

Market Clip

11 de Abril de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

¿Japonización de Europa?

A finales de los años 80 Japón infló una burbuja. La política monetaria ultra cíclica posterior a los acuerdos del Plaza provocó una apreciación del precio de los inmuebles, que llegó a ser estratosférica (la suma del Real Estate japonés llegó a ser 5 veces la de EE.UU.), y la bolsa acompañó las subidas. Entre 1985 y 1989, el Nikkei multiplicó por 3,4 veces. Entre el año 88 y el 90, el Banco de Japón (BoJ) subió los tipos de interés del 2,5% al 6% para combatir la inflación, aflorando una enorme cantidad de ineficiencias en préstamos y bonos y malas prácticas empresariales que produjeron la caída de muchos bancos y una fortísima corrección en bolsa. A este periodo le siguió lo que se ha llamado: las dos décadas perdidas de Japón o "japonización". **Por japonización se suele hacer referencia a un periodo con las siguientes características: bajo crecimiento potencial, baja inflación (o negativa), bajos tipos de interés y falta de capacidad de la política monetaria o fiscal para hacer despegar al país.**

Hoy se habla mucho de si la zona euro se está japonizando. En esta nota queremos destacar las similitudes entre la situación de Japón desde 1991 y la de la zona euro desde 2008, destacar las diferencias, e intentar obtener alguna conclusión útil que nos ayude a navegar los próximos años.

Podría decirse que el problema de Japón surgió por varios factores confluyentes: una grave crisis económica, una reacción "inadecuada" del BoJ, bancos zombis durante lustros, envejecimiento de la población y caída de la productividad.

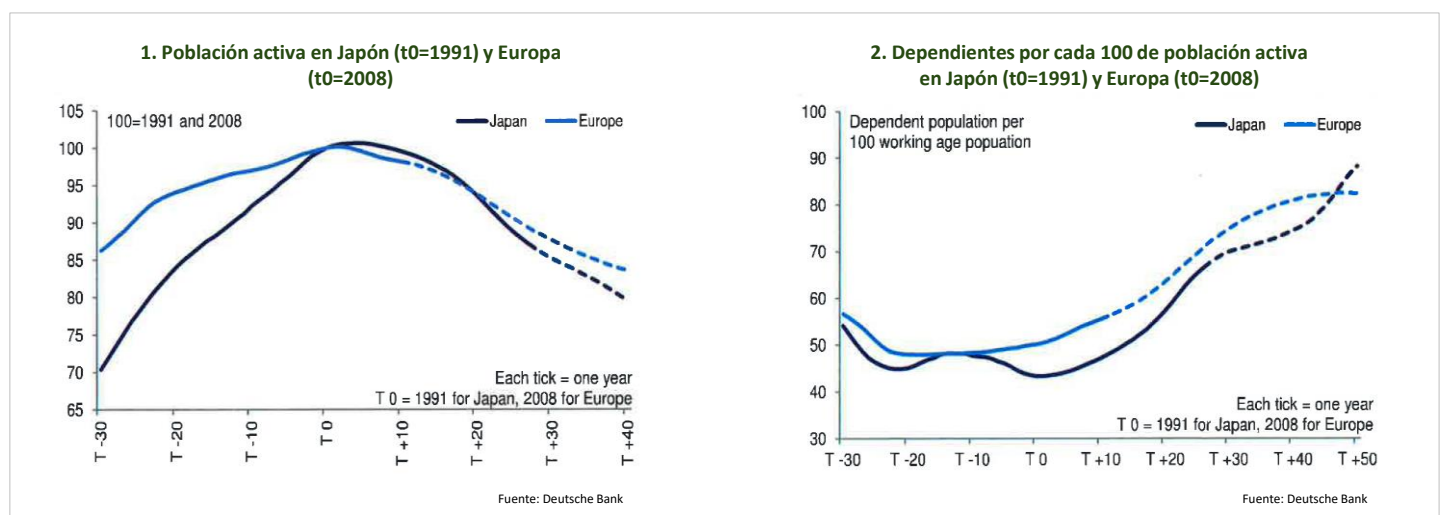
¿En qué se parecen Japón y la zona euro?

