livello di equilibrio.



L'economia vuole una riduzione del rapporto  $P/P^e$ , ma  $P^e$  è rigido poiché gli individui si formano aspettative sui prezzi futuri. Il risultato è una caduta del valore di  $P$ .

Ma quindi un livello più basso di  $P/P^e$  significa inflazione attesa:  $P^e$  è infatti più alto di  $P$ . Paradossalmente, quindi, la deflazione giapponese si manifesta proprio perché l'economia tenta di ottenere l'inflazione che si aspetta. Se si considera anche la trappola

---

<sup>2</sup> Il tasso di consumo nipponico è peculiarmente molto basso e si è mantenuto costante per tutti gli anni '90, il che porta a pensare che una delle cause della t.d.l. sia un declino degli investimenti.

della liquidità, la spiegazione è che gli individui preferiscono non consumare nel periodo corrente finché i prezzi non salgono, ma questo spinge i prezzi al ribasso.

Nel 1998, Paul Krugman suggeriva che per smuovere il Giappone dalla sua posizione sarebbe stato necessario intervenire su tre punti: riforme strutturali, politica fiscale e politica monetaria non convenzionale. La politica fiscale va usata con cautela in un Paese dall'altissimo rapporto debito/PIL. Il dibattito sulle riforme strutturali dura ormai da anni in Giappone: sono necessarie riforme del sistema bancario, *deregulation* dei servizi, miglioramento dei sistemi di accounting.

Poiché il problema è della domanda, le riforme devono mirare a stimolare il consumo e la domanda di investimenti, senza creare contraccolpi sulla disoccupazione. Gli ambiti di intervento di cui sopra sono cruciali in questa prospettiva di stimolo della domanda. La politica fiscale va usata con cautela in un Paese che ha già tentato misure di spesa pubblica, mentre la politica monetaria, per essere effettiva, deve puntare sulle aspettative: deve convincere che permetterà all'inflazione di aumentare, e per farlo sono necessarie misure definitive e non temporanee.

Quello che suggeriva Krugman era di creare delle aspettative di maggior inflazione in futuro, in modo che i prezzi comincino effettivamente a salire.

Il piano di intervento del primo ministro Shinzo Abe sembra in linea con questa ipotesi di politica economica.

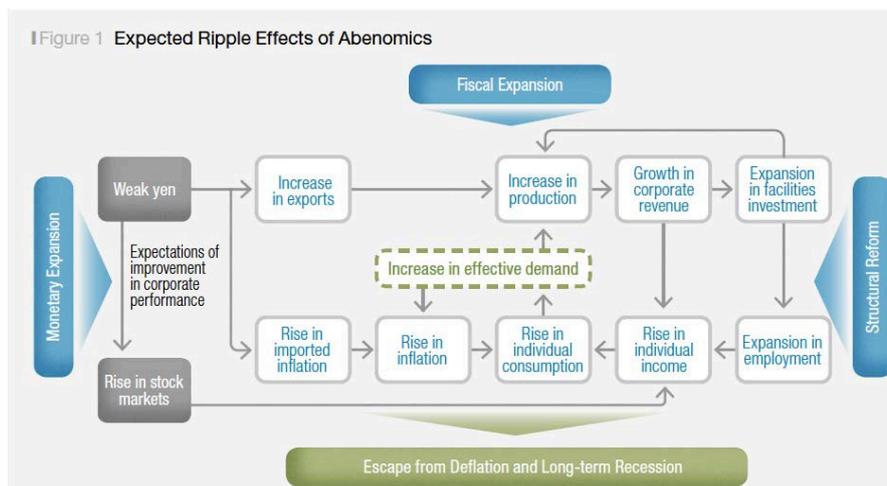
## ABENOMICS

Le elezioni del Dicembre 2012 vedono trionfare il Partito Liberal Democratico (PLD) e danno il via al secondo gabinetto Abe, dopo il primo disastroso mandato del 2006-2007.

Il “falco” Abe, di stampo conservatore, si presenta con proposte di riforme costituzionali (in particolare la revisione del contestato articolo 9), risoluzione di controversie internazionali (in particolare con la Cina), ma soprattutto un programma di riforme e manovre in campo economico presto divenuto noto con l’evocativo nome di Abenomics.

Il piano di ripresa economica si articola in tre parti, le “tre frecce” che rimandano ad una ben nota immagine del folklore giapponese: un *daimyo* del sedicesimo secolo avrebbe infatti detto ai suoi tre figli di rimanere sempre uniti, perché una freccia può essere spezzata facilmente, ma tre frecce no. Espansione monetaria tramite quantitative easing, stimolo fiscale e deregolamentazione per stimolare gli investimenti privati, queste le tre frecce del Primo Ministro Abe, progetto lanciato nei primi mesi del 2013.

Il pacchetto di riforme ha attirato immediatamente l’attenzione di politici ed economisti. Abenomics è stato subito associato a Reaganomics, la politica economica del presidente degli Stati Uniti Reagan, soprattutto per gli aspetti di politica monetaria e riduzione della regolamentazione in campo economico. Alcuni vedono in questo progetto un’alternativa all’*austerity* europea, poiché parte del pacchetto di riforme riguarda interventi di spesa pubblica, altri un tentativo di stampo keynesiano che nel lungo periodo non avrà effetti rilevanti.



## POLITICA MONETARIA

### QUANTITATIVE EASING

La relazione tra Governo e Banca del Giappone (*Bank of Japan, BOJ*) ha avuto un ruolo fondamentale nella definizione della nuova politica monetaria. Nel febbraio 2013 Abe nominò un nuovo governatore della BOJ, Haruhiko Kuroda, per assicurare l'allineamento tra volontà politica e azioni della Banca Centrale.

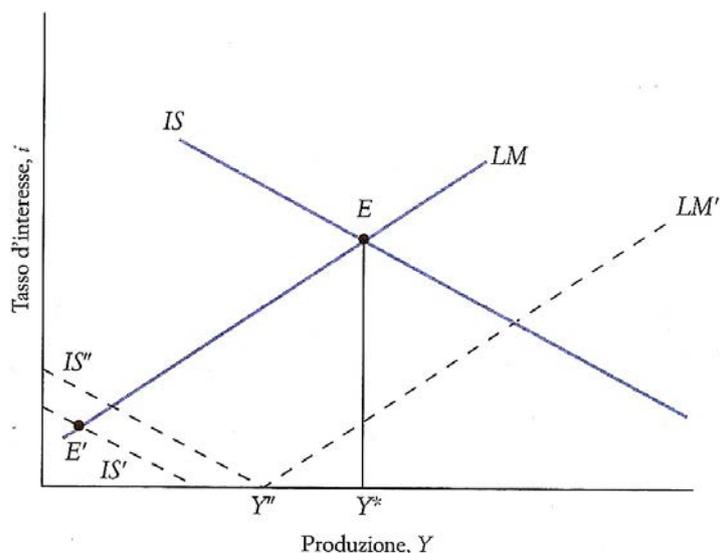
*“ In order to overcome deflation early and achieve sustainable economic growth with price stability, the Government and the Bank of Japan will strengthen their policy coordination and work together [...]”*<sup>3</sup>

Il precedente governatore, Masaaki Shirakawa, si era dimostrato scettico nei confronti dei progetti del Governo, ma aveva comunque introdotto alcune riforme tra cui l'obiettivo del 2% di inflazione, facendo però notare che durante la bolla degli anni Novanta, l'inflazione in Giappone si fermò all'1% e le sue previsioni sul raggiungimento del 2% in questo caso erano totalmente pessimistiche.

Il nuovo governatore annunciò nell'aprile 2013 un'iniezione di liquidità nel sistema tramite una politica di *quantitative easing*, cioè una manovra di politica monetaria non convenzionale con cui la Banca Centrale acquista titoli o altre attività dalle banche per liberare liquidità, con lo scopo di raggiungere un livello di inflazione del 2%. Il *quantitative easing* permette di aumentare l'output dell'economia pur mantenendo il tasso di interesse a zero ed è quindi efficace anche in presenza di trappola della liquidità. Facendo riferimento al modello IS-LM, questa manovra permette di spostare la curva LM a destra, poiché la banca centrale stampa moneta per acquistare le attività, ma anche la curva IS si sposta a destra, a causa dell'aumento dei consumi, e quindi la produzione aumenta.

