

GESTIÓN FONDO EDUCATIVO

Renta Variable japonesa en los mercados

14 de febrero de 2014



Cuesta del Sagrado Corazón, 6 CP: 28016 Madrid
Tel: +34 91 577 86 57 Fax: +34 91 144 28 05

Renta Variable japonesa en los mercados// 14 de febrero de 2014

Dado que la Renta Variable japonesa supone la parte más importante de la exposición a Renta Variable, y uno de los vectores de riesgo principales de la cartera del fondo, nos parece interesante ahondar un poco más en las principales razones por las que nos sigue pareciendo una de las mejores inversiones para este año 2014, incluso a la vista de la reciente volatilidad mostrada por la Bolsa de Japón.

Como principales puntos podemos destacar los siguientes:

1. **Japón se ha embarcado en un esfuerzo sin precedentes por reavivar su maltrecha economía** que ha cristalizado en una serie de medidas económicas centradas en tres pilares: la Política Monetaria, la Política Fiscal y las Reformas Estructurales.
2. **Se está notando ya el resultado inicial de estas medidas**, sobre todo en las expectativas inflacionistas que, por primera vez en muchos años, se sitúan en niveles cercanos al 2% y en el crecimiento del PIB real, que ha pasado de mostrar tasas negativas en el tercer trimestre de 2012, justo antes de que el presidente Abe fuese elegido, a un 2.4% positivo en el mismo periodo del año siguiente.
3. **Depreciación del Yen:** ayudados por la depreciación del Yen (25% en los últimos 18 meses), los beneficios empresariales se han movido claramente al alza, de tal forma que, a día de hoy, es el país desarrollado con mayores crecimientos de beneficios. Este año 2013, el crecimiento de los beneficios empresariales en Japón se espera que sea de un 61% frente a un rango de 5-9% en el resto de los países desarrollados.
4. A esto hay que unir otras dos consideraciones positivas para la Renta Variable: Por un lado, que las valoraciones de la Bolsa de Japón todavía tienen espacio para mejorar. Por otro, la introducción de nuevas medidas fiscales para impulsar la compra de renta variable por parte de los inversores minoristas japoneses (podría suponer una entrada de 450 millardos de € en los próximos 5 años en la Bolsa).
5. Existen, como no podía ser de otra forma, **riesgos** que, de materializarse en los próximos meses, podrían suponer un incremento de la volatilidad de las previsiones de crecimiento económico y beneficios. A corto plazo, destaca la subida de tres puntos porcentuales en el Impuesto sobre el Valor Añadido el próximo mes de Abril, del 5% al 8%.

1. **Japón se ha embarcado en un esfuerzo sin precedentes por reavivar su maltrecha economía**

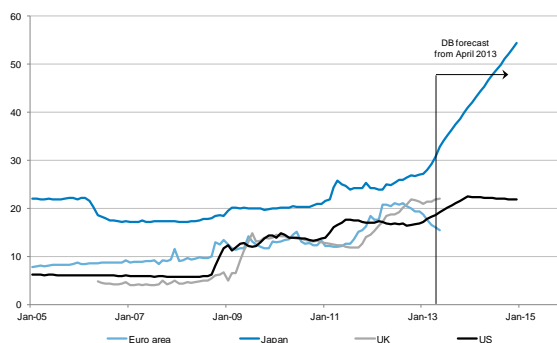
Haciendo un análisis pormenorizado de la situación general del país, cabe destacar que desde un punto de vista macroeconómico, se mantienen en pie los tres pilares en los que se basa el cambio de orientación de la Política Económica introducido por el primer ministro Abe a principios de 2013 (lo que se conoce como “Abenomics”):

- Política Monetaria Expansiva: que busca elevar las expectativas inflacionistas para poder salir de una vez del entorno deflacionista en el que se encuentra la economía.
- Política Fiscal Flexible: que busca dar un empujón a la demanda interna y posibilitar que se ponga en marcha un ciclo virtuoso de mejora de la renta disponible y, por ende, del consumo.
- Reformas estructurales: que buscan paliar el decreciente potencial de crecimiento de la economía japonesa a medio y largo plazo, debido a factores estructurales como la rigidez del mercado laboral, la falta de recursos naturales, la caída en la población y la subida en la edad media de los ciudadanos.

En lo que respecta a la política Monetaria, Japón se encuentra a la cabeza de las economías desarrolladas en variedad y profundidad de las medidas aplicadas para conseguir sus objetivos. Como se puede ver en el gráfico siguiente, en estos momentos la expansión de la Base Monetaria se sitúa en un 20% del PIB, y se prevé que podría alcanzar el 50% a finales de 2015 si fuese necesario (Figura 1). En este sentido, el Banco Central de Japón ha inyectado dinero en el sistema por encima de USA, UK y por supuesto el BCE, incrementado su balance desde enero de 2009 en un 76%.