Principales similitudes:

- Envejecimiento de la población.
- Bajo crecimiento económico en ambas áreas.
- Baja inflación.
- Bancos castigados por la situación de los tipos de interés, que no ayudan a generar crecimiento económico (Ver gráficos 3 y 4).

"Por japonización se suele hacer referencia a un periodo con las siguientes características: bajo crecimiento potencial, baja inflación (o negativa), bajos tipos de interés y falta de capacidad de la política monetaria o fiscal para hacer despegar al país"

"El problema de Japón surgió por varios factores confluyentes: una grave crisis económica, una reacción "inadecuada" del BoJ, bancos zombis durante lustros, envejecimiento de la población y caída de la productividad."



Creemos que la similitud más relevante es la demográfica, de la que emana gran parte de lo demás por su importancia y “efecto apisonador”. Puede afectar las cuentas públicas, la demanda, el crecimiento, la inflación y otros. En los gráficos del 1 al 3 vemos superpuesta la situación de Japón y la de Europa. En Japón T0 es 1991 y, en Europa 2008. El eje vertical parte de 100 en T0. En el gráfico 1 vemos la evolución de la población activa, podemos ver como en Japón el cambio de tendencia fue más brusco, pero la tendencia y expectativas es similar. Pues bien, las poblaciones que están envejeciendo tienden a ahorrar más al haber más personas preparándose para su jubilación. Esas personas invierten y consumen de manera más conservadora y, por tanto, menos productiva. Al ser más prudentes, compran muchos bonos y empujan a la baja la rentabilidad de los bonos. Pero, al mismo tiempo, se reduce la población activa reduciendo el crecimiento potencial del PIB. Además, el ratio de personas dependientes (gráfico 2, hasta 15 años y más de 65) sobre la población activa aumenta, lo que tiene un efecto muy negativo sobre las cuentas públicas. En Japón, el ratio de población activa por cada dependiente pasó de 5,7 en 1990 a 3,2 hoy, y se espera que sea 1,6 en 2030.

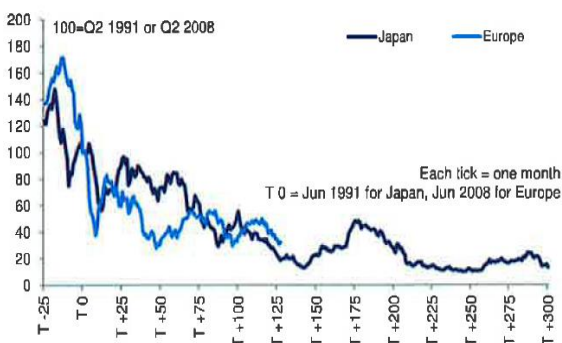
“La similitud más relevante es la demográfica, de la que emana gran parte de lo demás por su importancia y efecto apisonador.”

Diferencias

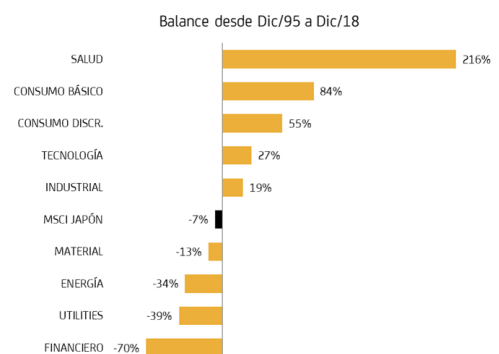
- El crecimiento económico de la zona euro es muy bajo, pero en un contexto de menos crecimiento que en el resto de los países desarrollados, el diferencial no es tan importante como el que tuvo Japón.
- La inflación es muy baja en la zona euro, pero no hemos tenido apenas datos negativos de inflación, en Japón sí, durante décadas.
- La explosión de la burbuja en Japón fue dramática. Según Nomura entre 1990 y 2015 perdió tres veces más riqueza que EE.UU. en los años 30.
- En la zona euro, el Banco Central actuó antes que en Japón (pero más tarde que EE.UU.), rescatando bancos y países con medidas atípicas como *quantitative easing*, LTROs...
- Japón ha ido creciendo a base de política fiscal en forma de inversión en infraestructuras. En la zona euro, hasta ahora, se ha optado por la austeridad fiscal, a cambio de ser más drásticos con la política monetaria. Japón tiene un 230% de deuda sobre PIB frente a un 86% de la zona euro (ha bajado desde el 92%).
- Japón soporta su deuda sobre PIB con superávit primario. En la zona euro, algunos países la tienen y otros no. Mientras no tengamos unión fiscal, parece difícil que los mercados toleren a países como Italia (a pesar de tener superávit primario) tener tanta deuda pública. Por ahora, le están castigando con tipos de interés mucho más altos que le meten en déficit.
- En la zona euro se ha forzado a los bancos a aflorar sus pérdidas para evitar bancos zombis que no contribuyan al crecimiento económico.

