



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**EVOLUZIONE DELLE POLITICHE MONETARIE E FISCALI  
GIAPPONESI DAL DOPOGUERRA AD OGGI**

**EVOLUTION OF JAPANESE MONETARY AND FISCAL POLICIES FROM  
POST-WAR TO THE PRESENT**

Relatrice:  
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:  
Leo Galeazzi

Anno Accademico 2024/2025

*Ai miei genitori*

## INDICE

Introduzione.....	4
Capitolo 1 Dalla crescita alla stagnazione.....	5
1.1 Il miracolo economico del dopoguerra.....	5
1.2 Lo scoppio della bolla speculativa.....	7
1.3 Le manovre del governo per far fronte alla crisi.....	10
1.3.1 Politiche fiscali.....	11
1.3.2 Politiche monetarie.....	13
Capitolo 2 Abenomics: un tentativo di rinascita.....	15
2.1 Le tre frecce.....	15
2.1.1 Politica monetaria ultra-espansiva.....	15
2.1.2 Gli stimoli fiscali.....	18
2.1.3 Le riforme strutturali.....	20
2.2 Valutazione dei risultati raggiunti.....	21
Capitolo 3 Il debito pubblico giapponese.....	25
3.1 Cause dell'innalzamento e perché è sostenibile.....	25
3.2 Confronto con la Grecia.....	28
Conclusioni.....	31
Bibliografia.....	32
Sitografia.....	33

## INTRODUZIONE

La seguente tesi si pone l'obiettivo di andare ad analizzare quella che è stata l'evoluzione della politica economica giapponese dal dopoguerra ad oggi ponendo un particolare focus su quelle che sono state le varie politiche fiscali ed economiche adottate dai governi che si sono susseguiti durante questo periodo di tempo. La tesi è articolata in tre capitoli: nel primo si andrà ad analizzare l'evoluzione dell'economia giapponese dal dopo guerra ad oggi, dal miracolo economico vissuto dopo la fine della Seconda guerra mondiale fino allo scoppio della bolla speculativa che proiettò il Paese in un lungo periodo di stagnazione economica definito "decennio perduto", analizzando quelle che furono le politiche monetarie e fiscali messe in atto dai governi per uscire da questa crisi. Nel secondo capitolo si tratterà dell'Abenomics, il più importante e ambizioso pacchetto di politiche fiscali e monetarie introdotto dal primo ministro Abe nella primavera del 2013 per riformare strutturalmente l'economia giapponese e cercare di dare una solida spinta alla crescita economica sostenibile nel lungo periodo. Nel terzo e ultimo capitolo si andrà ad affrontare il tema del debito pubblico giapponese analizzandone le particolari caratteristiche che nonostante l'elevato volume lo rendono sostenibile e le future sfide che il Paese dovrà affrontare per mantenere tale sostenibilità.

## **Capitolo 1**

### **DALLA CRESCITA ALLA STAGNAZIONE**

#### **1.1 Il miracolo economico del dopoguerra**

Con miracolo economico giapponese si fa riferimento al periodo tra il 1945 e il 1991, durante il quale, una nazione uscita distrutta dalla Seconda guerra mondiale, con circa due terzi dell'industria pesante compromessa dai continui bombardamenti degli alleati e milioni di soldati rientrati in patria senza una stabilità o un lavoro, riesce a diventare una delle prime economie al mondo. I fattori che resero possibile quest'incredibile crescita economica furono principalmente tre: l'occupazione degli Stati Uniti nell'immediato dopo guerra, le ottime scelte riguardanti politiche fiscali ed economiche da parte del governo e un'ottima coordinazione tra quest'ultimo e il sistema bancario.

Per quanto riguarda l'occupazione statunitense nel primo dopoguerra il potere decisionale in Giappone era nelle mani del Supreme Commander of the allied powers (SCAP), un'organizzazione degli Stati Uniti che faceva capo al Generale Douglas McArthur.

Questo periodo fu di fondamentale importanza per quella che sarebbe stata la crescita economica del Giappone, si ricorda infatti la decisione di smantellare quelle che erano le basi economiche del capitalismo giapponese attraverso lo scioglimento degli zaibatsu, ritenuti responsabili dell'aggressività giapponese e responsabili delle scelte militaristiche che portarono il governo giapponese alla decisione di partecipare al secondo conflitto mondiale e l'introduzione, nel 3 maggio 1947, della nuova Costituzione (stilata sotto il controllo degli americani), che vedeva al proprio interno la presenza di un articolo che fu fondamentale per la crescita economica giapponese. L'articolo 9, infatti, impose al Giappone la totale rinuncia alla guerra e a qualsiasi potenza di forza

terrestre aerea o navale, da cui la scelta di impiegare solo l'1% del proprio prodotto nazionale lordo in spese per armamenti (delegando le spese per la propria sicurezza nazionale agli stati uniti) potendo investire in attività produttive tutto il capitale disponibile.

Un altro grande evento che diede una massiccia spinta all'economia Giappone fu lo scoppio della guerra di Corea del 1950: la vicinanza alla penisola coreana e la presenza di forze statunitensi in Giappone, fa diventare quest'ultimo un fondamentale hub militare e logistico per gli anni del conflitto e non solo, con una notevole spinta interna ad adeguare la propria produzione ai canoni tecnologici (dunque importando massicciamente nuova tecnologia) e ai livelli richiesti da un fiorente mercato estero. In questi anni si assiste alla nascita di moltissime aziende, libere di operare in un contesto agevolato fiscalmente e politicamente sia nel contesto nazionale che internazionale. La direzione pare essere quella giusta e il recupero quasi completato quando, nell'aprile del 1952, si assiste alla fine dell'occupazione Alleata in Giappone.

Per quanto riguarda invece le scelte sulle politiche economiche e fiscali possiamo vedere un quadro complesso e ben orchestrato che permise al Giappone di realizzare una delle più straordinarie trasformazioni economiche della storia.

Negli anni 50' e 60' si adottarono politiche monetarie espansive per andare a sostenere la crescita economica: la Bank of Japan (BOJ) abbassò i tassi d'interesse e aumentò l'offerta di moneta per incentivare gli investimenti privati e l'espansione industriale, combinate con un'alta propensione al risparmio dei cittadini giapponesi, facilitarono la disponibilità di capitale per le imprese.

