



Focus

- Le aspettative sulla crescita della Borsa giapponese sono sinora andate deluse. Vale ancora la pena di credere in una ripresa delle quotazioni?
- Due case di investimento internazionali i cui fondi azionari Giappone vantano ottime performance, Belgrave (Vitruvius) e Julius Baer, hanno dichiarato di essere tuttora positive sulla Borsa giapponese, consigliando un suo sovrappeso all'interno di un portafoglio azionario globale.
- Per chi non intende affidarsi ad un fondo specializzato (vedere i migliori a tre anni a pagina 42) si settori più interessanti sono quelli che beneficiano delle spese per i consumi, l'industria automobilistica (in particolare Yamaha e Honda) e il settore finanziario

Il bellissimo edificio che ospita la Borsa di Tokio



EPPURE IL GIAPPONE MERITA ANCORA FIDUCIA

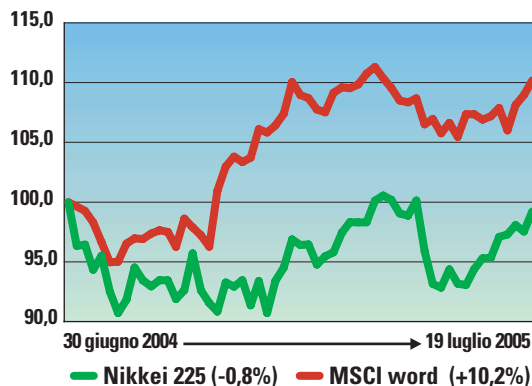
Nonostante l'andamento della Borsa di Tokio abbia deluso le aspettative, due case di investimento internazionali che hanno fondi specializzati consigliano di insistere. Ecco le loro motivazioni, con l'indicazione di settori e singoli titoli che i gestori ritengono maggiormente candidati ad un prossimo rialzo

■ di Fabio Sansone

La Borsa giapponese stenta a decollare. I due principali indici della piazza finanziaria di Tokyo, il Nikkei 225 e il Topix (vedere grafico), hanno infatti deluso gli investitori, che speravano in un anno favorevole per il listino azionario nipponico. Performance di rilievo si sono viste soltanto per la categoria delle cosiddette small cap, le società più piccole del listino, le cui valutazioni sono attualmente un po' più interessanti di quella delle large cap (le società più grandi) con potenzialità di crescita ormai

allineate a quelle dei titoli a larga capitalizzazione. L'attuale situazione del mercato del lavoro rivela, secondo gli studi più recenti, che il notevole miglioramento dell'economicità delle aziende accrescerà le riserve di capitale, creando quindi nuovi posti di lavoro e stimolando i consumi. La domanda che la comunità finanziaria a questo punto si pone è: come mai le principali società dell'indice non si muovono sebbene nell'anno finanziario si possa ipotizzare una crescita degli utili del 10% circa, i rendimenti del capitale proprio siano di poco inferiori in media al 10% e i parametri di valutazione (rapporto prezzo/utile pari a 16, rapporto prezzo/valore di libro pari a 1,5) appaiano piuttosto interessanti? Ecco le considerazioni e i consigli di due importanti società internazionali che hanno fondi specializzati sul mercato giapponese

Da un anno è sotto la media



La Borsa giapponese (linea verde) da un anno viaggia ben sotto la media delle Borse mondiali (linea rossa)

? Investire adesso in Giappone, sì o no?

Mattia Nocera
BELGRAVE CAPITAL
MANAGEMENT
(VITRUVIUS SICAV)



**Mattia
Nocera**
BELGRAVE

AMMINISTRATORE DELEGATO
DI BELGRAVE CAPITAL
MANAGEMENT, CUI FA
CAPO VITRUVIUS SICAV

**Ernst
Glanzman**
JULIUS BAER

ANALISTA DI JULIUS BAER
INVESTMENT FUNDS
SERVICES DI ZURIGO



Siamo positivi sulla Borsa di Tokyo e suggeriamo un sovrappeso nel portafoglio azionario globale

Ernst Glanzman

JULIUS BAER INVESTMENT FUNDS

Esistono opportunità da cogliere ma consigliamo di farlo tramite un fondo specializzato.

