

Focus Giappone

**Economia in ripresa, grazie ai vaccini e alla politica fiscale**

29 novembre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

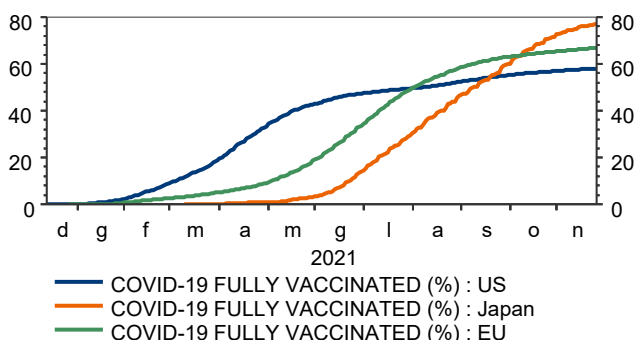
L'economia giapponese nel 2021 ha seguito un sentiero determinato dalle ondate pandemiche, con un alternarsi di espansioni e contrazioni. La crescita prevista per il 2022 è più "lineare", con un'accelerazione a 3,3% dopo l'1,8% atteso per il 2021, sostenuta anche da un pacchetto fiscale, incentrato sul sostegno diretto al reddito delle famiglie. L'inflazione è in modesto rialzo sulla scia della componente energetica, ma il 2% rimane un miraggio, e congela l'azione della BoJ.

La lentezza iniziale della **campagna vaccinale** è costata cara all'economia giapponese, con due trimestri di contrazione nel 2022, causati dalle ondate pandemiche e dalle restrizioni imposte sui servizi. Con l'accelerazione delle vaccinazioni, il Giappone è in pole position fra i paesi avanzati, con riduzione dei rischi da COVID-19. La previsione è di **crescita di 3,3% nel 2022**. L'**inflazione** è attesa poco sopra 1% a/a a metà 2022, con una stabilizzazione intorno a 0,8% nel secondo semestre: **non c'è spazio per modifiche della politica monetaria nel futuro prevedibile**.

L'imposizione dello stato di emergenza si è riflessa in un **andamento volatile dei servizi**, mentre nel **manifatturiero** la dinamica dell'attività è stata più lineare, trainata dalla forte domanda ma soggetta però al freno dei colli di bottiglia a livello globale. Il **nuovo governo**, confermato dopo le elezioni di novembre, ha annunciato un **budget supplementare (con un effetto stimato pari a circa 1,3 pp del PIL)**, che dovrebbe ancora sostenere direttamente il reddito disponibile delle famiglie e fornire supporto ai settori dei servizi ricreativi e turistici. La previsione è di ripresa nel 4° trimestre e di **rafforzamento dei consumi nel 2022**. Lo scenario resta soggetto a enorme incertezza, soprattutto dopo l'emergere della variante omicron.

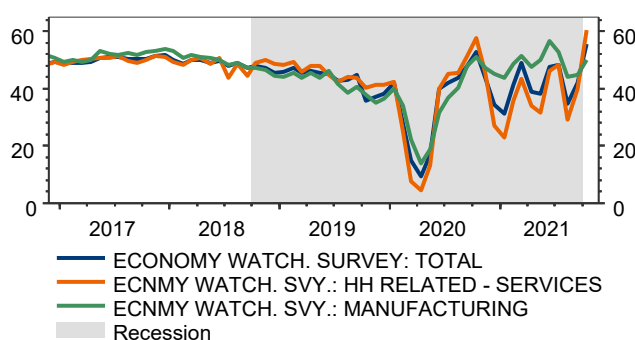
Il **mercato del lavoro** ha risentito in misura contenuta degli effetti della pandemia, in parte grazie al sostegno della politica fiscale per la protezione dell'occupazione. Dal lato dell'offerta di lavoro, i trend demografici restano un rischio significativo per la crescita. Negli ultimi anni, gli effetti dell'invecchiamento della popolazione erano stati contrastati dal forte aumento della partecipazione femminile (da 63% nel 2012 al 73% nel 2020) e della coorte >65 anni, grazie alle politiche del governo Abe. Con la pandemia, il trend della partecipazione si è stabilizzato, ma la scarsità di manodopera potrebbe spingere le imprese ad accelerare gli investimenti necessari per aumentare la produttività.