Queste politiche monetarie espansive furono spesso accompagnate da politiche fiscali altrettanto espansive. Il governo giapponese investì pesantemente in infrastrutture, ricerca e sviluppo, e formazione della forza lavoro, creando un ambiente favorevole alla crescita economica. Altro fattore importante fu il ruolo del sistema bancario, con le banche giapponesi che adottarono una politica di prestiti selettivi andando a fornire credito a basso costo alle imprese operanti nei settori strategici e con alto potenziale di crescita.

Durante questo periodo il governo giapponese e il sistema bancario collaborarono strettamente, il Ministero del Commercio Internazionale e dell'Industria (MITI) e la BOJ guidarono gli investimenti verso settori considerati cruciali per la crescita economica del paese. Questo coordinamento tra politiche monetarie e industriali fu un altro elemento chiave del miracolo economico giapponese postumo alla fine della Seconda guerra mondiale.

## **1.2 Lo scoppio della bolla speculativa**

Dei primi "attacchi" a quella che sembrava un'inarrestabile cavalcata ci furono durante gli anni Settanta a causa della concomitanza di due crisi petrolifere avvenute nel 1973 e 1979 che portarono ad un aumento del prezzo di quest'ultimo. Il Giappone, a causa delle limitate risorse energetiche disponibili nel proprio territorio, dipendeva dalle importazioni di petrolio ne subì il contraccolpo vedendo rallentare il proprio prodotto nazionale lordo per la prima volta dal dopoguerra. I giapponesi riuscirono tuttavia a riottenere il controllo della situazione più

velocemente rispetto ad altri paesi industrializzati e il tasso di crescita si stabilizzò sul 3-4%, continuando la sua scalata fino al 1989.

é nel biennio 1990-1992, in concomitanza dello scoppio della bolla speculativa che si va ad arrestare la decennale cavalcata nipponica.

L'origine del processo che portò allo scoppio della bolla può essere identificata nel 1985 con la stipulazione del cosiddetto "Accordo del Plaza", accordo voluto dagli stati uniti per risolvere il proprio squilibrio commerciale con le altre nazioni del G5.

Tra il 1980 e il 1985 il dollaro si era infatti apprezzato di circa il 50% nei confronti delle valute delle quattro più grandi economie dopo quella statunitense (Giappone Francia Germania e Inghilterra) e ciò aveva causato notevoli difficoltà all'industria a stelle e strisce.

La sottoscrizione di questo accordo ebbe effetti negativi sul Giappone, fece infatti rivalutare lo yen giapponese che tra il 1985 e il 1987 vide aumentare il proprio valore sul dollaro del 51%.

La BOJ decise allora di attuare una politica monetaria per svalutare lo yen: abbassò i tassi di interesse scatenando così un boom speculativo da parte di consumatori e soprattutto imprese che, grazie all'elevata disponibilità di liquidi accumulata in questo periodo, andarono a investire pesantemente nel mercato azionario e immobiliare. In questo momento cominciarono a crescere sempre più preoccupazioni riguardo l'inflazione ma l'incertezza economica causata dal "Lunedì Nero" del 1987 avvenuto negli USA spinse la BOJ a rimandare il rialzo dei tassi, le società continuarono così a sfruttare il credito facile per finanziare grandi investimenti nel mercato immobiliare e in quello azionario. Tra il 1985 e il

1990 i prezzi degli immobili e dei terreni salirono oltre il 167% mentre tra il 1987 e il 1989 i prezzi delle azioni raddoppiarono.

Ancora non era stato fiutato bene il pericolo, basti pensare che nel 1987 il reddito pro capite del Giappone aveva superato quello statunitense e due anni dopo, nel 1989, l'indice Nikkei raggiunse quello che, fino al febbraio del 2024 (39.166,12), rimase il suo massimo storico a 38.915,87. Tutto lasciava pensare che il Giappone si stesse apprestando a diventare la prima potenza mondiale, nessuno si sarebbe mai immaginato che invece da lì a poco i nipponici sarebbero entrati in uno dei periodi economicamente più bui della loro storia.

Nell'ultimi trimestre del 1989 la BOJ, nel tentativo di adottare una politica monetaria più restrittiva, iniziò ad aumentare i tassi d'interesse, i prezzi delle azioni che poco tempo prima avevano raggiunto il loro massimo storico furono i primi a soffrirne.

A inizio 1992 l'indice Nikkei era crollato del 50% scendendo al di sotto dei 20 mila punti, i prezzi di immobili e terreni erano iniziati a scendere nel 1991 ma più lentamente e ciò portò la BOJ a continuare ad aumentare i tassi. nonostante i prezzi delle azioni ne stessero soffrendo immensamente. Si arrivò all'impossibilità per le banche di erogare prestiti a causa dell'insolvenza dei clienti, neanche il pignoramento dei beni dati alla banca come garanzia si rivelò utile visto che la maggior parte di essi avevano perso gran parte del loro valore.

Il totale del capitale perso a causa del crollo dei prezzi nel settore immobiliari e finanziario ammontava a 1 miliardo di Yen e l'indice Nikkei nel 1992 crollò a 15.000 punti con una perdita di quasi 430 mila miliardi di yen.

Tale situazione portò a delle scelte finanziarie discutibili da parte del governo come il risarcimento dei grandi investitori e il ricorso a bilanci fittizi per nascondere le perdite.

Le banche dal canto loro non riuscirono a far fronte al problema dell'indebitamento nonostante le agevolazioni della BOJ che gli permise di estendere le proprie capacità di prestito, preoccupate proprio dall'aumentare della possibilità di elargire cattivi finanziamenti derivante da ciò iniziarono a rifiutare il rinnovo di prestiti alla maggior parte dei loro clienti. Le principali vittime di questa situazione furono le piccole imprese che iniziarono a fallire con uno spaventoso ritmo di circa mille al mese provocando un forte aumento del tasso di disoccupazione, che raggiunse il 3.1% nell'aprile 1995.

Lo scoppio della bolla ebbe effetti devastanti sull'economia Giappone e scaraventò il Giappone in un periodo di stagnazione economica che durò 10 anni ricordato come il "Decennio perduto".

