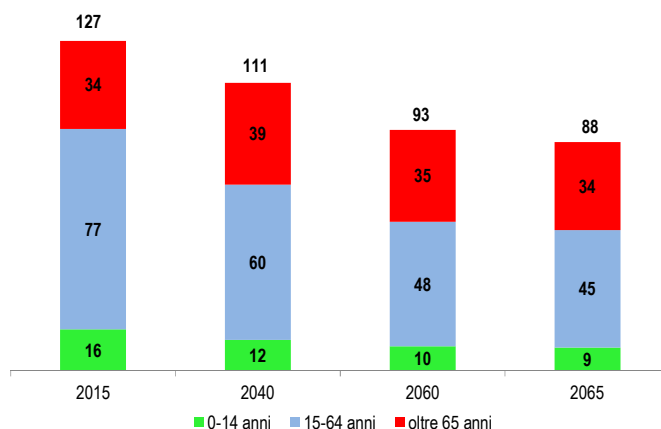


## Giappone: proiezioni della popolazione per fascia di età

(milioni di persone)



Fonte: National Institute of Population and Social Security Research

Se la previsione di una crescita prossima all'1% nel 2018 e nel 2019 troverà conferma, per il **Giappone** questo sarà il terzo decennio consecutivo di stagnazione.

Il progressivo **spopolamento e invecchiamento** del paese è indicato tra le cause principali del protrarsi della debole crescita economica. Le proiezioni al 2065 indicano una diminuzione della popolazione di circa il 30%: dagli attuali 126 milioni a poco più di 88 milioni e la quota di ultra 65enni potrebbe arrivare al 40% circa dall'attuale 27%. Il moderato incremento delle retribuzioni, la giovane età pensionabile (60 anni) e i lunghi anni di permanenza nella condizione di pensionato sono fattori che contribuiscono a rendere cauti i giapponesi nell'attitudine al consumo.

Tra le **misure adottate per contrastare lo stallo trentennale**, di particolare rilevanza l'entità delle operazioni di *quantitative easing*: dal 2013 è stata immessa sul mercato liquidità aggiuntiva per \$2.900 mld l'equivalente del Pil del Regno Unito. L'ammontare degli asset nel bilancio della Banca centrale nipponica è ora pari al Pil del paese mentre l'analogo rapporto per la Federal Reserve si ferma al 20% e per la Bce al 40%.

**n. 41** 30 novembre 2018



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## Giappone: si avvicina la terza decade di stagnazione

C. Russo  [carla.russo@bnlmail.com](mailto:carla.russo@bnlmail.com)

Se la previsione di una crescita prossima all'1% nel 2018 e nel 2019 troverà conferma, per il Giappone questo sarà il terzo decennio consecutivo di stagnazione. Per cercare di contrastare questo stallo, da oltre cinque anni le autorità del paese hanno adottato misure di allentamento monetario, fiscale e riforme strutturali. Di particolare rilevanza l'entità delle operazioni di *quantitative easing*: dal 2013 è stata immessa sul mercato liquidità aggiuntiva per \$2.900 mld l'equivalente del Pil del Regno Unito. L'ammontare degli asset nel bilancio della Banca centrale giapponese è ora pari al Pil del paese, l'analogo rapporto per la Federal Reserve si ferma al 20% e per la Bce al 40%.

Nonostante gli interventi messi in campo, l'obiettivo di un'inflazione prossima al 2% è ancora distante. Tra le principali cause individuate, il contenuto aumento delle retribuzioni, l'elevata quota di lavoratori con contratti non-standard (part-time, collaborazioni, rapporti a tempo determinato) e la longevità della popolazione, fattori che determinano un'attitudine al consumo solo moderata.