“El crecimiento económico de la zona euro es muy bajo, pero en un contexto de menos crecimiento en el resto de los países desarrollados, el diferencial no es tan importante como el que tuvo Japón.”

3. ¿Cuanto han caído los bancos? Japón (t0=1991) y Europa (t0=2008)



4. Movimientos sectoriales en Japón desde 1995



•Inmigración: La zona euro, hasta ahora, ha aceptado inmigración, entre otras cosas, para paliar su problema demográfico. En Japón sólo hay 1,3m de trabajadores extranjeros de 126m, no hay política de inmigración. Es interesante ver como Francia, que tiene más inmigración, tienen menos problemas demográficos.

•En la zona euro sigue habiendo desempleo. En Japón, en el peor de los momentos no se pasó de un paro del 6%. No es un tema menor, ya que mayor tasa de desempleo implica menor inflación salarial. Este es uno de los pocos puntos donde podríamos “japonizarnos” más que Japón.

•Con respecto al comportamiento de la bolsa, Japón nunca ha llegado a recuperar los niveles previos a 1990. En Europa la rápida actuación de los bancos centrales ha evitado entrar en ese tipo de espiral bajista, aun así, creemos que es muy importante ser conscientes de que en los índices europeos el sector financiero tiene un peso muy elevado. Por tanto, es recomendable evitar tener un peso crónicamente alto en bancos o delegar la gestión en manos de gestores activos y no pasivos.

“La inflación es muy baja en la zona euro, pero no hemos tenido apenas datos negativos de inflación, en Japón sí durante décadas.”

Consecuencias y conclusiones

•Probablemente sea difícil de evitar que vivamos en un área con un bajo crecimiento crónico, con una inflación modesta y tipos de interés bajos. La inflación es muy baja en la zona euro, pero no hemos tenido apenas datos negativos de inflación, en Japón sí durante décadas.

•Sin embargo, la situación no es calcada. Hemos podido aprender de Japón y se está actuando antes y, en algunos casos, mejor. Los bancos centrales han actuado antes que cuando lo hizo el BoJ y de forma más contundente. Se han rescatado países y bancos, y se ha ayudado a los bancos a ganar dinero.

•Europa parece algo más dinámica, incluso podríamos conseguir en algún momento suficiente velocidad de crucero como para despegar de la “japonización”. Pero también es más desordenada. Tener distintas políticas fiscales e incluso distintos enfoques (austeridad en el norte y gasto en el sur) hace a Europa más frágil. Sin embargo, Europa históricamente ha reaccionado bien ante las crisis, y la próxima vez que nos acerquemos al precipicio podríamos acabar con una sola política fiscal.

•Hasta ahora, Europa ha sido más permisiva con la inmigración, lo que puede estar ayudando a frenar el envejecimiento de la población.

•Aunque los bancos no sean zombis como en Japón, tienen muchos problemas por la regulación y la falta de capacidad de ganar dinero, por lo que también en Europa van a ser un freno al crecimiento económico, y lo van a tener complicado para ganar mucho dinero y/o comportarse bien en bolsa. Su valoración ahora es extremadamente baja, pero tampoco esperamos que suban muchísimo.

•A pesar de que Japón no crece, los japoneses no viven mal. El PIB no crece, pero el PIB per cápita sí. Japón es líder en educación, esperanza de vida y seguridad laboral, tiene poco desempleo, salarios altos... El crecimiento y la inflación no lo son todo.