Nel giro di un decennio l'indice Nikkei, che poco prima aveva toccato il suo massimo, nel 2001 arrivò a toccare 10.000 punti e i prezzi di immobili e terreni continuarono a scendere arrivando, sempre in quell'anno, ad aver perso il 70% del loro valore.

### **1.3 Le manovre del governo per far fronte alla crisi**

Per affrontare questa crisi finanziaria le autorità giapponesi misero in atto soluzioni nel tentativo di risollevarne la propria economia. Le politiche fiscali e monetarie adottate in questo periodo avevano come obiettivo

quello di combattere la deflazione e stimolare la domanda interna, i consumi, gli investimenti e la produzione.

Nonostante gli sforzi i risultati di queste politiche, per via di svariati fattori, furono sostanzialmente deludenti e questo periodo economicamente buio per i giapponesi si prolungò negli anni.

### **1.3.1 Politiche fiscali**

Il paese versava in una brutta situazione con le imprese che iniziarono a ridurre i propri investimenti e le banche che, già sommerse da debiti non recuperabili, da un lato continuarono a finanziare aziende già indebitate sperando in una loro ripresa e dall'altro si fecero più accorte nella concessione di nuovi prestiti.

In risposta a questa situazione, le autorità economiche cercarono di stimolare la crescita attraverso una politica fiscale espansiva. A partire dal 1992, il governo giapponese lanciò una serie di piani di rilancio per stimolare la domanda interna tramite l'aumento della spesa pubblica. Come prima mossa il Ministro delle Finanze annunciò un massiccio pacchetto di stimoli economici di 10,70 trilioni di yen e a seguire furono annunciate ulteriori misure, come l'emissione di ulteriori bond governativi per 2,26 trilioni di yen in aggiunta a quelli precedentemente emessi e la realizzazione di diverse opere pubbliche. Il Ministero delle Finanze introdusse anche restrizioni sui finanziamenti al settore immobiliare per combattere la speculazione, e raccomandò alle banche di non liquidare attività il cui valore era drasticamente diminuito.

Venne inoltre avviata una campagna per cercare di rialzare il valore delle azioni, sia attraverso comunicazioni informali tramite la stampa riguardanti future misure economiche, sia mediante un piano di investimento in azioni realizzato dal governo tramite i Trust Fund.

Dal 1994, il governo introdusse una misura fiscale denominata People's Welfare Tax, che mirava a stimolare la domanda interna e a consolidare le finanze pubbliche attraverso una riduzione delle imposte sul reddito compensata da un aumento delle imposte sui consumi. Questo piano comportava un taglio delle imposte sul reddito di 5,5 trilioni di yen e un aumento delle imposte sui consumi al 5%, generando un gettito fiscale di 5 trilioni di yen.

Nel 1996, l'economia giapponese mostrò segni di ripresa con un aumento del PIL del 4,4%, senza generare inflazione o deflazione, il deficit aumentò considerevolmente ma ciò fu giustificato dall'aumento della spesa pubblica. Di fronte a questi risultati, nel 1996 le autorità decisero di avviare un processo di consolidamento fiscale che comprendeva un aumento delle entrate derivanti dalle imposte al consumo e una riduzione delle imposte dirette.

Sulla base di un rapporto stilato dal *Fiscal System Advisory Council* il governo approvò una legge di riforma fiscale con vari punti, tra cui la riduzione del deficit pubblico al di sotto del 3% del PIL entro il 2003, riforme strutturali senza settori intoccabili per ridurre le spese, limiti alla spesa pubblica e riduzione dei programmi di investimento a lungo termine.

Questa riforma non ebbe però gli effetti sperati, fallì a causa della sua insostenibilità nel breve periodo ed ebbe un impatto recessivo

sull'economia facendo andare in bancarotta quelle aziende che già avevano problemi finanziari.

Il fallimento dei tali politiche portò al rinvio degli obiettivi fiscali prefissati dal 2003 al 2005. In conclusione, la sottovalutazione degli effetti recessivi delle politiche fiscali restrittive aggravò la crisi economica in Giappone, con impatti negativi a breve, medio e lungo termine.

### **1.3.2 Politiche monetarie**

Uno degli indicatori principali per esaminare la politica monetaria giapponese durante il periodo di crisi è il tasso call rate, ovvero il tasso di riferimento della BOJ. Dal 1986 al 1989, la Banca del Giappone ridusse significativamente il tasso d'interesse contribuendo alla creazione della bolla speculativa. Con l'inizio del 1989, invece, nel tentativo di "raffreddare" l'economia temendo eccessive spinte inflazionistiche si optò per l'innalzamento di esso. Tentativo che si rivelò inefficace visto che l'economia in Giappone continuò a crescere fino alla crisi del mercato immobiliare e del sistema finanziario. Lo scoppio della bolla portò la Banca Centrale giapponese a ridurre nuovamente il tasso d'interesse passando dal 6% nel maggio 1991 all'1,75% nel settembre 1993, valore che si mantenne per due anni in quanto ritenuto sufficiente. Nonostante questa progressiva diminuzione dei tassi l'economia giapponese non diede segnali di ripresa portando la BOJ a ridurli nuovamente fino allo 0,50% entrando nell'era dello *zero lower bound* (ZLB). Questa politica stimolò lievemente l'economia, ma i successivi fallimenti bancari e l'inasprimento fiscale ne annullarono i benefici. Il 12 febbraio 1999, in considerazione di

una cospicua deflazione, a seguito di una cruciale riunione del board della BOJ a cui parteciparono anche alcuni funzionari del governo (sintomo delle pressioni politiche sull'istituto di credito), venne inaugurata la zero *interest rate policy* (ZIRP) con la quale per la prima volta nella storia una Banca Centrale portava volontariamente il tasso di riferimento vicino allo 0. Anche questo intervento mancò però l'obbiettivo di rilanciare un'economia sempre più bloccata in una spirale deflattiva. A questo punto la Banca del Giappone, conscia che un'altra variazione dei tassi di interesse non sarebbe stata né praticabile né efficace, comprese che per uscire da questa situazione di deflazione era necessario influenzare le aspettative future sull'inflazione, nel maggio 1999 dichiarò quindi che i tassi vicini allo zero si sarebbero mantenuti fino a quando le preoccupazioni deflative non sarebbero svanite. Alla fine, nel 2000, l'economia giapponese iniziò a dare segnali di ripresa ma ulteriori decisioni di politica economica portarono un altro aumento dei tassi di interesse nell'agosto di quell'anno e ciò portò la Banca Centrale ad abbandonare definitivamente la ZIRP.

