



LO QUE PASA EN JAPÓN, ¿SE QUEDARÁ EN JAPON?

Durante el último tiempo, la atención de los inversionistas se ha centrado en los siguientes preguntas para su gestión de portafolios: (i) ¿Cuál será la decisión de política monetaria de la Reserva Federal en el segundo semestre luego de las tensiones conocidas (y con riesgo de intensificarse) en el sector bancario, la reciente trayectoria de la inflación y el desempeño del mercado laboral?; (ii) ¿Qué podrían implementar las autoridades chinas en materia de estímulos tras conocerse señales de moderación de la actividad? y (iii) ¿Cómo respondería el Banco Central Europeo ante la recesión técnica que enfrenta Alemania y una inflación que si bien se ha moderado aún sigue elevada?. Sin embargo, existe un factor que podría ser relevante para los mercados hacia adelante y que pondrá a prueba años de gestión de una política monetaria bien heterodoxa. Nos referimos al Banco Central de Japón.

Por Sebastián Senzacqua, CFA.

Durante la década de los 80s y 90s, Japón tenía un rol indiscutido en el desarrollo de los mercados financieros y de la economía a nivel global. Sin embargo, luego de reventar la burbuja en su mercado inmobiliario y accionario, ingresó a una etapa de bajo crecimiento e inflación casi estructural y con impactos cada vez más acotados en el desempeño de los mercados financieros a nivel global. Lo anterior, implicó para el Banco Central de Japón la aplicación de una política monetaria progresivamente más expansiva, aplicando incluso medidas bastante heterodoxas en los últimos años.

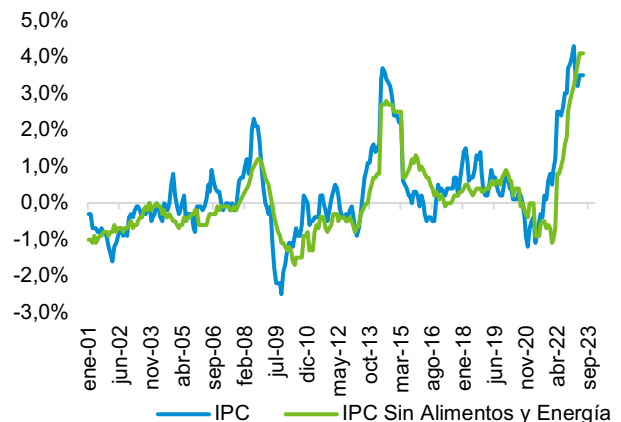
De hecho, en 2016, se anunció la aplicación del control de la curva de tasas de interés (YCC por sus siglas en inglés). En términos simples, implicaba en su inicio la facultad del Banco Central de comprar un monto **ilimitado** de deuda del gobierno de Japón a 10 años si las tasas de estos instrumentos se encontraban por sobre 0,00%. Al mismo tiempo, fijó la tasa de política monetaria en -0,10%, con lo que, en base a estas dos guías, buscaba controlar la curva de tasas de interés con influencia en la parte corta y larga de esta.

Con todo, la unión de todos estos elementos derivó en un contexto de muy bajas tasas de interés en la economía japonesa, situación que condujo a la búsqueda de nuevas posibilidades de inversión en otros mercados por parte de inversionistas de ese país. Al mismo tiempo, dada la evolución de las tasas, el costo de cobertura cambiaria era relativamente de bajo

costo, lo que mejoraba el perfil de retornos ajustados en moneda extranjera para los agentes japoneses. Sin embargo, se está empezando a instalar una coyuntura cada vez más incómoda para el Banco Central de Japón en materia de sostener sus políticas más agresivas de estímulo.

En primer lugar, la inflación en Japón ha mantenido un comportamiento por sobre los objetivos de la autoridad, al mismo tiempo que se han anunciado medidas de reajuste salariales en distintos sectores y por primera vez en casi 30 años.

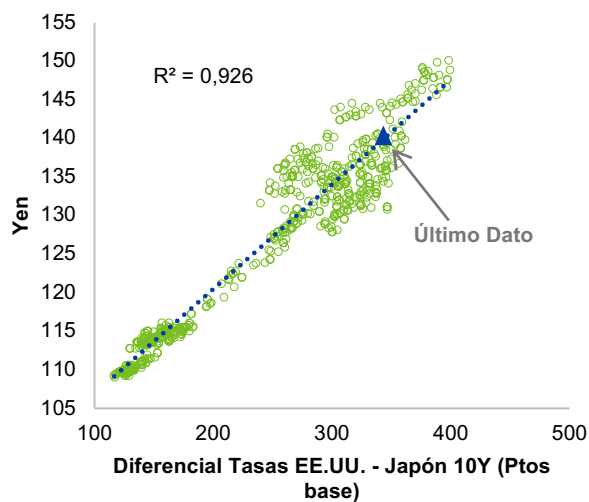
Gráfico 1: Evolución inflación anual Japón



Fuente: Bloomberg

En segundo lugar, los principales bancos centrales de países desarrollados se han embarcado en un proceso de alzas en sus tasas de política monetaria, llevándolas a niveles contractivos para sus economías. De este modo, las tasas de interés a 10 años en estas economías han estado sesgadas al alza, por lo que el diferencial entre estos tipos de interés y los de Japón se han empezado ampliar (dado que las tasas en Japón tienen un techo). Lo anterior, está empezando a generar presiones depreciativas sobre la moneda (Gráfico 2), las que se pueden transmitir en mayor inflación importada hacia adelante.

Gráfico 2: Diferencial de tasas 10 años EE.UU vs Japón y Yen



Fuente: Bloomberg, Data desde 2019.

