

En el punto de mira: Japón
Un análisis de los retos
y oportunidades



Contenido

Introducción	3
El panorama macroeconómico – Eva Sun-Wai	4
La oportunidad de Japón – Carl Vine	8
Oportunidades en un entorno cambiante – Regina Lim	12

Japón lleva muchos años pasando desapercibido para los inversores, pero en los últimos meses, las expectativas de un giro en su política monetaria ultraexpansiva y señales de una transformación de la cultura corporativa nipona han despertado un interés renovado en el país asiático.

En este documento, tres expertos de M&G examinan los mercados de renta fija, renta variable e inmobiliarios de Japón para revelar el actual paisaje de inversión y destacar oportunidades potenciales.

El valor de las inversiones podría tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de rentabilidades futuras.

Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión.

Introducción

El panorama de inversión, en primer plano

Japón ha vuelto al radar de los inversores. Tras años siendo ignorada, la renta variable del país asiático está comenzando a atraer la atención gracias al optimismo en torno a mejoras largamente anticipadas en los criterios de gobierno corporativo. Ilustrando este entusiasmo renovado por las acciones japonesas, el legendario inversor Warren Buffett visitó Japón en la primera mitad de 2023 y afirmó que su empresa, Berkshire Hathaway, podría invertir en mayor medida en el país.

La mejora del panorama económico nipón también podría ayudar. Tras años de deflación, Japón experimenta una racha de inflación y la economía también se beneficia de un repunte del gasto y de la actividad tras la pandemia. Además, los desarrollos a nivel de política monetaria han llevado igualmente a los inversores a examinar más de cerca este mercado. En diciembre de 2022, un cambio sorpresa en la política monetaria ultraexpansiva suscitó esperanzas de que el país podría estar preparándose para dar un giro en este ámbito.

En su conjunto, estos factores han mejorado la imagen de Japón a ojos de los inversores: el índice Topix ha subido hasta su mayor nivel en casi 33 años.

El país todavía se enfrenta a varios retos, entre ellos el envejecimiento de la población y un nivel elevado de endeudamiento público, pero creemos que existen motivos de peso para que los inversores vuelvan a prestar atención a Japón, que no deja de ser una de las principales economías del mundo y de albergar a algunas de las compañías más exitosas e innovadoras del planeta.

En este documento examinaremos la situación macroeconómica, el sector corporativo y el mercado de la propiedad de Japón para entender el paisaje de inversión y sus principales tendencias. Comenzaremos analizando la situación macroeconómica con Eva Sun-Wai, gestora de renta fija cotizada en M&G. A continuación, Carl Vine, co-director de renta variable de Asia Pacífico en M&G, discute los desarrollos positivos en el sector corporativo japonés. Por último, Regina Lim, directora de análisis de Asia Pacífico en M&G Real Estate, destaca las oportunidades a largo plazo en el mercado inmobiliario.



El panorama macroeconómico

Eva Sun-Wai

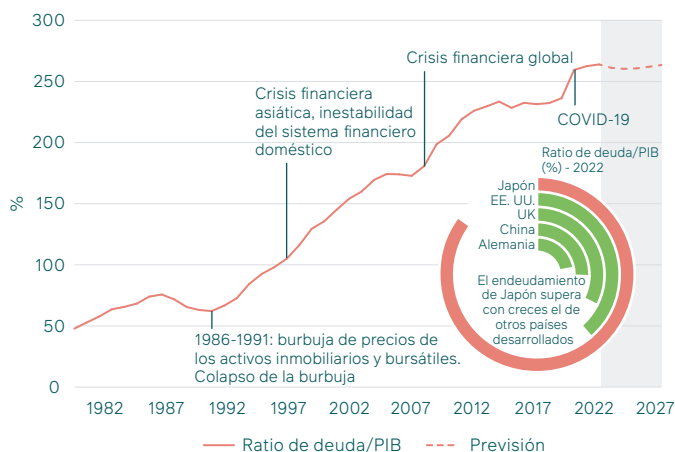
Con una crisis demográfica, altos niveles de endeudamiento público y mayores niveles de inflación, las autoridades japonesas se enfrentan a un entorno macroeconómico complicado. Eva Sun-Wai describe el panorama macroeconómico del país y evalúa las perspectivas de un giro respecto a la actual política monetaria ultraexpansiva del Banco de Japón.

Una de las características más distintivas de la posición económica de Japón es su alto nivel de endeudamiento público, que no ha dejado de aumentar en los últimos 30 años. Esta subida prolongada de la deuda comenzó en el marco de los esfuerzos para estimular la economía durante el bajón de los años noventa (Gráfico 1), pero volvió a intensificarse claramente tras la crisis financiera global en 2008/2009 y la pandemia en 2020, cuando el gobierno anunció enormes paquetes de estímulo económico.

Los cambios demográficos que están teniendo lugar en Japón son otro factor clave que ejerce presión en las finanzas públicas. La población nipona se ha contraído en los últimos años, debido en gran parte al descenso de la tasa de natalidad¹, y al mismo tiempo, el número de personas mayores aumenta. El reto para las autoridades es que el envejecimiento y el descenso de la población no solo conducen a mayores gastos de seguridad social a nivel de atención sanitaria y pensiones, sino también a menores ingresos tributarios.



Gráfico 1: La gran carga de deuda de Japón



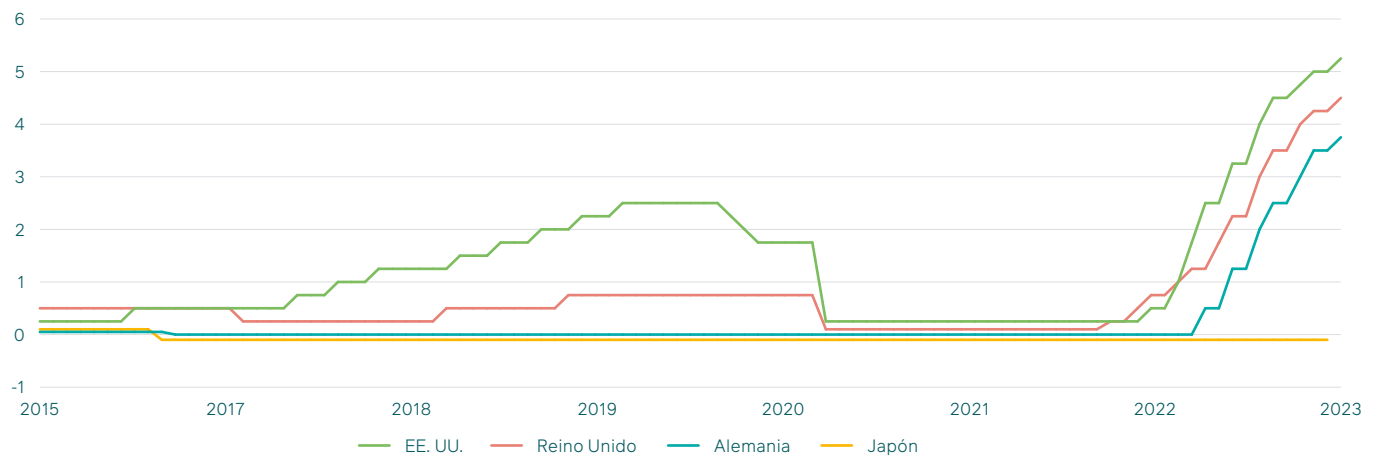
Fuente: Refinitiv Datastream, marzo de 2023.

1 Japan's birth rate continues to decline, plunging to new record low, The Japan Times.
2 03.pdf (mof.go.jp).

El nivel de deuda de Japón equivale a más del 260% de su producto interior bruto (PIB), y supera con creces el de otras naciones desarrolladas, cuyo ratio deuda/PIB ronda el 100%. En el presupuesto de 2022, en torno a un tercio del gasto público se financió con la emisión de bonos, y el servicio de la deuda (pago de intereses y amortización) representó más del 20% del gasto².

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de rentabilidades futuras.

Gráfico 2: Divergencia de políticas monetarias



Fuente: Refinitiv Datastream, mayo de 2023.

Política monetaria ultraexpansiva

El reto de una carga de deuda tan alta y de la dependencia del empréstito es que cualquier subida significativa de los tipos de interés representaría un obstáculo significativo para las finanzas del país. No obstante, Japón parece haber sido capaz de mantener este nivel de deuda durante tantos años manteniendo deliberadamente una política monetaria muy expansiva. Dado que unos mayores tipos de interés podrían fomentar la apreciación de la divisa y contener la inflación, las autoridades han tenido que elegir en los últimos años entre defender el valor del yen o mantener bajas las TIR de la deuda.

Las TIR bajas han recibido prioridad. En 2016, el Banco de Japón (BdJ, el banco central nipón) introdujo tipos de interés negativos e implementó una política diseñada para limitar la TIR del bono soberano a 10 años en torno al 0%, el llamado control de la curva de tipos (YCC, por sus siglas inglesas). Esta política se ha instrumentado mediante la compra de billones de yenes en bonos soberanos japoneses (BSJ) para mantener bajas sus TIR (el precio de un bono y su TIR se mueven de manera inversa: cuando uno sube, el otro baja, y viceversa).

Los esfuerzos del BdJ para mantener bajos los costes de financiación con objeto de generar inflación han conducido a un nivel notable de intervención en el mercado de renta fija: como resultado del YCC, el BdJ tenía en sus manos más del 50% de todo el saldo vivo de deuda pública del país a fin de diciembre de 2022³. Cabe afirmar que el YCC ha creado un mercado de

deuda soberana japonesa disfuncional, reducido la liquidez del mercado y dañado a los beneficios de los bancos, además de representar un riesgo potencial para la estabilidad financiera.

El retorno de la inflación

En un entorno de inflación baja o inexistente, las políticas poco convencionales de Japón no suponían un gran problema. Sin embargo, desde la pandemia y el comienzo de la guerra en Ucrania, la inflación se ha disparado en todo el mundo, impulsada por la disrupción de las cadenas de suministro provocada por la pandemia, y por el encarecimiento de la energía y la alimentación. La inflación subyacente japonesa también ha aumentado y lleva más de un año superando el objetivo del 2% del BdJ: el país depende en gran medida de la importación de petróleo, y su mayor precio ha contribuido a la subida de la inflación.

Como respuesta a niveles de inflación en máximos de 40 años, los principales bancos centrales han endurecido agresivamente sus políticas monetarias. Por ejemplo, la Reserva Federal estadounidense elevó su tipo de interés de intervención en 500 puntos básicos (pb) desde marzo de 2022. En cambio, el BdJ ha permanecido comprometido con tipos de interés ultrabajos (gráfico 2).

Esta divergencia a nivel de política monetaria ha puesto a Japón en una situación complicada. El año pasado, el yen se depreció frente al dólar, debido en buena parte al diferencial de tipos entre Estados Unidos y Japón.

³ BOJ held record 52% of government bonds in December, The Japan Times.

“Normalización” de la política monetaria

En diciembre de 2022, el BdJ sorprendió a los mercados ampliando el rango del programa YCC para los bonos soberanos a 10 años de 25 a 50 pb (la cantidad máxima en que la TIR de la deuda tiene permitido fluctuar por encima o por debajo del objetivo del 0%). La decisión pareció motivada por la presión del gobierno para respaldar al yen, y dado el trasfondo económico y el entorno global de mayores tipos de interés, los inversores anticipaban cierto ajuste. Las TIR de los BSJ pusieron a prueba el límite superior del YCC durante 2022, obligando al BdJ a realizar compras extraordinarias de bonos para defender dicho límite.

Aunque el cambio en el techo del YCC representó un ajuste modesto, podría verse como un primer paso hacia la normalización de la política monetaria tras años de tipos de interés ultrabajos. La decisión atrajo una atención considerable, y desde entonces, los inversores tienen esperanzas de nuevos cambios. En particular, se ha especulado bastante sobre un giro del gobernador del BdJ, Kazuo Ueda, respecto a la política de su predecesor, tal vez en forma de una nueva ampliación de la banda del YCC, o incluso de una subida de los tipos de interés desde el nivel del -0,1.