## **Capitolo 2**

### **ABENOMICS: UN TENTATIVO DI RINASCITA**

L'Abenomics è il termine coniato per descrivere il pacchetto di politiche economiche introdotte da Shinzō Abe, Primo Ministro del Giappone, a partire dal suo ritorno al potere nel dicembre 2012 (aveva già ricoperto questa carica per un breve periodo dal 26 settembre 2006 al 26 settembre 2007). L'obiettivo principale di questa strategia era quello di risollevare l'economia giapponese da decenni di stagnazione economica, bassa crescita e deflazione. Le politiche dell'Abenomics sono state incentrate su tre pilastri fondamentali, conosciuti come le "Tre Frecce": una politica monetaria ultra-espansiva, stimoli fiscali e riforme strutturali mirate a stimolare la crescita di lungo periodo. In questo capitolo analizzeremo i singoli elementi dell'Abenomics, i suoi obiettivi e i risultati raggiunti, valutandone l'efficacia

#### **2.1 Le tre frecce**

##### **2.1.1 Politica monetaria ultra-espansiva**

L'obiettivo principale di Abe come detto era quello di superare la deflazione che ormai da due decenni affliggeva il Giappone, in particolare si pose come obiettivo quello di portare il tasso di essa al 2% entro due anni, considerato un livello ottimale per stimolare l'economia. Per far ciò ovviamente Abe doveva poter sulla cooperazione della BOJ, cosa non scontata visto che per una riforma entrata in vigore nel 1998 essa era per lo più indipendente dal governo. Una delle prime mosse di Abe fu perciò quella di sollevare dall'incarico il governatore in carica Masaaki Shirakawa e nominare al suo posto Haruiko

Kuroda, fervente sostenitore della necessità di una politica monetaria espansiva al contrario del suo predecessore che pendeva verso una politica orientata al contenimento del debito pubblico. Ora che poteva contare sul supporto della Banca Centrale Abe poté, nell'aprile 2013, inaugurare la sua politica di *qualitative and quantitative easing* (QQE) che andava da implementare il *quantitative easing* (QE) già esistente, introdotto nell'ottobre del 2010 a seguito della crisi finanziaria globale del 2008.

Il QQE della Banca giapponese mirava a superare la deflazione attraverso sia un aumento "quantitativo" sia cambiamenti "qualitativi" nel bilancio della Banca.

Il primo punto riguardava l'aumento del bilancio attraverso l'acquisto di vari asset, principalmente titoli di stato giapponesi (JGB). Al momento dell'introduzione di questa politica la JGB aveva pianificato di raddoppiare la base monetaria in due anni, dai 138 trilioni di yen di fine 2012 a 270 trilioni di yen per la fine del 2014.

Per quanto riguarda invece la "qualità" del bilancio la Banca ha aumentato i suoi acquisti di EFT azionari e fondi comuni di investimento immobiliare giapponese (J-REIT).

Quest'ultimo punto, l'acquisizione di EFT da parte della BOJ, è una delle due principali differenze tra la politica attuata dalla Banca giapponese rispetto alle politiche monetarie non convenzionali attuate dalle altre banche centrali post crisi 2008. La politica di QE attuata dalla BOJ fu infatti anche di portata sorprendentemente più ampia rispetto a quelle della FED e della BCE, basti pensare che a dicembre 2018 il bilancio della Banca Centrale giapponese era pari al 100.6% del prodotto interno lordo nominale (PIL). L'altro elemento "caratteristico" del QE attuato in Giappone fu per l'appunto l'acquisizione di EFT da parte della BOJ; infatti, mentre le politiche della FED e della BCE

riguardavano l'acquisizione di obbligazioni societarie e titoli garantiti da immobili (MBS) la BOJ fu l'unica tra le grandi Banche centrali ad acquisire azioni senza data di scadenza. I prezzi delle azioni essendo ovviamente più volatili rispetto a quelli delle obbligazioni mettevano la BOJ davanti al rischio di perdite sostanziale e inoltre non avendo scadenza la Banca a un certo punto sarebbe stata costretta a cederle per ridurre il bilancio. Quest'ultima mossa però segnalava anche un forte impegno nel rilanciare l'economia, il QQE fù infatti accompagnato da un impegno dichiarato pubblicamente: la BOJ avrebbe continuato le sue politiche di easing fino al raggiungimento dell'obiettivo del 2% d'inflazione. Questa trasparenza nella comunicazione mirava a influenzare le aspettative degli operatori di mercato e dei consumatori, cercando di portarle al rialzo.

Tornando agli obiettivi che Abe si era prefissato di raggiungere l'idea di fondo che c'era dietro a questo massiccio aumento dell'offerta di moneta era la seguente: l'acquisto di JBG da parte della BOJ ne avrebbe dovuto far aumentare la domanda e, di conseguenza, scendere il rendimento con i giapponesi che a questo punto si sarebbero dovuti rivolgere altrove per far fruttare i propri capitali mentre le banche avrebbero dovuto trasformare quest'iniezione di liquidità in un più facile accesso al credito andando a stimolare gli investimenti. Un'altra conseguenza dell'aumento dell'offerta di moneta è la svalutazione della moneta nazionale, nel 2013 lo yen, infatti, si deprezzò notevolmente rispetto al dollaro e ad altre valute nazionali, ciò favorì le esportazioni giapponesi rendendo però più care le importazioni, un altro aspetto che concorreva all'obiettivo di andare a stimolare l'inflazione. Le politiche monetarie attuate dalla BOJ per risollevare l'economia non si fermarono qui, nell'ottobre 2014 venne incrementato il QQE decidendo di accelerare la velocità di aumento della base monetaria, aumentare gli acquisti

di asset da parte della BOJ e aumentare la durata residua media dei titoli di stato giapponesi. Nel gennaio 2016 venne inaugurata la *negative interest rate policy* (NIRP) con la BOJ che impose un tasso negativo (-0,1%) sulle riserve in eccesso detenute dalle banche commerciali presso essa stessa, con il medesimo obiettivo di incoraggiare quest'ultime a prestare il denaro cercando così di stimolare spesa e investimenti. Infine, nel settembre di quello stesso anno, venne introdotto il "QQE con controllo della curva di rendimento", una politica in base alla quale la BOJ acquistò enormi quantità di JBL per mantenere i rendimenti a breve termine vicini al suo obiettivo di -0,1% e i rendimenti a lungo termine intorno allo 0%.