---

<sup>3</sup> Bank of Japan and Cabinet Office Ministry of Finance “*Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth*”



Quantitative easing nel modello *IS-LM*  
(da "*Macroeconomia*")

La modalità d'intervento sarà diversa dalle precedenti: si avvanzerà con obiettivi biennali e nel 2013 molti economisti erano concordi sulla prospettiva del raggiungimento dell'obiettivo finale in cinque anni.

Nel gennaio e febbraio del 2013 la Banca del Giappone annunciò un acquisto di 20 trilioni di yen di titoli di stato e azioni, con l'intento di duplicare la base monetaria<sup>4</sup> esistente, arrivando a 270 trilioni di yen nel 2014.

Data la situazione del Giappone, da un punto di vista teorico, la politica monetaria dovrebbe essere inefficace. Tuttavia, il modello *IS-LM* tradizionale non tiene conto di tre fattori importanti: primo, il ruolo delle aspettative, che assumiamo essere razionali, secondo, di un'economia aperta e terzo, del ruolo degli intermediari finanziari. Quello che più è rilevante in questo caso è il ruolo delle aspettative. La trappola della liquidità comporta anche un problema di credibilità: il mercato e gli individui sono convinti che la Banca Centrale persegue sempre la stabilità dei prezzi, e che quindi ogni espansione monetaria sarà temporanea. E' un problema di credibilità inverso rispetto ai casi ordinari:

<sup>4</sup> Moneta circolante e depositi presso la BOJ.

in questo caso la Banca Centrale deve dimostrare di essere “irresponsabile”, permettendo ai prezzi di aumentare. Quindi, in una trappola della liquidità, una politica monetaria temporanea non è efficace, mentre una permanente potrebbe esserlo. La politica della Banca del Giappone mira a convincere gli individui che l’espansione monetaria sarà permanente: in questo modo essi si aspetteranno maggior reddito futuro e quindi maggior consumo. L’effetto finale sarà un progressivo innalzamento dei prezzi e quindi dell’inflazione.

L’obiettivo dell’inflazione è fondamentale per riportare l’economia su un sentiero di crescita. Essa è un’alternativa alla politica monetaria tradizionale, che si è visto non funzionare in situazioni come quella giapponese. La Banca Centrale in presenza di trappola della liquidità non può più perseguire la stabilità dei prezzi, intesa come prevenzione assoluta dell’inflazione, poiché l’economia necessita di inflazione che può abbattere il costo del denaro e portare il tasso di interesse reale ad un livello negativo. Mentre il tasso di interesse nominale non può scendere sotto lo zero, il tasso di interesse reale in presenza di inflazione può essere negativo e questo darebbe una grossa spinta agli investimenti.<sup>5</sup>

Nel comunicato della Banca del Giappone del 22 gennaio 2013 si legge:

*“The newly-introduced “price stability target” is the inflation rate that the Bank judges to be consistent with price stability on a sustainable basis. The Bank recognizes that the inflation rate consistent with price stability on a sustainable basis will rise as efforts by a wide range of entities toward strengthening competitiveness and growth potential of Japan's economy make progress. Based on this recognition, the Bank sets the “price stability target” at 2 percent in terms of the year-on-year rate of change in the consumer price index (CPI) -- a main price index. “*

La nozione di stabilità dei prezzi non è abbandonata, ma modificata. Come sottolinea

---

<sup>5</sup> Ricordiamo la relazione tra tasso di interesse reale e nominale:  $i=r+\pi^e$

Krugman, non è facile pensare all'inflazione come qualcosa di desiderabile, soprattutto da parte di ministri e governatori delle banche centrali che *"hanno passato le loro vite a combattere il demone dell'inflazione"*<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> P. Krugman *"Can Deflation Be Prevented?"*

Research and Statistics Department  
Bank of Japan

**マネタリーベース（2014年7月）**  
**Monetary Base (July 2014)**

(特に断りのない限り平残前年比伸び率、単位・%)  
Percent changes from a year earlier in average amounts outstanding

年・期・月 Year, Quarter, Month	マネタリーベース Monetary Base					マネタリーベース 〔季節調整済〕 前期(月)比年率 Monetary Base (a)
	Monetary Base	日本銀行券 発行高 Banknotes in Circulation	貨幣流通高 Coins in Circulation	日銀当座預金 Current Account Balances	準備預金 Reserve Balances	
2012	7.0	2.1	0.2	21.2	26.4	-
2013	34.4	3.3	0.9	108.8	110.1	-
2013 / 1-3	15.2	3.1	0.7	50.2	56.3	19.4
4-6	30.2	3.1	0.9	97.1	104.2	63.0
7-9	42.0	3.3	1.0	129.8	125.8	67.7
10-12	48.2	3.6	1.1	141.0	136.9	49.9
2014 / 1-3	54.1	3.9	1.1	153.4	153.3	39.4
4-6	45.5	3.4	1.1	99.6	101.2	26.4
2013 / 6	36.0	3.3	1.0	114.5	119.4	85.0
7	38.0	3.1	1.0	116.4	112.5	62.1
8	42.0	3.3	1.0	133.8	127.6	61.4
9	46.1	3.4	1.0	139.2	137.0	74.2
10	45.8	3.4	1.1	130.5	124.2	50.2
11	52.5	3.6	1.1	160.5	157.2	72.2
12	46.6	3.7	1.1	133.8	131.6	-21.2
2014 / 1	51.9	3.9	1.1	149.7	145.6	76.0
2	55.7	3.8	1.0	162.3	160.6	73.1
3	54.8	4.0	1.1	148.9	154.1	13.4
4	48.5	3.5	1.1	112.2	116.0	17.1
5	45.6	3.4	1.0	101.6	102.8	28.4
6	42.6	3.4	1.0	87.8	87.9	40.0
7	42.7	3.4	1.0	84.8	89.1	63.8

(平均残高・億円)

(Average amounts outstanding, 100 million yen)

2014 / 6	2,332,465	856,484	45,950	1,430,031	1,296,943	2,267,517
7	2,431,068	863,217	45,962	1,521,889	1,388,828	2,362,755

(月末残高・億円)

(Amounts outstanding at end of period, 100 million yen)

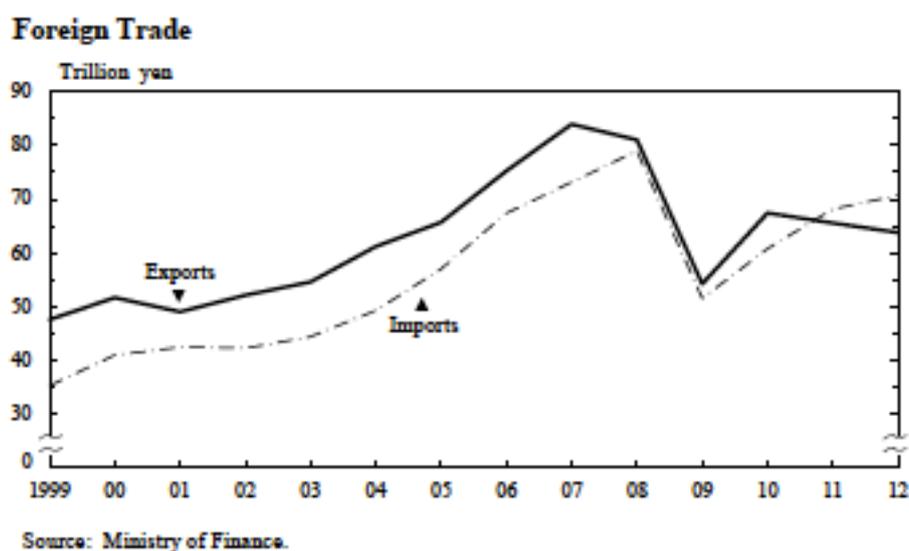
2014 / 6	2,434,305	865,236	45,923	1,523,146	1,394,047
7	2,431,864	865,281	45,991	1,520,592	1,389,521

本件に関する照会先：調査統計局経済統計課金融統計グループ 03-3277-2115

- Notes: 1. Figures in column (a) are seasonally adjusted percent changes at an annualized rate from the previous period.  
2. For inquiries, please contact the following section of the Bank of Japan: Financial Statistics Group, Economic Statistics Division, Research and Statistics Department(e-mail : post.rsd5@boj.or.jp)

## DEPREZZAMENTO

Un altro aspetto di questa politica punta a svalutare lo yen in modo da favorire le esportazioni. L'immediato effetto della prima freccia, infatti, è stato quello di far deprezzare lo yen nei confronti delle valute dei principali partner commerciali del Giappone. Nel 2012, il deficit commerciale del Giappone era di 54,9 miliardi di yen, il più alto mai registrato fino ad allora. Dopo l'annuncio della BOJ, l'effetto atteso era quello di un miglioramento della bilancia commerciale.