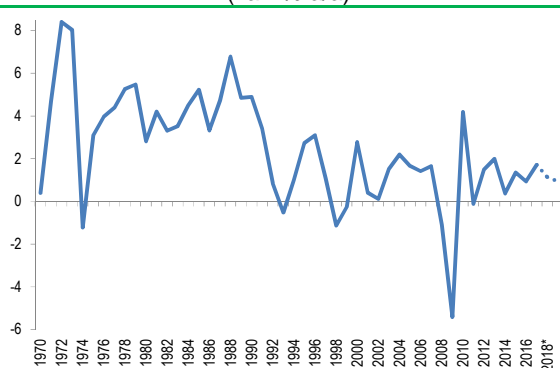
La contrazione della popolazione giapponese sta assumendo connotati preoccupanti: gli attuali 126 milioni di abitanti sono previsti ridursi a poco più di 88 milioni entro i prossimi cinquanta anni; le proiezioni al 2065 evidenziano una quota di ultra 65enni al 40% (ora al 27%) e un assottigliamento di quella riferibile alla popolazione in età da lavoro al 51% (ora al 61%). Tali valori pongono seri problemi al sistema pensionistico e al welfare in generale. L'innalzamento dell'età pensionabile a 65 anni (ora 60) e agevolazioni per l'assistenza a piccoli e anziani sono parte delle riforme strutturali in programma.

### Una stagnazione lunga quasi trenta anni

Con alle spalle due "lost decades", in procinto di divenire tre, e una previsione di riduzione della popolazione e dell'attività economica del 25% entro i prossimi quaranta anni<sup>1</sup>, il Giappone rappresenta un caso di studio per molte economie avanzate alle prese con il prolungarsi di una bassa crescita e seri problemi demografici.

**Giappone: crescita del Pil**

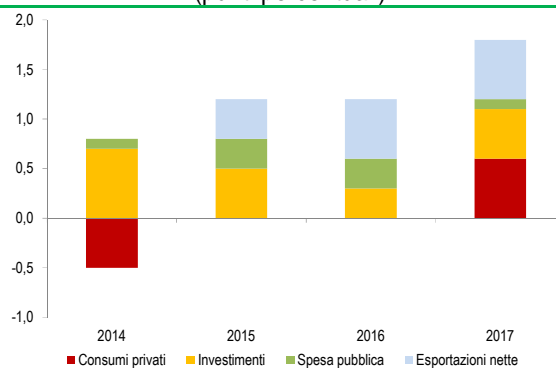
(var. % a/a)



Fonte: World Bank e previsioni Fmi

**Giappone: contributi alla crescita**

(punti percentuali)



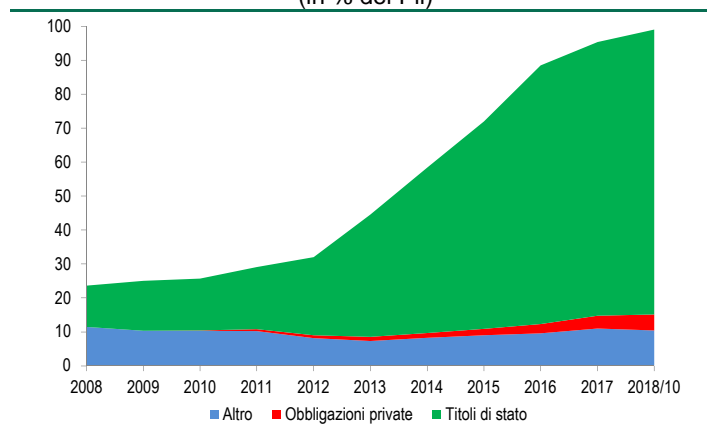
Fonte: Japan Cabinet Office

<sup>1</sup> Fmi, Transcript of a Press Conference on the Conclusion of the Mission for the 2018 Article IV Consultation with Japan, 4 ottobre 2018.

Dopo aver registrato una crescita media annua del 4,5% negli anni Settanta e Ottanta, dagli inizi degli anni Novanta, dopo lo scoppio di una bolla immobiliare e finanziaria, la dinamica economica del paese è rimasta su livelli contenuti: in media d'anno +1,3% nell'ultimo decennio dello scorso millennio, +0,7% in quello successivo e +1,1% nei primi sette anni dell'attuale. Le posizioni raggiunte in passato dal paese nelle graduatorie economiche mondiali sono state rapidamente scalate da altre economie. Negli anni Settanta il Giappone era la seconda economia del pianeta in termini di Pil in dollari correnti, solo dopo gli Stati Uniti, fornendo un contributo di poco inferiore all'8% al prodotto mondiale. Verso la fine degli anni Ottanta il suo Pil pro-capite era il più alto tra i paesi del G7. Attualmente, il peso del Giappone è sceso a poco più del 4% del Pil mondiale dopo Stati Uniti, Cina e India ed è penultimo nel gruppo dei G7 per Pil pro-capite in dollari correnti.