### **2.1.2 Gli stimoli fiscali**

La "seconda freccia" dell'Abenomics fu la politica fiscale. Con essa Abe si proponeva di raggiungere un ambizioso scopo che prevedeva il perseguire due obiettivi in contrasto tra loro: da un lato si voleva sostenere la crescita economica attraverso un aumento della spesa pubblica mentre dall'altro il debito pubblico giapponese richiedeva una riduzione del deficit e un consolidamento fiscale visto che aveva raggiunto il 230% del PIL, uno dei valori più alti, se non il più alto, a livello mondiale.

Lo stimolo economico iniziò nel 2013 con misure di ripresa per un totale di 20,2 trilioni di yen, di cui 10,3 erano spese governative dirette.

Questo massiccio stimolo, il secondo più grande di sempre in Giappone, si è concentrato sulla costruzione di progetti infrastrutturali critici come ponti tunnel e strade antisismiche, la logica è che un aumento della spesa pubblica avrebbe aumentato la domanda interna, stimolato l'occupazione e aumentato il reddito delle famiglie, con l'obiettivo finale di rilanciare i consumi. A questo

primo pacchetto di stimoli fiscali ne seguirono altri due: uno di 5.5 trilioni di yen nell'aprile 2014 e un altro nel dicembre di quello stesso anno pari a 3,5 trilioni di yen.

Per contribuire a finanziare l'aumento della spesa pubblica il governo andò ad aumentare la *consumption tax* (simile all'IVA italiana), quest'aumento venne realizzato attraverso 2 distinti aumenti dei tassi: uno nel 2014 dal 5% all'8% e un altro inizialmente previsto per il 2015 ma poi rinviato ed attuato nel 2019 a causa degli effetti che avrebbe potuto avere sulla domanda interna che portò la tassa dall'8% al 10%.

Con l'entrata in vigore del secondo aumento venne introdotto anche il primo sistema di aliquote fiscali ridotte del Giappone per ridurre l'impatto che avrebbe potuto avere sui consumatori a basso reddito, l'aliquota fù infatti lasciata all'8% per i beni di prima necessità come ad esempio gli alimenti. Quest'aumento della *consumption tax* ebbe comunque effetti negativi sui consumi interni, nel 2014 infatti a seguito del primo aumento la spesa delle famiglie giapponesi crollò portando il Giappone in RECESSIONE TECNICA, con il PIL che nel periodo tra luglio e settembre perse lo 0,4% rispetto al trimestre precedente.

La paura che l'effetto negativo di questa mossa sulla domanda interna avrebbe compromesso il piano di crescita economica fece prendere la decisione di rinviare il secondo aumento, venne così evidenziata la difficoltà nel perseguire contemporaneamente due obiettivi così diversi tra loro come lo stimolo alla crescita economica e quello di consolidamento del bilancio pubblico.

### **2.1.3 Le riforme strutturali**

Mentre le prime due frecce dell'Abenomics si andavano a focalizzare sul breve periodo cercando di dare velocemente un nuovo slancio all'economia giapponese era compito della terza ultima freccia era quello di andare a generare una crescita e una futura stabilità nel lungo periodo, ciò attraverso una serie di riforme strutturali di cui il Giappone assolutamente necessitava. Queste riforme andavano a toccare istituzioni, consuetudini e comportamenti ritenuti tipici e tradizionali in Giappone ma che erano diventati un peso nel contesto di cambiamenti sociali e tecnologici, quelle più importanti riguardarono il mercato del lavoro, l'agricoltura, l'energia e le relazioni internazionali.

Le riforme del mercato del lavoro furono particolarmente importanti perché si mirò a una maggior partecipazione delle donne, che fino a quel momento erano state sempre tenute in disparte lavorativamente parlando, giovani e anziani. Per facilitare una maggiore occupazione delle donne vennero fatti investimenti per aumentare i nidi d'infanzia, introdotte normative per permettere congedi parentali più lunghi, aumentata l'assistenza per famiglie con un singolo genitore e instaurati incentivi per l'occupazione femminile nelle posizioni dirigenziali. Per un paese che stava invecchiando rapidamente come il Giappone era fondamentale anche promuovere l'occupazione degli anziani, al fine di ridurre le spese sostenute per il sistema pensionistico e aumentare la forza lavoro in un generale contesto di declino demografico, venne quindi aumentata l'età pensionabile dai 60 ai 65 anni (ad oggi si valuta di aumentarla ulteriormente ai 70 dal 2027) e incentivate le aziende a mantenere o riassumere i lavoratori più anziani. Il governo Abe mise inoltre mano al settore agricolo cercando di ridurre il potere delle grandi cooperative per rendere il mercato più

dinamico e creare un comparto agro-industriale competitivo a livello mondiale. Dal lato energetico, dopo il disastro di Fukushima, tutte le centrali nucleari furono inizialmente spente, per poi riattivarne alcune, provocando tuttavia scontento tra l'opinione pubblica. Gli obiettivi posti dal governo sull'argomento non sono tuttora molto chiari: si punta al risparmio energetico e alle fonti rinnovabili, ma il nucleare conserva un ruolo importante (circa il 20%), accompagnato dal carbone, che continuerà a essere fondamentale per molti anni, grazie a metodi moderni e poco inquinanti. Un'altra delle iniziative di Abe fu quella di aderire al Trans-Pacific Partnership (TPP), un accordo voluto fortemente dagli Stati Uniti per contrastare la crescita della Cina, riguardante il commercio tra Paesi affacciati sull'Oceano Pacifico che vedeva la partecipazione di 12 stati.

## **2.2 Valutazione dei risultati raggiunti**

Per valutare con completezza quelli che sono i risultati dell'Abenomics si devono prendere in considerazione sia quelli che furono i successi del piano politico di Abe ma anche gli obiettivi che non riuscì a raggiungere.