Tuttavia il deficit commerciale del Giappone è peggiorato e la causa va ricercata nell'aumento dei prezzi dei beni importati, in particolare delle risorse energetiche. Il Giappone è largamente dipendente dall'import di energia dall'estero, e un rialzo dei prezzi dell'energia ha severi impatti sulla sua bilancia dei pagamenti. Il peggioramento della bilancia commerciale causato dall'aumento di importazioni di energia ha addirittura portato il Ministro Abe a prendere in considerazione la possibilità di riaprire le centrali nucleari: dopo il disastro di Fukushima il Giappone aveva infatti dichiarato di voler rinunciare all'energia nucleare, ma senza di essa sembra arduo ritornare a crescere. Sembra tuttavia che il peggioramento della bilancia commerciale sia una tendenza temporanea, dal momento che le esportazioni sono in rapido aumento.

Ci sono vari modi in cui il deprezzamento dello yen può stimolare la crescita economica: uno è senz'altro l'impatto sui prezzi relativi. Un abbassamento del tasso di cambio significa che i beni e i servizi giapponesi sono relativamente meno costosi per gli acquirenti esteri. Un altro aspetto è la sostituzione tra prodotti e servizi domestici e importati: uno yen più debole comporta un aumento dei prezzi in yen delle imprese straniere per ottenere gli stessi ricavi. I consumatori giapponesi preferiranno quindi acquistare beni domestici piuttosto che beni esteri. In realtà questi meccanismi sono soggetti a frizioni e le esportazioni potrebbero non rispondere al deprezzamento come sperato. Va inoltre considerato il "cross- price elasticity effect", che coinvolge tre o più Paesi. In base a questo meccanismo, un Paese A che vede la propria moneta deprezzarsi nei confronti di un Paese B ma non di un Paese C, può imporsi come sostituto di C nel mercato del Paese B. Questo può determinare l'aumento o la diminuzione delle esportazioni in mercati non direttamente coinvolti nel deprezzamento.

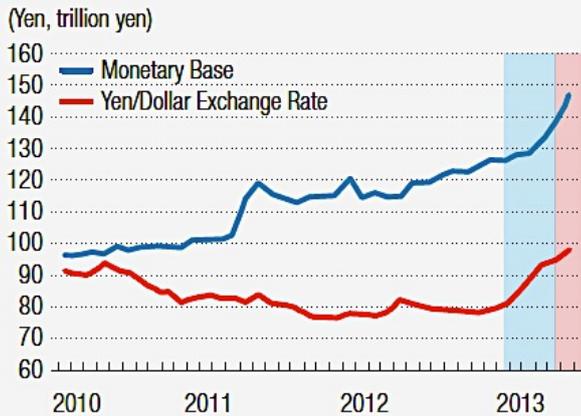
**Yen Exchange Rate against the U.S. Dollar**



Source: Bank of Japan.

Il deprezzamento dello yen è un obiettivo soggetto a molte variabili e la cui riuscita è difficile da prevedere. E' da notare infatti che l'indebolimento dello yen era cominciato già prima dell'iniezione di liquidità nel sistema. Questo poiché gli agenti hanno formulato

Figure 2 Japan's Monetary Base and the Yen/Dollar Exchange Rate



delle aspettative dopo l'annuncio del raddoppio della base monetaria nei due anni futuri e ciò ha comportato l'effettiva riduzione del valore della moneta.

E' evidente che il deprezzamento dello yen non continuerà senza successivi interventi: se il *quantitative easing* della BOJ dovesse per

qualche ragione fermarsi o diminuire rispetto a quanto annunciato, lo yen potrebbe addirittura ricominciare ad apprezzarsi.

Va ricordato inoltre che il deprezzamento dipende anche da ciò che succede fuori dai confini del Giappone, in particolare dall'andamento della crisi in Europa, dalle politiche di Europa e Stati Uniti, ma anche dalle relazioni commerciali tra Giappone e questi ultimi, nonché dal comportamento degli investitori giapponesi che operano in valuta estera, ma anche da quello delle imprese.

Il deprezzamento è un trend che è difficile mantenere nel lungo periodo. L'effetto iniziale è quello di favorire le esportazioni, ma una moneta troppo debole potrebbe essere un rischio reale per l'economia. Un deprezzamento rende i beni esteri relativamente più costosi, quindi il prezzo dei beni importati aumenta. Questo potrebbe danneggiare i consumatori, che vedrebbero ridotto il loro tenore di vita, ma anche la produzione a causa dell'aumento del prezzo dell'energia.

## **POLITICA FISCALE**

La seconda componente di Abenomics è un'espansione fiscale. L'obiettivo è realizzare soprattutto infrastrutture e rendere più sicure contro eventuali disastri naturali quelle esistenti. Questo incremento della spesa dovrebbe servire da incentivo per la crescita: il Partito Liberal Democratico di Abe è famoso per questo tipo di lavori pubblici, che ha storicamente sempre realizzato, in particolare durante il periodo della ricostruzione post bellica.

Il piano prevede di aumentare gli investimenti pubblici da 100 a 200 trilioni di yen in 10 anni: nel gennaio del 2013 il Governo aveva adottato un budget supplementare di 10,3 trilioni di yen ed aveva innalzato quello per la spesa pubblica del 15,6% per l'anno fiscale 2013. Ma il punto centrale è l'innalzamento della tassa sui consumi dal 5% all'8%. L'annuncio dell'aumento era stato fatto dal Gabinetto Abe nel 2012 ed è stato effettivamente attuato nell'aprile del 2014. In base agli esiti di questo primo aumento, il Governo valuterà se procedere al secondo aumento, dall'8% al 10%, previsto per ottobre 2015. Nei primi mesi del 2013 c'erano forti perplessità sulla struttura di questa manovra di politica fiscale: Il Primo Ministro aveva reso nota la volontà di intraprendere opere infrastrutturali, ma non la fonte di finanziamento delle stesse. I 200 trilioni di yen sembravano molto superiori alla cifra che si sarebbe potuta incassare aumentando le imposte, ma il Ministro non aveva nemmeno menzionato il ricorso al debito<sup>7</sup>.

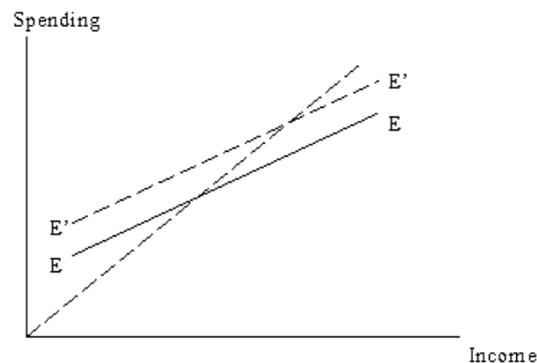
L'innalzamento dell'aliquota dell'imposta sui consumi è stato definito come la mossa più coraggiosa che il Governo giapponese ha compiuto negli ultimi 17 anni<sup>8</sup>. Non si registravano aumenti dal 1997, quando il gabinetto guidato dal Primo Ministro Riyutaro Hashimoto innalzò l'aliquota dal 3% al 5%, azione che fece ripiombare il Paese nella

---

<sup>7</sup> The Economist "*Keynes, Trains and Automobiles*", 12 gennaio 2013

<sup>8</sup> The Economist "*Groundhog Day?*", 5 aprile 2014

recessione e che provocò le dimissioni dello stesso Primo Ministro poco tempo dopo. Facendo riferimento alla “croce Keynesiana”, questa manovra



ha spostato la curva  $EE$  in alto a  $E'E'$ , poiché la spesa del Governo è aumentata provocando un'espansione dell'economia, ma se il debito non è sostenibile, lo stimolo fiscale non può continuare e quindi la situazione ritorna allo stato precedente, cioè la recessione. Questa è stata la causa del ritorno alla recessione nel caso del governo Hashimoto.