Numerosi i fenomeni che hanno caratterizzato i lunghi anni di crescita perduta: deflazione, allocazione del credito poco produttiva, elevata quota di prestiti deteriorati, bassa produttività, elevato tasso di risparmio delle famiglie, ristagno dei consumi, scarsi investimenti, debole crescita dei salari, aumento del debito pubblico, bassa natalità, aspettative sfavorevoli. Queste criticità si sono alimentate reciprocamente intrappolando il paese in una sostanziale stagnazione da cui ancora fatica a uscire. Dal 2013, un programma di interventi avviato dal primo ministro Abe ha cercato di vivacizzare lo sviluppo attraverso una politica monetaria espansiva, incentivi fiscali e riforme strutturali, le cosiddette "tre frecce" dell'*Abenomics*. L'intenzione sottostante era quella di innescare una spirale positiva partendo da un allentamento monetario tale da incentivare consumi e investimenti. Nelle intenzioni ciò avrebbe favorito la creazione di posti di lavoro, nonché un aumento dei salari e dei prezzi al consumo con un conseguente avvicinamento dell'inflazione al target del 2%. In cinque anni (2013-18) di *quantitative easing* la banca centrale giapponese (BoJ) ha immesso nel mercato liquidità aggiuntiva per \$2.900 mld, un importo equivalente più o meno al Pil del Regno Unito. Durante il periodo, il bilancio della BoJ è più che raddoppiato arrivando a ¥553 trn superando quindi il Pil giapponese (¥550 trn a fine settembre). La banca centrale è così divenuta il principale detentore di titoli di Stato (¥469 trn, pari al 45% del totale) nonché il primo singolo operatore della Borsa (¥23 trn in Etf azionari, oltre la metà del relativo mercato).<sup>2</sup> Per confronto, gli asset della Federal Reserve e della Bce rappresentano rispettivamente il 20% ed il 40% dei rispettivi Pil.

### Giappone: attivo della banca centrale (in % del Pil)

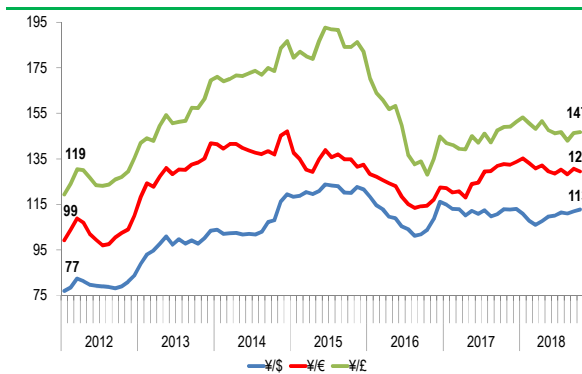


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BoJ

<sup>2</sup> Il Sole 24 Ore, Giappone, gli asset della Banca centrale superano il Pil, 14 novembre 2018.

Diversi gli effetti ottenuti da tale immissione di liquidità: tra questi, il deprezzamento della valuta giapponese (di circa il 30%, il 20% e il 10% rispettivamente verso il dollaro, l'euro e la sterlina), fattore che, unitamente ad un taglio delle imposte alle imprese, ha favorito le esportazioni consentendo al paese di registrare una crescita dell'avanzo delle partite correnti fino all'attuale 4% del Pil, un livello tra i più elevati registrati negli ultimi venti anni. Analogo record positivo per l'indice del mercato azionario: dall'avvio dell'*Abenomics* la capitalizzazione di borsa è più che raddoppiata. Anche la sostenibilità dell'eccezionale debito pubblico giapponese (224% del Pil nel 2017, 14 p.p. in più di 5 anni prima) ha tratto vantaggio dalla politica monetaria grazie a tassi interesse prossimi allo zero da oltre nove anni che hanno consentito sostanzialmente di azzerare la spesa per interessi. Se queste due circostanze dovessero essere confermate anche nel prossimo futuro (come ipotizzato anche dal governatore della banca centrale) la struttura dei tassi rimarrebbe ancora su livelli estremamente contenuti.

