



TRE ANNI DI ABENOMICS



JOËL LE SAUX
Portfolio Manager

"Dopo tre anni di Abenomics, a prima vista i risultati sembrano piuttosto modesti, ma probabilmente nell'arco di qualche anno il mercato si ricorderà di Abe come colui che è stato in grado di far uscire il Giappone dalla deflazione."



YOKO OTSUKA
Analyst

La seguente analisi contiene le opinioni del gestore di portafoglio della pubblicazione.

FINE DELLA DEFLAZIONE

Dopo tre anni di Abenomics, a prima vista i risultati sembrano piuttosto modesti, ma probabilmente nell'arco di qualche anno il mercato si ricorderà di Abe come colui che è stato in grado di far uscire il Giappone dalla deflazione.

Sebbene la crescita economica abbia accumulato ritardo rispetto a Stati Uniti e UE, il PIL reale del Giappone è cresciuto del +0,7% annuo negli ultimi tre anni. La debolezza dei consumi personali è stata causata dall'ostacolo dell'aumento dell'imposta sui consumi: dal 5% all'8% nell'aprile 2014. È ancora nella memoria di tutti l'aumento precedente dell'aprile 1997 dal 3% al 5%, quando il paese è scivolato nella deflazione. Ciò non è avvenuto questa volta. Di fatto, l'inflazione core è rimasta ferma sul +0,5% nel 2015, a indicare che si è chiuso il periodo di deflazione durato quindici anni. Potrebbe occorrere qualche anno in più alle persone per accettare realmente questo dato, ma i sondaggi dimostrano che le mentalità si stanno evolvendo, seppur lentamente, verso questo «nuovo normale» modo di vivere in un contesto caratterizzato dall'inflazione.

La sostenibilità di questa inflazione dipenderà dalle tendenze delle retribuzioni come pure dalla rigidità dei prezzi delle imprese. Il primo punto è ben noto con il ruolo chiave della «Keidanren» (federazione giapponese delle imprese) che ha invitato i suoi membri, ossia le grandi imprese, a dare il buon esempio aumentando i salari e le gratifiche. Il secondo punto è collegato, tuttavia, alla redditività delle imprese. La recente crescita media dei salari sulle prime pagine sembra piuttosto piatta ma ciò è dovuto principalmente all'insieme di lavoratori a tempo pieno e a tempo parziale sul mercato del lavoro. I



Fonte: Bloomberg, SYZ AM. Dati al 31.01.2016

lavoratori a tempo parziale, per i quali vi è una domanda elevata a breve termine, ricevono una retribuzione considerevolmente inferiore rispetto ai lavoratori a tempo pieno che hanno diritto a gratifiche. La prova della solidità del mercato del lavoro, un tasso di disoccupazione del 3,4%, un minimo da vent'anni a questa parte, è visibile nella crescita delle retribuzioni del +1,4% annuo nel PIL durante il mandato di Abe.

IL GIAPPONE HA INTRODOTTO ANCHE LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ALL'INSEGNA DEL «TUTTO IL POSSIBILE»

L'altro risvolto della Abenomics è la politica monetaria non convenzionale introdotta dalla Banca del Giappone tramite due programmi di QQE (Quantitative and Qualitative Easing) nell'aprile 2013 e nell'ottobre 2014. Obiettivo di tali misure era sostenere l'obiettivo del tasso di inflazione del 2% fissato da Kuroda, il governatore della Banca del Giappone. Sfortunatamente tale speranza è andata delusa, principalmente



Fonte: Bloomberg, SYZ AM. Dati al 31.01.2016

a causa del calo dei prezzi del petrolio. Sebbene l'impatto diretto reale di tali QQE sia stato portare allo zero il rendimento dei titoli di Stato decennali giapponesi, tutti li hanno associati al calo del 30% dello yen nei confronti del dollaro. Di fatto, dopo aver toccato un massimo storico e un livello insostenibile prima che Abe diventasse primo ministro, ora lo yen è tornato appena al livello precedente alla crisi finanziaria globale del 2007. Tale livello sembra più equo rispetto ai 75 del cambio JPY/USD raggiunto nel 2012, un massimo storico. Tuttavia, grazie alla



debolezza dello yen, l'obiettivo di Kuroda è stato parzialmente conseguito con il Giappone che è uscito dalla deflazione, in particolare tramite le importazioni dei beni.