Questo potrebbe porre dei dubbi sull'efficacia della politica fiscale nel lungo periodo, ma l'attuale manovra differisce da quella di Hashimoto.

Facendo riferimento al modello IS-LM, un aumento delle imposte sposta la curva IS verso sinistra: gli individui consumano meno. Tuttavia in questo caso vi è una seconda fase, che è quella dell'espansione fiscale. Un'espansione fiscale equivale ad uno spostamento a destra della curva IS: il risultato è che la produzione aumenta, così come il tasso d'interesse. Questa operazione è cruciale se si considera il contesto della trappola della liquidità. Dal punto di vista teorico, in questo caso solo la politica fiscale è davvero efficace per poter riportare l'economia su un sentiero di crescita e riavvicinarla al suo livello di produzione naturale. Nel caso del Giappone, l'espansione fiscale è accompagnata dal *quantitative easing*, il cui effetto combinato dovrebbe riportare l'economia reale a crescere.

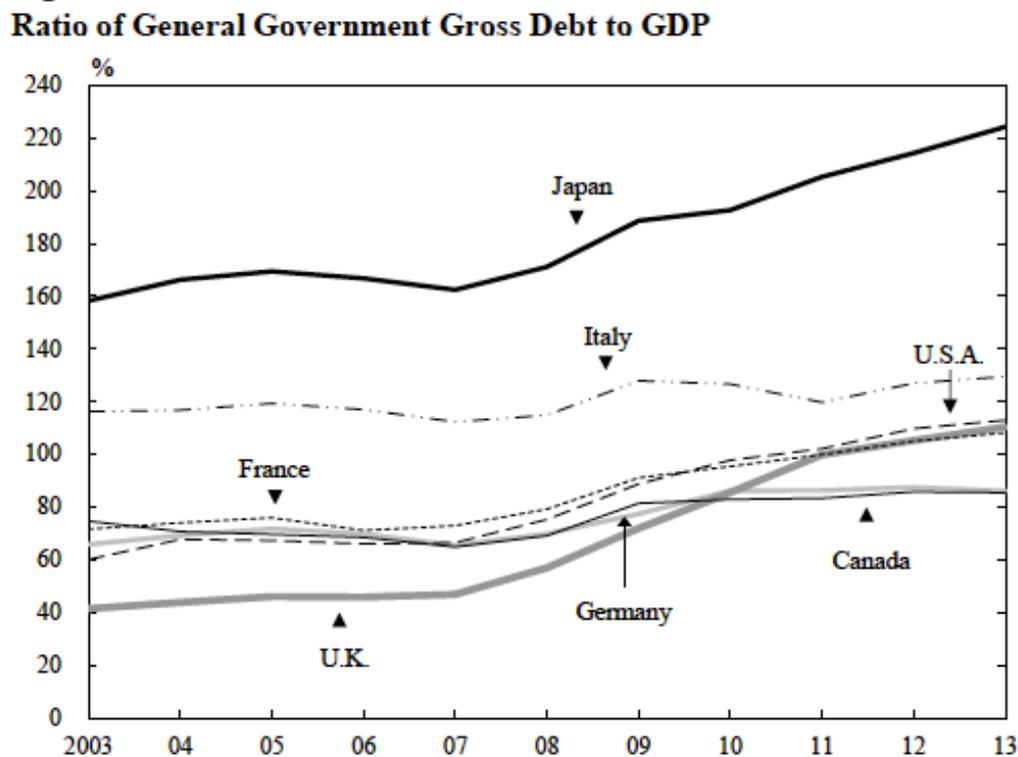
I timori riguardo agli effetti di questo aumento delle aliquote sono molti. Da un punto di vista prettamente politico, questa mossa potrebbe ridurre i voti del PLD e quindi il sostegno al governo, cruciale in una nazione dove la fiducia nelle istituzioni è molto bassa.

Dal punto di vista dei consumatori, le critiche principali a questa manovra sono tre. In primo luogo essa è stata attuata in una fase in cui i salari sono ancora stagnanti. Questo potrebbe avere un impatto negativo sulla crescita della domanda, fondamentale per stimolare la produzione. In un contesto di salari dinamici, una diminuzione del potere d'acquisto data dall'aumento delle imposte potrebbe essere compensata dall'aumento del salario reale. Se questo però non varia, l'effetto potrebbe essere negativo per la domanda, come fu nel 1997. In secondo luogo, i consumatori lamentano il comportamento dei commercianti, che li indurrebbe a spendere sempre di più: nel 2013 è stata approvata una legge che permette ai commercianti di mostrare i prezzi dei prodotti precedenti all'aumento delle imposte, purché indichino che la tassa aggiuntiva non è inclusa. Il sovrappiù di prezzo è applicato solo al momento del pagamento effettivo.

Ma il problema maggiore è che ben poche persone credono che i proventi derivanti da questo aumento saranno investiti nel modo giusto. Vi è un sostanziale problema di sfiducia dei cittadini nei confronti del Governo giapponese che dura ormai da molti anni e non sembra essere migliorato. I sostenitori dell'aumento delle imposte sottolineano come la causa del ritorno alla recessione nel 1997 non fu tanto l'aumento delle tasse, quanto piuttosto la *currency crisis* (crisi valutaria) in Asia e i problemi che a quel tempo affliggevano le grandi banche giapponesi.

Considerati i rischi riguardanti l'impatto sulla domanda, il problema principale rimane l'elevato debito pubblico giapponese ed in particolare la sua sostenibilità. Il rapporto debito pubblico sul PIL in Giappone è quasi del 240%, uno dei più alti dei Paesi

industrializzati. Data la situazione, un'espansione fiscale tramite aumento della spesa non sarebbe consigliabile perché andrebbe a peggiorare il rapporto debito/PIL.



Source: Ministry of Finance.

Due fattori però vanno tenuti in considerazione: l'aumento della spesa dovrebbe essere totalmente coperto dall'aumento delle imposte, quindi non si andrebbe ad incrementare il debito per finanziare le opere infrastrutturali annunciate dal Governo. In secondo luogo, Abenomics mira innanzitutto a riportare l'economia a crescere, attraverso lo stimolo della domanda privata e di investimenti e così della produzione. Un tasso di crescita elevato, o comunque superiore al tasso di interesse del debito, è una delle vie per rendere il debito pubblico sostenibile nel tempo.

L'aumento della spesa ha tuttavia effetti diversi sul consumo e sul PIL, come sottolinea Krugman in una nota sui modelli Neo Keynesiani<sup>9</sup>.

