

Giappone: la regione dei prezzi in aumento?

A cura di Sam Perry, Senior Investment Manager e Steve Donzé, Senior Macro Strategist di Pictet Asset Management

20.02.2023

È probabile che il ritorno dell'inflazione in Giappone stimoli ulteriormente la normalizzazione della politica monetaria e dia il via a una rivalutazione del suo mercato azionario.

Analisi economica fornita dal Senior Economist Nikolay Markov

Dopo due decenni di stagnazione di prezzi e stipendi, il Giappone sembra finalmente essersi scrollato di dosso la deflazione, con un rafforzamento dello yen e un rialzo dei mercati azionari.

Ci sono diverse prove che indicano un aumento delle pressioni inflazionistiche. Dalla salsa di soia alla birra, dagli elettrodomestici agli skipass, l'economia giapponese vede aumentare i prezzi di beni e servizi su tutta la linea. A dicembre, l'inflazione core ha raggiunto il massimo degli ultimi 41 anni (3,7%).

Di conseguenza, la Bank of Japan (BoJ) sta iniziando a porre le basi per l'interruzione della sua controversa politica di controllo della curva dei rendimenti (Yield Curve Control, YCC), una misura di stimolo economico che mira a raggiungere in modo sostenibile un'inflazione del 2%.

Introdotta nel 2016, la YCC consente alla BoJ di acquistare un numero illimitato di titoli di Stato al fine di mantenere i rendimenti decennali in una fascia di movimento ridotta, attorno allo zero.

Un tempo elogiata per la sua originalità, questa politica ha in seguito destato critiche per avere distorto la curva dei rendimenti, drenato liquidità dal mercato e portato a un crollo dello yen che ha gonfiato il costo delle importazioni di materie prime.

A dicembre, la banca centrale ha improvvisamente cambiato rotta e intrapreso il primo passo verso un'uscita dall'YCC e, successivamente, dalla sua politica di tassi d'interesse negativi. Ha quindi permesso al rendimento obbligazionario decennale di oscillare di 50 punti base in più o in meno intorno al suo obiettivo dello 0%: una fascia più ampia rispetto alla precedente (25 pb).

A nostro avviso, la BoJ alzerà gradualmente (in due o tre fasi) il limite superiore dei rendimenti a 10 anni (attualmente allo 0,50%) prima di abbandonare definitivamente questa politica.

Prevediamo, inoltre, che la banca centrale seguirà questo percorso di normalizzazione indipendentemente da chi, ad aprile, prenderà il posto dell'attuale Governatore, Haruhiko Kuroda.

E gli investitori stranieri dovrebbero prendere nota.

La combinazione di normalizzazione della politica monetaria e inflazione contenuta è un mix che rafforza le azioni giapponesi.

I tassi reali sono destinati a rimanere negativi; per questa ragione l'economia giapponese dovrebbe registrare quest'anno il tasso di crescita più elevato di tutto il mondo sviluppato (+1,5%), alimentato dall'aumento degli investimenti e della spesa da parte di aziende e famiglie con grande disponibilità di liquidità.

In queste condizioni, gli investitori possono aspettarsi un'accelerazione della crescita degli utili societari e un incremento dei multipli. Tutto questo suggerisce che le azioni giapponesi dovrebbero essere presenti in misura maggiore in un portafoglio azionario globale.

Azioni giapponesi: un elemento di diversificazione fondamentale

Gli investitori internazionali hanno sottopesato le azioni giapponesi a partire dal 2005, ma l'allocazione in questo comparto sta iniziando a riavvicinarsi alla ponderazione del benchmark¹.

Le nostre previsioni a lungo termine ci suggeriscono che si tratta di un cambiamento sensato.

Nei prossimi cinque anni, ci aspettiamo un rendimento annuo delle azioni giapponesi superiore al 10%, arrivando a sovraperformare le azioni statunitensi e quasi pareggiando i rendimenti delle azioni emergenti (in dollari), ma con una volatilità molto inferiore².