2 Perché sinora gli investimenti su Tokio sono rimasti frenati?

Ernst Glanzman

Gli investitori temono che l'aumento del prezzo del petrolio freni sensibilmente la crescita dell'economia mondiale e degli utili societari. Secondo loro le grandi aziende saranno più colpite delle piccole, che in Giappone beneficiano in gran parte del graduale miglioramento della congiuntura. Inoltre gli investitori hanno evitato le azioni dell'Information Technology in quanto il settore dell'elettronica evidenziava fino a poco tempo fa uno scarso dinamismo a causa della passata sovrapproduzione di monitor e Pc. I settori privilegiati sono dunque la chimica, il commercio all'ingrosso, i carburanti, i metalli e l'industria mineraria. L'aumento dei costi produttivi ha tuttavia un'influenza negativa sulle azioni, per esempio su quelle della redditizia industria automobilistica. I problemi per Ford e General Motors accentuano inoltre la cautela degli investitori nei confronti di questo settore fondamentalmente interessante in termini di valutazione.

Mattia Nocera

Gli ultimi dati economici confermano che il Giappone è in una fase di ripresa. I dati sull'impiego segnalano una diminuzione dei disoccupati al 4.4% da un 4.7% di un anno fa; gli investimenti da parte delle aziende sono in ripresa con un aumento del 7.4% sull'anno e gli indici di confidenza delle aziende sono in ripresa. Questo avviene in un momento in cui le esportazioni sono in fase di rallentamento confermando che l'impulso alla crescita è prevalentemente domestico.

I migliori risultati rispetto all'indice della Borsa fatti segnare dalle società di piccole e medie dimensioni riflette tali dinamiche economiche. Le piccole società tendono infatti ad essere più esposte alla crescita interna a differenza delle più grandi, che dipendono maggiormente dall'esportazioni. In aggiunta il settore finanziario, che aveva prodotto ottimi risultati nel 2003/4, ha avuto performance negative pesando sugli indici principali.

Vitruvius Japanese Equity oggi è investito per circa il 36% del suo patrimonio in società di piccola e media capitalizzazione.

3 Le società giapponesi sono piene di liquidità. Quali le conseguenze?

Ernst Glanzman

È vero, un argomento di attuale rilevanza per gli operatori è l'utilizzo degli utili sempre cospicui (distribuzioni più elevate, nuovi investimenti oppure operazioni di fusioni e acquisizioni). In realtà la quota di distribuzione è tuttora inferiore al 20%. Di