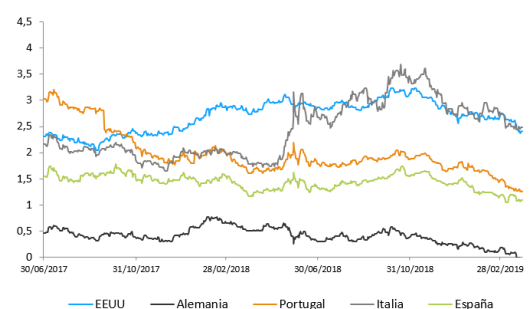
“A pesar de que Japón no crece, los japoneses no viven mal. El PIB no crece, pero el PIB per cápita sí.”

5. Principales Índices



Fuente: Alantra

6. Principales Bonos



Fuente: Alantra

Ponderación de las carteras respecto a los índices



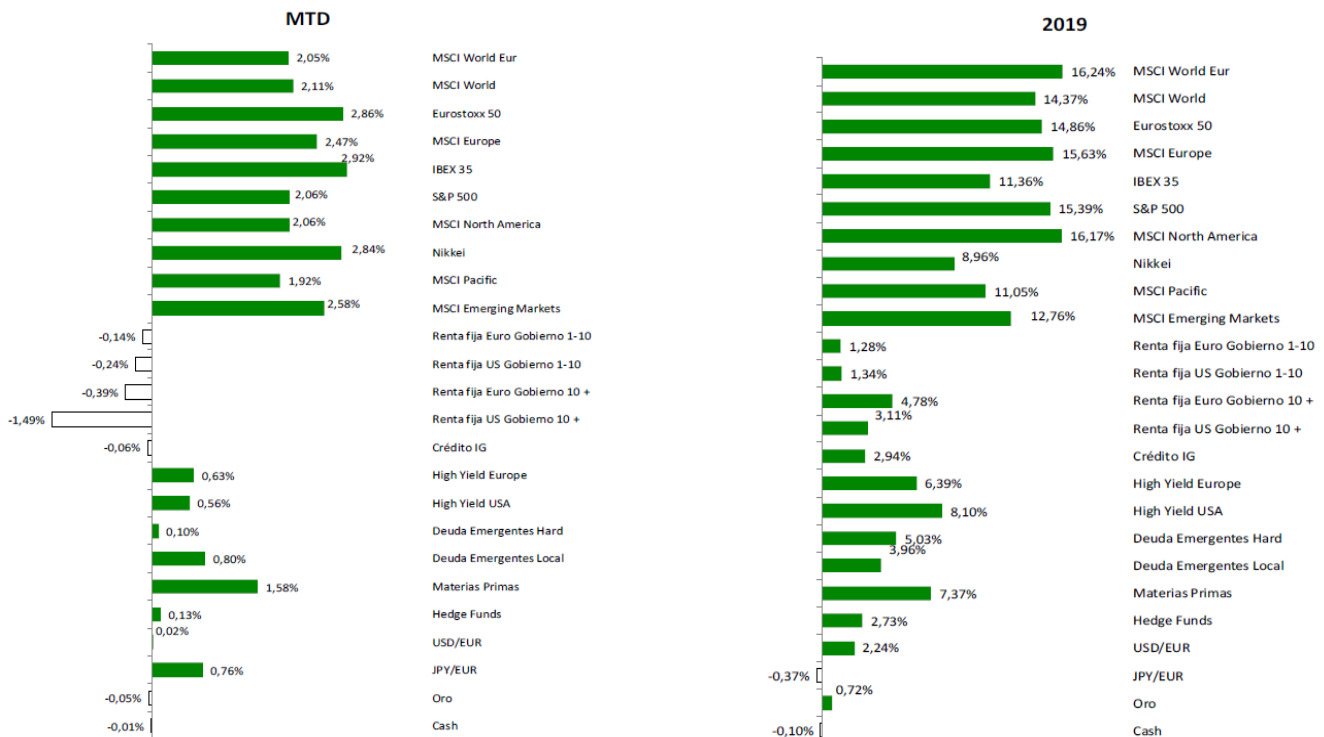
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 05/04/2019)

Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)

Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdmw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email lopdmw@alantra.com

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza