

*Il listino di Tokyo è ormai uscito da una lunga fase ribassista. E prepara un trend rialzista verso quota 16.500. Ci sono ragioni fondamentali e macroeconomiche: bassa esposizione delle famiglie giapponesi verso la Borsa, cambio dollaro/yen e il boom cinese.*



# Occhi a mandorla

## fuori dal tunnel

**La borsa giapponese** si trova da circa 14 anni in un “bear market” (mercato Orso, mercato ribassista) generazionale che ha contribuito a ridurre in modo sensibile l’interesse degli investitori internazionali nei confronti di questa realtà economica.

### **DELUSIONI**

Nella *figura 1* (da pag. 18) è rappresentato il grafico su base mensile dell’indice giapponese Nikkei da dove si può osservare il **pesante mercato ribassista** iniziato nel 1990.

Scottati dalle pesanti delusioni accumulate da quasi tre lustri di ribassi, molti operatori finanziari hanno preferito negli ultimi anni

trascurare la borsa giapponese, a seguito anche della cocente delusione avvenuta temporalmente per ultima. Ci stiamo riferendo al notevole ribasso iniziato nell’anno 2000, quando molti investitori che ancora ricordavano i fasti del mercato azionario giapponese degli anni Ottanta, avevano scommesso su una sua ripresa, specialmente dopo che lo scoppio della bolla speculativa sui mercati occidentali era divenuto una dura realtà. Tuttavia, anche in quell’occasione il mercato azionario giapponese non seppe ripagare la fiducia, e, nonostante non avesse quasi per nulla beneficiato dei rialzi della fine degli anni

Novanta, seguì i mercati occidentali nella loro caduta perdendo da marzo 2000 a marzo 2003 **oltre il 60% del suo valore**. Il bilancio delle perdite percentuali dal 1990 dell’indice Nikkei si aggravò così in modo sensibile e giunse a superare nel 2003 l’**80%**.

Per tutte queste ragioni non deve quindi stupire il fatto che gli investitori e gli operatori finanziari che hanno vissuto questa storia trascurino oggi questo mercato azionario. Tuttavia la borsa giapponese non è sottoposta solo da questa categoria di investitori che potremmo definire “più maturi”, ma anche da quelli più giovani.

Questi ultimi infatti, non avendo vissuto gli anni Ottanta sui mercati finanziari, non hanno mai avuto occasione di sentire l’andamento della borsa giapponese alla ribalta delle cronache per i suoi ottimi risultati e quindi non l’hanno mai presa seriamente in considerazione come **alternativa di investimento vera e propria**, specialmente negli ultimi 4-5 anni.

In pochi ricordano che il Giappone in passato ha avuto una rilevanza nel panorama finanziario internazionale molto maggiore di quanto oggi si possa soltanto immaginare. Ai giorni nostri il peso

## Attualità

che il Giappone assume nell'indice MSCI World Index è di circa il **10%** contro il **55%** degli Stati Uniti e il **30%** dell'Europa. Ma le cose non sono state sempre così. Infatti verso la fine degli anni Ottanta il Giappone rappresentava circa il **45% della capitalizzazione dei mercati mondiali** che nel MSCI World Index significava il peso maggiore contro il 30% degli Usa e il 22% dell'Europa.

Un peso tanto importante era imputabile all'andamento eccezionale che l'economia, e quindi anche la borsa giapponese, avevano avuto a partire dagli anni Cinquanta, anni in cui sono cresciute costantemente in modo notevole, ad eccezione di periodi di debolezza destinati a durare solo qualche anno. Persino il "bear market" generazionale avvenuto sull'indice S&P500 tra il 1966 e il 1981 è stato quasi completamente "ignorato" dall'andamento della borsa giapponese, che ha continuato incessantemente la sua corsa anche durante la crisi petrolifera alla fine degli anni Settanta.