Fondi azionari Giappone: i migliori a tre anni

COMPARTO D'INVESTIMENTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	PERFORMANCE IN EURO		
		DA 1/1/05	1 ANNO	3 ANNI
VITRUVIUS JAPANESE EQUITY (EURO)	BELGRAVE CAP.MANAG.	4,3	1,1	44,2
SMIF JAPAN INDEX PLUS HEDGED EURO	SMIF	3,4	1,9	17,0
VITRUVIUS JAPANESE EQUITY JPY	BELGRAVE CAP.MANAG.	8,2	-0,5	15,5
SPI OBIETTIVO GIAPPONE RH	SANPAOLO INTERNATIONAL	2,2	3,1	14,4
PRIMAVERA TRADING AZ.GIAPPONE	NEXTRA IM SGR	8,0	-3,9	14,0
AXA ROSEMBERG JAPAN EQUITY ALPHA	AXA ROSEMBERG	12,1	2,9	12,2
WORLD INVEST NIPPON	WORLD INVEST	13,4	7,2	8,8
PICTET F JAPANESE EQUITY SELECTION P	PICTET	10,0	-1,0	7,6
WESTAM COMPASS JAPANESE EQUITY	WESTAM	7,6	1,3	6,9
JPMF JAPAN SELECT EQUITY FUND X	JPM FLEMINGS	8,3	4,2	6,6
PARVEST JAPAN C	BNP PARIBAS AM	9,1	1,5	6,2
GAM STAR JAPAN EQUITY	GAM	9,5	6,2	6,0
MSMM JAPAN EQUITY	MSMM	10,4	2,8	5,1
FRANKLIN TEMPLETON JAPAN FUND	FRANKLIN TEMPLETON	13,2	4,8	4,7
DWS TOKYO	DWS INVEST. ITALY SGR	-0,5	-1,8	4,5
INVESCO GT NIPPON GROWTH FUND A	INVESCO GT	11,5	5,2	3,0
JF JAPAN EQUITY FUND	JPM FLEMINGS	10,8	6,0	2,4
CS EQUITY JAPAN MEGATREND	CREDIT SUISSE AM	2,2	0,1	2,2
DWS INVEST JAPANESE EQUITY	DWS INVEST	3,9	-0,7	0,8
BIPIELLE HENDERSON GIAPPONE	BIPIELLE FONDIRI SGR	5,8	-2,4	0,1
MEDIE DI SETTORE		6,8	0,4	4,5

I migliori fondi azionari Giappone ordinati secondo i rendimenti a tre anni

Da sapere

Stile di gestione

Modalità con la quale il gestore costruisce un portafoglio finanziario (fondo, sicav, gpf, e così via). Si divide in passiva (quando tende a replicare più o meno sistematicamente il benchmark) e attiva (quando cerca di adottare scelte di portafoglio più o meno divergenti rispetto all'indice di riferimento).

I settori di Borsa e i titoli preferiti dai gestori specialisti

conseguenza vengono attuate strategie che tra l'altro beneficiano di un aumento delle distribuzioni o delle acquisizioni.

Mattia Nocera

La pressione esercitata sulle società dagli azionisti sia nazionali che internazionali a ridurre il livello di liquidità in bilancio è sicuramente in crescita e costituisce un fenomeno relativamente recente e positivo. Le aziende giapponesi stanno in parte rispondendo aumentando il livello dei dividendi. Il 65% l'ha già fatto nell'ultimo anno, ciononostante la percentuale di profitti distribuita in dividendi rimane ancora solo del 22.7%. Su tali basi ci aspettiamo un'accelerazione nel numero di acquisizioni e fusioni, che nella maggior parte dei casi portano ad una razionalizzazione della struttura patrimoniale. I dati relativi alla crescita degli investimenti societari, rimasti anemici per anni, confermano che parte del cash flow generato è comunque reimpiegato nelle attività produttive.

3? Volete spiegare la strategia adottata dai vostri fondi?