Considerando un modello in cui l'economia affronta uno shock negativo della domanda nel periodo corrente, ma nel periodo successivo ritorna allo stato stazionario, assumendo

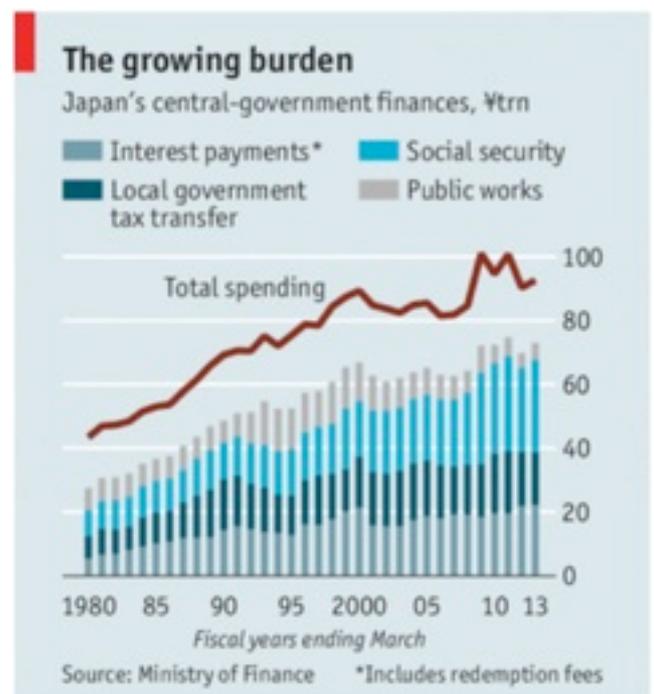
<sup>9</sup> P. Krugman "The New Keynesian Case for Fiscal Policy (Wonkish)", 18 novembre 2013

prezzi rigidi e di essere in assenza di *liquidity constraints*, il consumo non cambia, poiché il tasso di interesse reale non cambia. Il consumo nel periodo corrente è regolato dall'equazione di Eulero  $(1+r)/(1+d)$  moltiplicata per il rapporto tra l'utilità marginale del consumo presente e l'utilità marginale del consumo futuro, dove  $r$  è il tasso di interesse reale ed il *rate of time preference*.

Supponendo che il Governo attui un'espansione fiscale tramite aumento della spesa, poiché il consumo è fisso, questa andrà ad aumentare il PIL reale. Un modo per avere un aumento del consumo è assumere che gli individui abbiano dei *liquidity constraint*, cioè siano limitati nell'accesso al credito. In questo caso un aumento della spesa pubblica porterebbe ad un aumento del consumo, poiché aumenta il reddito corrente. Questo secondo caso sembra più adatto a spiegare il comportamento del Governo giapponese, anche se nel concreto, i risultati di questa espansione fiscale dipenderanno da come saranno allocate le risorse e dalla risposta degli individui.

Secondo Robert Feldman di Morgan Stanley se le risorse stanziare per le opere infrastrutturali saranno spese bene, i ricavi potranno essere molto maggiori della spesa, ed incrementare efficienza e gettito fiscale. Il problema sorge nel momento in cui l'allocazione non dovesse essere efficiente: la spesa andrebbe ad incrementare il debito pubblico, esito che il Governo giapponese non può permettere.

La sfida del Governo giapponese, come sottolinea Takatoshi Ito dell'Università di Tokyo, è quindi di raggiungere al contempo due obiettivi: crescita e riduzione del debito pubblico.



## LA TERZA FRECCIA: LE RIFORME

La terza componente del piano Abe è un insieme di riforme strutturali per favorire e rinforzare la crescita economica. Nel lungo periodo infatti, questo è l'approccio più efficace per portare il Paese su un sentiero di crescita. Il dibattito sulle riforme, ed in particolare sulla *deregulation*, è ormai annoso in Giappone: l'instabilità politica e la forte opposizione di vari gruppi d'interesse non hanno mai permesso l'approvazione di significative misure per modernizzare il sistema economico. In realtà, *kisei kanwa* (*deregulation*) è una delle parole chiave nel dibattito politico già dalla fine degli anni Settanta: la "riforma amministrativa", così chiamata allora, arrivò però ad un punto morto nel 1987 sotto il governo Nakasone a causa dell'opposizione dei burocrati.

Dopo la crisi e lo scoppio della bolla, sembrava che si fosse acquisito un nuovo consenso nazionale sulla necessità delle riforme e della riduzione del potere della burocrazia, anche grazie alla comparsa di una nuova categoria di manager, che chiedevano la libertà di portare avanti i loro affari senza ostacoli burocratici. Negli anni Novanta e nei primi anni Duemila furono approvate alcune riforme finalizzate alla liberalizzazione di settori prima sotto il completo controllo politico: telecomunicazioni e settore finanziario.

Il 5 giugno 2013 Abe annunciò la prima bozza della terza freccia, le riforme strutturali, lasciando però il Paese molto insoddisfatto<sup>10</sup>. Nel progetto si parlava infatti di alcune riforme, come la possibilità di vendere medicinali via internet e migliore corporate governance, soprattutto per il fondo pensione del governo, ma dall'agenda politica erano assenti interventi su altri ambiti ben più essenziali, primo fra tutti il mercato del lavoro ed una significativa *deregulation*. La ragione di queste mancanze è da ricercarsi nel timing dell'annuncio: esso avvenne prima delle elezioni della Camera Alta del luglio 2013 e il

---

<sup>10</sup> The Economist, "The Third Arrow of Abenomics – Misfire", 13 giugno 2013  
The Economist, "Abenomics – Not So Super", 15 giugno 2013

PLD aveva fatto pressione su Abe di non attaccare gruppi d'interesse potenti come gli agricoltori o i medici. In realtà gli oppositori politici sono più deboli di quel che sembra e questo avrebbe permesso ad Abe di spingersi oltre nelle riforme, ma il Governo ha preferito rimandare le riforme più profonde in vista delle elezioni.

Nelle prime settimane di luglio del 2014, il Governo ha approvato un progetto di riforme più incisivo di quello annunciato a giugno dell'anno precedente. Sembra che finalmente il Giappone abbia la concreta possibilità di intervenire e superare alcuni problemi critici che da anni caratterizzano l'economia e la società: una popolazione in rapido invecchiamento, un settore di investitori molto avverso al rischio, un alto livello di debito pubblico (240% del PIL) e un mercato del lavoro poco flessibile. Dopo lo stimolo fiscale e l'espansione monetaria, le riforme sembrano davvero la chiave di volta per riportare l'economia su un sentiero di crescita. Come in passato, il grande ostacolo sono le numerose resistenze al cambiamento che il Governo si trova ad affrontare.

Il punto di partenza sono gli investitori: la promessa è di tagliare il *corporate tax rate* dal corrente 35% al 29%, e anche oltre, come incentivo agli investimenti. Inoltre, vorrebbe che l'ultra conservatore Government Pension Investment Fund (GPIF) assumesse livelli di rischio più elevati per aumentare i ritorni. Naturalmente le voci dell'opposizione non hanno tardato a farsi sentire, soprattutto dal Fondo Pensione, che accusa il Governo di sfruttarlo per scalare il mercato dei capitali. La stretta regolamentazione dei fondi pensione in Giappone aveva già cominciato ad essere abbandonata dopo il 2001, ma il GPIF si presenta come un caso diverso rispetto agli altri fondi pensione e pertanto è oggetto di maggior resistenza.

Il gabinetto Abe vuole spingersi oltre. Il Governo infatti sta puntando ad una serie di riforme su tre ambiti ritenuti essenziali (*bedrock regulations*): agricoltura, servizi medici e mercato del lavoro.

La ristrutturazione del settore agricolo, ed in particolare del sistema di cooperative agricole giapponesi, grandi sostenitori del PLD, è vista come una delle mosse più coraggiose. Molti produttori agricoli sono poco competitivi, a causa di sussidi governativi e di una regolamentazione per cui le aziende non possono acquistare le fattorie, ma possono solo prenderle in affitto.

Insieme agli interventi sul sistema sanitario, che permetteranno ai pazienti di combinare assistenza sanitaria privata a quella pubblica, i cui casi di copertura aumenteranno. Fino ad oggi, infatti, per casi complessi o trattamenti avanzati, i cittadini si vedevano costretti a rinunciare alla copertura pubblica. Nelle intenzioni del Governo questo dovrebbe stimolare cure avanzate ed incentivare il turismo medico.