In considerazione della struttura demografica del Giappone, un obiettivo di inflazione dell'1% sarebbe più adeguato rispetto all'obiettivo irrealistico del 2% della Banca del Giappone. Nel frattempo, gli aumenti moderati delle retribuzioni dovrebbero mantenere l'attuale dinamica a causa della carenza nel mercato del lavoro di tipo strutturale: il pensionamento dei baby-boomer e il numero in calo dei giovani lavoratori sono le due principali fonti di rallentamento. I consumi personali dovrebbero migliorare gradualmente e anche l'ultima adozione dei tassi di interessi negativi non dovrebbe avere un grosso impatto sull'economia reale poiché i tassi erano già molto bassi.

Soprattutto, non va dimenticato che la ponderazione del settore manifatturiero è del 27% nel PIL risp. al 57% nel principale indice Tokyo Stock Exchange. Inoltre, la produzione internazionale delle società quotate, che rappresentano un'ampia percentuale degli utili del Topix, non è compresa nel PIL. Per esempio, Toyota, che rappresenta il 4% del Topix, produce più della metà delle proprie automobili all'estero senza alcun impatto sul PIL interno. Analogamente, la crescita del PIL e la crescita delle società quotate sono in verità molto diverse. La crescita del reddito delle 500 più grandi società, ad esclusione dei finanziari, è aumentata del +2,3% annuo nell'ultimo decennio rispetto a un PIL nominale invariato. L'effetto cumulativo sorprendente è che i redditi delle imprese sono cresciuti del +27% nell'ultimo decennio, mentre il PIL è rimasto stabile. Questi dati mostrano che, nonostante la persistente confusione, gli investitori dovrebbero essere ben consapevoli delle differenze tra la struttura dell'economia e quella delle società quotate.

CRESCITA ECONOMICA INCOSTANTE, MERCATO AZIONARIO IN RAPIDA ESPANSIONE

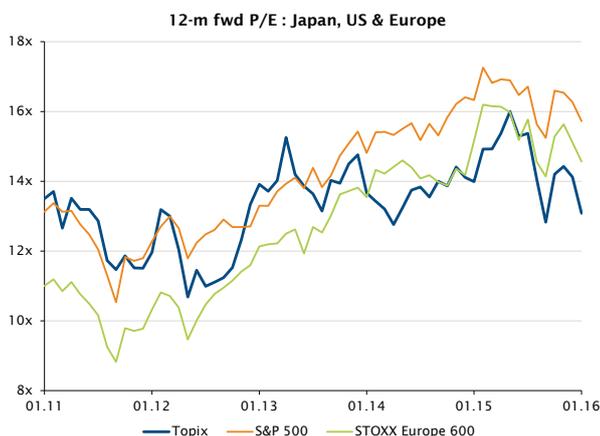
Nei tre anni di Abenomics, il mercato azionario giapponese ha registrato rendimenti consistenti a doppia cifra, superiori in valuta locale rispetto ai rendimenti dei mercati azionari statunitensi o europei. Pertanto gli investitori saggi sono stati quelli che hanno coperto la propria esposizione alla valuta giapponese, non interessati dal calo dello yen nei confronti dell'euro o del dollaro statunitense.

