

Feet-On Japón

El regreso del sol naciente*

Se favorece el posicionamiento en acciones japonesas

- Mejora en *momentum* económico
- Inflación llegó a *peak*, se mantendría en nivel “saludable”
- Se mantendrá política monetaria expansiva
- Corrección al alza en estimados de utilidades para este año
- Entrada de flujos
- Reformas estructurales favorables

EL SOL DE ASIA PACÍFICO

En el primer trimestre la economía japones (3ra más grande) creció 2.7% trimestral anualizado, superando los estimados, principalmente impulsado por consumo privado. Se espera que en los restantes trimestres del año el crecimiento se modere en torno a 1% anual y que con ello el PIB suba 1.3% este año de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Ese ritmo de actividad superaría el 0.5% anual promedio de la última década.

La economía gana tracción y la sorpresa económica muestra una tendencia al alza. La producción industrial y ventas minoristas superaron los estimados en su última entrega, ambos con tendencia positiva. Además, el compuesto de indicadores líderes del ciclo económico adelanta una expansión para los siguientes meses.

¿SAYONARA** INFLACIÓN?

Por su parte, luego de vivir por décadas con presiones deflacionarias, el país comienza a pasar por un proceso en que la inflación está en alrededor de un saludable 3% anual. Los precios ya habrían tocado *peak* y se proyecta que este año y el próximo la inflación cierre en ~ 3% y 2% respectivamente. Los salarios también estarían en el máximo de este ciclo (+2.5% anual vs. un crecimiento prácticamente nulo en los últimos 10 años), lo que de soporte al consumo y con ello a la economía.

*En japonés, “Japón” significa “sol que nace” / ** En español, Adiós.

TABLA 1

Resumen País

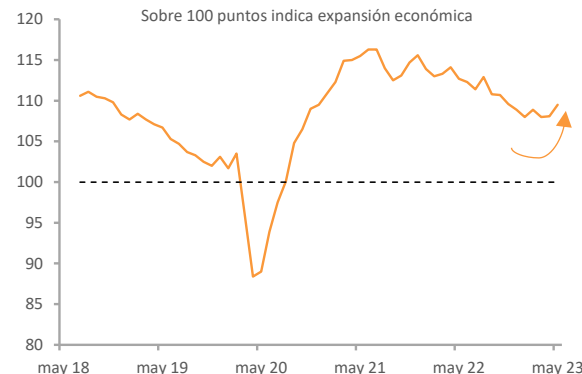
Población (millones)	126.5
Capital	Tokio
Idioma	Japonés
Forma de Gobierno	Monarquía Parlamentaria
Emperador	Naruhito
Primer Ministro	Fumio Kishida
Próxima Elección	
Cámara de Representantes (Baja)	2025
Cámara de Consejeros (Alta)	2025
Moneda	Yen
Actual	141.4
Max. 52 semanas	150.2
Min. 52 semanas	127.9
PIB nominal (USD billones 2023E)	4,409.7
Crecimiento del PIB	
2022	1.1
2023E	1.3
2024E	1.0
PIB per cápita (USD 2023E)	35,385.0
Inflación anual promedio 2023E	2.7%
Deuda gobierno bruta (% del PIB 2023E)	258.2
Cuenta Corriente (% del PIB 2023E)	3.0
Balance Fiscal (% del PIB 2023E)	-6.4
Clasificación de Riesgo	
S&P	A+
Fitch	A
Moody's	A1
Ranking Internacionales	
Economic Freedom	31
Global Competitiveness	34

Fuente: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional, datos a julio 2023

GRÁFICO 1

JAPAN NEW COMPOSITE INDEX OF BUSINESS CYCLE INDICATORS LEADING INDEX

Sobre 100 puntos indica expansión económica



Fuente: Economic and Social Research Institute Japan, datos a mayo de 2023.

A pesar de que la inflación ha aumentado, aún es baja comparado con otros países desarrollados. Esto le permitiría al banco central seguir con una postura monetaria expansiva, al contrario de EE.UU. y Europa, junto con otros países donde la inflación baja muy gradualmente.

No se esperan cambios en el sistema de tasas de interés durante el año, pero sí que en alguna medida se flexibilice el control de la curva de tasas de interés (YCC por su sigla en inglés). Este actualmente permite que la tasa de 10 años fluctúe entre -0.5% y 0.5%, sin embargo, el mercado ya comienza a internalizar que de aquí a fin de año podrían anunciarse cambios en un ambiente de inflación más alta que cuando fue originalmente implementado. En los recientes días la tasa swap a 10 años llegó a 0.71% a pesar de que no se esperan cambios para la reunión de política monetaria de este mes.

Respecto a EE.UU. se ha visto una ampliación del diferencial de tasas de interés que ha llevado a una depreciación del yen de hasta casi 10% hasta fines de junio cuando el tipo de cambio rozó ¥/USD 145. Durante julio, la expectativa de que las tasas puedan subir ante una flexibilización del YCC ha llevado a que el yen se aprecie ~2%. La depreciación del yen, como sucede en Japón, ha dado impulso al sector exportador.

