

FORTE DINÂMICA DE GANHOS NO JAPÃO

RESUMO

A economia japonesa chegou ao 60º mês consecutivo de recuperação econômica enquanto o mercado esteve em alta expressiva em 2017, com o apoio de investidores estrangeiros que voltaram a entrar agressivamente em setembro, e o Banco do Japão dobrava seu ímpeto de compras ETF no verão passado. A participação no mercado de trabalho está crescendo e a inflação da renda está aumentando a confiança do consumidor, enquanto o otimismo empresarial está em alta. Esses fatores positivos estão gradualmente se refletindo nos números da inflação e o consenso espera uma faixa de inflação entre +0,8%/+1,1%, um dos maiores níveis em quase 25 anos.



Joël Le Saux
Japan Equities Expert



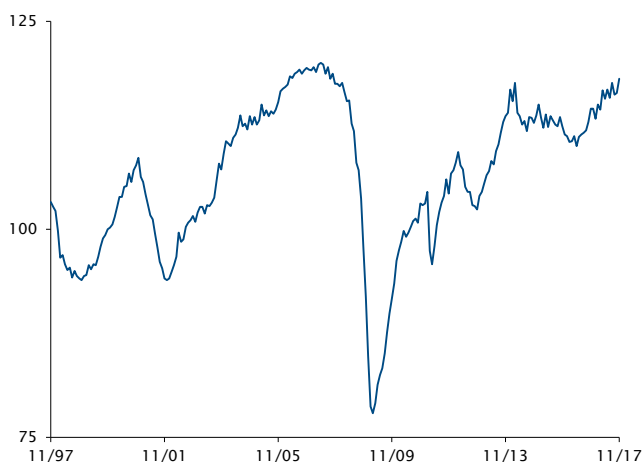
Yoko Otsuka
Financial Analyst

"No atual ambiente de mercado, buscar calcular a rotação de estilo e capitalização de mercado é altamente arriscado. É crucial ter uma abordagem de investimentos disciplinada, com foco em empresas que vendem com desconto em seu valor justo, em vez de perseguir a dinâmica de ganhos."

A economia na era da Abenomics

A economia japonesa chegou ao 60º mês consecutivo de recuperação econômica, o segundo período mais longo desde a Segunda Guerra Mundial. O PIB real cresceu 1,5% ao ano durante o período. O nível de lucro de todas as empresas excedeu amplamente o nível pré-crise financeira global, liderado pelo setor não manufatureiro doméstico. As empresas se tornaram mais positivas em relação à contratação e a investimentos em capital.

Índice coincidente dos indicadores de ciclo de negócios

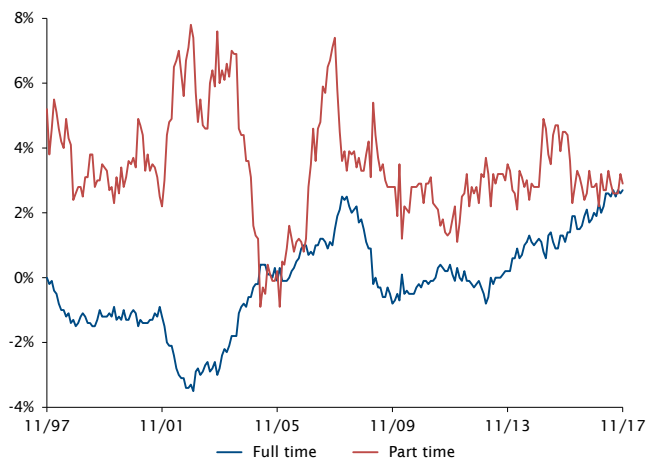


Fonte: Economic and Social Research Institute
Dados em 30 de novembro de 2017

No momento, o mercado de trabalho está sob pressão, com uma taxa de desemprego a 2,7% e proporção de candidatos por emprego de 1,6 vez, o melhor número nos últimos 40 anos. Como consequência do declínio de