Sin embargo, los inversores se mostraron decepcionados en abril cuando la entidad no realizó cambios importantes de política tras la primera reunión presidida por su nuevo gobernador. No sorprende que el BdJ dude en endurecer su política dada la envergadura de su balance, pero el banco sí anunció su intención de revisar la política monetaria reciente en los próximos 12 a 18 meses, ganando así un tiempo precioso. Esta ventana reintroduce la posibilidad de sorpresas; no significa que no vaya a tomar medida alguna durante el próximo año, pero si lo hace, vuelve el elemento sorpresa.

Una perspectiva de inflación transitoria

Al mantener una política monetaria expansiva ante presiones inflacionarias, el BdJ sigue siendo una excepción entre los grandes bancos centrales. En parte, esto parece obedecer a que la entidad no está convencida de que Japón vaya a experimentar una inflación sostenida del 2% a medio plazo: sus oficiales podrían ver el problema de la inflación como “transitorio”, provocado por los mayores precios de la alimentación y la energía. Esto es algo que ya hemos visto en el pasado, con los bancos centrales de Estados Unidos y Europa concentrándose en influencias externas y mostrándose complacientes en torno a la inflación más persistente en el sector servicios.

Sin embargo, existen señales de que la inflación nipona podría echar raíz en la economía. Tomemos por ejemplo el crecimiento salarial: el *shuntō*, la ronda anual de negociaciones salariales colectivas que se celebra cada primavera, se concluyó con las mayores subidas de los salarios anuales en varias décadas⁴. Las alzas de precios también se están tornando más generalizadas⁵, impulsadas en parte por la mayor demanda de servicios como el turismo al ponerse fin las restricciones impuestas para combatir la COVID-19⁶. Cabe la posibilidad de que la inflación no se convierta en un “monstruo” impulsado por los servicios, pero en una economía con niveles extraordinarios de endeudamiento (gran parte del cual está en manos del banco central), el aparente compromiso del BdJ con una perspectiva de inflación transitoria resulta preocupante.

⁴ *Will spring wage talks prove a catalyst for Japan's economy?*, Foro Económico Mundial (weforum.org).

⁵ *Japan's broadening inflationary pressures test BOJ's dovish stance*, Reuters.

⁶ *Japan's economic recovery is being driven by a tourism boom*, Snap, ING Think.

Una situación complicada

No obstante, la situación es complicada, y al BdJ no le resultará fácil realizar cambios de política en el futuro. Los inversores japoneses son grandes tenedores de *treasuries* (bonos soberanos estadounidenses) y si las TIR de los BSJ se tornan más atractivas, podría desencadenarse una huida desde dichos *treasuries* hacia activos domésticos.

Además, una apreciación del yen (al estrecharse los diferenciales de tipos de interés, mejorar las condiciones comerciales y tal vez reanudarse su estatus como “divisa refugio” de producirse un bajón de las economías occidentales) también podría atraer a los inversores al mercado doméstico (una divisa más sólida también eleva los costes de cobertura al invertir en el extranjero).

El BdJ será consciente de las implicaciones potenciales de cualquier cambio de política, pero en nuestra opinión, controlar las TIR en niveles tan bajos no es sostenible y la política acabará ajustándose tarde o temprano, si bien mediante un proceso lento y controlado.

Un mercado a seguir de cerca

La potencial normalización de la política monetaria nipona será sin duda un desarrollo enorme tras el enfoque ultraexpansivo mantenido por el BdJ durante tanto tiempo. Aunque tal perspectiva es excitante y podría brindar impulso al sentimiento inversor, todo apunta a que todavía falta para que se produzca un giro significativo. De momento, pese a que el ensanchamiento inicial del YCC ha elevado ligeramente las TIR de los BSJ, vemos oportunidades más atractivas en otros mercados de renta fija.

Por otra parte, creemos que el yen presenta una valoración atractiva hoy en día, dado su papel tradicional como “divisa refugio” en épocas de incertidumbre. En general, no obstante, creemos que Japón es una economía fascinante y, un mercado a seguir muy de cerca.

La oportunidad de Japón

Carl Vine

Tras una década de cambios lentos pero seguros en el paisaje empresarial japonés, Carl Vine piensa que estamos asistiendo a un punto de inflexión generacional en términos de reforma corporativa. En su opinión, los inversores globales han ignorado en gran medida la mejora significativa en el comportamiento de las compañías, y a día de hoy, la renta variable japonesa representa una oportunidad atractiva a largo plazo para los inversores activos y comprometidos.

Las acciones niponas están disfrutando de su momento. Esto podría deberse a la trayectoria económica única de Japón, que está dejando atrás un periodo deflacionario de varias décadas, o al hecho de que el país experimenta un auge tardío de la demanda tras la retirada aplazada de las restricciones por la COVID-19 en Asia. Nosotros, sin embargo, creemos que la fuente de este optimismo renovado en torno a Japón radica en un aspecto menos mediático: los arduos esfuerzos y medidas de autoayuda por parte de empresas individuales.

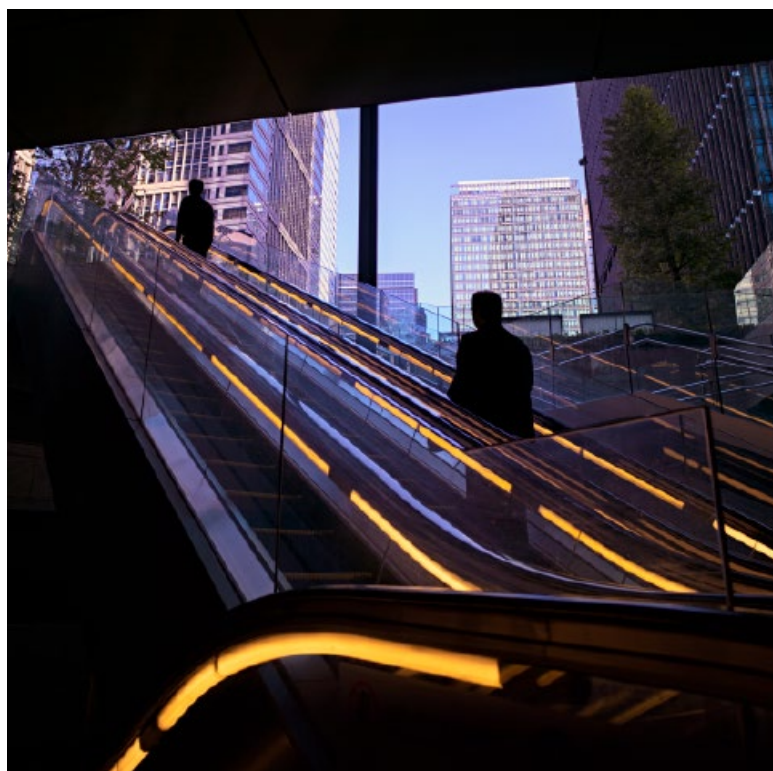
La reforma corporativa en Japón no es un tema nuevo. Ya hace varios años que las mejoras del comportamiento corporativo y los mayores niveles de rentabilidad para el accionista se identifican como catalizadores potenciales para la renta variable japonesa. Sin embargo, la reforma ha dejado de ser una mera historia: en nuestra opinión, ya está ocurriendo y generando resultados tangibles.