El Banco de Japón ha comentado su disponibilidad de mantener e incluso acelerar su Política Monetaria basada en la expansión de la base monetaria a través de la compra de activos financieros en mercado (incluso de Renta Variable y ligados al Real Estate), mientras no se consiga el objetivo de estabilidad en los precios medidos a través de IPC.

Ratio de Base Monetaria vs PIB en %



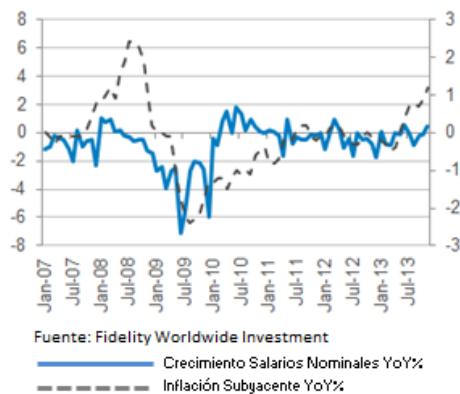
Fuente: Fidelity Worldwide Investments

Figura 1

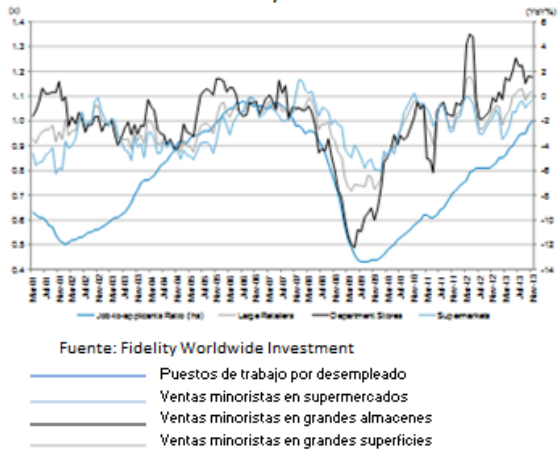
2. Se está notando ya el resultado inicial de estas medidas

Como se puede ver en los siguientes gráficos, después de un año de aplicación de la nueva Política Económica, se empiezan a ver los primeros frutos en forma de mejora en las expectativas inflacionistas (subida), incipiente subida de la inflación de sueldos, recuperación del mercado inmobiliario,... (Figura 2)

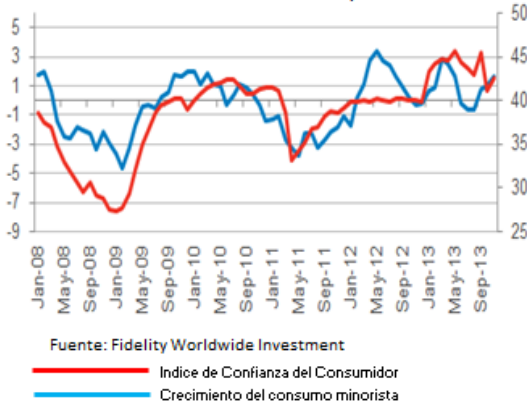
Salario Nominales y de la inflación subyacente



Mercado Laboral y Ventas Minoristas



Confianza del consumidor y consumo



Mercado Inmobiliario

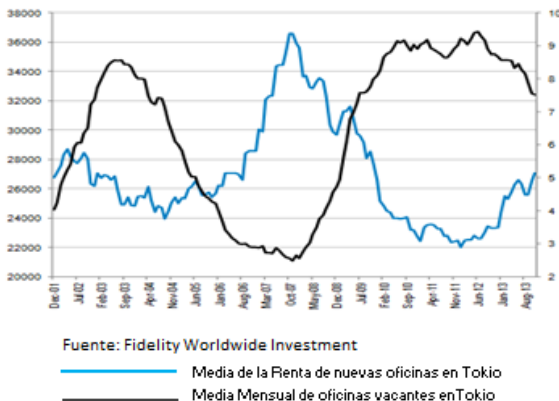


Figura 2

La determinación mostrada por las autoridades económicas y políticas ha generado, a su vez, un cambio fundamental en la mentalidad del ciudadano de a pie, cuya confianza en la posibilidad de retomar de nuevo una senda de crecimiento estable se ha visto reforzada por la postura claramente nacionalista del Primer Ministro Abe. De hecho, llama la atención la nueva campaña de confrontación dialéctica iniciada por el gobierno contra sus vecinos y rivales geopolíticos y comerciales más cercanos: Corea del Sur y, sobre todo, China.