I rendimenti sono stati ottenuti grazie alla solida crescita degli utili. Ovviamente a essere favoriti dalla debolezza dello yen sono

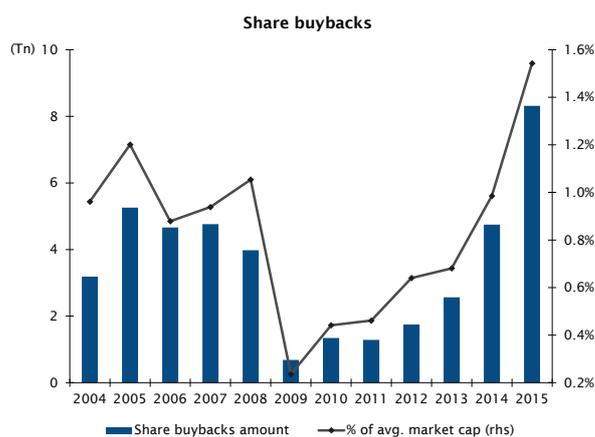
stati gli esportatori, in particolare i produttori di automobili e i fabbricanti leader globali di componenti elettronici. Ulteriori stimoli sono stati i solidi consumi statunitensi e la rapida crescita del mercato degli smartphone, in particolare di iPhone. La crescita delle società interne è risultata generalmente inferiore rispetto agli esportatori, non avendo ricevuto la spinta dalla debolezza dello yen, tuttavia è stata considerevolmente migliore di quanto indichino dai dati macro. Le società interne quotate presentano un'esposizione sproporzionata alle aree metropolitane in cui la popolazione è in crescita. Di nuovo, il PIL è un indicatore assai poco significativo del «Kabutocho» (borsa valori di Tokyo).

La solida performance dei mercati finanziari, accompagnata da una robusta crescita degli utili, ha lasciato fondamentalmente invariati i multipli prezzo/utili. Il consenso prevede un'altra crescita degli utili a doppia cifra per l'anno fiscale 2016 (con inizio ad aprile), considerevolmente superiore al dato a un'unica cifra da bassa a media nei mercati occidentali. Ma le valutazioni del Topix indicano che gli operatori del mercato hanno già scontato una crescita inferiore: un P/E per i prossimi 12 mesi stimato a 12.1, il maggiore sconto di sempre rispetto a 15.6 per l'S&P500 e a 14.1 per lo STOXX Europe 600.

Da quest'anno, è probabile che la crescita degli utili si normalizzerà a una singola cifra da media ad alta, ipotizzando la crescita del PIL globale del 3,4% stimata dal FMI. Il taglio dell'imposta sulle imprese dal 32% al 30% farà crescere gli utili delle imprese interne del +3%. Un altro fattore proverrà dal dato sui riacquisti di azioni all'1,5% della capitalizzazione di mercato nel 2015. I riacquisti rientrano ora nella strategia di gestione volta ad aumentare i rendimenti degli azionisti e la redditività del capitale proprio grazie agli utili e a un bilancio solidi nonché al codice di governance aziendale di recente introduzione. Anche le società giapponesi hanno offerto un rendimento da dividendi del 2%.



Fonte: Bloomberg, SYZ AM. Dati al 31.01.2016



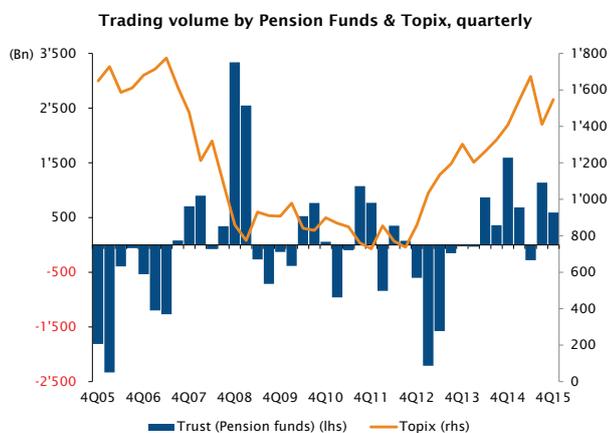
Fonte: Bloomberg, SYZ AM. Dati al 31.01.2016