**Fig. 1 - Campagna vaccinale: partenza a scoppio ritardato, ma arrivo su percentuali record**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 - Un anno in altalena per i servizi, maggiore stabilità per il manifatturiero**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Dopo un 2021 difficile, un 2022 positivo (virus permettendo)

Il 2021 è stato un altro anno straordinariamente volatile per l'economia giapponese, con variazioni meno estreme rispetto al 2020, ma con un persistente alternarsi di espansione e contrazione, dettato dall'andamento della pandemia e dalle restrizioni imposte per contrastarla (fig. 3). Un fattore determinante è stata la tempistica della campagna vaccinale, iniziata con grande ritardo e scarsa convinzione, ma poi decollata in modo efficiente, portando la percentuale di vaccinati dal 3,5% di giugno al 76,7% di fine novembre (fig. 1).

Le previsioni per il 2022 sono positive, grazie al miglioramento del quadro pandemico domestico e all'ulteriore supporto fiscale previsto dal budget supplementare presentato dal nuovo governo. Dopo il -4,7% del 2020, **la previsione è di crescita di 1,8% nel 2021 e di 3,3% nel 2022**, spinta dalla domanda domestica, mentre il canale estero potrebbe rimanere frenato dagli effetti delle strozzature all'offerta sulle esportazioni. L'**inflazione** è in rialzo da metà 2021, in gran parte per via del trend verso l'alto della componente energetica e dovrebbe avvicinarsi all'1% a/a a metà 2022, per poi stabilizzarsi su quei livelli nei trimestri successivi. La politica monetaria rimane marginale per lo scenario economico, con la previsione di tassi fermi su tutto l'orizzonte previsivo e di stabilizzazione della quota di JGB detenuti dalla BoJ.

La **domanda domestica**, soprattutto per la componente **consumi**, ha seguito l'andamento della pandemia (figg. 4 e 6). Il ritardo nella partenza della campagna vaccinale ha reso necessario dichiarare ed estendere più volte lo stato di emergenza. L'alternarsi di crescita e contrazione del primo semestre si sta riproducendo nella seconda parte dell'anno. La correzione estiva del PIL, guidata dal calo dei consumi di servizi, dovrebbe essere seguita da una netta ripresa in autunno (fig. 8) e nei trimestri successivi, sempre che i contagi restino sotto controllo. Dopo il calo di -5,9% nel 2020, **i consumi sono previsti in rialzo di 1,2% e 3% nel 2021 e nel 2022**, rispettivamente. Nel 2022, se la pandemia rimarrà in fase di remissione, i consumi di servizi dovrebbero essere spinti dalla riapertura delle attività e dal sostegno fiscale diretto e indiretto introdotto dal budget supplementare (v. sotto), oltre che dall'andamento favorevole del mercato del lavoro. Su questo fronte, la domanda è stata aiutata dalla politica fiscale e l'offerta ha corretto solo modestamente in fase pandemica, pur restando frenata dal trend di invecchiamento della popolazione.

Dal lato degli **investimenti fissi non residenziali** (fig. 9), il Giappone è stato colpito, come il resto dell'economia globale, dalle strozzature all'offerta che hanno frenato l'attività nel manifatturiero, specialmente nel settore auto. Le indagini e le previsioni per l'autunno sono in moderato miglioramento, con indicazioni positive dagli ordini, anche dall'estero. I principali produttori di auto hanno annunciato revisioni verso il basso per i piani produttivi del 4° trimestre, che però implicano ripresa dell'output rispetto ai livelli super-compresi dell'estate. Le aspettative per ordini e produzione industriale sono di miglioramento (fig. 10). Lo scenario è quindi di riaccelerazione degli investimenti fissi non residenziali, con un rialzo atteso **di 5,5% nel 2022, dopo -0,3% previsto per il 2021** e -6,2% nel 2020.

Le **esportazioni** risultano solide su base annua, con un aumento previsto di 11,8% dopo -11,5% del 2020, a fronte di un rialzo atteso per quest'anno di 6,3% delle **importazioni** dopo -7,3% l'anno precedente. Per il 2022, l'import è atteso in ripresa del 6% e l'export del 7,9%, con un contributo netto previsto di 0,4 pp. La **dinamica dei flussi commerciali** (figg. 11-12) evidenzia un indebolimento degli scambi nel 2021 sulla scia di due fattori: le strozzature all'offerta, particolarmente marcate nel settore auto, ma non solo, da un lato, e il rallentamento della crescita cinese, dall'altro. Su entrambi i fronti eventuali miglioramenti richiederanno tempo, anche se si dovrebbe registrare un trend di progresso nel 2022.