3. Depreciación del Yen

Uno de los efectos que está teniendo la Política Monetaria expansiva es la depreciación que está sufriendo el Yen en el mercado de tipos de cambio (aproximadamente un 25% en los últimos 18 meses, Figura 3), que está permitiendo mejorar la posición competitiva de las empresas que producen bienes en Japón y se dedican a la exportación.

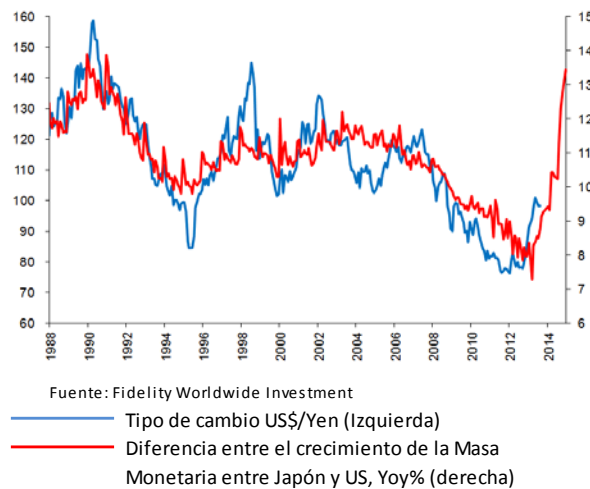


Figura 3

Por ahora, las empresas japonesas no han aprovechado la mejora de la posición competitiva para ganar cuota de mercado, sino para mejorar los beneficios empresariales. En última instancia, esta mejora de la posición competitiva debería frenar el deterioro de la posición neta comercial japonesa, que ha pasado a ser claramente deficitaria en los últimos tres años (actualmente se sitúa en -0.24% del PIB, máximo histórico), y que se podría estabilizar si la depreciación de la divisa se traduce, finalmente, en una mejora de las exportaciones.

4. Renta Variable

Desde un punto de vista más ligado a la Renta Variable, el de los beneficios empresariales, Japón se sitúa a la cabeza en cuanto a revisiones y crecimiento de esta variable tanto en el 2013 como para 2014 (Figura 4). Los márgenes empresariales continúan su recuperación favorecidos por el proceso de reducción de costes y la depreciación del Yen en el mercado de tipos de cambio.

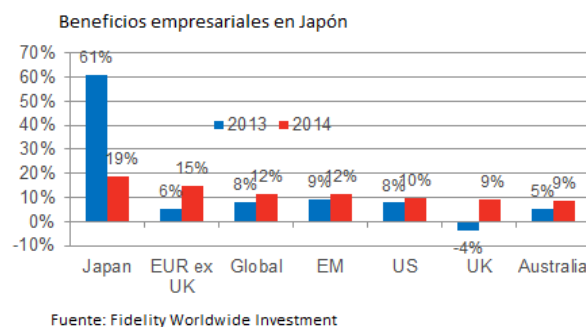


Figura 4

Renta Variable japonesa en los mercados// 14 de febrero de 2014

Incluso desde el punto de las valoraciones, Japón compara favorablemente respecto al resto de los principales mercados de Renta Variable (Figura 5). El Nikkei está todavía un 60% por debajo de sus máximos históricos mientras que el SP500 (USA), el DAX (Alemania) y el índice MSCI del mundo están en su nivel máximo histórico.

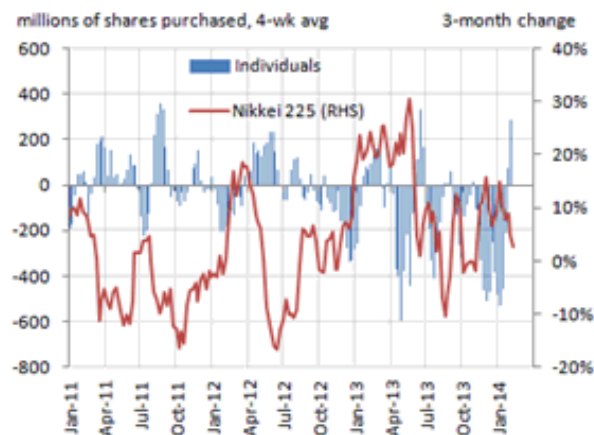
Ratios de Valoración de la Bolsa de Japón; Enero-2014

(X, %)	EPS Growth		PER		PBR	2008 PBR	EVEBITDA	ROE	Div.Yield	10-year
	3/15E	3/16E	3/15E	3/16E	3/15E	Trough	3/15E	3/14E	3/14E	Bond Yield
Japan	21%	14%	13.2	11.5	1.33	0.86	7.5	10.2%	2.5%	0.7%
US	8%	8%	15.6	14.5	2.60	1.52	9.3	17.3%	2.2%	2.2%
Europe	14%	13%	12.7	11.2	1.90	1.01	7.8	14.0%	3.5%	2.4%
Asia (ex. Japan)	10%	14%	11.7	10.7	1.48	1.23	6.2	13.1%	3.3%	-

