

Flash note 18/03/2024

Alex Fusté

[@AlexfusteAlex](#)

alex.fuste@andbank.com

El Nikkei Japonés se dispara un 18.8% YTD. ¿Y ahora qué?

Hace unos meses, concretamente el día 13 de octubre de 2023, escribimos una nota favorable al *equity* japonés (titulada: [Es posible estabilizar el Yen sin inestabilizar al equity japonés](#)).

Desde ese día, en Nikkei ha subido un 23% (en local y en euros), y en lo que llevamos de 2024, el índice japonés es, con (mucho) diferencia, el mejor de todos y arroja un YTD del +18.8% (un +12.8% en euros).

Por supuesto, fuimos coherentes con el mensaje y expusimos los mandatos de gestión del banco al mercado japonés, tanto a través de posicionamiento directos, como posicionamiento indirecto.

La pregunta es: ¿Y ahora qué?

Siendo consciente de la intensidad del rally, especialmente en estos primeros compases de 2024, vamos a mantener nuestras posiciones y nuestra exposición en este mercado. ¿Por qué?

- I. Repatriación potencialmente importante de capital y posible auge del yen japonés si el Banco de Japón decide subir los tipos de interés.

La encuesta Markets Live Pulse mostró que aproximadamente el 40% de 273 inversores nacionales afirmaron que un aumento en la tasa de interés del Banco de Japón los motivaría a vender activos extranjeros y repatriar los fondos, a pesar de que se espera que el diferencial de rendimientos entre EE. UU. y Japón se mantenga amplio durante un período prolongado. Incluso un aumento en la tasa del BoJ al 0.5% todavía sería unos 400 puntos básicos más baja que su equivalente en EE. UU. basado en OIS, pero eso no les impidió responder en un sentido favorable a la repatriación.

¿De qué volumen estamos hablando y cuál es la posible apreciación del JPY? La Agencia de Servicios Financieros está monitoreando los movimientos de dinero y señaló que "el flujo hacia los fondos de inversión en acciones extranjeras fue mayor de lo esperado". La Agencia mostró que, desde el inicio del nuevo sistema de inversión no imponible para pequeños montos (programa NISA) que se inicia en enero, más de un billón de yenes al mes (acumulados unos ~US\$20 mil millones) han fluido neto hacia fondos de inversión, con el ochenta por ciento de estos fondos yendo a fondos que invierten en acciones extranjeras. Esto aumenta repentinamente el riesgo de repatriación y apreciación del yen. Si el yen se aprecia con la decisión del BOJ de empezar a subir tipos, las perspectivas de rendimiento de esos fondos de inversión en acciones extranjeras empeorarán. Esta mera perspectiva hará que los participantes vendan (obligando a los fondos a recomprar el JPY para liquidar a los participantes salientes). La Agencia de Servicios Financieros ha comenzado a instruir a las instituciones financieras para que expliquen detalladamente el riesgo de apreciación

del yen. Pero no se trata solo de la compra de JPY que los inversores nacionales pueden hacer al repatriar su capital del extranjero. La fuerza más poderosa puede venir de lo que hagan los inversores internacionales, quienes han tomado prestado en yenes al 0% (o tasa negativa). Con sus posiciones en el extranjero, y un crédito en Japón, estos podrían tener que revertir ese flujo si el crédito empieza a encarecerse. Esto es, vender sus posiciones en activos fuera de Japón, para eventualmente comprar yenes y saldar sus préstamos en esta moneda. No es que esto deba provocar una disminución en el mercado de valores japonés. Todo lo contrario. Algunos inversores extranjeros (no apalancados) podrían posicionarse en renta variable japonesa en anticipación a lo que podría ser una revalorización de la moneda.

- II. ¿Por qué iba a subir tipos el BoJ? El Banco de Japón comenzó los preparativos el viernes pasado para elevar la tasa de interés a corto plazo, actualmente en -0.1%, en más de 10 puntos básicos hacia un rango del 0%~0.1%. El trigger para este movimiento vendría tras el acuerdo significativo de aumento salarial entre grandes empresas, que mostraron un aumento promedio del 5.28%, mientras que las pequeñas empresas promediaron un 4.42%. El salario base también se incrementó en un 3.7%. Una fuente del Banco de Japón sugirió que los aumentos salariales de este año superaron un nivel que sería aceptado incluso por los reflacionistas más cautelosos. El Banco de Japón parece pensar que las condiciones económicas son ahora propicias para mantener una inflación estable del 2%.

Las operaciones del Banco de Japón están bajo la lupa, lo que sugiere que el mercado está atento a cualquier indicio que signifique el comienzo de un endurecimiento monetario. En ese sentido, el Banco de Japón realizó una operación llamada “gensaki” (repo inverso, o RRP, con colateral de JGB) hoy lunes 18. Cuando un banco central quiere retirar liquidez del sistema bancario, puede hacerlo llevando a cabo operaciones de repos inversos. Al comprar valores de los bancos comerciales con el compromiso de venderlos más tarde, el banco central retira efectivo del sistema bancario y reduce la cantidad de dinero disponible para prestar e invertir. Significa que empieza a estar preocupado por unas condiciones monetarias quizás demasiado laxas. El tamaño del RRP del Banco de Japón fue de ¥3T (\$20 mil millones).

Igualmente, ya se prevé una aceleración del IPC subyacente de febrero, lo que aumenta las posibilidades de un cambio de política en el Banco de Japón. Se espera que la inflación en Japón se haya acelerado aún más en febrero a medida que los efectos de los subsidios gubernamentales al combustible se desvanecieron. El consenso piensa que el IPC subyacente nacional haya subido un 2.8% interanual en febrero, después del 2.0% del mes anterior y sería el ritmo más rápido desde octubre. Con la inflación superando el objetivo del 2% del Banco de Japón durante más de un año y las perspectivas de sostenimiento de ganancias salariales aumentando, pensamos que el momento ha llegado para que el BOJ finalice ya la política de tasas de interés negativas este mes o en abril. Y con ello, de paso a la apreciación del JPY, sin que ello necesariamente deba suponer una corrección del equity. O eso creemos.

Cordiales saludos