Come detto uno dei principali scopi di Abe era quello di contrastare la persistente deflazione che affliggeva il Giappone, riguardo questo punto si può dire che l'Abenomics riuscì a sconfiggerla e invertire questa tendenza ma l'obiettivo dichiarato del 2% non venne mai raggiunto, essa infatti rimase intorno all'1% e in alcuni periodi tornò vicino allo zero. A rendere ancora più complicata questa sfida fu poi la pandemia del 2020 che aumentò ulteriormente le pressioni deflazionistiche.

Nel breve termine l'economia giapponese vide un ritorno alla crescita col PIL che aumentò in media dell'1-1,5% l'anno, obiettivo comunque al di sotto delle

aspettative e soprattutto troppo legato all'esportazioni (frutto della svalutazione dello yen) e agli stimoli fiscali con gli investimenti e i consumi delle famiglie che non riuscirono ad espandersi in modo significativo. Gli stimoli fiscali contribuirono inoltre, assieme alle spese di ricostruzione sostenute in questi anni a seguito delle catastrofi (terremoto, tsunami e centrale nucleare), alla crescita del debito pubblico che continuò ad aumentare raggiungendo il 250% del PIL. La disoccupazione calò grazie all'aumento della partecipazione al lavoro di donne e anziani, ciò però non bastò a coprire la perdita di forza lavoro giovane che il Giappone stava vivendo, il tasso di natalità, infatti, rimase uno dei più bassi al mondo e la popolazione continuò a diminuire costantemente. Uno dei migliori risultati raggiunti dall'Abenomics fu il rafforzamento del mercato azionario, gli investitori stranieri acquistarono sempre più azioni giapponese che, visto il deprezzamento dello yen, erano diventate meno care e con più alte prospettive di profitto e l'indice Nikkei in questo periodo registrò un significativo rialzo passando dai 10.000 punti del 2012 a oltre 24.000 nel 2018. Infine, le riforme strutturali non sono state abbastanza incisive per trasformare il modello economico giapponese ottenendo risultati limitati e lasciando aperte molte questioni fondamentali per il futuro dell'economia giapponese.

Di seguito un grafico che riporta il cambiamento anno per anno di alcune variabili economiche fondamentali durante i primi anni dell'Abenomics da cui emergono chiaramente quelli che sono stati gli effetti positivi dell'Abenomics ma anche la mancanza di costanza di quest'ultimi in indicatori importanti come inflazione e il PIL.

Tabella 1

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIL reale (°)	1,5	2,0	0,4	1,4	1,0	1,7	1,1	0,9
Inflazione, %	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,5	1,2	1,3
Disoccupazione, %	4,3	4,0	3,6	3,4	3,1	2,9	2,9	2,9
Deficit /PIL	8,6	7,9	5,6	3,8	3,7	4,3	3,7	2,8
Debito/PIL (*)	229	232	236	231	236	238	238	237
Cambio JPY/USD (“) 7	79,8	97,6	105,9	121,0	108,8	112,2	109,8	109,3
Base monetaria (*) (°)	10,7	45,8	36,7	29,1	22,8	9,7	10,6	9,3
Borsa, Nikkei 225 (*)	10395	16291	17451	19034	19114	22765	20015	---

Fonte: IMF (2018)

Note: 2018 stima, 2019 previsione, (\*) a fine anno, (°) variazione percentuale annua, (“) media annua