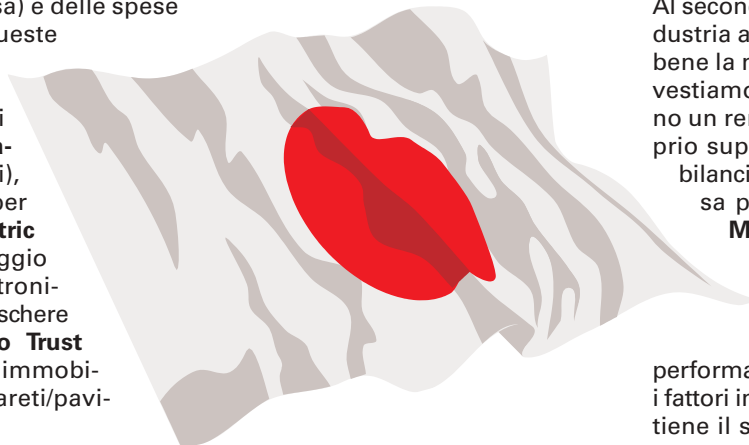
Ernst Glanzman

L'obiettivo numero uno è puntare sui beneficiari degli investimenti in beni materiali e dei consumi. Il Japan Stock Fund (non figura nella classifica di pagina 42 perché non ha ancora tre anni di vita, ndr) si concentra dunque sulle aziende che beneficiano in modo diretto o indiretto di un aumento degli investimenti in beni materiali (edilizia inclusa) e delle spese per i consumi. Tra queste si annoverano per esempio **Daikin Industries** (impianti di climatizzazione), **Fanuc** (robot industriali), **Canon Inc.** (tecnica per uffici), **Shinko Electric Industries** (imballaggio di componenti elettroniche), **Hoya Corp.** (maschere foto-grafiche), **Daito Trust** (amministrazione di immobili), o **Aica Kogyo** (pareti/pavimenti sintetici).

Fatelo anche con l'Etf

Non ci sono soltanto i fondi comuni e i comparti specializzati delle sicav per investire sulla Borsa giapponese. Dallo scorso 15 febbraio è disponibile in Piazza Affari pure l'iShares Msci Japan fund. Si tratta di un Etf (exchange traded fund) che è di diritto irlandese ma recepisce le direttive comunitarie ed è regolarmente autorizzato al collocamento e alla negoziazione in Italia. Obiettivo di questo Etf è quello di replicare il più fedelmente possibile l'indice Morgan Stanley Capital International Giappone, un paniere costituito da 344 titoli azionari quotati alla Borsa di Tokyo tra i quali figurano Toyota motor, Mitsubishi Tokyo, Takeda Pharmaceutical, Canon, Honda motor, Ntt Docomo, Sony, Mizuho financial group, Matsushita electric industries, Nissan motor, Tokyp Electric Power, Nomura holdings, Ntt corporation, Hitachi, East Japan Railway, Nippon Steel, e Sharp corp. L'etf prevede la distribuzione dei dividendi con cadenza semestrale di norma a gennaio e luglio. Non sono previste commissioni di ingres-

so, di uscita e di performance mentre quelle annue di gestione sono pari allo 0,59%: un costo che rende l'investimento molto competitivo rispetto a un fondo o una sicav che, infatti, applicano spese che possono superare anche il 2% su base annua. Occorre tuttavia tenere conto dei costi di negoziazione che sono pari a quelli che il proprio intermediario finanziario (banca, Sim o broker online) applica nelle transazioni azionarie. Il codice di negoziazione in Piazza Affari dell'Etf iShare MSCI Japan è IJPN e il lotto minimo per l'investimento è pari attualmente a 8 euro circa: la liquidità degli scambi in Borsa è agevolata da Banca Imi in qualità di Specialist (con specifici obblighi di quotazione in continua per garantire un prezzo denaro e uno lettera). Per quanto riguarda la fiscalità, infine, è prevista una ritenuta a titolo d'imposta del 12,5% sui guadagni operata direttamente dal proprio intermediario finanziario: l'investitore pertanto non deve riportare alcun provento nella propria dichiarazione dei redditi.



Al secondo posto figura invece l'industria automobilistica, che illustra bene la nostra scelta strategica: investiamo in aziende che conseguono un rendimento del capitale proprio superiore grazie ad un solido bilancio e la cui valutazione è basata su diversi motivi. **Yamaha Motor** (motociclette) è un buon esempio in proposito. Da inizio anno il titolo ha prestato un contributo decisivo alla buona performance del fondo. Nonostante i fattori imponderabili, il fondo mantiene il suo spiccato orientamento

Per il Sol Levante c'è anche un bond (strutturato)