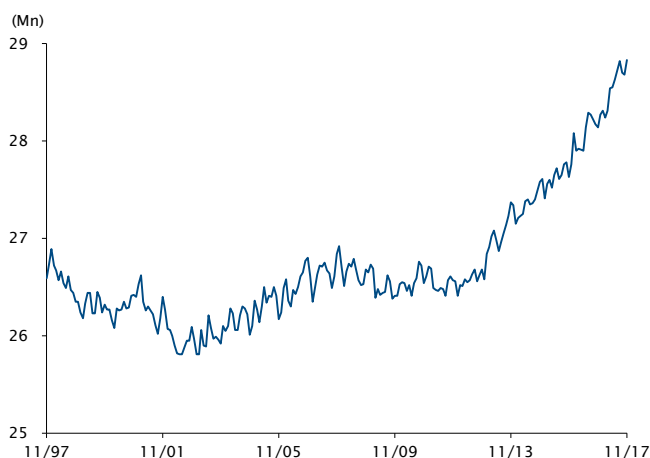
cerca de 1% ao ano da população em idade produtiva, idosos ativos e mulheres ingressaram na força de trabalho, registrando um crescimento surpreendente de +0,6% ao ano nos últimos cinco anos. Além disso, os salários por hora para empregos de meio período aumentaram constantemente em cerca de 2% ao ano, devido à incompatibilidade estrutural de oferta e demanda. A remuneração total atingiu uma alta de 25 anos e a demanda por trabalhadores em período integral é mais forte do que para trabalhadores de meio período. A confiança do consumidor, que recuperou o nível de alta de impostos pré-consumidor de abril de 2014, provavelmente melhorará ainda mais durante 2018, junto às condições favoráveis do mercado de trabalho.

Número de funcionários em todos os setores no acumulado anual



Fonte: Ministério da Saúde, Trabalho e Bem-estar
Dados em 30 de novembro de 2017

Força de trabalho feminina empregada SA



Fonte: Escritório de Estatísticas, Ministério de Assuntos Internos e Comunicações
Dados em 30 de novembro de 2017

Os investimentos em capital doméstico têm sido positivos nos últimos cinco anos, especialmente do setor manufatureiro, antevendo uma forte necessidade de melhorar/atualizar a eficiência das instalações existentes. Embora os investimentos privados em capital doméstico ainda estejam abaixo do nível pré-crise financeira global, eles também estão investindo no exterior, gastando em P&D e perseverando em fusões e aquisições para fazer bom uso do dinheiro em excesso.

Análise de 2017

O ano passado foi outro bom ano para a economia interna devido ao forte vento favorável proveniente do ciclo global, liderado por exportações estáveis. Os principais beneficiários foram o setor de tecnologia e maquinaria, pois os pedidos da China foram extremamente constantes, atingindo o maior nível de todos os tempos. Isso se traduziu positivamente em gastos de capital dos fabricantes, que deverão aumentar

Produção industrial SA (2010=100)



Fonte: Ministério da Economia, Comércio e Indústria
Dados em 30 de novembro de 2017

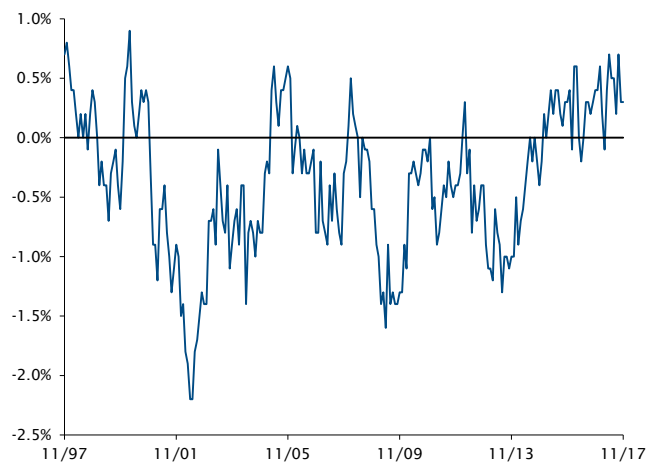
em +17% no acumulado anual, excedendo o orçamento inicial, o que é raro para a tipicamente conservadora Japan Inc. Por fim, as condições de negócio do índice Takan do Banco do Japão atingiram o maior nível em 25 anos no último trimestre de 2017.

Esses fatores positivos estão gradualmente se refletindo nos números da inflação, com uma avaliação ampla do IPC de +0,4% em 2017, basicamente a quinta avaliação positiva consecutiva. Mesmo excluindo os componentes voláteis de alimentos frescos e energia, o núcleo do IPC foi superior a +0,5% no ano passado. Para 2018 e 2019, o consenso espera uma faixa de inflação entre +0,8%/+1,1%, um dos maiores níveis em quase 25 anos.

