



Azionario giapponese: top performer nel 2023; rimane un'opzione interessante per il 2024

PUNTI CHIAVE: Il mercato giapponese è sostenuto da tre temi chiave: 1) la ripresa dei profitti; 2) forti incentivi da parte della Borsa di Tokyo (TSE) alle aziende per migliorare l'efficienza del loro capitale; 3) l'uscita dalla deflazione favorisce un 'rerating' del mercato. I rischi sono per lo più legati allo yen, soprattutto se dovesse apprezzarsi. Non coprire il rischio di cambio dello yen nel 2024 potrebbe quindi essere un'opzione interessante.

La ripresa tuttora in corso dell'azionario giapponese

Il mercato azionario giapponese è ai massimi storici in termini di total return e in termini di price return è al livello più alto da quasi 34 anni. Nel 2023 è stato uno dei top performer. Il TOPIX (Tokyo Stock Price Index) ha guadagnato il +25% rispetto al +20% dell'MSCI ACWI. È improbabile che questa forte performance si registri con la stessa intensità nel 2024, ma le prospettive per il mercato rimangono favorevoli.

Gli argomenti a sostegno di una posizione positiva ci sembrano ancora validi:

- In primo luogo, la crescita degli utili nel mercato giapponese rimane interessante.** Nel 2022 e nel 2023 è stata superiore a quella del mercato statunitense e meno volatile di quella europea. Per il 2024, le previsioni del consensus Ibes, pari a +7,6%, sono inferiori a quelle dell'MSCI ACWI (+10%), ma a differenza degli altri mercati (in particolare quello del Pacifico escluso il Giappone), le previsioni del TOPIX vengono regolarmente riviste al rialzo. Il calo medio del 6,9% dello yen rispetto al dollaro USA nel 2023 è stato un fattore positivo per la performance del mercato, che sarà difficile da replicare nel 2024 e giustifica una crescita degli utili inferiore a quella del 2023. Inoltre, la domanda interna si sta dimostrando scarsa, sia per quanto riguarda i consumi delle famiglie sia per le spese in conto capitale delle imprese private, come riportato nei dati preliminari sul PIL del quarto trimestre 2023. La ripresa sarà moderata, con l'inflazione che vedrà solo una lenta flessione e il potere di determinazione dei prezzi delle famiglie che aumenterà gradualmente. Nel frattempo, la crescita globale dovrebbe rallentare ulteriormente (+2,4% nel 2024 rispetto al +3,1% del 2023).
- In secondo luogo, le riforme introdotte dalla TSE nel marzo 2023 continueranno a produrre effetti positivi nel 2024.** L'obiettivo è incoraggiare le società con un P/BV (rapporto prezzo/valore contabile) inferiore a 1x (il 43% delle società aveva un P/BV inferiore a 1x contro il 5% negli Stati Uniti e il 24% nell'UE, secondo i calcoli della TSE) ad attuare misure per migliorarlo entro marzo 2025. In altre parole, il rendimento del capitale dovrebbe aumentare e non solo attraverso operazioni di buyback.



Eric MIJOT

Head of Global Equity Strategy – Amundi Investment Institute



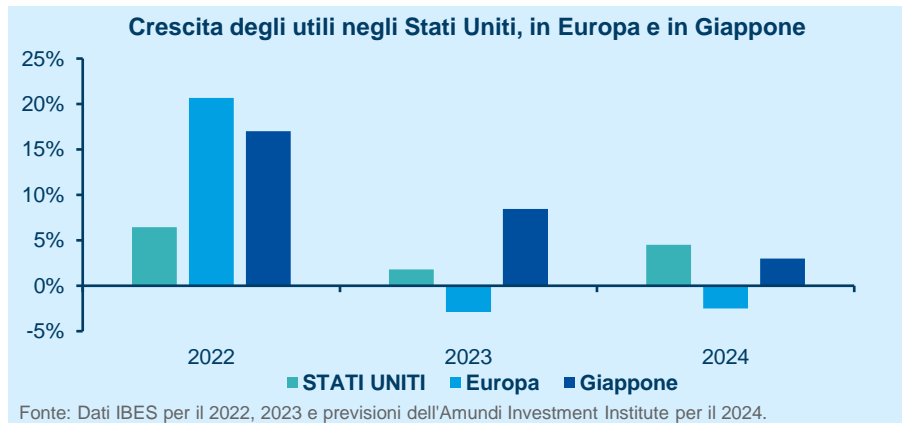
Claire HUANG

Senior EM Macro Strategist – Amundi Investment Institute



Federico CESARINI

Head of DM FX – Amundi Investment Institute



TEMA DEL MESE



"Il Giappone è nel mezzo di un processo di 'rerating', anche se non privo di rischi".