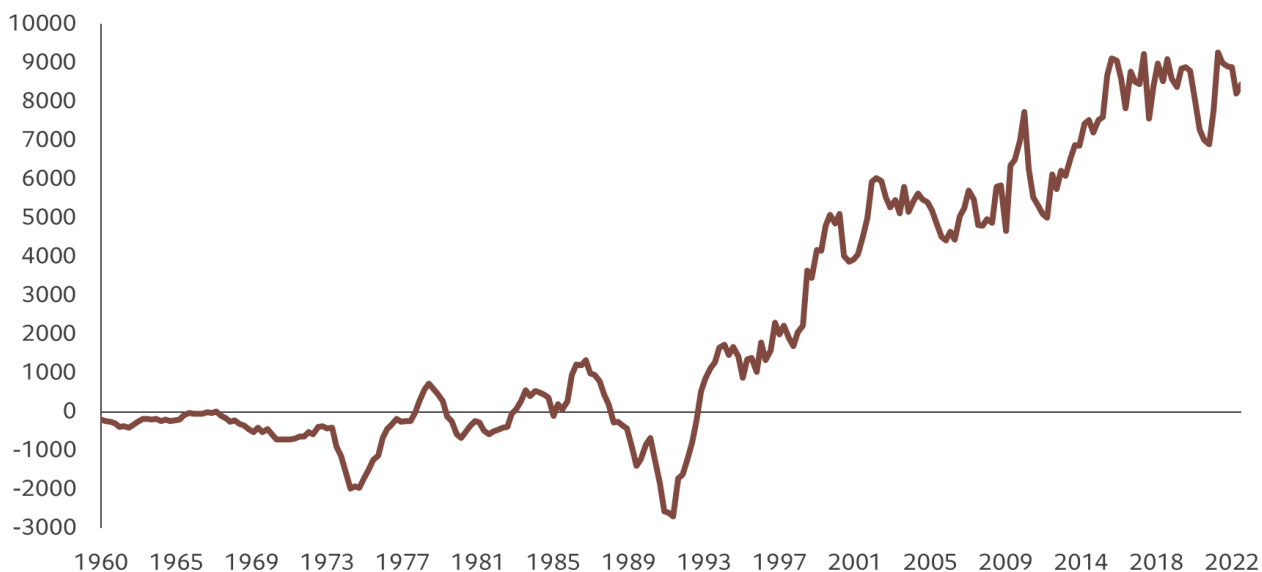
Ciò è in larga parte dovuto all'apprezzamento dello yen previsto per il periodo in esame, ma riflette anche il potere di spesa del cosiddetto "Japan Inc" (termine che indica il sistema economico moderno, altamente centralizzato, di questo Paese e la sua strategia di sviluppo guidata dalle esportazioni) e il suo impatto sui rendimenti. Le aziende del Paese dispongono di abbondante liquidità. Il rapporto tra flusso di cassa e ricavi si attesta al livello massimo raggiunto da oltre mezzo secolo e le aziende continuano a generare liquidità con livelli di free cash flow da record.

¹ EPFR Global e MSCI, dati al 30/11/2022

² https://am.pictet/en/uk/global-articles/2022/pictet-asset-management/secular-outlook#PAM_Section_1

Fig. 1 - Japan Inc ricco di liquidità

Free cash flow del settore societario giapponese, media mobile trimestrale in miliardi di JPY



Fonte: Ministero della Finanza, Pictet Asset Management, dati relativi al periodo dal 01/12/1960 al 01/09/2022

L'alto livello di fiducia nel management aziendale e l'abbondanza di liquidità nei bilanci sono evidenziati dal livello record dei ritorni degli azionisti: si prevede che sia i dividendi che i buyback di azioni, toccheranno nuovi massimi storici (rendimento complessivo di 25.000 miliardi di JPY)³.