De 2018 em diante

A parte ausente foi o aumento do salário de empregados de período integral. A troca de trabalhadores regulares para trabalhadores de meio período, que influenciava as receitas de caixa médias programadas mensais desde 1996, está quase acabando. Os aumentos de salário dos trabalhadores de período integral contribuem

Receitas de caixa médias programadas mensais no acumulado anual



Fonte: Ministério da Saúde, Trabalho e Bem-estar
Dados em 30 de novembro de 2017

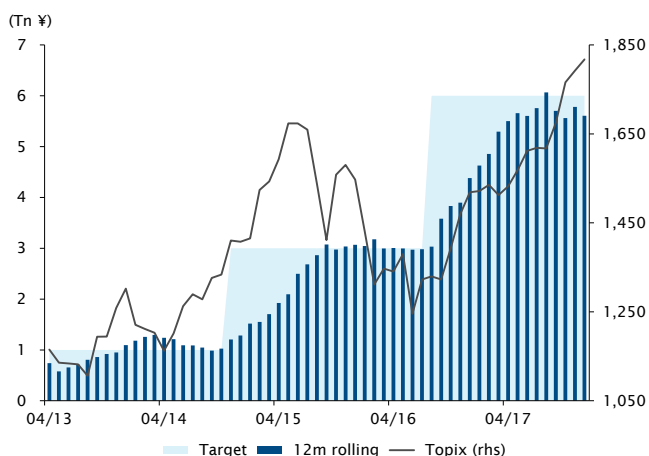
positivamente com as receitas de caixa médias programadas totais. Isso poderia resultar em maiores gastos por domicílio produtivo, o que representa 70% do consumo privado.

Política monetária

Em janeiro de 2013, o Banco do Japão determinou uma "meta de estabilidade de preço" a 2% e, desde então, introduziu uma série de políticas monetárias: afrouxamento monetário quantitativo e qualitativo em abril de 2013, expansão deste em outubro de 2014, taxa de juros negativa em janeiro de 2016 e controle da curva de rendimentos em setembro de 2016. Nenhuma dessas políticas têm sido eficaz para atingir a meta de inflação.

Com a munição acabando, 2017 foi um ano tranquilo, sem mudanças oficiais de política. Com foco agora na sua política de controle da curva de rendimentos, as compras do Banco do Japão de títulos da dívida pública japonesa diminuíram para cerca de JPY 60 trilhões em relação à meta de JPY 80 trilhões. Estimulado por este movimento, o mercado recentemente deu início a discussão sobre "redução invisível", que é um movimento rumo ao fim do afrouxamento monetário sem que haja um anúncio oficial. Enquanto isso, o banco central foi o maior comprador do mercado de ações durante 2017. A instituição introduziu um programa de compras ETF em abril de 2013, como parte do afrouxamento quantitativo e qualitativo. Em julho de 2016, ele dobrou a meta de compra para JPY 6 trilhões ao ano, cerca de 1,5% da capitalização do mercado. Com um controle estimado de 3%, a sustentabilidade e também a racionalidade desta política hoje são altamente questionáveis.

Compras ETF e Topix



Fonte: Banco do Japão, Bloomberg
Dados em 31 de dezembro de 2017

O mandato do dirigente atual termina em março de 2018. A maioria dos observadores de mercado espera uma recondução para outro mandato de 5 anos, contudo, o foco principal para 2018 é a possibilidade ou não de mudanças na política monetária. Se as tendências de inflação continuarem nos trilhos, é provável que o governo declare que a economia está oficialmente "fora da deflação" até meados de 2018. Neste cenário, o banco central aproveitaria a oportunidade para se mover rumo ao fim do afrouxamento monetário, que é importante devido à redução do seu arsenal de opções de política monetária, o impacto esperado do aumento das taxas de consumo em outubro de 2019, que poderia influenciar o crescimento, e o provável encerramento do ciclo de aperto do Fed até 2020, o que poderia exacerbar a taxa diferencial entre o Fed e o Banco do Japão. Esperamos que o término do programa de taxa de juros negativa e o aumento da taxa da meta de controle da curva de rendimentos ocorram primeiro, o que tem se tornando o

consenso do mercado. Embora o impacto do primeiro seja limitado nas instituições financeiras domésticas, mudanças ascendentes paralelas de 5 a 10 anos nos títulos da dívida pública japonesa terão um grande impacto positivo para bancos domésticos. Em caso de corte do programa de compras ETF, é provável que haja impacto negativo nos mercados de ações. Em qualquer desses cenários, é difícil imaginar um iene mais fraco em relação ao dólar dos EUA no médio prazo.