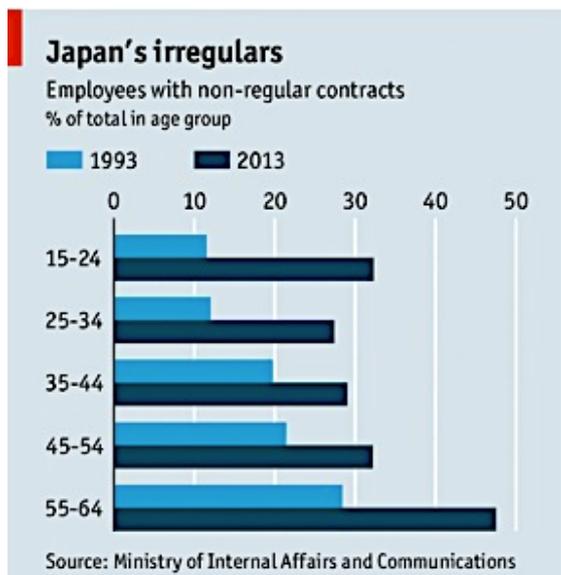
Ma la sfida più grande riguarda il mercato del lavoro. Quando il ministro Koizumi aveva provato ad inserire contratti a tempo determinato in alcune aziende, si era scatenata una forte opposizione da parte della popolazione. Il gabinetto Abe mira a riformare il rigido mercato del lavoro, fondato su contratti a tempo indeterminato con un'elevata età di pensionamento, in primo luogo con la controversa proposta nota come "*white-collar exemption*", in base a cui i lavoratori sarebbero pagati non più per ore lavorate, ma secondo il lavoro svolto. Questo metterebbe fine alla lunga tradizione di inumani orari di lavoro e frequentissimi straordinari. La riforma punterebbe anche a dare la possibilità alle imprese di licenziare i propri dipendenti, cosa oggi di fatto impossibile. Attualmente infatti le imprese non possono licenziare i dipendenti e questo comporta effetti molto distorsivi per l'economia, tra cui salari stagnanti o addirittura al ribasso. Il mercato del lavoro di fatto è diviso tra impiegati regolari, con salari elevati e protetti contro il rischio di licenziamento e lavoratori non regolari, con salari molto più bassi.<sup>11</sup> Questa seconda categoria rappresenta il 36,8% della forza lavoro: sarebbe necessario ridurre la protezione per i lavoratori regolari e migliorare le condizioni salariali e contrattuali dei non

---

<sup>11</sup> The Economist , "*Feeling the Pinch*", 9 agosto 2014

regolari. L'impatto di una riforma del mercato del lavoro in questa direzione sull'economia sarebbe notevole, smobilizzando di fatto una realtà rimasta fossilizzata per decenni.

Sul fronte delle imprese, all'inizio dell'anno il Governo ha approvato una serie di linee guida per obbligare gli investitori istituzionali ad esercitare un controllo più stretto sulle imprese. Il riformista



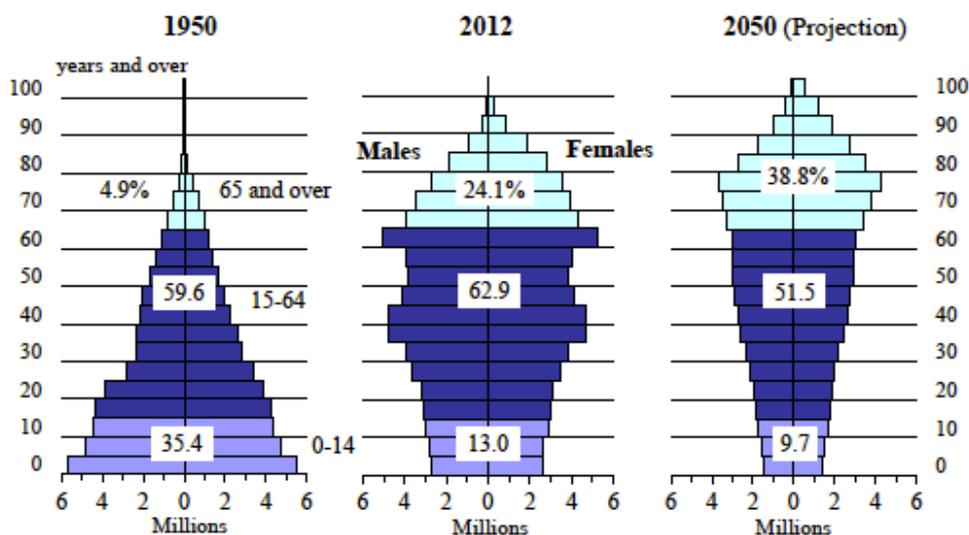
e membro del PLD Yasuhisa Shiozaki vorrebbe inoltre redigere un *corporate-governance code*, per risolvere il problema della poco efficiente politica di corporate governance. Il Giappone infatti risulta piuttosto indietro rispetto alle altre economie sviluppate per quanto riguarda la corporate governance: nel 2013, 600 delle 1400 maggiori aziende nipponiche non avevano dirigenti esterni e manca di un sistema di supervisione del top management. Le riforme mirano a coinvolgere direttamente gli shareholders nella supervisione dell'azienda e ad introdurre un insieme di regole per le imprese con dirigenti esterni. La presenza di investitori stranieri, che stanno penetrando sempre di più nello stock market giapponese, è un ulteriore fattore di incentivo per le riforme, ma il Governo dovrà comunque scontrarsi con la più potente lobby industriale, la Keidanren, da sempre contraria ai cambiamenti nei regolamenti della governance.

Il problema dell'invecchiamento della popolazione<sup>12</sup> è strettamente connesso con la questione dell'immigrazione e dell'occupazione femminile.

---

<sup>12</sup> Le ragioni dell'invecchiamento risiedono sia in una fecondità molto bassa, sia in un'aspettativa di vita alta.

## Changes in the Population Pyramid



Source: Statistics Bureau, MIC; Ministry of Health, Labour and Welfare.

Sebbene la forza lavoro degli immigrati sembra indispensabile in una nazione sempre più anziana, la tradizionale, anche se velata, intolleranza giapponese per gli stranieri non ha mai permesso una reale integrazione di questi nell'economia e ancor meno nella società. Il governo Abe, sebbene di stampo conservatore, ha in programma di lanciare delle "Aree Economiche Speciali" (*special economic zones*) che farebbero da incentivo e catalizzatore per gli investimenti stranieri, con regimi fiscali agevolati e misure di welfare per aiutare i lavoratori stranieri, come scuole internazionali e medici con alte competenze linguistiche. La creazione di aree economiche speciali non è una novità per il Governo giapponese, che in passato ha spesso beneficiato dalla creazione di queste zone: ne è un esempio l'industria della robotica, che ha avuto una grande accelerata dopo l'introduzione di aree speciali dove sperimentare nuovi robot.

Sempre per rispondere alla necessità di nuova forza lavoro, il PLD potrebbe anche rivedere il sistema di tassazione, che risulta penalizzante per le donne lavoratrici, in particolare per quelle sposate, permettendo quindi anche alla componente femminile di avere carriere lavorative più simili a quelle degli uomini. La questione dell'impiego femminile, sostanzialmente al di sotto di quello dei Paesi OECD, è cruciale per espandere la forza lavoro: il Governo potrebbe aumentare le ore di lavoro per le donne

senza che aumenti l'aliquota marginale delle imposte, fornire più servizi per la cura dei bambini e stimolare le imprese a promuovere le donne in posizioni dirigenziali.

Queste ultime proposte stanno incontrando l'opposizione delle forze più conservatrici all'interno del partito, in particolare quelle più attaccate al rigido schema sociale giapponese tradizionale, che riserva alla donna un ruolo molto marginale e diffida dei *gaijin*, gli stranieri.

Sul fronte del commercio internazionale, l'amministrazione Abe punta ad implementare il Trans-Pacific Partnership (TPP), un accordo di libero scambio ancora in fase di negoziazione per il Giappone. L'accordo riguarda dodici Paesi e permetterebbe di spronare le industrie meno competitive, soprattutto nel settore agricolo, oltre a beneficiare della riduzione o eliminazione di barriere commerciali.

La "terza freccia" si presenta quindi come la più essenziale, ma anche la più difficile da scoccare. In un Paese che ha sempre tratto dal passato gli strumenti per evolvere ora il rischio è che proprio dal passato arrivino gli ostacoli al cambiamento: la maggior preoccupazione è che il Governo Abe non abbia la forza necessaria per scontrarsi con le opposizioni e portare avanti questo piano di riforme, ora quanto mai necessarie.