**Volatilità della crescita nel 2021 dettata dalle ondate pandemiche**

**Accelerazione attesa nel 2022, grazie alla ripresa dei consumi e al supporto fiscale**

**Previsto un rimbalzo della domanda di servizi, se i contagi resteranno sotto controllo**

**Investimenti fissi non residenziali frenati dai problemi dell'offerta, ma i colli di bottiglia dovrebbero aver smesso di peggiorare**

**Scambi commerciali in difficoltà**

L'**inflazione**, su un modesto trend positivo, è tornata sopra lo zero a ottobre (fig. 14), spinta dall'energia, che ha più che controbilanciato gli effetti della riduzione delle tariffe della telefonia mobile. Al netto di energia e alimentari freschi, l'inflazione è ancora ampiamente negativa a -0,7% a/a. Il sentiero previsto per l'inflazione ex-alimentari freschi è in rialzo verso un massimo poco sopra 1% a/a ad aprile e una successiva stabilizzazione poco sotto l'1% per gran parte del 2° semestre, con contributi positivi dall'energia e negativi dalle tariffe telefoniche e da quelle alberghiere (queste ultime in calo con il rinnovo del programma "GoTo" a supporto del turismo).

Con questo scenario di inflazione, **la BoJ dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata nel futuro prevedibile**. La percentuale di JGB detenuti dalla Banca centrale è scesa modestamente a 48,2%, con un rallentamento ulteriore degli acquisti di titoli necessario al mantenimento dei rendimenti a 10 anni all'interno dell'intervallo obiettivo prefissato, centrato sullo zero.

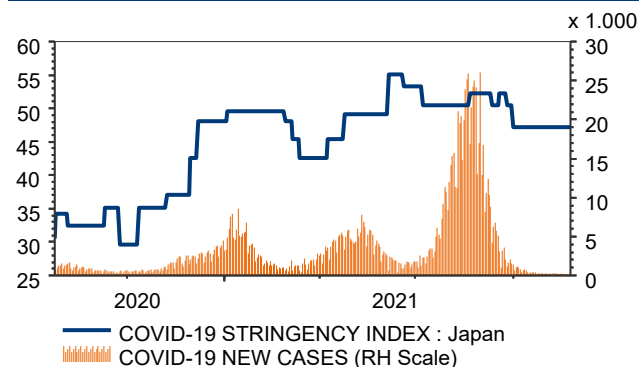
La **politica fiscale** dovrebbe fornire un contributo positivo alla crescita del 2022. I risultati delle elezioni della Camera Bassa a novembre hanno segnalato stabilità politica per il futuro prevedibile, con una maggioranza solida per il nuovo governo, e aspettative di un esito favorevole per l'attuale maggioranza anche alle elezioni della Camera Alta previste per l'estate 2022. A fine novembre, il Governo ha annunciato nuove misure espansive da finanziare con un budget supplementare di circa 32 tln di yen (5,9% del PIL), incentrate su trasferimenti diretti alle famiglie (5 tln di yen), incentivi per il sostegno del settore dei servizi aggregativi (1 tln), oltre a interventi per la produzione di semiconduttori e lo sviluppo di vaccini. Sulla base dell'esperienza recente, le famiglie dovrebbero spendere circa il 20-30% del maggiore reddito disponibile, con un effetto sul PIL di circa 0,3pp e lo stimolo alla spesa turistica potrebbe essere pari a circa 0,3-0,4pp. Il pacchetto include anche spese per infrastrutture contro eventi climatici per 4,6 tln, con effetti sul PIL stimati di circa 0,5pp. Complessivamente, **lo stimolo fiscale potrebbe aggirarsi intorno a 1,3pp nel 2022**. Lo scenario rimane comunque con rischi verso il basso collegati all'evoluzione della pandemia e dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta.

**Inflazione in rialzo verso l'1% nel 2022, ma il 2% è un miraggio**

**BoJ sempre ferma**

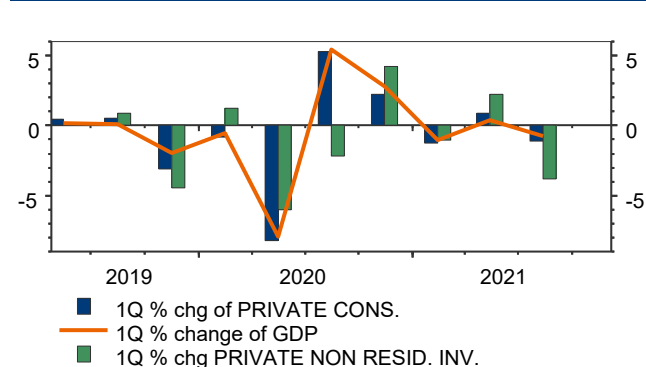
**Politica fiscale espansiva nel 2022 con stimolo diretto alle famiglie e nuova spesa per infrastrutture**