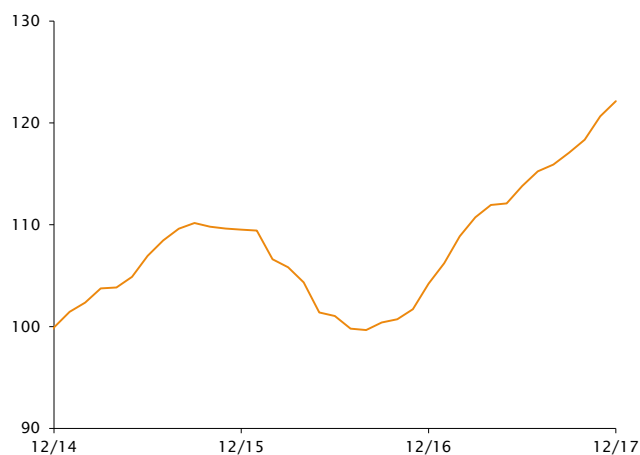
Mercado

Apesar de um iene mais forte em relação ao dólar dos EUA, o retorno total líquido do Topix saltou +22% em 2017, registrando seu sexto ganho consecutivo e o segundo melhor ano desde 2005. O mercado está agora maior do que em janeiro de 1989, ano da ascensão ao trono do imperador Akihito. A maioria dos investidores lembra do crash de bens ocorrido no começo da era Heisei e dos 13 anos seguintes de mercado em baixa.

Os fundamentos de empresas na bolsa estão firmes, com margens e lucros em seu pico. Em resumo, todas as empresas estão indo bem, mas os ganhos estiveram especialmente fortes nos setores de TI, materiais e industriais, uma vez que o último recebeu ajuda dos fortes ciclos global e chinês.

Pelo 17º mês consecutivo, o consenso sobre as estimativas de ganhos dos próximos 12 meses foi revisado para cima. Isso se dá principalmente devido às boas condições de ganhos em 2017 e aos previsores não apostarem na aceleração do crescimento em 2018. Seu crescimento EPS de 8% parece razoável.

EPS dos próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg
Dados em 31 de dezembro de 2017

As avaliações TOPIX se expandiram devido ao forte desempenho para 15 vezes o preço/lucro dos próximos 12 meses, perto do maior nível desde o fim da crise financeira global. A relação preço-valor contábil a 1,45

vez também está na alta da década. Essas métricas são justas em nossa opinião, pois o retorno sobre as ações continua abaixo de 10%.

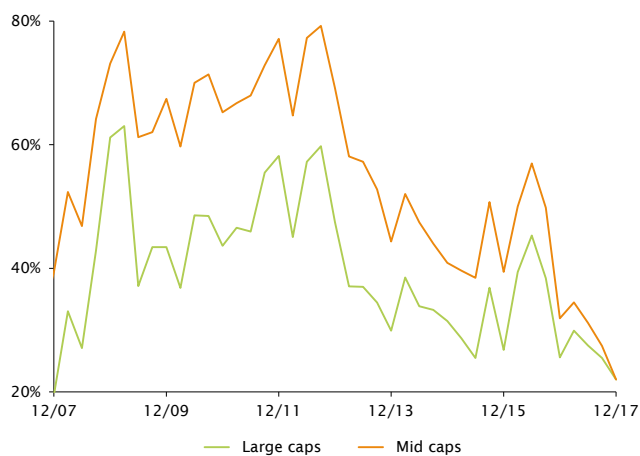
Ganhos mais altos do que o esperado podem ser obtidos com a continuação do forte ciclo global e/ou mais enfraquecimento do iene em relação ao dólar dos EUA, contudo esses fatores não significariam avaliações maiores em nossa opinião. Para chegar a isso de modo sustentável, é indispensável maior retorno sobre o patrimônio líquido. Embora isso possa ser possível com mais alavancagem, a maioria das empresas parece estar satisfeita com sua típica política de retorno aos acionistas de 40% (dividendos + recompras de ações).

Por capitalização de mercado, a principal característica depois do fim da crise financeira global é o aumento de +235% em médias capitalizações, ultrapassando amplamente +172% e +126% para grandes e médias capitalizações respectivamente. De fato, médias capitalizações ocultas, uma característica de Kabutocho, não são mais como sempre, com, basicamente, nenhuma venda abaixo do valor contábil e "rico" preço/lucro de 16,4 vezes dos próximos 12 meses.

Por setor/indústria, as diferenças de avaliação para as quatro maiores indústrias são extremas, com componentes de maquinaria e eletrônicos cíclicos em 20 e 21 vezes do preço/lucro dos próximos 12 meses, respectivamente, enquanto bancos e automóveis estão em 11,4 e 10,5 vezes. O senhor Mercado atualmente gosta de aspectos cíclicos.

Nessas circunstâncias, buscar calcular a rotação de estilo e capitalização de mercado é altamente arriscado. Em nossa opinião, é crucial ter uma abordagem de investimentos disciplinada, com foco em empresas que vendem com desconto em seu valor justo, em vez de perseguir a dinâmica de ganhos. Uma carteira equilibrada entre médias capitalizações e grandes/mega capitalizações também é aconselhável, considerando a retomada de 12 anos e as altas avaliações da primeira.

% Topix de empresas com P/B<1



Fonte: Bloomberg
Dados em 31 de dezembro de 2017