## EFFETTI E PROSPETTIVE

Fin dal primo annuncio delle “tre frecce”, gli occhi del mondo politico ed economico hanno guardato al Giappone con un misto di curiosità e timore. I politici sentivano risuonare nelle parole del Primo Ministro l’eco di Reagan e della Thatcher, mentre tra gli economisti si riaccendeva il dibattito sulla validità di questi mix di politica economica.

Nel gennaio 2013 il mercato dei capitali guadagnò il 10%, complice anche uno yen in deprezzamento, che passò da 82 yen per dollaro a 88 nello stesso periodo. A maggio dello stesso anno, il guadagno del mercato dei capitali era del 55%, a giugno dell’80%, e la crescita stimata del PIL nel primo quarto dell’anno era del 3,5%<sup>13</sup>, poi diventata 4,1%.

La stima del tasso di crescita del PIL per il secondo quarto del 2013, aprile-giugno, era del 3,8%, il terzo quarto consecutivo di crescita<sup>14</sup>.

L’ottimismo iniziale cominciò ad incrinarsi con l’annuncio della terza freccia, le riforme strutturali. I mercati finanziari sono ben consci della situazione giapponese, in particolare del pericolo del suo debito pubblico. Le prime due componenti di Abenomics sono manovre classiche, considerando la particolare situazione in cui versa il Giappone: ciò che può davvero fare la differenza sono le riforme. L’annuncio della terza freccia avvenne tramite un discorso il 5 giugno 2013 ed i mercati risposero con un grosso calo. Le misure annunciate furono giudicate poco incisive<sup>15</sup>, ma il vero progetto fu rimandato dopo le elezioni della Camera Alta del luglio 2013 e la sua discussione del progetto ufficiale è iniziata a luglio del 2014.

---

<sup>13</sup> The Economist “*Abe’s Master Plan*” 18 maggio 2013

<sup>14</sup> The New York Times “*Japan’s Revised GDP Data Shows Strong 2nd Quarter*”, 9 settembre 2013

<sup>15</sup> The Economist “*Not So Super*” 15 giugno 2013

Nel 2013 il PIL giapponese crebbe complessivamente del 1,6%<sup>16</sup>, risultato positivo ma al di sotto delle aspettative, segno che la ripresa è solo all'inizio e necessita di successivi passi in avanti.



Tasso di crescita del PIL (Fonte: Trading Economics)

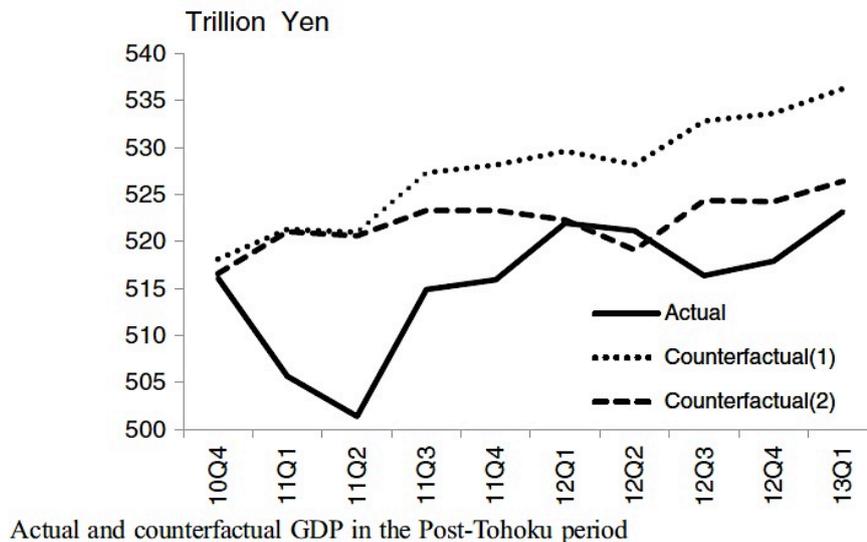
Gli effetti di queste misure non sono facili da prevedere. Secondo le parole di Shinzo Abe, i risultati positivi del periodo immediatamente successivo all'implementazione della prima freccia, la politica monetaria e all'annuncio della seconda, la politica fiscale, sono da imputare appunto a tali manovre.

Uno studio di Toshihiko Hayashi dell'Asia Pacific Institute of Research ha indagato l'impatto del progetto di Abe sull'andamento del PIL reale mettendolo in relazione alla ricostruzione del terremoto del Tohoku del marzo 2011, ancora in corso. L'obiettivo è considerare l'effetto netto del pacchetto di misure.

L'analisi confronta la stima del PIL che si avrebbe in assenza del disastro con il PIL effettivamente registrato: l'impatto delle misure adottate dal Governo è rappresentato dalla differenza tra queste due misure. La validità delle stime è provata applicando un procedimento analogo al terremoto di Kobe del 1995. La conclusione di Hayashi è negativa: Abenomics ha fallito nell'aumentare il PIL dell'ammontare desiderato poiché il

<sup>16</sup> Il Sole24Ore , 17 febbraio 2014

PIL registrato quadrimestralmente sarebbe inferiore a quello che si sarebbe registrato se il terremoto del Tohoku non si fosse verificato.



Le stime Counterfactual(1) e Counterfactual(2) mostrano il PIL che si sarebbe avuto in assenza del terremoto del 2011 usando due diversi metodi di stima<sup>17</sup>.

Dal confronto con Counterfactual(2) emerge che il PIL giapponese sarebbe stato maggiore sia in assenza del terremoto del Tohoku che di Abenomics. Il PIL stimato è di 537,4 trilioni di yen per il primo quarto del 2013, mentre quello registrato è di 522,9 trilioni di yen. Questo significa che anche con Abenomics, il PIL è minore rispetto alla sua stima di 14,6 trilioni di yen.

Hayashi sottolinea le difficoltà insite in questo tipo di analisi, prima fra tutte la carenza di dati ed il fatto che le misure sono ancora in fase di attuazione. Quello che emerge comunque dallo studio è che il recupero del primo quarto del 2013 è da imputare soprattutto ad aspettative e annunci, più che ad una ripresa dell'economia reale.

I sostenitori di Abenomics vedono in questo mix di politica economica un modello nuovo da cui le altre economie dovrebbero imparare, in particolare quelle europee. Tra questi vi è Paul Krugman, che nella crisi dei modelli keynesiano e neo keynesiano, vede in

<sup>17</sup> Per i dettagli dello studio e delle stime si veda T. Hayashi "Is It Abenomics or a Post- Disaster Recovery? A Counterfactual Analysis" gen 2014

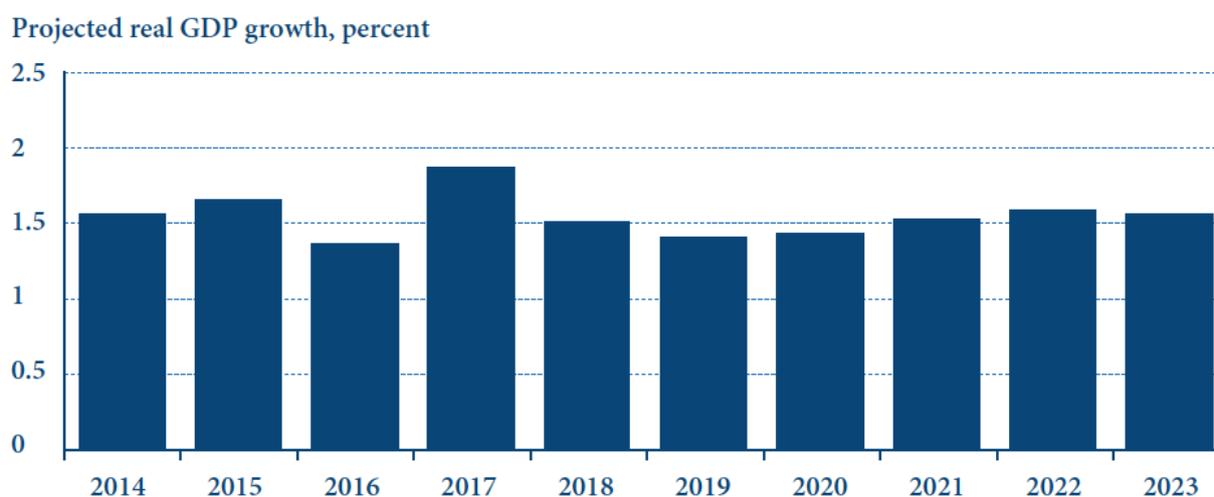
Abenomics un esempio di come questi modelli siano ancora attuali e possano ancora entrare nel dibattito economico, nonché la concreta possibilità per il Giappone di uscire dal *lost decade*.