**Fig. 3 – Contagi finalmente sotto controllo**



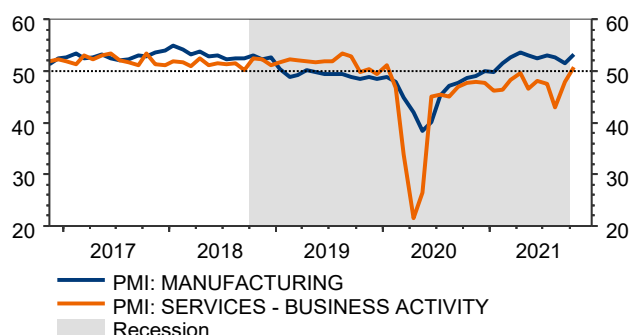
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – PIL e domanda domestica in altalena, sulla scia di COVID-19**



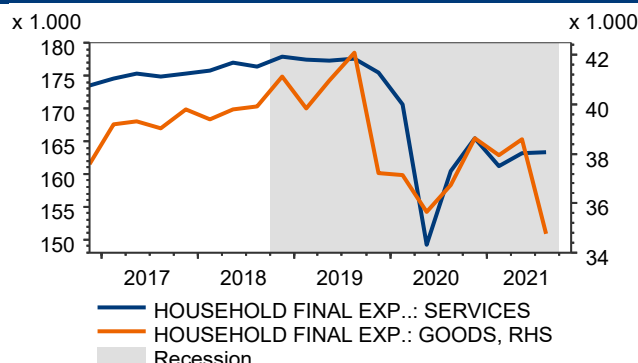
Nota: previsioni Intesa Sanpaolo dopo il 2° trimestre 2021. Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – Il manifatturiero tiene, nonostante le strozzature all'offerta e il calo delle auto, i servizi riprendono con il controllo dei contagi**



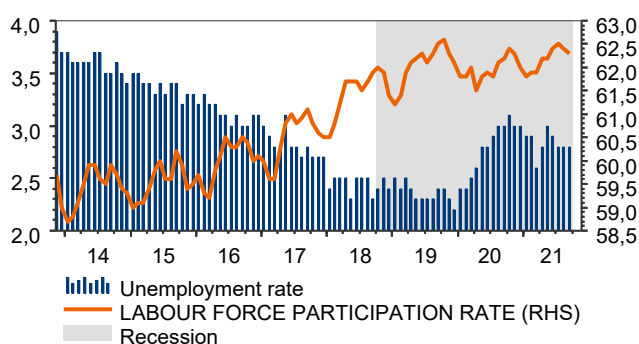
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – La spesa delle famiglie è sempre dipendente dalla pandemia e dallo stimolo fiscale**



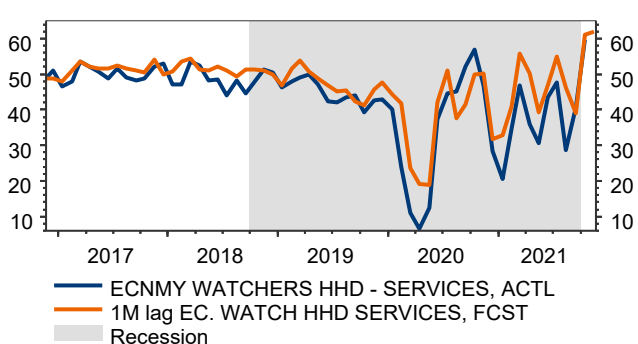
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Disoccupazione in calo e partecipazione già rientrata sui livelli pre-pandemici**



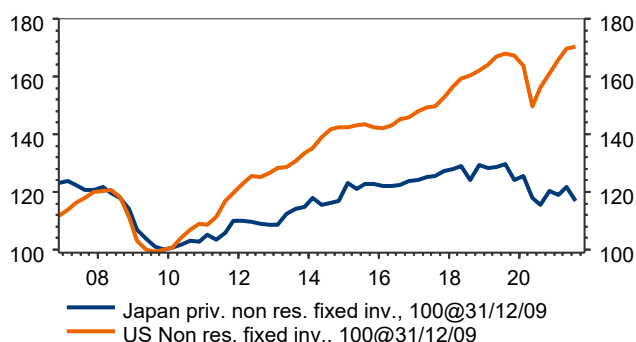
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – Indicazioni positive per la domanda di servizi in autunno**