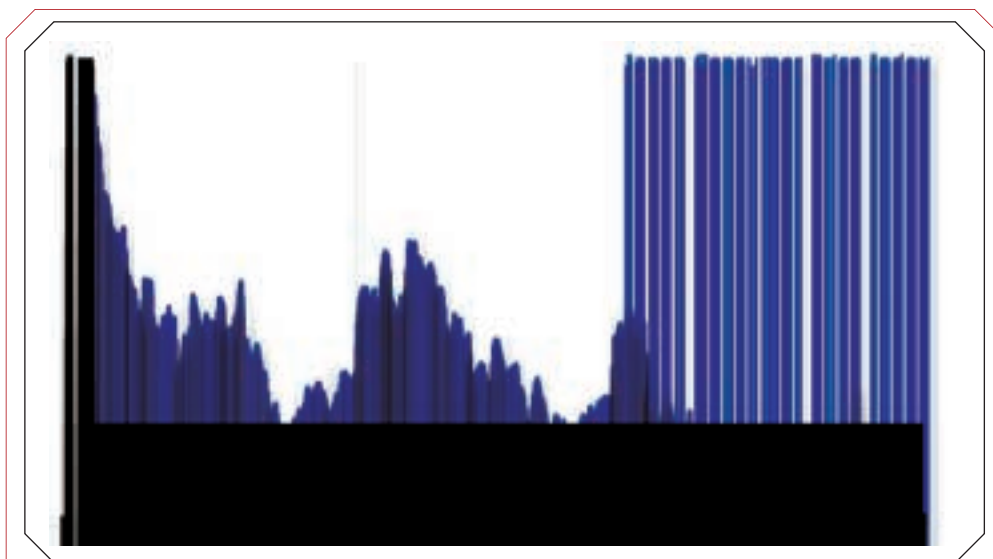
Poi, a partire dal 1990 è iniziato un pesantissimo "bear market" generazionale, alimentato dallo **scoppio della bolla immobiliare**. Si pensi solo che le quotazioni dei terreni commerciali e residenziali hanno subito negli ultimi 13 anni un deprezzamento rispettivamente dell'**87%** e del **65%**, creando un danno finanziario di dimensioni enormi. A tutto ciò si è poi aggiunta la spirale deflazionistica che ha portato il CPI giapponese (fig. 2), **indice dei prezzi al consumo**, a segnare verso la fine degli anni Novanta **valori costantemente sotto lo zero** e che ha di fatto bloccato fino a poco tempo fa ogni tentativo di ripresa economica.

### TREND DEFLAZIONISTICO

Tuttavia, dopo 14 anni di mercato ribassista, **forse è il caso di dare una nuova possibilità alla realtà economica giapponese**, almeno dal punto di vista analitico, al fine di valutare se non sussistano le basi per un possibile recupero nell'economia di un'area geografica al momento così trascurata dagli investitori internazionali. La nostra opinione è che il mercato giapponese sia **da sovrappesare** nei prossimi mesi a favore delle aree che sono cresciute con maggior intensità come l'Europa, il Canada e gli USA. Nel prosieguo di questo



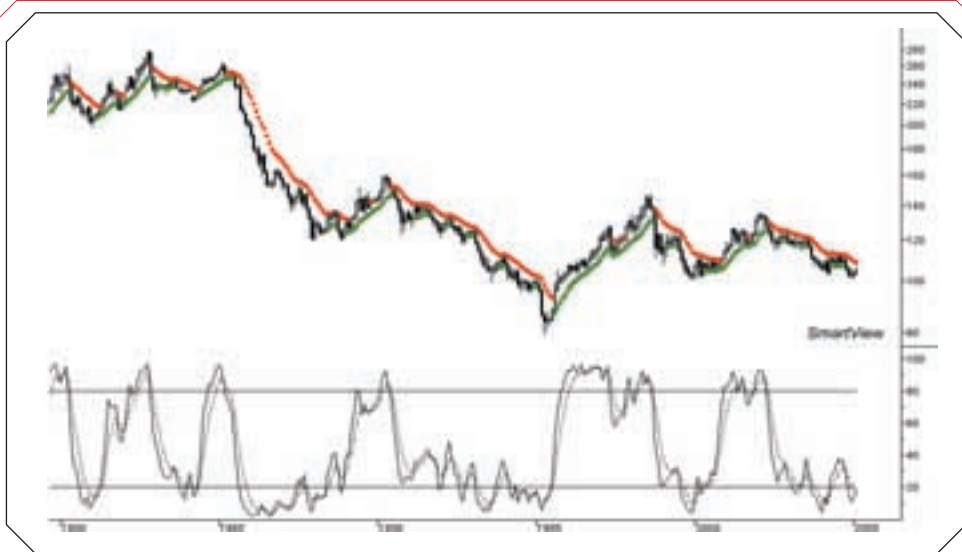
**Figura 1: Nikkei 1/1/85-28/2/05 grafico mensile**



