

Le nubi si addensano sullo scenario 2019-20

Lo **scenario giapponese** si è notevolmente deteriorato dall'autunno 2018, soprattutto per via dell'**indebolimento della crescita della Cina** e del resto dell'Asia. La bilancia commerciale è stata in deficit per tutto il 2018 e il calo dell'export ha determinato un netto rallentamento degli utili delle imprese e delle prospettive degli investimenti. Il PIL nel 1° trimestre potrebbe essere di nuovo in calo. La crescita 2019-20 sarà estremamente volatile per via del previsto rialzo dell'imposta sui consumi, intorno a un trend in via di indebolimento, con rischi verso il basso.

La **politica fiscale** dominerà il 2019-20. Il probabile rialzo dell'imposta sui consumi da 8% a 10% a ottobre, sarà accompagnato da misure espansive sulla spesa. L'effetto netto degli interventi dovrebbe essere una restrizione pari a circa il 0,4% del PIL. Un peggioramento congiunturale potrebbe richiedere una manovra aggiuntiva, e il rialzo dell'imposta sui consumi sarebbe rinviato solo in caso di recessione. La **politica monetaria** ha pochi margini di manovra, e dovrebbe restare invariata almeno fino a fine 2020, mentre l'inflazione si mantiene sempre lontana dal 2%.

Il 2019 è un anno impegnativo e volatile anche dal **punto di vista politico**, con elezioni locali e l'abdicazione dell'imperatore in aprile, elezioni della Camera Alta a luglio e un possibile rinnovo della Camera Bassa, se il premier riterrà di poter conquistare una maggioranza qualificata che permetta di modificare la Costituzione.

La crescita giapponese nel 2018 è stata volatile (fig. 1), ma positiva, con una variazione annua di 0,8%, nonostante due trimestri di contrazioni. Da fine 2018, lo scenario per il 2019 si è deteriorato. Dati e indagini puntano verso il basso e l'indice coincidente è sceso in territorio potenzialmente recessivo. Il netto peggioramento del quadro della crescita giapponese deriva in gran parte dalla flessione dell'export verso la Cina. L'attuale rallentamento è particolarmente rischioso, con il **rialzo dell'imposta sui consumi (IC)** da 8% a 10% previsto per ottobre.

La previsione è di **crescita di 0,8% nel 2019 e di 0,2% nel 2020**, con rischi verso il basso. L'**inflazione core** dovrebbe mantenersi sotto l'1%, con un probabile rallentamento nella parte finale dell'anno, al netto dell'aumento dell'IC. Con questo quadro, le decisioni di politica fiscale saranno determinanti per lo scenario. Il budget prevede il **rialzo dell'IC a ottobre, insieme a misure espansive mirate a contrastarne gli effetti**. In caso di ulteriore rallentamento ciclico, alla vigilia del rinnovo della Camera bassa, il Governo potrebbe attuare una manovra aggiuntiva o addirittura rinviare il rialzo dell'IC. La **BoJ potrebbe segnalare disponibilità a sostenere la crescita**, anche se ormai gli strumenti disponibili sono limitati e probabilmente inefficaci.

1. **Lo scenario economico è fragile, in balla delle esportazioni e dell'imposta sui consumi.** Nel 1° trimestre, il PIL dovrebbe segnare una variazione negativa (-0,4% t/t), seguita da due trimestri in ripresa solida, grazie all'anticipazione della spesa in vista del rialzo dell'IC e al contributo positivo degli investimenti pubblici. In autunno è prevista una forte contrazione del PIL, in concomitanza con la restrizione fiscale. L'entrata nel 2020 dovrebbe essere debole, ma sostenuta ancora dalla spesa per le Olimpiadi e dalla riaccelerazione di consumi e investimenti. Un ruolo centrale verrà giocato dalle esportazioni nette, previste ancora deboli.