## Capitolo 3

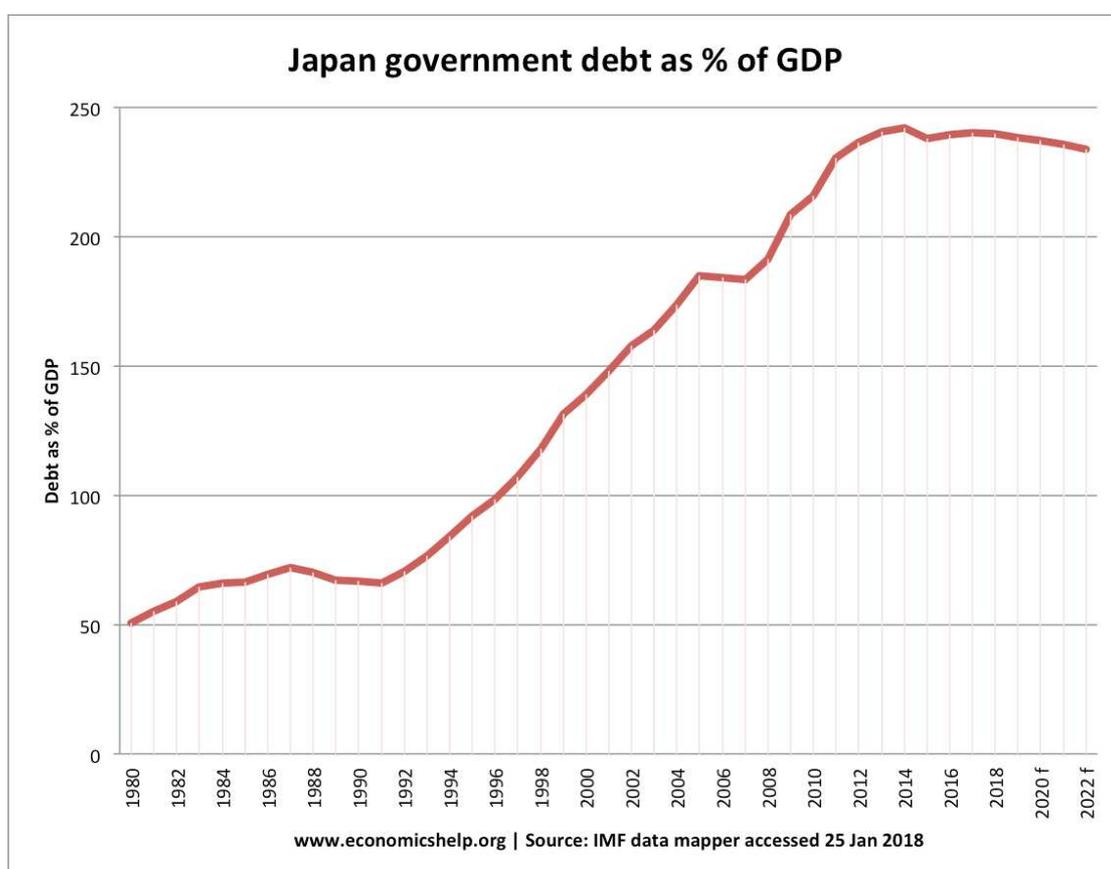
### IL DEBITO PUBBLICO GIAPPONESE

#### 3.1 Cause dell'innalzamento e perché è sostenibile

Il Giappone ad oggi ha uno dei debiti pubblici più alti al mondo che ammonta al 251.2% del Pil (dato aggiornato al 2024). Le cause che hanno portato il paese ad avere quest'elevato volume di debito pubblico sono svariate e molte le abbiamo già affrontate nei capitoli precedenti in quanto sono collegabili agli sforzi fatti dal paese per tentare di uscire dal "decennio perduto" prima e alle politiche attuate da Abe per stimolare la crescita economica poi. Durante gli anni 90 il Giappone implementò numerosi pacchetti di stimoli fiscali per far fronte al periodo di stagnazione che stava vivendo. Questi stimoli fiscali finanziati principalmente attraverso l'emissione di titoli di stato andarono ovviamente ad accrescere quello che era il debito pubblico giapponese senza nemmeno riuscire a dare una decisa spinta alla crescita economica. La bassa crescita economica unita alla deflazione che affliggeva il paese e a queste politiche fiscali accomodanti portarono inoltre a una diminuzione delle entrate fiscali su cui poteva contare il governo, le imprese ridussero i profitti e i consumatori le spese portando alla diminuzione delle entrate derivante dalle tasse su imprese e consumi. Altre cause dell'aumento del debito furono le elevate spese pubbliche che il governo destinò alla creazione di infrastrutture come strade, ponti e aeroporti nel tentativo di rilanciare l'economia e quelle che dovette affrontare per la ricostruzione a seguito delle catastrofi che subì in quel periodo come lo tsunami, il terremoto e il disastro nucleare di Fukushima, tutti e tre avvenuti nel 2011. Concorse all'innalzamento del debito anche il programma di *quantitative easing* instaurato da Abe nel 2013, l'acquisto in grandi quantità di JBG da parte della BOJ fece rimanere i tassi dei titoli di stato

giapponesi a livelli estremamente bassi consentendo al governo di continuare ad indebitarsi senza sopportare eccessivi costi. Nel tempo ci furono tentativi di consolidamento fiscale come l'aumento della *consumption tax* che però andò a deprimere ancor di più i consumi dei privati riducendo ancor di più la crescita economica.

Figura 1: Debito pubblico giapponese in percentuale del PIL



Fonte: IMF data mapper

Nonostante l'elevato volume il debito pubblico giapponese non preoccupa analisti e investitori internazionali che sono concordi nel giudicarlo decisamente sostenibile.

Dietro questa considerazione di cui gode il debito pubblico giapponese ci sono varie motivazioni, la prima e più importante riguarda quella che è la struttura del debito stesso: il 90% di esso è infatti posseduto da istituzioni finanziarie nazionali, fondi pensione, banche e, soprattutto, dalla BOJ. La BOJ ovviamente non diventerà mai creditore ostile nei confronti del paese, ciò inoltre limita la dipendenza del paese dai mercati finanziari internazionali e lo rende meno vulnerabile a crisi finanziarie globali e perdita di fiducia da parte di creditori esteri. Altra particolarità del debito pubblico giapponese sono i tassi d'interesse decisamente bassi, possibile grazie alla forte domanda interna di essi in quanto considerati forme sicure di risparmio. Ciò come già detto in precedenza fa sì che il Giappone possa indebitarsi senza sostenere costi elevati. I conti del Giappone inoltre non sono messi così male come il livello del debito in relazione al PIL potrebbe far pensare, il deficit di bilancio è infatti molto migliore rispetto ad altri paesi con alti livelli di debito pubblico come Italia e Grecia. Oltre ciò il paese può contare su un notevole patrimonio, secondo i calcoli dell'Osservatorio Conti Pubblici Italiani si stima che posseda attività non finanziarie, come immobili, per un valore che supera il 100% del PIL e titoli finanziari per il 112% del PIL. Il patrimonio è il principale strumento su cui potrebbero far leva i creditori in caso di brutti tempi e il fatto che il Giappone ne ha quasi quanto il valore del suo debito pubblico rende tranquilli i creditori.

Il debito pubblico giapponese è quindi giudicato sostenibile ma nel lungo periodo ci sono diversi fattori che potrebbero andare a minare questa stabilità.

I principali pericoli a questa sostenibilità sono due: il continuo invecchiamento della popolazione e l'eccessiva dipendenza da una politica monetaria ultra-espansiva. Per quanto riguarda il primo punto il Giappone deve fare i conti con l'invecchiamento della sua popolazione, la percentuale di persone oltre i 65 anni sta continuando ad aumentare, i giovani che vanno a comporre la forza lavoro diminuiscono e il tasso di natalità rimane uno dei più bassi al mondo. Questo fatto se prolungato nel tempo porterà il Giappone a dover aumentare la spesa pubblica per sostenere il sistema pensionistico e i costi della sanità andando ad aggravare ulteriormente il debito pubblico, contemporaneamente ci saranno sempre meno lavoratori in grado di contribuire al sistema fiscale e generare ricchezza e il ciò andrà ad abbassare le entrate fiscali, elemento necessario per sostenere la spesa pubblica. L'altro fattore riguarda l'eccessiva dipendenza dalla BOJ e dalle sue politiche monetarie espansive. Se da un lato il ruolo della BOJ è stato fondamentale per tenere i tassi bassi il fatto che essa detenga un enorme fetta del debito giapponese comporta che semmai dovesse ridurre il suo acquisto di titoli o aumentare i tassi d'interesse il costo del debito, vista la mole di esso, aumenterebbe drasticamente mettendone a rischio la sostenibilità.

Il Giappone quindi non si può accontentare della momentanea sostenibilità del suo debito pubblico ma deve continuare ad impegnarsi per dare una spinta robusta alla crescita economica e intervenire con riforme strutturali significative altrimenti in futuro questa stabilità potrebbe venire a meno.