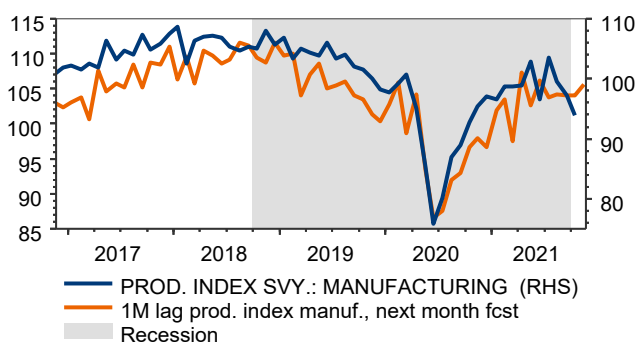
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 9 – Gli investimenti fissi delle imprese sono su un trend debole dalla recessione del 2009**



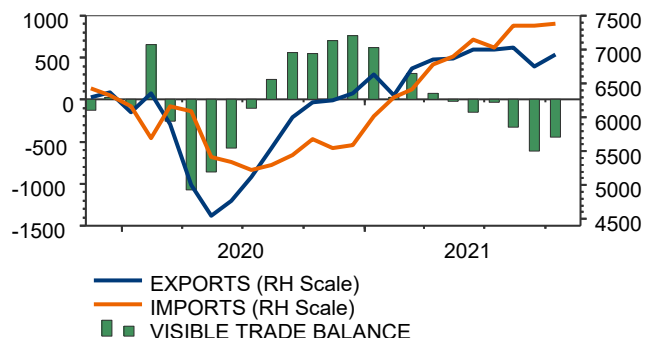
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 10 – La produzione industriale è stata frenata dai colli di bottiglia all'offerta, particolarmente marcati nel settore auto**



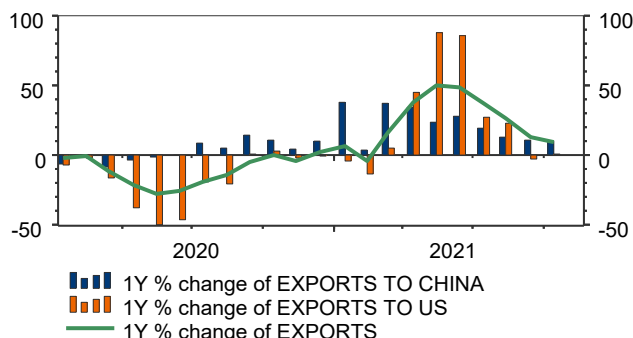
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 11 – Flussi commerciali deboli...



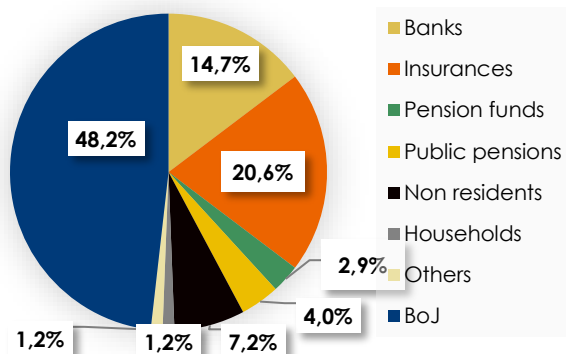
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 12 - ...con le esportazioni ostacolate dalle strozzature all'offerta e dal rallentamento cinese



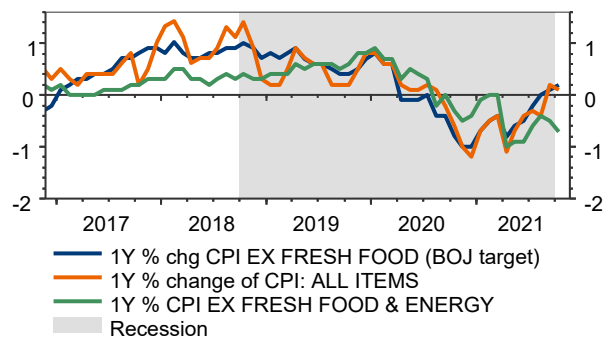
Fonte: FMI "Fiscal Monitor"

Fig. 13 – La BoJ detiene il 48,2% dei JGB in circolazione



Nota: Per memoria: totale JGB= 1,056,4 tln di Yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,223,9 tln di yen. I non residenti detengono il 51% dei T-bill (totale: 167,5 tln).  
Fonte: Ministry of Finance, dati a giugno 2021

Fig. 14 – Inflazione core: il 2% resta un miraggio



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------