I **consumi** sono sostenuti dall'andamento positivo del mercato del lavoro, caratterizzato da eccesso di domanda, pur in presenza di un incremento dell'offerta. Le retribuzioni totali crescono anche se la dinamica salariale resta modesta. Come in passato, le famiglie si preparano all'aumento dell'IC con un **rialzo del tasso di risparmio** (fig. 4). Nella seconda metà dell'anno ci dovrebbe essere un calo del risparmio, per finanziare l'attesa accelerazione dei consumi, che dovrebbe essere sostenuta anche dall'allentamento fiscale. I fattori demografici contribuiranno a spingere verso l'alto il tasso di risparmio nel medio termine. Nel 2019, i

20 marzo 2019

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Giovanna Mossetti
Economista – USA e Giappone

consumi saranno estremamente volatili (v. tabella previsioni), e solo nel 2020 avanzato si potrà valutare il trend sottostante, probabilmente su ritmi di crescita in media intorno a 0,2%-0,3% t/t. **I consumi dovrebbero aumentare di 1% nel 2019 e calare di -0,2% nel 2020.**

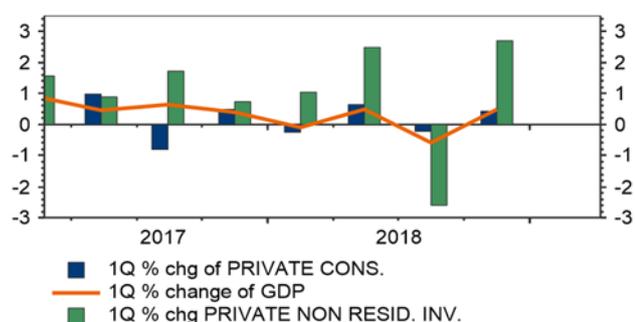
Gli **investimenti non residenziali** dovrebbero rallentare in misura significativa, alla luce dei risultati deboli delle indagini e dei dati di attività (ordini e produzione), oltre che del forte calo dei profitti visto nel 2° semestre 2018 (-7% a/a a fine anno). La spinta principale agli investimenti in questa fase di rallentamento congiunturale resta associata alla scarsità di manodopera, che spinge le imprese a investire in capitale, per aumentare la produttività. Il trend dovrebbe proseguire nei prossimi anni, sostenuto anche dalle condizioni monetarie espansive, con una probabile transitoria interruzione nel 4° trimestre 2019, in seguito al rialzo dell'IC. In media, nel 2019 la crescita degli investimenti dovrebbe restare positiva, sostenuta anche dalla spesa per le Olimpiadi del 2020. Si prevede un aumento della **spesa in conto capitale privata di 2,2% nel 2019 e di 1,5% nel 2020.**

Il **canale estero** ha segnato una svolta negativa nel 2018 (fig.5) e dovrebbe continuare a contribuire negativamente alla crescita complessiva. La debolezza dell'export è l'elemento dominante sull'orizzonte 2019-20: le prospettive dipendono in modo cruciale dall'andamento dell'economia cinese (v. fig. 6). La bilancia commerciale risentirà anche degli effetti dell'IC, con un'ampia volatilità delle importazioni nella seconda metà dell'anno. Un balzo dell'import in estate dovrebbe essere seguito da un'ampia correzione in autunno, ma il **contributo annuo dovrebbe essere ampiamente negativo (-0,6 pp).**