Le voci più critiche argomentano che Abenomics sia solo uno specchio per le allodole, il cui unico vero intento è creare esuberanza nei mercati finanziari, senza reali cambiamenti nel mercato del lavoro o nell'economia reale. Richard Koo, economista di stampo arci-keynesiano, sostiene che Abenomics è pura follia, poiché appena le aspettative sull'inflazione cominceranno a crearsi, i rendimenti dei titoli cominceranno a salire e questo porterebbe ad una crisi di fiducia nel Governo giapponese e la fine per l'economia giapponese. Il Giappone si trova di fronte ad un "*time inconsistency problem*": il mercato reagisce più velocemente dell'economia reale e per questo il costo del debito aumenterà prima del gettito fiscale. La politica monetaria è inefficace per rispondere alla recessione, solo la politica fiscale può avere effetto. Le risposte a questa posizione sono che l'aumento dei rendimenti è il segnale dell'effettiva uscita dalla trappola della liquidità ed inoltre, come già sottolineato, il Giappone può fare poco affidamento sulla politica fiscale, a causa del suo elevato debito pubblico e che, anzi, proprio il modello keynesiano improntato su continue espansioni fiscali sia stato la causa della crisi del debito giapponese.

Il dibattito è aperto, poiché Abenomics è in corso e prevederne gli effetti con precisione è complesso.

Politica monetaria e fiscale da sole non bastano. Il limite di queste misure è il lungo periodo: la chiave per trasformare i primi trend di ripresa in effetti stabili di lungo periodo sono le riforme. Se il Giappone sarà in grado di essere davvero incisivo con le riforme, per il 2023 il suo PIL reale potrebbe essere del 5,3% maggiore di quello che si avrebbe in assenza di riforme.

Figure ES2 | Japan's growth rate with more aggressive structural reforms



Source: Milken Institute.

## CONCLUSIONI

Nei discorsi del Primo Ministro Abe le parole che ricorrono di più sono crescita, innovazione, apertura al mondo e al commercio internazionale.

L'obiettivo ultimo delle tre frecce è la crescita, che si configura come fattore essenziale per risolvere alcuni problemi cruciali che da anni affliggono il Giappone. Ma il piano di Abe ha anche una valenza sociale: riportare nel popolo giapponese quella sicurezza e spavalderia che nelle epoche passate avevano permesso al Giappone di raggiungere e superare le potenze occidentali. Citando la famosa frase dell'artista Taro Okamoto "*l'Arte è esplosione!*", il Ministro Abe sottolinea come i privati e le imprese giapponesi debbano "esplosione" con tutta la forza e la creatività per riportare il Paese a crescere (Abe, 5 giugno 2013).

Il Governo guarda al settore privato come chiave del successo: innovare, creare nuove opportunità di lavoro, valorizzare il ruolo delle donne nella società, aprirsi al mercato estero, deregolamentare. Più volte Abe ha sottolineato come la terza freccia, le riforme

strutturali, sia la più importante e quella che permetterà alle altre due, politica monetaria e fiscale, di essere davvero efficaci. Senza le riforme, infatti, saremmo di fronte ad un classico modello Keynesiano, i cui effetti di lungo periodo potrebbero non essere quelli sperati. Le riforme sono ciò che differenzia Abenomics rispetto alle precedenti politiche, ma è necessario portarle avanti fino in fondo.

Ciò che è fondamentale sotto questo aspetto, sottolinea lo stesso Abe, è la stabilità politica. Negli ultimi anni il Giappone è stato politicamente instabile e questo ha inciso molto sulla capacità del Governo di essere credibile e di implementare significative riforme. E' cruciale che il Governo Abe continui a implementare le politiche, superando le tradizionali opposizioni che da anni paralizzano il sistema decisionale giapponese.

L'attenzione è focalizzata sull'economia reale. L'intento è quello di raggiungere una crescita diversa da quella pre-crisi, focalizzata sull'industria e l'investimento e non sul settore dei servizi e dei mercati finanziari.

Abe descrive l'economia giapponese come un'economia legata al ciclo delle stagioni, non fatta per speculazioni di breve termine ma propensa agli investimenti, che danno i loro frutti solo nel medio e lungo periodo. Il modello giapponese deve essere ancora una volta diverso, deve riportare la crescita nell'economia reale in modo che il Giappone diventi il "motore" che rivitalizzi l'economia mondiale.

Sicuramente questa è la più concreta opportunità per uscire dalla stagnazione che il Giappone abbia mai avuto dagli anni Novanta. L'incognita è se il Governo saprà essere davvero incisivo nelle sue scelte e continuo nel portare avanti la sua politica. Non sono nemmeno da sottovalutare il ruolo dei mercati finanziari ed il comportamento dei giapponesi, fattori che potrebbero indebolire la forza delle "tre frecce".

L'ingranaggio è in atto. Le prime due frecce sono state lanciate, la terza è in fase di discussione presso la Dieta.

*"At last, it's time for action."* (Abe, 2013)

## BIBLIOGRAFIA:

- J.M. Bouissou “*Storia del Giappone Contemporaneo*”, Ed. Il Mulino, 2003
- E.K. Tripton “*Il Giappone moderno*”, Ed, Einaudi, 2011
- Blanchard, Amighini, Giavazzi “*Macroeconomia – Una prospettiva europea*”, Ed. Il Mulino, 2012
- P. Krugman “*Japan’s Trap*”, maggio 1998
- P. Krugman “*Time on the Cross: Can Fiscal Stimulus Save Japan?*”, settembre 1999
- P. Krugman “*Japan Still Trapped*”, 30 novembre 1998
- P. Krugman “*What’s Wrong With Japan?*”
- P.Krugman “*It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap*”  
Brookings Papers on Economic Activity, 1998, pp. 137–205.
- P. Krugman “*Can Deflation Be Prevented?*”
- R. DeVol “*The Yen Sets, but Does the Sun Rise?*” Milken Institute, agosto 2014
- Toshihiko Hayashi “*Is it Abenomics or Post-Disaster Recovery? A Counterfactual Analysis*”, International Advances in Economic Research, Feb 01, 2014; Vol. 20, No. 1, p. 23-31
- “*A Revolution in the Making*” The Economist, 3 maggio 2014
- “*The Battle for Japan*” The Economist, Giu 28-Lug 4 2014
- “*Flicking the Switch*” The Economist, 2 agosto 2014
- Koo Bon-Kwan “*Abenomics, Finally a Solution to Revive Japan?*”, SERI Quarterly, July 01, 2013; Vol. 6, No. 3, p. 29-37
- Yuji Hosaka “*The Abe Administration’s Domestic Strategy and Northeast Asia*”, SERI Quarterly April 2013

- Bank of Japan “*The “Price Stability Target” under the Framework for the Conduct of Monetary Policy*”, 22 gen 2013
- *Statistical Handbook of Japan 2013*, Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications
- Shinzo Abe “*Speech on the Third Round of Policies under the Growth Strategy by Prime Minister Shinzo Abe at the Research Institute of Japan*” 5 giu 2013
- Shinzo Abe “*Economic Policy Speech by H.E. Mr. Shinzo Abe, Prime Minister of Japa”n* , 19 giu 2013
- N. Rowe “*Monetary Policy is not Interest Rate Policy – Japanese Version*”
- A. Evans-Pritchard “*The Bank of Japan Must Crush All Resistance, and Will Do So*”, 24 mag 2013