A metà gennaio 2024, la TSE ha pubblicato i nomi delle 660 aziende che si sono già attivate in questa direzione, e ciò dovrebbe incoraggiare queste aziende a proseguire e le altre a seguirle.

- **Infine, il mercato giapponese dovrebbe continuare il suo 'rerating'.** Per definizione, la riforma della TSE favorisce il 'rerating' del mercato. La fine del contesto deflazionistico, che ha a lungo penalizzato i livelli di equilibrio del rapporto prezzo/utili (P/E) giapponese, è stato un fattore alla base della performance registrata nel 2023 (ha contribuito per il 77% alla performance total return dell'MSCI Japan). Il P/E del mercato è tornato alla media degli ultimi 12 anni, con utili stimati a circa 14x per i prossimi 12 mesi. Le trattative salariali in primavera dovrebbero portare a un aumento dei salari per il secondo anno consecutivo e ciò dovrebbe essere sufficiente a confermare lo scenario di una fine della deflazione e a confermare il continuo 'rerating' del mercato al di sopra della sua media degli ultimi anni.

A fronte di queste argomentazioni positive i rischi sono legati soprattutto allo yen. Un forte recupero dello yen, qualora la volatilità azionaria globale dovesse aumentare a sufficienza nel 2024 da favorire la chiusura delle posizioni di carry trade, peserebbe sulla performance delle azioni giapponesi in valuta locale. Penalizzerebbe gli utili e, a parità di condizioni, rallenterebbe il processo di aumento dell'inflazione, pesando al contempo sulle valutazioni. Per gli investitori azionari internazionali, non coprire lo yen nel 2024 potrebbe quindi essere un'opzione interessante.

Scenario macro e valutario del Giappone

Macro

In Giappone prevediamo una crescita volatile ma superiore al trend, sostenuta dal ciclo delle esportazioni e dal reshoring delle spese in conto capitale delle imprese, quest'ultimo supportato da forti utili, elevato utilizzo della capacità produttiva e carenza di manodopera. I consumi privati continueranno a recuperare gradualmente, mentre le dinamiche dei salari e dei prezzi mostrano segni di miglioramento.

A gennaio il nuovo indice dei prezzi al consumo core (esclusi alimenti freschi ed energia) si è ulteriormente attenuato al 3% anno su anno rispetto al picco estivo del 4,3% anno su anno. Le aspettative di inflazione e le misurazioni dell'inflazione sottostante si sono attenuate, indicando pressioni inflazionistiche più deboli. **La domanda cruciale è se questa traiettoria porterà il Giappone di nuovo in deflazione. Non crediamo che ciò si verifichi** e ci aspettiamo che l'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo core registri un aumento annuo di circa l'1,5% nel quarto trimestre del 2024 e nel 2025, un tasso d'inflazione moderato e sostenuto che dimostra che probabilmente il Giappone sarà in grado di evitare la deflazione.

Banca centrale

Contrariamente alle nostre previsioni, a gennaio la BoJ ha mantenuto la sua politica di tassi negativi (NIRP). Riteniamo che **la Banca coglierà la rara opportunità, che si presenta una volta ogni dieci anni, di normalizzare la propria politica monetaria**, ma con un tasso terminale dello 0%, che non implica l'avvio di un ciclo di rialzo dei tassi.

Sebbene la BoJ abbia la discrezionalità di scegliere il momento ottimale per l'adeguamento della sua politica monetaria, è probabile che la finestra per le condizioni ideali si restringa dopo maggio, a causa del previsto allentamento delle politiche da parte delle altre principali banche centrali. In effetti, il governatore Ueda non ha escluso la possibilità di un cambio di rotta a marzo, il che ci porta a considerare sia marzo che aprile mesi probabili per un rialzo.