- 2. Parte del gettito dell'aumento dell'IC finanzia misure espansive, a cui si aggiungeranno rialzi degli investimenti pubblici.** Il budget per l'a.f. 2019 prevede il rialzo dell'IC da 8% a 10% (escludendo gli alimentari). Parte del II gettito derivante dal rialzo dell'IC (circa 5,2 tln, 0,9% del PIL) finanzia misure espansive, fra cui l'azzeramento delle rette degli asili e la riduzione di quelle per altri gradi di istruzione, il rafforzamento della previdenza mirato alle coorti anziane. Verranno anche introdotte misure espansive temporanee con interventi a sostegno delle fasce di reddito più basse (voucher per i consumi, sussidi per l'acquisto di case), e aumenti degli investimenti pubblici in progetti per la prevenzione dei disastri climatici. Il Governo mantiene l'obiettivo di consolidamento fiscale, con una previsione di riduzione del deficit totale e di quello primario nell'a.f. 2019 e negli anni successivi. **L'effetto netto del rialzo dell'IC dovrebbe essere moderatamente restrittivo, per circa 2 tln, 0,4% del PIL.** Per il Governo un rinvio del rialzo dell'IC sarebbe molto costoso, dopo anni di preparazione, e sarebbe considerato solo in caso di recessione nella parte centrale del 2019. Non si può escludere una manovra aggiuntiva. Il 2019 è un importante anno politico, con elezioni locali in tutto il Paese ad aprile, l'abdicazione dell'Imperatore a fine aprile, e il rinnovo della Camera Alta a luglio, oltre a un possibile scioglimento della Camera Bassa se il Primo Ministro riterrà probabile avere una maggioranza che permetta di modificare la Costituzione. L'evoluzione congiunturale e la prosecuzione della ripresa saranno fondamentali per consolidare il supporto per il Governo alla vigilia del rialzo dell'IC.
- 3. Politica monetaria: gli strumenti della BoJ sono inefficaci per stimolare la ripresa, ma la prosecuzione degli acquisti di JGB sta riducendo i rischi del debito.** La Banca centrale prevede ancora espansione moderata, ma ultimamente ha sottolineato i rischi verso il basso collegati alle politiche USA e al loro impatto sui mercati finanziari, ai dazi, a Brexit e a rischi geopolitici. La politica di stimolo quantitativo e qualitativo con il controllo della curva proseguirà fino a quando l'inflazione non eccederà il 2% in modo stabile, cioè probabilmente almeno fino a fine 2020. Lo spazio di manovra per maggiore stimolo da parte della BoJ è quasi nullo, dato che gli obiettivi sui tassi sono su livelli difficilmente modificabili (-0,1% per l'overnight e 0 per il rendimento a 10 anni) e l'obiettivo di acquisti netti di JGB per circa 80 tln di yen non è più stato raggiunto da quando si è introdotto quello sui rendimenti. Gli acquisti di JGB si sono assestati poco sotto i 40 tln di yen nell'ultimo anno (fig. 9). L'unico strumento disponibile

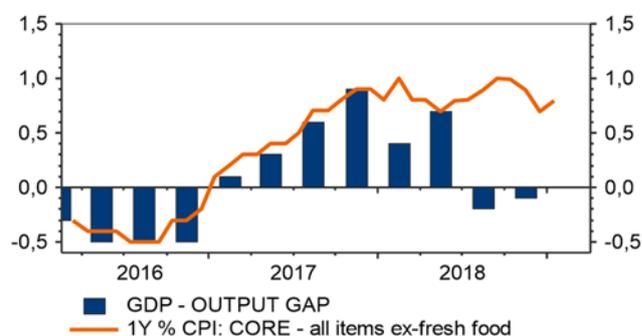
potrebbe essere l'acquisto di ETF, con effetti minimi. In caso di ulteriore peggioramento congiunturale, l'unico margine di azione è ora in campo fiscale, con il rinvio dell'atteso rialzo dell'IC e/o con aumenti di spesa. Tuttavia, non va sottovalutato l'impatto della politica monetaria per lo scenario di più lungo termine: a settembre 2018, la BoJ deteneva il 45,7% dei JGB e il 43% del totale del debito pubblico. Il debito pubblico è pari al 198% del PIL. Il proseguimento degli acquisti netti, anche solo a un ritmo di circa 30-40 tln all'anno, porterebbe la quota della BoJ oltre il 50% entro il 2021. Mentre il sentiero di politica fiscale resta di consolidamento futuro (fig. 10), il debito pubblico sul mercato continuerebbe a scendere e si porterebbe al di sotto di 100%, con un costo degli interessi in costante riduzione. Quindi, gli squilibri fiscali giapponesi stanno diventando progressivamente meno rischiosi.