**Figura 2: Japan Consumer Price Index 1/1/80-31/12/04**

articolo cercheremo di argomentare la nostra idea con valutazioni di tipo macroeconomico e fondamentale. Innanzitutto cominciamo a dare uno sguardo all'andamento del tanto temuto *trend* deflazionistico che sta dando dal 2003 qualche segno di ripresa. Infatti il CPI è recentemente tornato in deciso territorio positivo e questo potrebbe avere un impatto estremamente favorevole sui prezzi

reali ed in particolare sul settore immobiliare, che tanto ha sofferto nell'ultimo decennio. Infatti, come detto, il *trend* deflazionistico ha condotto i prezzi dei terreni giapponesi sui livelli degli anni Settanta e Ottanta seguendo un andamento del tutto opposto a quello avvenuto sui mercati occidentali, dove invece gli investimenti nominali negli alloggi sono più che triplicati dal 1990 a oggi.



**Figura 3: Usd/Yen 1/1/80-28/2/05 grafico mensile**

In secondo luogo, a supporto della nostra idea, ci sono valutazioni di tipo fondamentale. Il rapporto **Price/Book Value (prezzo/valore di libro)** dell'indice azionario Topix è estremamente favorevole e da un ulteriore approfondimento si evince che il Giappone è l'unico paese del G7 ad avere un terzo delle *blue chips* al di sotto del *book value*. Altri indici di analisi fondamentale come il **Price/Earning (prezzo/utile)** presentano valori di tutto rispetto e non peggiori a quelli delle altre principali aree geografiche. Con queste valutazioni non vogliamo intendere che il Giappone sia particolarmente conveniente, ma semplicemente che dopo tanti anni sta tornando a presentare indicatori economici che non hanno più nulla da invidiare a quelli degli altri paesi del G7.

Un altro punto a favore della nostra ipotesi è l'**andamento del trend demografico giapponese** in cui la fascia di popolazione tra i 35 e i 44 anni, tradizionalmente la più propensa a consumi ed investimenti, è in netta ascesa dopo aver fatto un minimo nel 2000 ed un massimo verso la fine degli anni Ottanta, confermando in questo modo una correlazione positiva con l'andamento del Nikkei. A ciò si aggiunge che al momento l'**esposizione delle famiglie giapponesi sul mercato azionario** è molto bassa (11%) in relazione a quella statunitense (42%) ed è dunque molto probabile che possa aumenta-

re nei prossimi mesi, contribuendo in questo modo ad alzare i corsi azionari.

#### **DOLLARO ANCORA GIU'**

Un altro punto che è importante analizzare, al fine di completare ulteriormente questa analisi, è l'**andamento del cambio dollaro**

**USA/yen** che negli ultimi 25 anni ha mostrato una grande forza da parte della moneta giapponese. La *figura 3* rappresenta l'andamento del cambio Usd/Yen analizzato con un indicatore ciclico e con il modello proprietario SmartView ([www.smartview.it](http://www.smartview.it)).