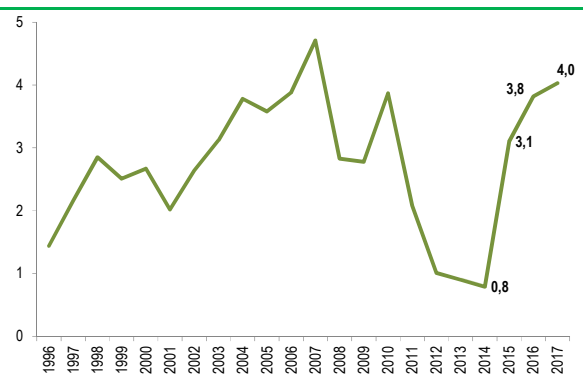
**Tassi di cambio dello Yen**



Fonte: Refinitiv (Datastream) – Thomson Reuters

**Saldo delle partite correnti**

(in % del Pil)



Fonte: Refinitiv (Datastream) – Thomson Reuters

Nonostante i non trascurabili miglioramenti ottenuti dall'imponente immissione di liquidità, i risultati conseguiti sono finora al di sotto delle aspettative iniziali. Le previsioni per il biennio 2018-19 indicano una crescita annua prossima all'1% (+1,7% nel 2017), con prevalenti rischi al ribasso legati all'andamento del commercio internazionale, soprattutto verso la Cina e gli Stati Uniti, principali mercati di sbocco. In effetti la dinamica delle esportazioni, dopo il +6,7% dello scorso anno, è stimata attenuarsi sia quest'anno (4,1%) sia il prossimo (2,6%), con un contributo netto alla crescita del Pil pressoché nullo in tutto il biennio. Modesto l'andamento dei consumi per quest'anno (+0,4% Ocse, +0,8% Eurostat) e nel prossimo (+1% circa) considerato l'atteso anticipo degli acquisti in previsione del già deciso aumento dell'IVA dall'8% al 10% a partire da ottobre del 2019. Variazioni prossime al 2% annuo dovrebbero invece interessare gli investimenti sostenuti dai profitti delle imprese e dalla ricerca di soluzioni alla scarsità di manodopera; quelli pubblici dovrebbero intensificarsi anche per l'approssimarsi del 2020, anno di svolgimento delle Olimpiadi nella capitale.

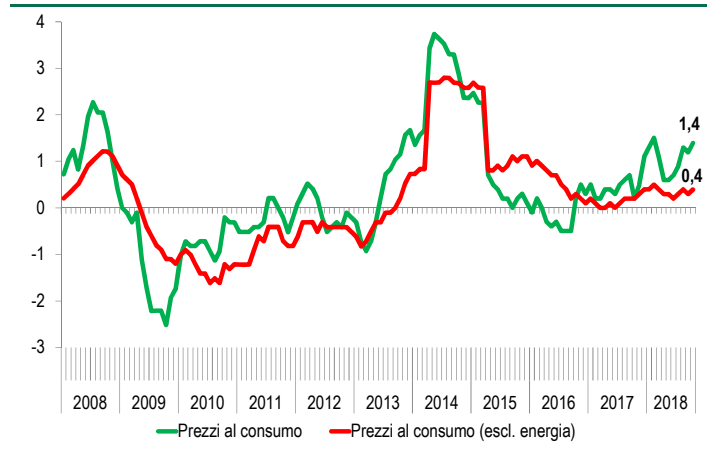
### Alla ricerca di un po' di inflazione

L'obiettivo per ora mancato di una crescita dell'inflazione continua ad essere argomento centrale per le autorità nipponiche e oggetto di analisi da parte di molti studiosi. Negli oltre cinque anni trascorsi dall'avvio dell'*Abenomics*, l'incremento medio

annuo dei prezzi al consumo è stato del +0,9%, salito al +1,1% nei primi dieci mesi di quest'anno (+0,1% escluso l'aumento dell'energia).