Fig. 1 - Volatilità intorno a un trend di crescita moderata nel 2018, ma il 2019 sarà più debole



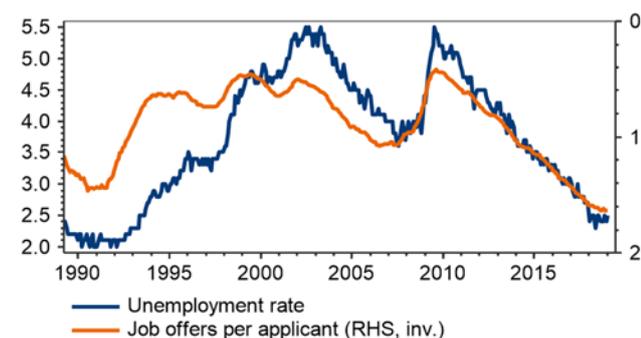
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - La frenata dell'output gap non promette bene per l'inflazione



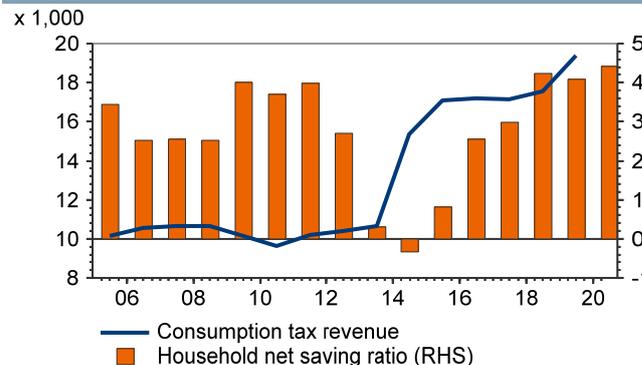
Nota: stime Cabinet Office. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - Il mercato del lavoro continua a essere in situazione di eccesso di domanda



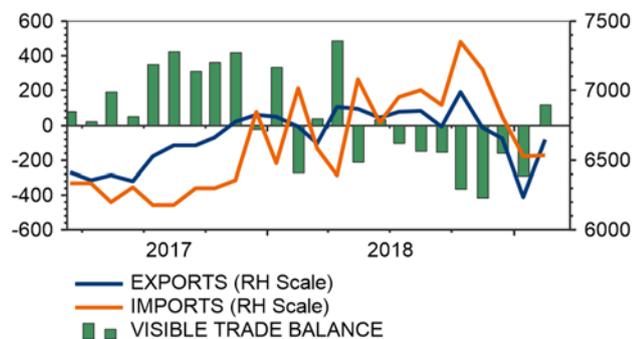
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 - Volatilità del risparmio prima e dopo rialzi dell'imposta sui consumi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Tasso di risparmio netto: stima OCSE.

Fig. 5 - Canale estero: trend negativo, con un modesto rimbalzo a inizio 2019



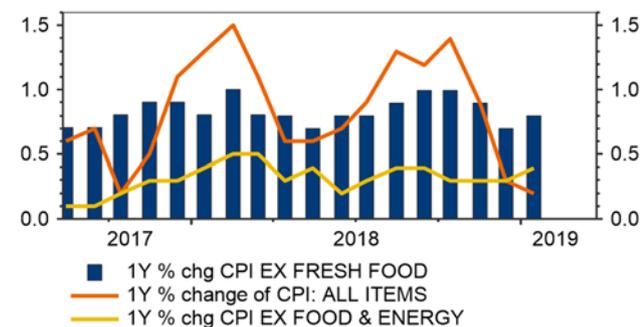
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - Il deficit commerciale dipende dalle esportazioni verso la Cina e il resto dell'Asia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 - L'inflazione non dà segni di svolta verso il 2%...



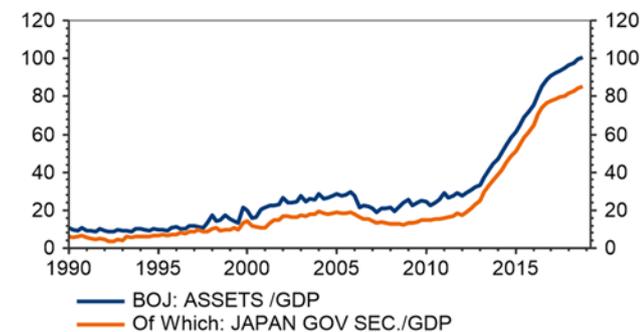
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 - ... e la BoJ continua a rivedere le previsioni verso il basso