L'inflazione salariale potrebbe infine contribuire a sbloccare il potenziale delle famiglie giapponesi, i cui consumi rappresentano oltre la metà del PIL del Paese. I loro risparmi sono al livello più alto degli ultimi 22 anni (76.700 yen per lavoratore al mese) e i redditi sono ai massimi dagli anni 2000⁴.

Yen forte? Nessun problema

I più scettici potrebbero affermare che l'apprezzamento della valuta derivante dall'aumento dei tassi di interesse è di cattivo auspicio per le aziende giapponesi e le loro azioni.

È sicuramente vero che lo yen sembra destinato a un apprezzamento duraturo. Prevediamo che si rafforzi oltre i 130 yen per dollaro, avvicinandosi così al suo fair value, stimato intorno ai 108 yen sulla base del nostro modello proprietario di determinazione del tasso di cambio.

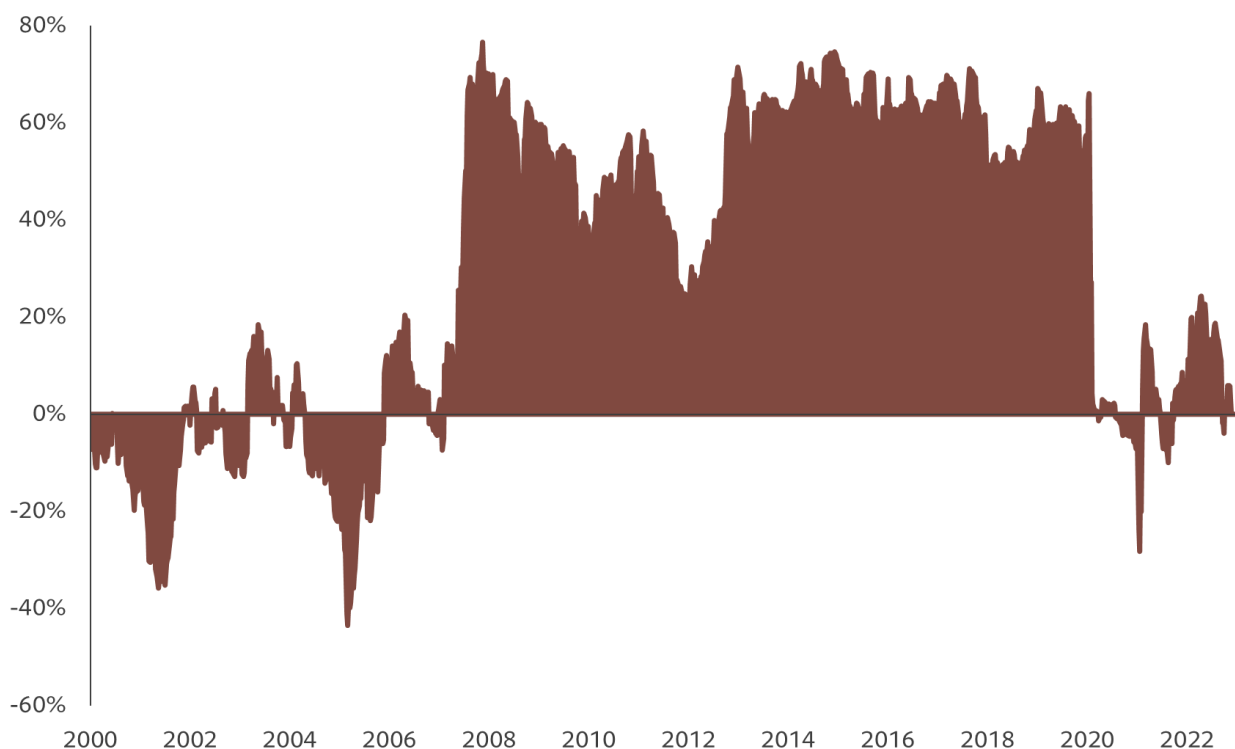
³ Stime MUFJ, Pictet Asset Management, sulla base delle dichiarazioni effettuate durante la stagione degli utili del T3, al 30/11/2022

⁴ Sondaggio del Ministero degli affari internazionali e delle comunicazioni sul reddito e sulla spesa delle famiglie a novembre 2022

Tuttavia, l'idea che uno yen forte sia negativo per l'economia giapponese è ampiamente fuori discussione.