Figura 5

Como último punto positivo, cabe destacar las medidas de incentivo fiscal para la compra de activos de riesgo (incluida la Renta Variable) por parte de los inversores minoristas japoneses. Estas medidas han cristalizado en la creación de los denominados NISA (Nippon Individual Saving Account). Se trata de cuentas de valores que permiten a sus poseedores comprar activos de Renta Variable y Fondos de inversión por un importe de 1 millón de Yenes al año (aproximadamente 7000€ al año) y ahorrarse así el impuesto sobre los dividendos y las plusvalías del capital devengado por estos valores por un periodo de 5 años. La medida se puso en marcha a principios de Enero y ya se han podido ver los primeros efectos positivos en forma de flujos de entrada en estos activos (Figura 6). Se estima que podrían entrar en estos vehículos 450 mil millones de € en los próximos 5 años, lo que supone, aproximadamente, un 25% de la capitalización actual de la Bolsa de Japón.

Entradas de Inversores minoristas en Renta Variable



Fuente: Deutsche bank

Figura 6

5. **Riesgos**

A pesar de todos estos puntos positivos, somos conscientes de que existen una serie de riesgos que podrían hacer que todo este esfuerzo por parte de las autoridades se viese afectado negativamente, reduciendo su efecto. Entre estos riesgos podemos destacar los siguientes:

- a) Japón está inmerso en un monumental experimento de Política económica como no se ha visto antes. Hay tantas variables y tantos factores que podrían afectar su marcha que el grado de incertidumbre y de provisionalidad es tremendo.
- b) A una posición fiscal claramente deficitaria (con un ratio de Deuda Pública sobre el PIB que se acerca al 300%, Figura 7), se une ahora una posición comercial deficitaria. Esto puede favorecer que los tipos de interés de largo plazo suban como respuesta de los inversores. No obstante, pensamos que este aspecto está parcialmente compensado dado que Japón financia enteramente su Déficit Público internamente, por lo que no tiene necesidad de acudir a financiación del exterior. Además, las Reservas en divisas superan el millardo de US\$, siendo las segundas mayores del mundo, sólo por detrás de China.

Previsión del ratio acumulado de Deuda Pública sobre el PIB para el final de 2014
Fuente OCDE,

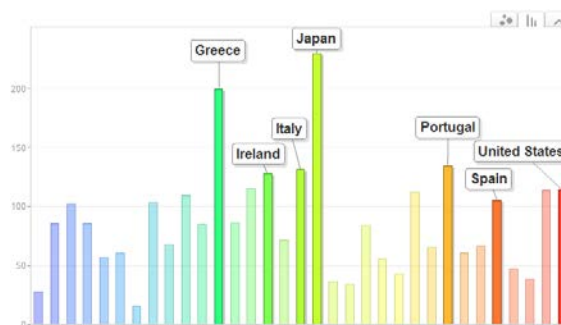
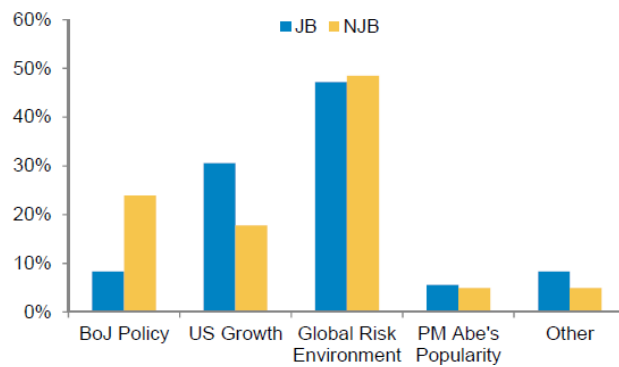


Figura 7

- c) La economía japonesa es una de las más expuestas al vaivén de la prima de riesgo global. En entornos de alta incertidumbre (como la Crisis Crediticia de 2014 o la crisis soberana europea en 2011-2012) el Yen tiende a funcionar como moneda refugio, lo que perjudica la estimación de beneficios de las empresas y, por ende, la evolución de la Bolsa. En este sentido, una encuesta realizada por el Banco de Inversión Morgan Stanley entre inversores institucionales tanto nacionales (JB) como extranjeros (NJB), refleja este punto como el principal riesgo para Japón en el presente año (Figura 8).

¿Cuál es el principal riesgo para la economía japonesa? (31/01/2014)



*Fuente: Morgan Stanley;
Figura 8*