GLI INVESTITORI LOCALI ED ESTERI ACQUISTANO AZIONI GIAPPONESI

Dopo un decennio di disastroso squilibrio tra offerta e domanda per le azioni giapponesi, nell'ottobre 2014 si è verificato un cambiamento senza precedenti. Le istituzioni interne, in particolare il più grande fondo pensione GPIF (Government Pension Investment Fund), hanno modificato l'allocazione degli attivi e sono diventate acquirenti al netto di azioni. Gli investitori esteri, che hanno trascurato la classe di attivi per anni, sono quindi tornati sulla scena portando la propria partecipazione al livello più alto di sempre: il 32% nel 2014. Anche le società stanno introducendo programmi di riacquisto che erano stati quasi sospesi dopo la crisi finanziaria globale.

Guardando al futuro, tuttavia, è probabile che i nuovi acquisti al netto da parte dei fondi pensione diminuiranno non essendo lontani dal loro obiettivo di allocazione. Unitamente ai continui riacquisti, anche l'equilibrio tra offerta e domanda dovrebbe normalizzarsi a partire da quest'anno. Gli investitori con una lunga esperienza generalmente sottostimano l'impatto positivo della volatilità inferiore che migliora considerevolmente il profilo di rischio/rendimento di questa classe di attivi. In realtà, tale normalizzazione offrono una buona diversificazione agli investitori europei poiché le società giapponesi hanno limitato le vendite in Europa.



Fonte: Bloomberg, SYZ AM. Dati al 31.01.2016

LE OPPORTUNITÀ SI POSSONO TROVARE OVUNQUE, CIÒ CHE CONTA È LA SELETTIVITÀ!

In un contesto di turbolenze del mercato azionario globale dall'inizio dell'anno, l'esposizione alle migliori società tramite la selezione titoli è di somma importanza. La visibilità degli utili del settore automobilistico e le sue allettanti valutazioni sembrano interessanti. La ciclicità non è così elevata come si sarebbe portati a pensare, poiché la domanda dipende in larga misura dalla sostituzione. Gli operatori globali, in particolare quelli con un'elevata esposizione agli Stati Uniti o che vi ottengono una partecipazione, dovrebbero essere in grado di mantenere la forte dinamica degli utili, poiché i consumi statunitensi rimangono solidi. Un altro vantaggio di queste società risiede nel loro passaggio alla produzione locale, vicino agli utenti finali, ciò che le rende meno vulnerabili al movimento dello yen.

Il forte mercato del lavoro è stato per anni uno dei principali temi di investimento. Grazie alla diminuzione della giovane forza lavoro e all'aumento della domanda nei settori dei servizi ad alta intensità di lavoro, la carenza nel mercato del lavoro è diventata strutturale. A beneficiarne maggiormente sono le società di reclutamento del personale. Nell'area più estesa di Tokyo, la crescita della popolazione attiva favorisce le società ferroviarie grazie all'aumento dei pendolari. La visibilità della crescita è considerevolmente superiore rispetto alla media per tali settori.

Per contro, l'esposizione ai mercati cinesi ed emergenti è stata evitata in seguito al deterioramento delle condizioni economiche in questi paesi. L'esposizione agli operatori di materie prime non è stata premiata nonostante valutazioni molto basse, poiché la ripresa del mercato delle materie prime è altamente incerta e gli ammortamenti per deprezzamento degli attivi sono imminenti.

Un forte contesto macro rappresenta naturalmente un sostegno auspicabile per il mercato azionario giapponese, ma non obbligatorio. Le opportunità di investimento si possono trovare ovunque, in qualsiasi momento, indipendentemente dal contesto economico. L'impiego del giusto processo di investimento consente di trovare tesori nascosti in qualsiasi segmento del mercato: ciclici, difensivi, società interne, trainate dalle esportazioni, di piccole, medie e grandi dimensioni. Senza un dogma.