Dall'osservazione del grafico si può presupporre che **la tendenza negativa del dollaro sia destinata a continuare** ancora per qualche tempo anche perché la bilancia commerciale del Giappone con gli Stati Uniti ha un saldo positivo che spinge quindi il dollaro USA a deprezzarsi e lo yen ad apprezzarsi. In ogni caso un ulteriore rialzo dello yen contro il dollaro non deve necessariamente far pensare ad una perdita di competitività del Giappone.

E questo principalmente per due ragioni: la prima per il fatto che l'andamento del cambio Euro/Yen presenta un comportamento opposto (apprezzamento della valuta europea e deprezzamento di quella giapponese); la seconda perché il principale partner commerciale del Giappone non sono più gli Stati Uniti bensì l'Asia.

In particolare la Cina che, come tutti sanno, sta attraversando un periodo di boom economico particolarmente consistente e che potrebbe quindi favorire la vicina economia giapponese. ▶





**Figura 4: Nikkei 1/1/97-28/2/05 grafico mensile**



**Figura 5: Nikkei 1/1/97-28/2/05 grafico mensile**

Infine, prima di giungere alle conclusioni, nelle figure 4 e 5 abbiamo voluto proporre alcune considerazioni di tipo puramente tecnico sull'indice azionario Nikkei. La figura 4 ne presenta l'andamento su base mensile analizzato con i medesimi indicatori della precedente figura 3. Dalla presenza di punti verdi (aree di supporto) che sostengono i prezzi e dall'assenza di

punti rossi (aree di resistenza) è abbastanza intuitivo notare che **il trend di lungo periodo si presenta al momento positivo** ed in uscita da una fase di *trading range* durata per gran parte del 2004. La figura 5 invece mette in luce, sul medesimo periodo temporale, l'apparente "Testa & Spalle rovesciato" (figura di inversione fra le più conosciute in analisi tecnica) che, se

confermato dalla perforazione al rialzo di 12.200 punti, ove transita la cosiddetta "linea del collo", segnalerebbe un **target di medio-lungo periodo in area 16.500**.

**MONITORARE TRA 10.400 E 12.200**

Sulla base di quanto esposto riteniamo quindi di poter ragionevolmente pensare al Giappone come un **possibile over-performer nei prossimi mesi**. Questo non significa però che il Nikkei andrà comperato ad occhi chiusi. La forza dell'Euro resta un problema per gli europei che investono in USA o in Giappone e quindi il problema cambio dovrà essere affrontato, per esempio con **fondi** che coprono tale rischio. In ogni caso sarà il mercato a comunicarci le sue intenzioni. Per questa ragione raccomandiamo di **monitorare i livelli 12.200 e 10.400** come punti di controllo ottimali per gestire l'esposizione azionaria giapponese.

Infine, una precisazione. Qualche lettore più attento agli articoli pubblicati su **INVESTIRE** potrebbe infatti argomentare che nello scorso numero di settembre (pag. 16) si parlava di un periodo atteso sui mercati azionari occidentali non propriamente favorevole. Quindi potrebbe nascere il seguente quesito. Dal momento che il fenomeno della globalizzazione riguarda anche le borse mondiali che presentano livelli di correlazione positiva tra loro piuttosto elevati, è possibile che un clima generazionale positivo sul Giappone conviva con un clima generazionale negativo sui mercati occidentali? Rispondere a questa domanda oggi come oggi non è facile. Certo la storia ci insegna che in passato la borsa americana e quella giapponese hanno avuto per lunghi archi temporali un andamento opposto. Si pensi solo al periodo 1966-1981 che fu di "bear market" per i mercati occidentali e invece di "bull market" in Giappone, o al periodo 1990-2000 ove accadde esattamente l'opposto. Una **nuova fase di "decoupling"** in futuro è dunque un'alternativa plausibile. €

**DI ALESSANDRO ANGELI**  
 chief analyst RCF SA e docente  
 di Analisi Tecnica al Centro Studi  
 Bancari di Lugano, alla SDA-  
 Bocconi di Milano e correlatore  
 all'Università di Parma.  
 alessandro.angeli@rcf.ch