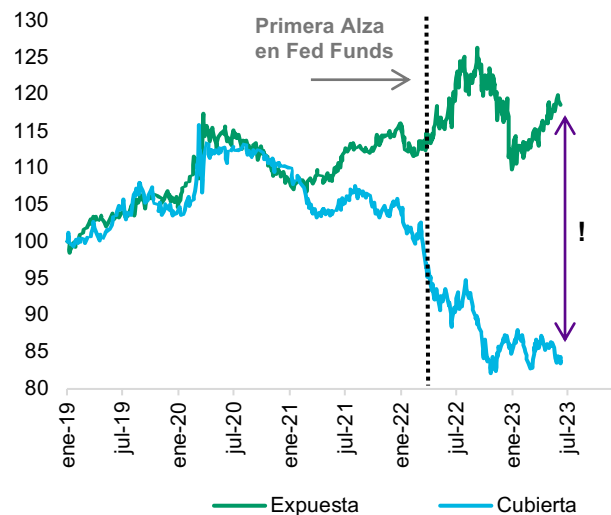
Así, el discurso de mantención de las medidas de estímulo altamente expansivas carece cada vez de más de sustento.

¿Y qué está sucediendo en los mercados de capitales?

A nivel del mercado de capitales, las decisiones de política monetaria efectuadas durante el último año y medio han tenido un impacto relevante en determinar el desempeño de algunas inversiones para el caso de agentes institucionales en Japón. En particular, durante muchos años la estrategia de cobertura cambiaria para inversiones extranjeras funcionó muy bien para

inversionistas japoneses, debido a un diferencial de tasas de corto plazo muy comprimido entre EE.UU. y Japón. Por ejemplo, los inversionistas de largo plazo en Japón podían invertir en bonos del Tesoro de EE.UU. de largo plazo y cubrir el riesgo de tipo de cambio sin mucho costo a través de contratos de derivados de tipo de cambio con renovación periódica. Sin embargo, durante el último año y medio esta estrategia ha probado no ser eficiente debido al fuerte incremento en el diferencial de tasas de corto plazo (Gráfico 3). De hecho, la renovación periódica de los derivados ha perjudicado el retorno, dado que en algunos casos el costo de renovación del contrato ha sido superior al devengo que han entregado los instrumentos en dólares. La alternativa es ir expuesto al tipo de cambio entonces, pero a costa de una mayor volatilidad de la inversión. ¿Será lo anterior tolerable para una compañía de seguros o fondos de pensiones?

Gráfico 3: Evolución Inversión en Bonos del Tesoro EE.UU. en función de estrategia cambiaria (Ene 2019=100)



Fuente: Bloomberg

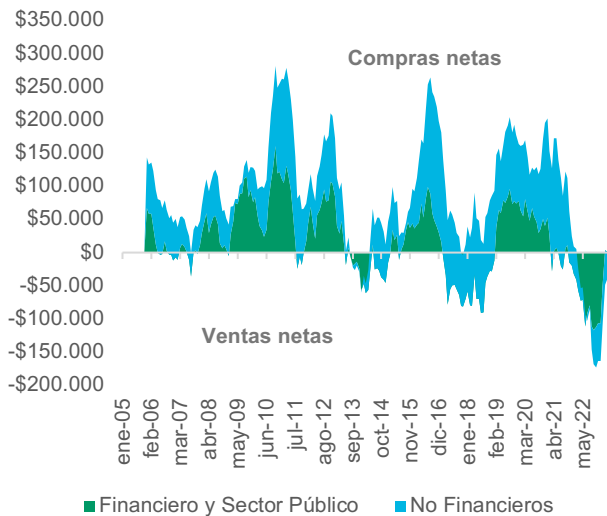
Entonces si ya desde el punto de vista de retornos se está observando un impacto, ¿qué está sucediendo a nivel de flujos?

Producto de las bajas tasas domésticas en las últimas décadas, la búsqueda de retorno por tasa de interés llevó a los agentes en Japón a volcarse hacia los

mercados internacionales, convirtiéndolos en un jugador activo en este tipo de mercados.

Ahora, con el contexto de costos de, se ha desincentivado la participación de este tipo de inversionistas en el último tiempo.

Gráfico 4: Flujo de Inversión Neta en títulos de deuda extranjeros por agente en Japón (USD Millones)



Fuente: Banco Central de Japón

Comentarios de cierre y potenciales implicancias para los mercados

Las divergencias en materia de conducción de la política monetaria de parte del Banco Central de Japón con el resto de los bancos centrales de países desarrollados es algo que no se puede dejar de ignorar.

En este sentido, ya existen fuerzas que pueden alinear a esta institución con el resto del mundo, en gran medida por la evolución del Yen y sus consecuencias sobre la inflación en materia de efectos de primera y segunda vuelta.

Sin embargo, deshacer gran parte de estas políticas heterodoxas podría tener consecuencias inesperadas sobre el desempeño de los mercados financieros, dado el efecto que lo anterior puede tener sobre la evolución de los flujos de capitales, si por ejemplo, las tasas locales en Japón comienzan a ser más atractivas,

derivando de esta forma en flujos de institucionales hacia ese tipo de activos, lo que puede exacerbar la venta de otro tipo de inversiones de renta fija, con consecuencias al alza sobre sus tasas de interés en los mercados globales.

El nuevo gobernador del Banco Central de Japón (Kazuo Ueda) asumió el nueve de marzo del presente año. Alguien completamente vinculado al mundo de la academia y con poca experiencia en el mercado financiero será el encargado de calibrar la conducción de la política monetaria de una de las economías más importantes de Asia.

De esta forma, lo que pasa en Japón, ¿se quedará en Japón?