La correlazione negativa tra i titoli azionari giapponesi e lo yen è esistita solo per un periodo particolare a partire dalla fine degli anni 2000. La situazione, però, non è più la stessa.

Fig. 2 - FX e azioni
Correlazione a 52 settimane tra USD/JPY e TOPIX



Fonte: Bloomberg, Pictet Asset Management, dati relativi al periodo dal 07/01/2000 al 13/01/2023

Le prospettive di utili del Giappone non dipendono più dalla crescita delle esportazioni come in passato.

Le esportazioni di beni e servizi contribuiscono per meno del 20% alla produzione economica nazionale⁵. Con la delocalizzazione delle produzioni, inoltre, dal 1998 la quota giapponese nelle esportazioni globali si è dimezzata al 3,4%⁶.

È probabile che le aziende più sensibili agli aumenti della spesa in conto capitale e dei consumi siano quelle che beneficeranno maggiormente del nuovo scenario di aumento dei prezzi.

Tra queste troviamo quelle attive nei comparti dei macchinari, degli impianti automatizzati, dell'edilizia abitativa e dei rivenditori al dettaglio.

⁵ Banca mondiale, al 2021

⁶ Ministero delle Finanze, Pictet Asset Management e Refinitiv, dati al 2020

Per quanto riguarda le banche, che tendono a beneficiare di condizioni monetarie più restrittive, stiamo iniziando a trarre profitto, poiché il settore ha già guadagnato quasi il 50% dall'inizio dello scorso anno⁷.

Mentre le famiglie e le imprese giapponesi vedono risvegliarsi l'inflazione per la prima volta dopo 40 anni, gli investitori dovrebbero prepararsi a un panorama economico radicalmente diverso, nel quale un circolo virtuoso di rialzo dei prezzi e aumento della spesa e degli investimenti fornisce una grande spinta alle azioni del Paese.

Il Gruppo Pictet

Fondato a Ginevra nel 1805, il Gruppo Pictet è uno dei principali gestori patrimoniali e del risparmio indipendenti in Europa. Con un patrimonio gestito e amministrato che ammonta a circa 620 miliardi di euro al 31 dicembre 2022, il Gruppo è controllato e gestito da otto soci e mantiene gli stessi principi di titolarità e successione in essere fin dalla fondazione. Il Gruppo Pictet, con oltre 5.300 dipendenti, ha il suo quartier generale a Ginevra e altre sedi nei seguenti centri finanziari: Amsterdam, Barcellona, Basilea, Bruxelles, Dubai, Francoforte, Hong Kong, Londra, Losanna, Lussemburgo, Madrid, Milano, Montreal, Monaco di Baviera, Nassau, New York, Osaka, Parigi, Principato di Monaco, Roma, Shanghai, Singapore, Stoccarda, Taipei, Tel Aviv, Tokyo, Torino, Verona e Zurigo. Pictet Asset Management ("Pictet AM") comprende tutte le controllate e le divisioni del Gruppo Pictet che svolgono attività di asset management e gestione fondi istituzionali. Fra i principali clienti si annoverano alcuni dei maggiori fondi pensione, fondi sovrani e istituti finanziari a livello mondiale.

Contatti Stampa:

BC Communication

Federica Guerrini | Tel. +39 340 750 0862 | federica.guerrini@bc-communication.it

Giovanni Prati | Tel. +39 351 5293362 | giovanni.prati@bc-communication.it

Lucrezia Pisani | Tel. +39 347 6732479 | lucrezia.pisani@bc-communication.it

⁷ TOPIX banks, fonte: Refinitiv, Pictet Asset Management, dati al 13/01/2023