SECTOR CORPORATIVO MUESTRA FORTALEZA

Japón es una economía abierta (las exportaciones fueron ~17% del PIB en 2022). Según Morgan Stanley el 47% de los ingresos de las compañías japonesas listadas en el país se genera fuera de éste – comparado con 29% en EE.UU. y 26% en emergentes-. Destacando que el 18% de los ingresos se genera en EE.UU., donde la economía ha sorprendido positivamente por su resiliencia.

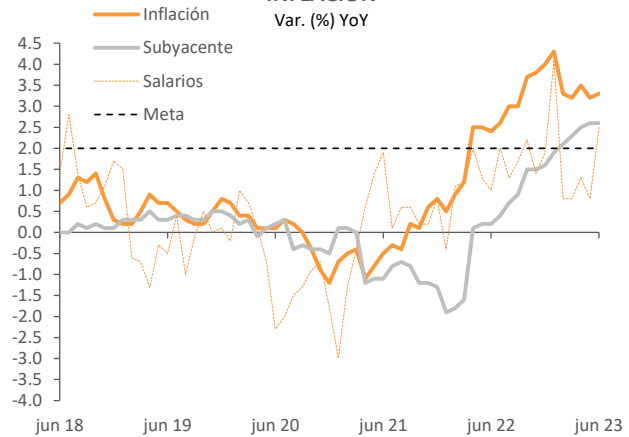
Por su parte, a pesar de que el principal socio comercial es China – destino de casi el 20% de las exportaciones-, solo se generan 5% de los ingresos desde ese país. Ello es beneficioso en el contexto actual, dado que China no ha logrado generar tracción y decepciona económicamente.

Se espera que este año las utilidades del MSCI Japón crezcan en torno a 6%, dato que se viene consistentemente corrigiendo al alza en los últimos meses y se compara favorablemente respecto a otros países desarrollados. Para 2024 las utilidades se acelerarían para crecer 8%.

Además, se están llevando a cabo una serie de reformas estructurales al sector corporativo que buscan mejorar la eficiencia de las compañías con el fin de revalorizarlas y hacerlas más competitivas. Aproximadamente el 26% de las compañías del MSCI Japón transan a una razón Precio/Valor Libro (P/B) bajo 1 (3.5% en el S&P500). Además, el retorno para los inversionistas de

GRÁFICO 2

INFLACIÓN
Var. (%) YoY



Fuente: Ministry of Internal Affairs and Communications, datos a julio de 2023.

GRÁFICO 3

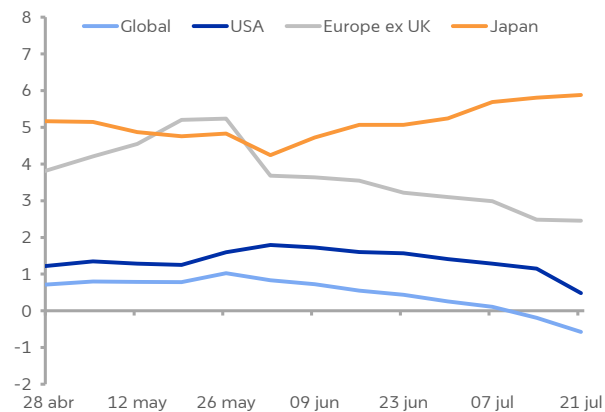
TIPO DE CAMBIO
JPY/USD



Fuente: Bloomberg, datos a julio 2023

GRÁFICO 4

CRECIMIENTO ESPERADO DE UTILIDADES
% | 2023



Fuente: Citi Research, Worldscope, MSCI, Factset; datos al 21 de julio de 2023

acciones japonesas (ROE por su sigla en inglés) ha sido significativamente más bajo que en pares desarrollados, lo que también podría mejorar a raíz de estas reformas (GRÁFICO 5). La Bolsa de Valores de Tokio (TSE por su sigla en inglés) ha dividido el mercado en tres segmentos: Prime, Standard y Growth para de esta forma impulsar el crecimiento sostenible de las empresas listadas y hacerlas más atractivas para los inversionistas locales e internacionales.

Entre las medidas que se están impulsando se encuentran mejorar la eficiencia operacional, devolver la caja no utilizada a los inversionistas (vía dividendos o recompra de acciones – *buybacks*-), mejorar las políticas de gobiernos corporativos, fomentar la inclusión de directores independientes, mujeres en directorios, entre otros.

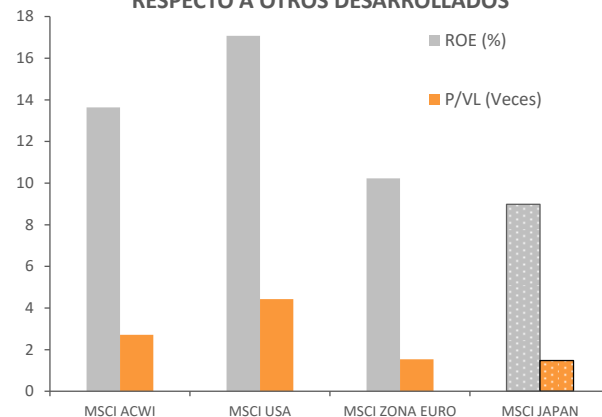
RALLY ACCIONARIO AUN TIENE ESPACIO

Las acciones japonesas representan cerca de un 6% de las acciones globales (MSCI ACWI), representación que ha venido cayendo desde que reventó la burbuja japonesa a fines de los '80. A pesar de ello, Japón se caracteriza por tener un mercado financiero profundo y líquido, con una amplia variedad de gestores con distintos estilos de inversión. De esta forma, es clave la selectividad al momento de comprar acciones japonesas.