### Giappone: prezzi al consumo

(var. % a/a)



Fonte: Refinitiv (Datastream) – Thomson Reuters

Diverse analisi individuano nelle distorsioni del mercato del lavoro e nei problemi demografici le cause principali (tra loro correlate) del protrarsi di un'inflazione piatta (+0,5% 1988-2018). Benché la disoccupazione sia pressoché inesistente (2,3% a settembre) e il rapporto tra domanda e offerta di lavoro sia pari a 2,5<sup>3</sup> gli occupati con contratti non standard (part-time, collaborazioni, contratti a tempo determinato) sono arrivati a rappresentare circa il 40% del totale occupati, con retribuzioni pari a circa il 60% di quelle percepite da coloro che sono assunti con contratti a tempo pieno, e con prospettive incerte riguardo le tutele sociali. "Equal pay for equal work" è parte di un più vasto programma di riforme del mercato del lavoro varato dal governo per superare l'attuale dualismo, oltre ad aver posto a 100 il limite per le ore mensili di lavoro straordinario e a 720 quello annuale. Non mancano tuttavia le difficoltà per la sua attuazione, tanto che l'effettiva applicazione della riforma è stata rimandata al 2019 per le grandi imprese e al 2020 per le aziende piccole e medie.

Per gli occupati regolari, invece, la dinamica delle retribuzioni risulta in linea con l'inflazione (+0,3% nel 2018) e la rigidità dei contratti non consente loro di beneficiare delle tensioni del mercato del lavoro da carenza di manodopera. Per superare anche questo ostacolo, le autorità nipponiche hanno deliberato incentivi fiscali per le imprese che, chiudendo i bilanci in utile, aumentassero le spese per retribuzioni di almeno il 3%, con penalizzazioni nel caso del mancato raggiungimento del target. Un obiettivo difficile da conseguire: nel paese il 70% degli occupati lavora nelle piccole e medie imprese che, secondo un'indagine campionaria, registrano delle perdite (64% circa nel 2016<sup>4</sup>) e per le quali comunque, un tale incremento risulterebbe di non facile realizzazione. Le grandi imprese, per quanto abbiano rivisto al rialzo le loro politiche retributive, non sempre raggiungono l'entità indicata dalle autorità governative temendo una perdita di competitività rispetto alla concorrenza internazionale. Nel complesso, l'insieme di aumenti salariali "imposti" e la carenza di personale stanno contribuendo a modificare strutturalmente il sistema produttivo nipponico che, potendosi avvantaggiare

<sup>3</sup> Job openings-to applicants ratio.

<sup>4</sup> The 142<sup>th</sup> National Tax Agency Annual Statistics Report FY 2017, pag. 136.

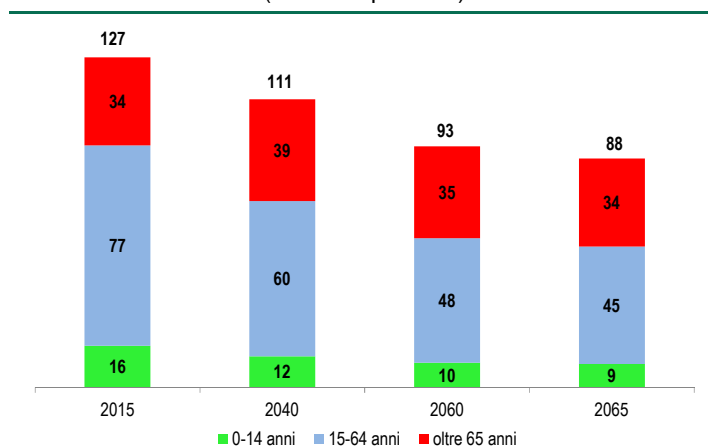
limitatamente di forza lavoro immigrata (in aumento ma con permessi di lavoro solo temporanei), sta investendo sempre più risorse nell'utilizzo di robot e di intelligenza artificiale, non solo nel manifatturiero ma anche nei servizi. Nel 2017 la "robot density" del Giappone (automi ogni 100 lavoratori) era di poco superiore a 3 posizionando il paese ai primi posti in una graduatoria mondiale alle spalle di Corea (7,1), Singapore (6,6) e Germania (3,2).<sup>5</sup>

### Le molteplici criticità della questione demografica

Carenza di personale, stagnazione dei consumi e dell'economia in generale sono tutti temi legati alla ben nota questione demografica giapponese, connotata da una progressiva riduzione e rapido invecchiamento della popolazione. Le stime indicano una diminuzione della popolazione di circa il 30% tra il 2015 e il 2065 che vedrà gli attuali 126 milioni ridursi a poco più di 88 milioni per scendere a 51 milioni nel 2115.

### Giappone: proiezioni della popolazione per fascia di età

(milioni di persone)



Fonte: National Institute of Population and Social Security Research

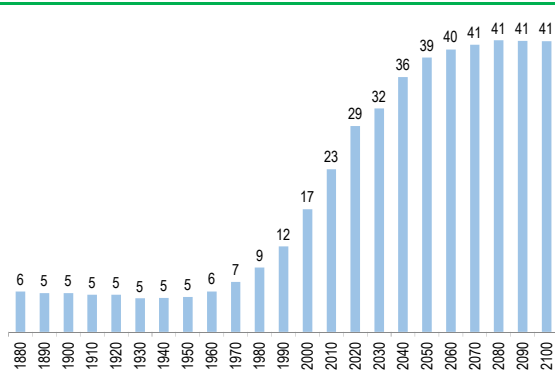
Nel 2017 la popolazione è diminuita di 403mila unità, il valore peggiore mai registrato, con appena 941mila nascite (il livello più basso dal 1899) rispetto alle oltre 2,7 milioni del periodo del baby boom. In media i decessi superano le nascite di 1.000 unità al giorno ed il tasso di fertilità è da lungo tempo al di sotto di 2,1 che rappresenta il livello necessario per mantenere costante la popolazione. A ciò si aggiunge un deciso miglioramento delle aspettative di vita, nel 2017 a oltre 81 e 87 anni per maschi e femmine rispettivamente.

La combinazione tra trend decrescente della popolazione e allungamento della vita, a parità di tasso di fertilità pari oggi all'1,4%, si traduce nelle proiezioni al 2065 in un aumento della quota di ultra 65enni al 40% circa della popolazione (27% nel 2015) e un assottigliamento della quota di popolazione in età da lavoro (15-65 anni) al 51% (ora 61%). La giovane età pensionabile (60 anni), i lunghi anni di permanenza nella condizione di pensionato e l'incertezza sul mantenimento delle prestazioni pensionistiche sono elementi che contribuiscono a rendere i giapponesi cauti

<sup>5</sup> International Federation of Robotics, *World Robotics 2018*.

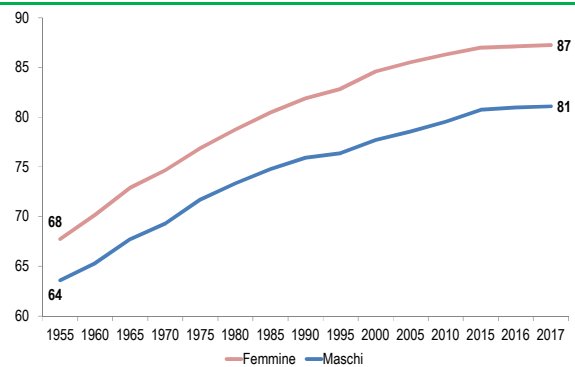
nell'attitudine al consumo. Nell'ambito delle riforme strutturali, le autorità governative stanno promuovendo anche in questo campo sostanziali modifiche: oltre ad innalzare l'età pensionabile a 65 anni (differibile a 70 anni) si prevede di migliorare i servizi per l'assistenza alle nuove generazioni e agli anziani potendo così disporre di ulteriore forza lavoro sul mercato.

### Giappone: quota di ultra 65enni



Fonte: Statistics Bureau of Japan

### Aspettative di vita per anno di nascita (anni)



Fonte: Ministry of Health, Labour and Welfare

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.  
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com