	Real GDP	CPI less fresh food	CPI less fresh food excluding the effects of the consumption tax hike and policies on free education
FY 2018	0.9	0.8	
forecasts Oct 2018	1.5	0.9	
FY 2019	0.9	1.1	0.9
forecasts Oct 2018	0.8	1.9	1.5
FY 2020	1.0	1.5	1.4
forecasts Oct 2018	0.8	1.6	1.5

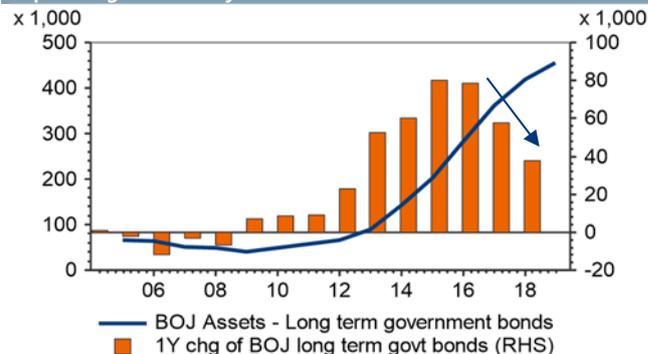
Fonte: BoJ, Outlook for Economic Activity and Prices, gennaio 2019. La BoJ stima che l'effetto del rialzo dell'IC sia pari a un aumento di circa 0,5pp sull'inflazione core e che l'eliminazione delle rette scolastiche riduca l'inflazione di -0,3pp nell'a.f. 2019 e di -0,4pp nell'a.f. 2020.

Fig. 8 - L'attivo della BoJ ha raggiunto il 100% del PIL, e i JGB detenuti dalla Banca centrale sono circa l'80% del PIL



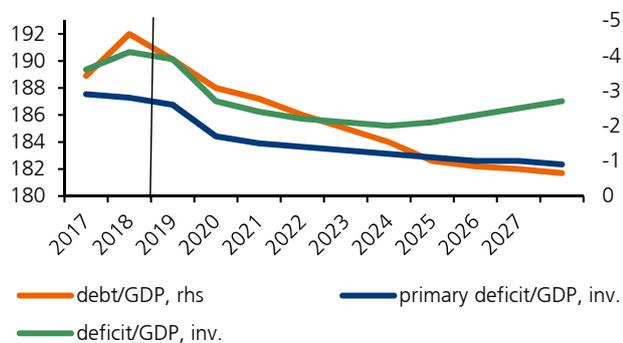
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 - Gli acquisti annui di JGB nel 2017 sono in continuo calo rispetto agli 80 tln di yen iniziali



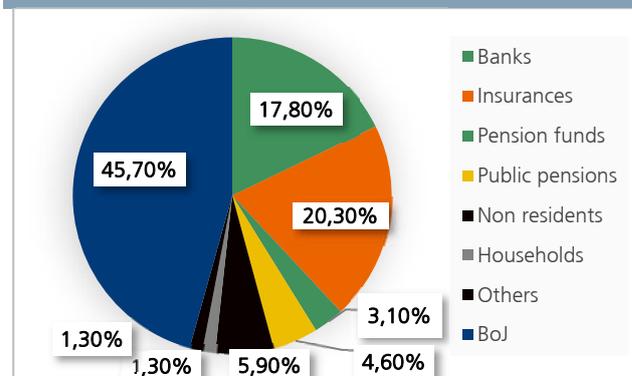
Nota: dati in mld di yen. Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 - La politica fiscale fa progressi verso uno scenario di sostenibilità



Fonte: Cabinet Office

Fig. 11 - La quota di JGB detenuta dalla BoJ supera il 45%



Nota: dati a fine settembre 2018; totale JGB: 994,8 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1091,6 tln di yen. I non residenti detengono il 69,6% dei T-bills. La vita media delle obbligazioni è 8 anni e 10 mesi. Fonte: Ministry of Finance

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
 Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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 Thomson Reuters-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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp 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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/normative.html>. 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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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.