El MSCI Japón se caracteriza por el sesgo cíclico y exportador de sus compañías. El principal sector es el industrial, seguido de consumo discrecional. No obstante, hay divergencias entre la composición de distintos índices accionarios. Por ejemplo, el Nikkei 225 posee una mayor exposición al sector tecnológico que el MSCI Japón.

Independiente del índice, en general las acciones japonesas registran rezago respecto a pares globales -medidas en USD- en plazos más largos

GRÁFICO 5
JAPÓN TRANSA A VALORIZACIONES BAJAS RESPECTO A OTROS DESARROLLADOS



Fuente: Bloomberg, datos a julio de 2023.

TABLA 2: COMPOSICIÓN SECTORIAL ÍNDICES JAPONESES VS ACWI

Composición Sectorial (%)	MSCI Japan	Nikkei	Topix	MSCI Japan Value	MSCI Japan Growth	MSCI Japan Small Cap	MSCI ACWI
Industrial	23	20	24	27	20	23	11
Consumo Discrecional	19	21	18	21	16	18	11
Tecnología	15	22	14	5	24	11	22
Financiero	12	3	11	21	1	7	15
Salud	9	11	8	4	15	6	12
Serv. Comunicacionales	7	10	8	5	10	2	7
Consumo Básico	6	6	7	4	9	9	7
Materiales	5	6	6	4	5	10	5
Inmobiliario	3	1	2	5	0	10	2
Utilities	1	0	1	2	0	2	3
Energía	1	0	1	1	0	1	5
Acciones	323	225	2148	142	133	845	2935

Fuente: MSCI, Bloomberg, datos disponibles a julio 2023

(TABLA 3). Sin embargo, la brecha se ha ido cerrando recientemente. Al cierre del primer semestre, el MSCI Japón rentó en USD 11% vs 13% el MSCI ACWI y 15% el Nikkei. La divergencia de retorno entre índices deriva principalmente de la composición que tiene cada uno. Así, en el caso del Nikkei vamos que el *outperformace* se ha generado por la mayor exposición a acciones tecnológicas, principalmente relacionadas a semiconductores o al uso de inteligencia artificial (similar a lo que se ha visto en el Nasdaq en EE.UU.).

A nivel de estilos, durante el año las acciones *growth* registraron mejor desempeño que las *value*. Si bien las primeras poseen mayor exposición a tecnología, las segundas están más expuestas al sector financiero, el cual ha recibido flujos ante la expectativa de que puedan subir las tasas de interés.

¿Qué se espera para la segunda mitad del año? Si bien una eventual flexibilización del YCC podría llevar a una apreciación del yen que afecte los ingresos del sector exportador, también esto daría un impulso a los retornos en dólares. Además, una subida de los tipos de interés sería favorable para el sector bancario, que además transa con balances saludables respecto a pares desarrollados. Se están observando también señales de rotación hacia sectores y/o estilos que han quedado rezagados en el inicio del año, los cuales aún transan a bajas valorizaciones.

El MSCI Japón transa a una razón Precio/Utilidad a 12 meses (P/U fwd.) de 15.2 veces, levemente bajo el promedio de 5 años, al igual que la razón relativa a mercados desarrollados. Por su parte, la razón P/VL transa a una desviación estándar sobre el promedio, pero en términos relativos luce con un atractivo descuento.

Las acciones japonesas también tendrían soporte en los flujos. Se han observado entradas de flujos en las últimas 7 semanas y en lo corrido del año han entrado flujos a fondos e ETFs por cerca de USD 2,600 millones, lo que aún es monto tímido y deja espacio para entradas de flujos adicionales.

TABLA 3: RETORNOS

Rentabilidad en USD	YTD	3M	1Y	3Y*	5Y*	10Y*
ACWI	15.2%	6.8%	12.9%	7.8%	6.2%	6.4%
MSCI Japan	11.6%	6.2%	11.0%	3.2%	1.1%	2.6%
Nikkei	14.5%	7.2%	11.1%	2.4%	2.6%	4.5%
MSCI Japan Value	11.4%	8.3%	13.5%	7.1%	0.8%	1.5%
MSCI Japan Growth	12.0%	4.2%	8.5%	-0.9%	1.1%	3.5%
MSCI Japan Small Cap	5.4%	1.3%	7.8%	0.4%	-1.9%	3.3%
Yen	-7.2%	-5.0%	-3.7%	-8.8%	-4.7%	-3.4%

Fuente: Bloomberg, datos al 21 de julio de 2023 / * Aualizado

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.