Nel suo *Outlook for Economic Activity and Prices* di gennaio, la BoJ ha continuato a prevedere un graduale aumento dell'inflazione sottostante all'indice dei prezzi al consumo verso il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. Inoltre, la Banca ha migliorato le sue stime dal mese di ottobre, affermando che *"la probabilità di realizzare questa prospettiva continua ad aumentare gradualmente"*.

Valuta

Da un punto di vista dei fondamentali, il trend dello yen sembra in rialzo da qui in poi:

1. i modelli di parità di potere d'acquisto (PPP) suggeriscono attualmente uno sconto di oltre il 40% rispetto al dollaro americano e
2. la valuta sta diventando sempre meno cara rispetto ai relativi progressi nella bilancia commerciale del Giappone e in quella relativa allo scambio delle materie prime.

Tuttavia, l'aggancio ai fondamentali di solito richiede un fattore scatenante, che per lo yen risiede nella propensione degli investitori a liquidare le posizioni di carry. Poiché la BoJ non sembra avere in programma un vero e proprio ciclo di rialzi, riteniamo che i tassi statunitensi e la crescita globale saranno più importanti per la valuta. Nella nostra ipotesi di base di un pronunciato rallentamento economico degli Stati Uniti, vediamo il cambio USD/JPY raggiungere 135 alla fine del 2024, ma prevediamo un processo lento e non lineare, in cui il ciclo dell'USD svolgerà ancora un ruolo fondamentale. A nostro avviso, per un apprezzamento più sostenuto e su larga scala dello yen è necessario uno shock di crescita più pronunciato.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

I contenuti di questa comunicazione hanno carattere puramente informativo. I dati, le opinioni e le informazioni in essa contenuti sono prodotti da Amundi sulla base di fonti considerate affidabili al momento della redazione. Amundi si riserva il diritto di modificare ed aggiornare la presente informativa in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori eventualmente citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non sono da intendere come una comunicazione di marketing, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o una proposta contrattuale, né come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non rispettano i requisiti di indipendenza imposti per la ricerca finanziaria e non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazione prima della diffusione. Le informazioni fornite non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a servizi, strumenti e prodotti finanziari. Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita, diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa al servizio, allo strumento e al prodotto finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. La presente comunicazione non è diretta a "US Person".

Data del primo utilizzo: 9 febbraio 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus – pongnathee kluaythong

Amundi Investment Institute contributors

AINOUZ Valentine,

Head of Global Fixed Income Strategy, CFA

BERARDI Alessia,

Head of Emerging Macro and Strategy Research

BERTHON Jean-Baptiste,

Senior Cross-Asset Strategist

BERTONCINI Sergio,

Senior Fixed Income Strategist

BOROWSKI Didier,

Head of Macro Policy Research

CARULLA Pol,

Investment Insights and Client Division Specialist

CESARINI Federico,

Head of DM FX, Cross Asset Strategist

DHINGRA Ujjwal,

Investment Insights and Client Division Specialist

DI SILVIO Silvia,

Cross Asset Macro Strategist

DROZDZIK Patryk,

Senior EM Macro Strategist

GEORGES Delphine,

Senior Fixed Income Strategist

HERVÉ Karine,

Senior EM Macro Strategist

HUANG Claire,

Senior EM Macro Strategist

MIJOT Eric,

Head of Global Equity Strategy

PORTELLI Lorenzo,

Head of Cross Asset Strategy, Head of Research at Amundi Italy

PRADHAN Mahmood,

Head of Global Macroeconomics

ROSENBERG Anna,

Head of Geopolitics

USARDI Annalisa,

Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Senior Sovereign Analyst

Chief editors

DEFEND Monica,

Head of Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,

Group Chief Investment Officer

Editors

BERTINO Claudia,

Head of Amundi Investment Insights & Publishing

FIOROT Laura,

Head of Investment Insights & Client Division

Deputy editors

PANELLI Francesca,

Investment Insights & Client Division Specialist

PERRIER Tristan,

Macroeconomist and Investment Insights Specialist

GALLARATE Gianluca,

Investment Insights & Publishing