Históricamente, las empresas japonesas se han concentrado menos en la rentabilidad, pero a lo largo de la última década, los esfuerzos deliberados de sus equipos directivos para mejorar y elevar su efectividad y competitividad se han traducido en un impresionante crecimiento del beneficio.

A la luz del cambio significativo a nivel de actitud y prioridades entre las compañías niponas, anticipamos una tendencia potente y estructural de crecimiento en el país asiático, con potencial de prolongarse durante varios años. Creemos que el mercado todavía no aprecia plenamente lo anterior, y que el precio que deben pagar los inversores hoy en día por ese crecimiento es muy modesto.

La transformación de la cultura corporativa

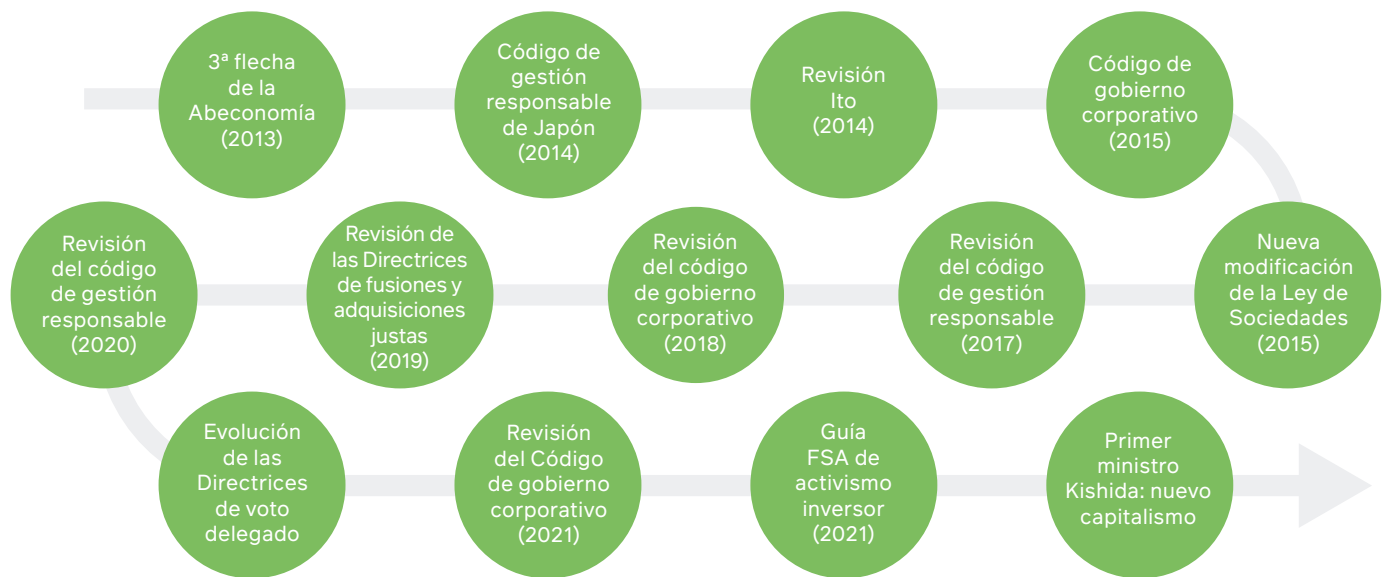
Las raíces de esta transformación se remontan a los esfuerzos del primer ministro Shinzo Abe, hace una década, para revitalizar la economía japonesa tras años de deflación y abordar los retos estructurales del descenso y el envejecimiento de la población.



La tercera flecha de su programa de reformas económicas y corporativas, que vino a conocerse como “Abeconomía”, perseguía los ambiciosos objetivos de cambiar el comportamiento de las empresas, eliminar obstáculos regulatorios y mejorar la competitividad para lograr un crecimiento económico sostenible.

En el marco de una campaña de mejora corporativa patrocinada por el gobierno, se han introducido nuevos Códigos de gobierno corporativo para fomentar la transparencia (actualmente en su tercera revisión), dos Códigos de administración responsable para mejorar la interacción entre compañías e inversores, y una Ley de sociedades revisada (gráfico 3). También ha habido erupciones sucesivas de presión por parte del mercado de valores sobre gobierno corporativo, divulgación y reglas de rentabilidad del capital.

Gráfico 3: Campaña para impulsar la mejora corporativa



Fuente: M&G, abril de 2022.

En su conjunto, estos desarrollos han propiciado un cambio extraordinario en el paisaje institucional a lo largo de la última década. El marco legal en el que operan las empresas se ha mejorado, obligándolas a concentrarse en mayor medida en los beneficios y en la rentabilidad del capital.

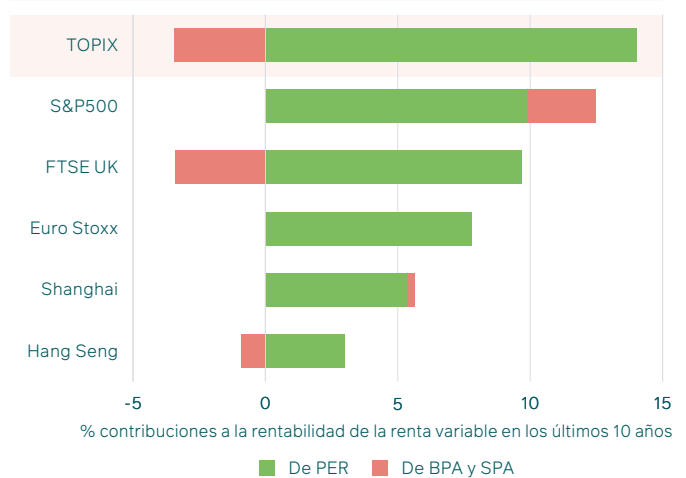
Inicialmente, la Abeconomía creó una enorme expectación, llevando a los inversores extranjeros a comprar acciones japonesas por importe de 250 mil millones de dólares estadounidenses. No obstante, el entusiasmo inicial dio paso a un sentimiento de decepción con el ritmo de cambio, y esta gran masa de posiciones extranjeras tardó casi ocho años en desmantelarse.

Pese a la percepción de los inversores de que la Abeconomía estaba tardando demasiado en surtir efecto, nosotros pensamos que el ritmo de cambio ha sido razonable. Pasar de una economía *top-down* de posguerra, definida por la política industrial, a una impulsada por el beneficio corporativo nunca iba a lograrse de la noche a la mañana.

Así, resulta un tanto irónico que los inversores se muestren lo más desengañados justo cuando los datos objetivos indican que el cambio ha comenzado a acelerarse. En los últimos diez años, la bolsa japonesa ha registrado una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC) del beneficio cercana al 10% calculada en divisa local (gráfico 4), un nivel muy respetable comparado con el de otros mercados, incluso el poderoso S&P 500. Con unos márgenes todavía relativamente bajos, no existe razón alguna para creer que este impresionante crecimiento vaya a parar aquí.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de rentabilidades futuras.

Gráfico 4: Aportando resultados



Fuente: M&G, Bloomberg, periodo de 10 años hasta enero de 2023.

Cambio continuado en Japón

Transcurrida una década desde el lanzamiento de la Abeconomía, creemos que se avecinan nuevos desarrollos positivos. El actual primer ministro de Japón, Fumio Kishida, está comprometido con seguir avanzando sobre la base del éxito cosechado por Abe, con una estrategia económica que califica de una "nueva forma de capitalismo". Su postura orientada al mercado es prometedora, al igual que sus planes para impulsar el crecimiento de los salarios a través de una mayor productividad laboral. Su ambición de fomentar un giro importante en la asignación de activos de los hogares hacia la renta variable sería enormemente favorable para la bolsa japonesa.

Cabe afirmar que el estímulo estatal para que las compañías continúen en este trayecto de mejora ha dejado de ser necesario, al haber creado ya una inercia suficiente que impulsa a las empresas a participar en esta gran marcha hacia la rentabilidad. No obstante, las políticas del primer ministro muestran claramente que la rentabilidad de las compañías japonesas no solo es vital para su competitividad a nivel mundial, sino también importante para la salud de la nación, al animar cada vez más a los ahorradores a que desempolven su dinero y lo inviertan en renta variable doméstica.

La Bolsa de Valores de Tokio también juega su papel obligando a las empresas a mejorar: en abril, instó a las empresas que cotizan por debajo de su valor contable a usar su capital de manera más eficiente o a aceptar las consecuencias de no hacerlo. Dado que muchas firmas niponas tienen grandes posiciones de tesorería en su balance, la medida está diseñada para animarlas a asignar capital de forma más eficiente y a pensar sobre la rentabilidad del accionista.

Oportunidades de autoayuda

Creemos que el proceso de autoayuda de las empresas japonesas continuará impulsando fuertes niveles de crecimiento a tasa compuesta en la próxima década. En nuestra opinión, las compañías siguen teniendo a su disposición abundantes “palancas” para elevar su rendimiento económico de manera fácil.

Para empezar, creemos que sus balances siguen llenos de activos excedentes en forma de activo circulante, inmobiliario, efectivo neto y otras partidas diversas, que están devolviendo gradualmente a los inversores o reinvertiendo para generar mayores rentabilidades. La estructura sectorial es otro elemento importante y cambiante en el empresariado japonés. Estamos viendo un alto grado de fragmentación dar paso a una consolidación capaz de conducir a mejoras de la productividad y a márgenes más elevados.

A medida que las compañías se embarcan en estas estrategias para convertirse en mejores versiones de ellas mismas, respaldadas por el marco institucional y por sus líderes políticos, consideramos muy plausible que el sector corporativo siga generando un fuerte crecimiento del beneficio en tasa compuesta de dígito único en los próximos años.

Además, las rentabilidades de las acciones podrían verse potenciadas por los dividendos (el dividendo de partida de la bolsa japonesa apenas llega al 3% actualmente) y por operaciones de autocartera (las compañías están recomprando de un 2% a un 3% de sus acciones en

circulación cada año). De este modo, podríamos ver rentabilidades totales en tasa compuesta de en torno al 15% anual en los próximos cinco a diez años, incluso sin tener en cuenta eventuales aumentos de valoración.

Con todo, la perspectiva de rentabilidades atractivas impulsadas por el fenómeno de la autoayuda corporativa nos inspira un gran optimismo. En nuestra opinión, el hecho de que el mercado asigne una valoración tan baja a los beneficios brinda a la renta variable japonesa un binomio de riesgo/rentabilidad atractivo.

Oportunidades para los inversores activos y los “accionistas de preferencia”

Creemos que el enorme cambio que atraviesa Japón ahora mismo representa un entorno excelente para los inversores activos como nosotros. Para empezar, pensamos que el mercado de renta variable nipón recibe una cobertura deficiente por parte de la comunidad inversora. Esto da pie a una situación singular, donde las potentes tendencias estructurales que observamos y que nos inspiran optimismo apenas son reconocidas por el mercado. Esta falta de cobertura hace que el mercado japonés sea ineficiente, y en nuestra opinión crea una rica fuente de oportunidades para los selectores de valores.

Otro factor favorable para los selectores es que el mercado no destaca precisamente por su capacidad de valorar el cambio corporativo. Los inversores tienden a tardar en reconocer las ventajas de las medidas de mejora, o bien a reaccionar de manera desproporcionada. Esta ineficiencia es excelente para nosotros como selectores de valores en busca de oportunidades con cotizaciones anómalas, donde el mercado peca de complacencia o de optimismo en torno a uno u otro aspecto del negocio de una compañía.

Nuestro enfoque fundamental de tipo *bottom-up* se concentra exclusivamente en aspectos corporativos. Concretamente, buscamos oportunidades de inversión asimétricas vinculadas a debates, temores y puntos ciegos en un universo de acciones donde creemos haber obtenido una perspectiva superior tras años de análisis profundo, meditado y de miras amplias. Concentramos nuestros esfuerzos en este universo predefinido, en busca de situaciones en las que un debate o controversia específico (o bien una falta del mismo) ha creado una divergencia considerable entre el precio de una acción cotizada y lo que consideramos como su valor.

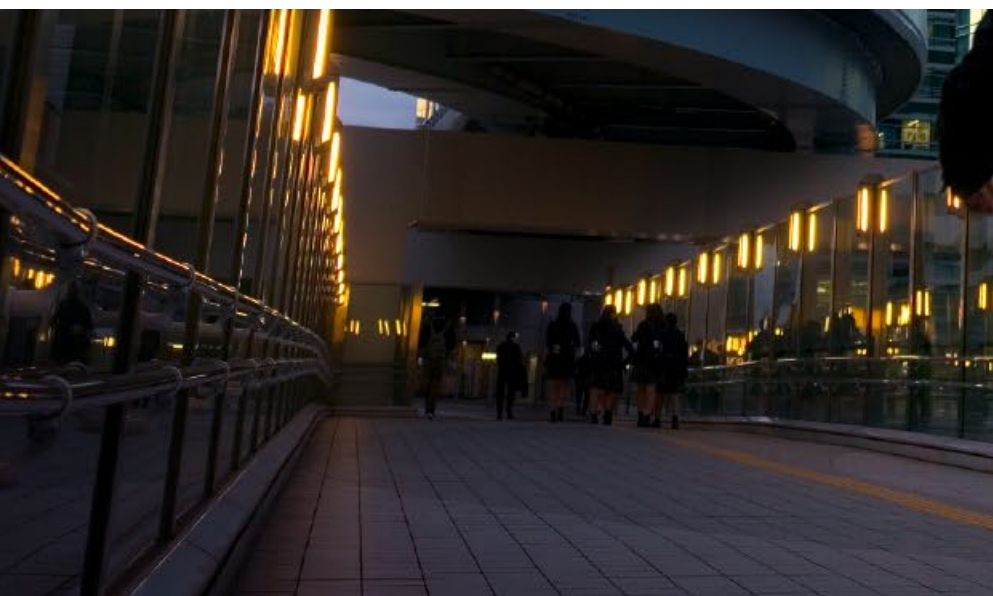
Un aspecto clave de este enfoque es nuestro profundo conocimiento de las empresas que seguimos de cerca (en algunos casos desde hace más de dos décadas) lo cual nos permite entender a fondo sus

modelos de negocio subyacentes. Este programa de inversión propició el nacimiento orgánico de un modo de interactuar con las empresas. Al tratar de entender realmente a una compañía desde dentro y en torno a sus actividades de negocio, solemos identificar áreas en las que creemos poder ayudarla a través de nuestros conocimientos y red de contactos. Casualmente, las empresas japonesas se muestran cada vez más dispuestas a considerar el asesoramiento de inversores juiciosos en el marco de su trayecto de automejora, con lo que nos invitan con creciente frecuencia.

Una oportunidad a largo plazo atractiva

El panorama de la renta variable japonesa de cara a los próximos años nos parece muy prometedor. La cultura corporativa ha sido objeto de una profunda transformación desde que se introdujera la Abeconomía hace una década, y las compañías del país han registrado un impresionante crecimiento del beneficio. Ahora que el marco institucional es adecuado, nuestra expectativa es que el ritmo de cambio se acelerará y podría espolpear más si cabe los beneficios y la rentabilidad del accionista.

Además, el crecimiento económico razonable que se prevé en Japón este año podría impartir un impulso adicional al rendimiento de las empresas. Para los selectores de valores activos que comprenden realmente a las compañías e interactúan con ellas para hacer realidad su verdadero potencial, creemos que Japón representa una atractiva oportunidad a largo plazo.



Oportunidades en un entorno cambiante

Regina Lim

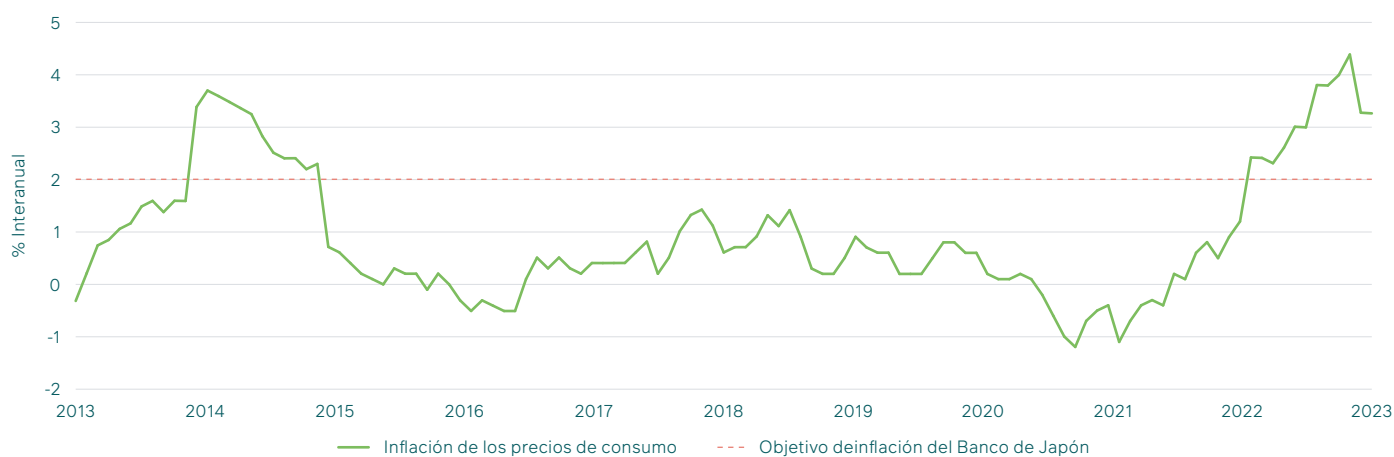
En los últimos años, el mercado inmobiliario japonés se ha beneficiado de un entorno benigno de tipos de interés ultrabajos, pero esto podría cambiar con el retorno de la inflación. No obstante, Regina Lim, Directora de análisis del Pacífico asiático en M&G Real Estate, cree que este mercado ofrece oportunidades y que los segmentos residencial multifamiliar y logístico se beneficiarán de tendencias a largo plazo.

El rápido crecimiento económico de Japón en la década de los ochenta vino acompañado de fuertes subidas de la propiedad inmobiliaria, pero cuando la burbuja de los activos reventó en 1991 tras un endurecimiento de la política monetaria, el mercado inmobiliario se desplomó. En línea con la economía y el mercado de renta variable, los precios de los inmuebles entraron en un periodo prolongado de estancamiento.

Hace relativamente poco, sin embargo, el mercado inmobiliario nipón ha experimentado una recuperación. Japón ha sido un imán para los inversores inmobiliarios, atraídos por su entorno de costes de financiación ultrabajos y la saludable prima de rentabilidad del inmobiliario respecto a los tipos de interés. La inversión extranjera también ha crecido debido a la debilidad del yen frente a otras grandes divisas, que ha elevado el atractivo de la propiedad japonesa para los inversores extranjeros con el dólar como divisa base.



Gráfico 5: El retorno de la inflación



Fuente: Refinitiv Datastream, mayo de 2023.

Un entorno cambiante

Pero ahora que la inflación por fin está volviendo a Japón, el trasfondo benigno de los últimos años está cambiando. Tras décadas de deflación, sin subida alguna de los precios, la inflación lleva más de un año superando el objetivo del Banco de Japón, y en base a una de sus medidas, se halla en su mayor nivel de los últimos 40 años (gráfico 5).

Las expectativas de inflación parecen haber cambiado, y existen señales de que esta podría permanecer elevada durante un tiempo. En 2023, las empresas han acordado las mayores subidas de los sueldos en muchos años (en torno al 4%) durante el *shuntō*, la ronda anual de negociaciones salariales que se celebra cada primavera. Este hecho, combinado con la escasez estructural de mano de obra en Japón, podría anclar la inflación salarial en los próximos años. Ello podría ser un desarrollo favorable para el panorama económico nipón, ya que unos salarios más elevados podrían impulsar el consumo doméstico y ayudar a generar un crecimiento económico sostenible.

No obstante, la perspectiva de presiones inflacionarias persistentes está alimentando la especulación en torno a la actual política monetaria ultra acomodaticia del Banco de Japón, que se diseñó en su momento para intentar impulsar la economía y generar inflación. En diciembre de 2022, el banco central sorprendió a los mercados relajando el límite de fluctuación de las TIR de la deuda soberana en el marco de su programa de control de la curva de tipos.

Algunos inversores esperan que el gobernador del Banco de Japón, Kazuo Ueda, ajuste de nuevo su postura de relajación monetaria en los próximos meses, ya sea eliminando el control de la curva de tipos, reduciendo las compras de deuda soberana por parte de la entidad, o incluso elevando su tipo de intervención desde el actual -0,1%.

Continuamos viendo oportunidades

Aunque la posibilidad de mayores tipos de interés podría llevar a algunos inversores a adoptar un enfoque más cauto frente al inmobiliario nipón, continuamos viendo oportunidades de inversión en Japón.

En nuestra opinión, cualquier cambio de política será seguramente gradual y prudente: las autoridades serán conscientes de que poner fin a una política poco convencional mantenida durante tanto tiempo tendrá repercusiones, sobre todo dado el nivel de endeudamiento público y el impacto potencial sobre la divisa.



Si el precio del dinero aumentam gradualmente durante los próximos dos años, nuestra expectativa es que las TIR del inmobiliario subirán ligeramente (las TIR se mueven inversamente a los precios) y que los valores de los inmuebles se mantendrán. El hecho es que en la mayoría de los demás mercados inmobiliarios a nivel global, las TIR son inferiores a los costes del empréstito tras las subidas de tipos del último año, lo cual en nuestra opinión eleva más si cabe el atractivo del inmobiliario japonés.

Además, anticipamos un crecimiento firme y moderado de los alquileres en ciertos sectores, que como la inflación, podría superar las expectativas. Un factor clave a tener en cuenta es que el inmobiliario tiene potencial de aguantar el tipo en un entorno inflacionario, debido a que la propiedad es un activo real, que en teoría se beneficia de subidas de los precios.

En el actual entorno, dos sectores nos parecen especialmente interesantes: el logístico y los inmuebles residenciales alquilados (o viviendas multifamiliares).

Viviendas multifamiliares: potencial de resiliencia durante bajones económicos

Las viviendas multifamiliares (bloques de pisos de alquiler de propietarios institucionales) son un sector inmobiliario bien establecido en Japón, pero creemos que su demanda se ve respaldada por varias tendencias, como la urbanización y la escasez de viviendas en las grandes ciudades.

Aunque la población total japonesa ha disminuido en los últimos años, la migración hacia grandes ciudades ha aumentado. Ciudades como Tokio y Osaka, sobre todo, siguen viendo crecer su población de adultos jóvenes, que continúan emigrando desde ciudades más pequeñas en busca de formación, oportunidades de trabajo y la conveniencia de servicios e infraestructura.

Ahora que el trabajo híbrido se populariza en todo el mundo, los empleados japoneses también buscan más flexibilidad en la manera en que trabajan. Aunque el crecimiento del teletrabajo podría ser problemático para el sector de oficinas, no creemos que vaya a significar una reevaluación completa de la vida urbana. Si bien hubo cierta migración fuera de los 23 distritos centrales durante la pandemia debido al trabajo híbrido, más empleados han vuelto a la oficina y los profesionales jóvenes están regresando a los centros de Tokio, Osaka y Nagoya.

Nuestra expectativa es que el flujo de población extranjera hacia ciudades clave también impulsará la demanda de unidades multifamiliares en los próximos años. En la segunda mitad de 2022, al reabrirse las fronteras, cerca de 40.000 extranjeros se mudaron a los 23 distritos centrales de Tokio. Japón elevó su objetivo de inversión extranjera directa a 100 billones de yenes de aquí a 2030 (desde 80 billones), y acaba de elegir a Osaka para ubicar el primer casino del país, lo cual seguramente conllevará la necesidad de más trabajadores y viviendas en esta ciudad.

Según el Censo poblacional de 2020, en torno a dos tercios de los hogares nipones se componen de una o dos personas, lo cual contribuye a la mayor propensión a alquilar. Al mismo tiempo, la propiedad de vivienda permanece baja, debido también en parte a los precios crecientes de los pisos. Creemos que esto continúa impulsando la necesidad de viviendas bien situadas en ciudades clave, a precios asequibles.

Un aspecto importante es que el sector multifamiliar ha mostrado resiliencia a través de varios bajones económicos. Se considera como una inversión contracíclica, en el marco de la actual incertidumbre en torno a la inflación y el crecimiento económico global.

La logística, beneficiaria del crecimiento del comercio electrónico

En nuestra opinión, la mayor demanda de espacio de almacenaje debida al auge del comercio electrónico es un importante motor del sector logístico en Japón. La penetración del comercio electrónico en el país asiático es baja, pero durante la pandemia se formaron nuevos hábitos, y los consumidores japoneses están desplazando una proporción creciente de sus compras a internet.

Los requisitos de espacio del comercio electrónico suelen ser tres veces más grandes que las del comercio minorista tradicional. La demanda se caracterizará por activos modernos capaces de acomodar funciones de automatización, en ubicaciones con buenas comunicaciones de transporte y acceso a áreas urbanas, para satisfacer un volumen creciente de entregas.

Anticipamos demanda de nuevos activos, dado que las instalaciones logísticas modernas representan solamente un pequeña proporción de las existencias totales en mercados japoneses clave: la mayoría de los inmuebles logísticos actuales son almacenes más longevos. Esto presenta oportunidades de inversión atractivas para crear edificios con especificaciones elevadas y de bajo consumo, sobre todo en mercados regionales como Osaka, Fukuoka y Nagoya, que parecen relativamente subdesarrollados comparado con Tokio. Ciertos nodos estratégicos también podrían ofrecer un potencial de renta y crecimiento considerable, dado que el comercio electrónico está creciendo desde una base baja.

Por otra parte, el sector logístico podría beneficiarse de una reevaluación de las cadenas de suministro por parte de las compañías globales, dirigida a mejorar su resiliencia y diversificación. El gobierno está animando a las firmas tecnológicas a construir fábricas en el país, lo cual está impulsando la demanda de espacios logísticos en lugares como Fukuoka, en la isla de Kyūshū, donde el fabricante de microchips Taiwan Semiconductor Manufacturing Company tiene previsto construir su segunda planta de producción en Japón.

Creemos que el sector de la logística en Japón presenta perspectivas muy prometedoras, dada la dinámica de oferta y demanda. Pensamos que esta área ofrece una oportunidad a largo plazo sólida, pero los conocimientos y experiencia locales y la concentración en instalaciones logísticas modernas en ubicaciones estratégicas serán aspectos cruciales.

El equipo

Eva Sun-Wai

Gestora, Equipo de Renta Fija Cotizada

Eva Sun-Wai se convirtió en gestora principal de la estrategia Global Government Bond y gestora adjunta de la estrategia Global Macro Bond en enero de 2021. Desde septiembre de 2019, Eva había sido gestora junior de fondos macro en el equipo de Renta Fija Wholesale, donde su función implicaba la implementación de ideas de macro de negocio en las estrategias Global Macro Bond y Absolute Return Bond. Se incorporó a M&G en 2018 en el Investment Graduate Scheme, rotando por varias áreas de negocio, incluyendo la deuda de mercados emergentes, el análisis de crédito corporativo, real estate y la estrategia de inversiones a largo plazo. Antes de unirse a M&G, trabajó en productos pasivos y estrategias ETF como becaria en State Street Global Advisors. Eva es licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad de Birmingham, y ha obtenido las titulaciones IMC y Financial Services Level 6 y es CFA charterholder.

Carl Vine

Co-director del equipo de Renta variable de Asia Pacífico

Carl Vine se incorporó a M&G en 2019 como co-director del equipo de Renta variable de Asia Pacífico. Carl cuenta con 25 años de experiencia de inversión en Japón y es el gestor principal de las estrategias de Renta variable japonesa de M&G. Anteriormente, Carl fue co-fundador de Port Meadow Capital Management, una gestora especializada en inversión panasiática, en 2014. Previamente, fue director general y gestor de carteras en SAC Capital Advisors, en Hong Kong, así como el miembro en Asia de su comité de inversión global. Anteriormente, Carl fue director general de UBS en Hong Kong, donde invirtió recursos propios en toda Asia, incluido Japón. Inició su carrera profesional en Prudential Portfolio Managers en Londres y, más adelante, se trasladó a Tokio para abrir la oficina de Prudential en Japón. Carl es licenciado en políticas, filosofía y economía (con honores) por la Universidad de Oxford.

Regina Lim

Responsable de Análisis Inmobiliario en Asia Pacífico

Regina se incorporó a M&G Real Estate como Responsable de Análisis Inmobiliario en Asia-Pacífico en noviembre de 2022. Antes de incorporarse a M&G, fue directora de asesoramiento estratégico en los mercados de capitales de Asia Pacífico en JLL, supervisando la inteligencia de operaciones, la estrategia de inversión, la asignación de carteras y las soluciones sectoriales específicas para clientes. De 2015 a 2019, fue Responsable de investigación de mercados de capitales para el sudeste asiático. Anteriormente, también fue Responsable de Análisis de Renta Variable de Singapur y Responsable de Propiedad ASEAN en Standard Chartered. Cuenta con más de nueve años de experiencia cubriendo promotores y SREITs en Singapur, en UBS y Standard Chartered. De 1998 a 2006, trabajó para la Autoridad de Desarrollo Urbano de Singapur, donde se encargó del análisis inmobiliario y estudios de gestión urbanística. Regina se licenció por la Universidad de Oxford con un máster en Economía y Gestión.