### **3.2 Confronto con la Grecia**

Interessante è confrontare il caso del Giappone con quello di altri paesi con un debito pubblico assai elevato. Uno degli esempi più importanti è quello della

Grecia che con un debito pubblico pari al 162,11% del PIL nel 2012, nell'ambito della crisi del debito sovrano europeo, ha rischiato il fallimento. Quali sono state però le principali differenze nella gestione del debito pubblico da parte di questi due paesi per far sì che la Grecia, seppur con un livello molto alto ma comunque inferiore di non poco a quello giapponese ne risentisse in maniera così più drastica? Come già accennato in precedenza una dei principali punti di forza del debito giapponese riguardava i possessori di esso e già da questo punto di può tracciare una bella differenza con la Grecia.

*Tabella 2: Detentori di titoli di stato giapponesi e greci, 2011*

Holders of Japanese government bonds	Percentage of total	Holders of Greek government bonds	Percentage of total
Banks and postal savings	45	Overseas investors	33
Life and non-life insurance	20	Domestic investors	21
Public pension funds	10	European Central Bank	18
Private pension funds	4	Bilateral loans	14
Bank of Japan	8	Social pension funds	6
Overseas investors	5	International Monetary Fund	5
Households	5	Greek domestic funds	3
Other	3		

*Fonte: Ministry of Finance, Japan, and Financial Times*

La tabella ci mostra come i detentori del debito pubblico giapponese e di quello greco siano totalmente diversi: circa il 70% di quello greco è in mano di investitori esteri, i quali ci mettono poco a venderli se ritengono ci sia un possibile rischio, mentre per quanto riguarda il Giappone solo il 5% del debito

non rimane nei confini nazionali. Ciò è una differenza fondamentale che rende la Grecia più vulnerabile ai cambiamenti riguardanti i mercati internazionali, con la crisi del debito sovrano, infatti, gli investitori esteri persero fiducia nella capacità del Paese di ripagare il debito portando ad un forte aumento dei tassi d'interesse e successivamente ad una crisi di liquidità. Dall'altra parte i creditori giapponesi non hanno mai smesso di sostenere il governo anche nei periodi di stagnazione economica.

## CONCLUSIONI

L'evoluzione dell'economia monetaria giapponese dal dopoguerra ad oggi rappresenta uno dei casi più particolari e complessi studiati nella storia economica moderna. Dalla fine della Seconda guerra mondiale il Paese visse uno straordinario periodo di crescita economica che lo portò dall'essere un'economia devastata a diventare una delle principali potenze economiche mondiali. Lo scoppio della bolla speculativa verso la fine degli '80 rallentò questa cavalcata proiettando il Giappone in una lunga fase di stagione economica conosciuta come il "decennio perduto" di cui ancora oggi si porta dietro gli strascichi. Ovviamente durante questo periodo non mancarono i tentativi spinti alla crescita economica tramite numerosi interventi di politica fiscale e monetaria culminati con l'Abenomics introdotto da Abe nel 2013. Orientandosi al futuro il Giappone dovrà far i conti con la gestione dell'elevatissimo debito pubblico e le problematiche legate al calo demografico che minano la sostenibilità nel lungo termine del modello economico del paese. Un altro passo importante riguarda come verrà gestito lo staccamento della BOJ dalle politiche monetarie ultra-espansive che hanno contraddistinto il Giappone in questi anni senza compromettere la stabilità finanziaria del paese. Il futuro successo del Giappone dipenderà dalla capacità di quest'ultimo di implementare riforme strutturali efficaci per dare una spinta alla crescita economica con prospettive di lungo periodo e dal miglioramento della sua produttività.

## **BIBLIOGRAFIA**

*Dennis P Botman (2015) Can Abenomics succeed? Overcoming the Legacy of Japan's Lost Decades, USA: International Monetary Fund*

*Carlo Filippini (2021). Sguardi sul Giappone da Oriente a Occidente, Italia: Libreria Editrice Cafoscarina*

*Garside W. R (2014). Japan's Great Stagnation: Forging Ahead, Falling Behind, USA: Edward Elgar Publishing.*

*Koyama Kentaro (2022). The Bank of Japan's equity exchange-traded funds purchasing operation and its impact on equity returns, Cogent Economics & Finance, 10: 2111782*

*Fabrizio Martini (2013). Abenomics, la scommessa del Giappone, Italia: Fabrizio Martini.*

*Kensuke Miyazawa (2015) Journal of the Japanese and International Economies, USA: Academic Press*

*Masazumi Wakatabe (2015). Japan's Great Stagnation and Abenomics: lessons for the world, Londra: Palgrave Macmillan*

## SITOGRAFIA

<https://www.etfstream.com/articles/bank-of-japan-halts-etf-buying-in-policy-overhaul>

[https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen\\_2016/data/ko161009a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2016/data/ko161009a.pdf)

[https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/ref\\_qge.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/ref_qge.htm)

[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2016/k160921a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160921a.pdf)

<https://www.bruegel.org/blog-post/shinzo-abes-economic-legacy-glass-half-full>

<https://www.reuters.com/markets/asia/how-does-japans-yield-curve-control-work-2023-07-28/>

<https://thebottomup.it/2013/07/23/abenomics-tre-frecce-per-salvare-il-giappone/>

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156347/adbi-wp492.pdf>

<https://stripe.com/it/resources/more/japan-consumption-tax-10#:~:text=L'imposta%20sui%20consumi%20%C3%A8,10%25%20nell'ottobre%202019.>

[https://www.repubblica.it/economia/2014/11/17/news/giappone\\_il\\_pil\\_crolla\\_recessione\\_tecnica\\_abe\\_verso\\_le\\_elezioni-100737460/.](https://www.repubblica.it/economia/2014/11/17/news/giappone_il_pil_crolla_recessione_tecnica_abe_verso_le_elezioni-100737460/)

[https://www.japan.go.jp/sp/\\_userdata/abenomics/pdf/161111\\_abenomics.pdf](https://www.japan.go.jp/sp/_userdata/abenomics/pdf/161111_abenomics.pdf)

<https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2023/nov/what-lessons-drawn-japans-high-debt-gdp-ratio>

[https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG\\_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/JPN](https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/JPN)

<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/06/japans-experience-with-yield-curve-control/>

<https://www.ilpost.it/2023/09/03/debito-pubblico-giappone/>

<https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-giappone-un-paradiso-sovranita>