SPer coloro che intendono puntare non solo sulle potenzialità del Giappone ma anche sulle prospettive dell'intera regione asiatica senza rischiare di perdere il capitale investito c'è la nuova obbligazione Sol Levante. L'emittente è Abn Amro Bank (rating Aa3 per l'agenzia Moody's e AA- per Standard & Poor's) e la durata cinque anni (scadenza prevista: 29 luglio 2010). L'obbligazione garantisce alla scadenza il capitale investito e un rendimento minimo del 5%. Inoltre viene riconosciuto un rendimento pari al 75% della rivalutazione di un paniere composto da cinque indici azionari dell'area asiatica, tre dei

quali emergenti (Cina, Corea del Sud e Taiwan) e due più consolidati (Giappone e Hong Kong). Per la precisione il basket di rifeimento del bond Sol Levante è composto, con quote del 20% ognuna, dai seguenti indici di Borsa: Nikkei 225 (Giappone), Hang Seng China Enterprises index (Cina), Hang Seng (Hong Kong), MSCI Taiwan index (Taiwan), Kopsi index (Korea). È previsto il calcolo della performance media del paniere attraverso 20 osservazioni trimestrali. Se, per esempio, alla scadenza la performance media degli indici del paniere pari al 40%, l'obbligazione pagherebbe una cedola lorda del 30% (ovve-

ro il 75% dell'incremento registrato); qualora, al contrario, fosse calcolata una variazione media negativa del paniere di riferimento, l'obbligazione pagherebbe comunque la cedola minima garantita del 5% lordo. Sebbene le performance trimestrali degli indici siano calcolate in valuta locale, il rendimento dell'obbligazione sarà espresso in euro e non sarà quindi influenzato dai tassi di cambio. Il taglio minimo per accedere al bond Sol Levante è fissato in mille euro



Da sapere

■ **Bottom up**
Letteralmente "dal basso verso l'alto". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario cercando di individuare singole società capaci di crescere in modo indipendente (o quasi) dall'andamento del ciclo economico o del loro settore.

■ **Top down**
Letteralmente "dall'alto verso il basso". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario partendo dall'analisi dei dati macroeconomici per individuare aree geografiche, settori e infine singoli titoli.

verso l'industria automobilistica, concentrandosi tra l'altro sul gruppo **Honda**, che sta per attuare cambiamenti importanti nella gamma dei veicoli.

Se le novità avranno successo, la redditività sarà influenzata positivamente e darà consistenza a rendimenti del capitale proprio del 12% per Keihin Corp. e del 15% per Honda Motor.

Mattia Nocera

Vitruvius Japanese Equity combina tre differenti portafogli affidati ad altrettanti advisor da noi selezionati sulla base di criteri sia quantitativi che qualitativi ed aventi stili di investimento tra loro complementari. Alla fine del primo trimestre abbiamo, infatti, aggiunto ai due storici advisor, Fukuo Shigeta e Hugh Sloane, Warwick Johnson di Optimal Fund Management. Fukuo Shigeta, responsabile di circa due terzi del portafoglio di Vitruvius, applica un approccio top-down sulla base di una analisi macroeconomica e settoriale. Hugh Sloane combina sia un approccio top-down, basato sull'analisi del ciclo economico, che bottom-up legato all'analisi fondamentale delle

società che possono beneficiare del quadro macroeconomico. Infine Warwick Johnson ha un approccio puramente bottom-up concentrandosi unicamente sulla selezione di società che abbiano un buon livello di crescita, forte cash flow, dividendi in aumento e valutazioni consistenti con le prospettive di crescita degli utili.

Nel portafoglio di Vitruvius attualmente i settori in sovrappeso rispetto al benchmark sono quello industriale, dei beni di consumo ciclici e il settore finanziario. Mentre Fukuo Shigeta predilige i primi due, Hugh Sloane e Warwick Johnson mantengono un'esposizione importante al settore finanziario in quanto si aspettano un ulteriore consolidamento.

Tra i titoli in portafoglio figurano **Yamaha motor**, **Mazda moto**, **Mitsubishi electric corp**, **Mizuho financial group**, **Lomatsu**, **Shiseido e Mitsubishi**. ■