



**Estratto da „Il rosso ed il nero“
Di Alessandro Fugnoli - Kairos & Partners**

2011 - Il paradosso dei multipli azionari

..... . .

Il 2011 si è aperto tra mille speranze e si avvia a chiudersi tra mille angosce. Siamo tutti mediamente più poveri rispetto al primo gennaio e questo senza calcolare l'inflazione, che è stata ovunque più alta del previsto.....

Se vuoi ricevere le principali notizie riguardanti gli ETF e gli ETC iscriviti alla Nostra Newsletter settimanale gratuita. Clicca qui per iscriverti gratuitamente.

Il deterioramento della fiducia è stato continuo. Nei primi mesi dell'anno abbiamo brindato, pensando di essere ormai solidamente agganciati a una lunga ripresa, forse non travolgente ma comunque solida. In marzo abbiamo avuto due incidenti di percorso, la Libia e il Giappone. Ci siamo preoccupati, ma la fiducia a medio termine non è venuta meno.

In agosto abbiamo subito shock più pesanti, dagli Stati Uniti sull'orlo del default tecnico alla Grecia sull'orlo del default reale fino ad arrivare ad alcuni dati macro particolarmente deludenti. Ci siamo spaventati parecchio e abbiamo iniziato a temere quello che allora sembrava il peggiore degli esiti possibili, una nuova recessione. Oggi, in prossimità della fine dell'anno, le paure sono diventate cosmiche. Non temiamo solo una nuova recessione, ma anche l'implosione di Eurolandia, un'ondata di default sovrani e una crisi finanziaria globale.

Curiosamente, questo progressivo deterioramento delle attese è stato accompagnato dal continuo miglioramento dell'economia, quanto meno negli Stati Uniti e in Giappone. Il Pil americano è cresciuto nel primo trimestre a una velocità annualizzata dello 0.4 per cento e nel secondo dell'1.3 per cento. Il terzo trimestre è stato in questi giorni rivisto al ribasso rispetto alle stime iniziali, ma è comunque cresciuto del 2 per cento. La revisione ha riguardato le scorte, che sono più leggere di quello che si temeva. Questo dà forza ulteriore al quarto trimestre, stimato in crescita tra il 2.5 e il 3 per cento. Volendo giocherellare con i



numeri, la velocità di crescita è aumentata di 7 o forse 8 volte rispetto al primo trimestre.

Con un'economia in espansione le società hanno naturalmente fatturato di più. Il mondo, nel suo insieme, riuscirà del resto a crescere, in questo tormentato 2011, del 3.7 per cento. I costi, per le imprese, sono per contro rimasti sostanzialmente stabili. Le materie prime, spesso citate come fonte di inflazione da costi, sono in realtà a un livello più basso rispetto all'inizio dell'anno. L'indice Crb/Reuters All Commodities, che le include tutte, stava il 3 gennaio a 524, oggi è a 487. L'indice è in dollari e qualcuno si chiederà come si è comportato una volta ricalcolato in euro. Allo stesso identico modo. Il dollaro, del resto, stava a 1.3361 la sera del 3 gennaio e sta a 1.3361 la mattina di Thanksgiving.

Anche gli altri fattori di costo sono rimasti stabili. Il numero dei dipendenti è cresciuto meno del Pil e le loro retribuzioni, inclusi gli oneri sociali, sono aumentate meno dell'inflazione. Il costo del denaro, a parte il bizzarro e temporaneo aumento europeo, è rimasto stabile e vicino a zero, con l'ovvia eccezione dell'impennata degli ultimi tre mesi nella sola Europa mediterranea. Le tasse sulle società, per le quali si era parlato in America di un possibile aumento, sono in realtà rimaste invariate, mentre tutte le proposte per il 2012 vanno semmai nella direzione di una loro riduzione.

I mercati, che adorano calcolare gli effetti dei fattori più strani e indeterminabili sugli utili finali, sono rimasti regolarmente stupiti, trimestre dopo trimestre, dalla semplice e banale aritmetica del mondo reale. Fatturato meno costi uguale utili. Fatturato in crescita e costi stabili uguale utili in aumento. Questo mondo della contabilità è così volgarmente elementare, alle volte.

In pratica, gli utili delle 500 società che compongono l'indice SP saranno del 14 per cento più alti a fine 2011 rispetto all'inizio dell'anno. Con un'economia in accelerazione e utili in aumento l'indice SP si trova però a perdere il 7.3 per cento. I multipli si sono contratti di un quarto.

Il multiplo è il numero magico per il quale si moltiplicano gli utili. Il risultato finale è il prezzo (o il valore, a seconda del vostro orientamento filosofico) dell'azione.



Prevedere correttamente gli utili è difficile. I bilanci sono sempre più complicati e occorrono anni di studi e di pratica molto severi per leggerli e per anticipare l'andamento futuro dei conti. La previsione sugli utili diventa però facile come bere un bicchiere d'acqua se la paragoniamo alla difficoltà estrema dell'arte alchemica ed esoterica della previsione del multiplo, il lapis philosophorum che trasmuta l'utile in prezzo.

Molte e antiche leggende vengono tramandate intorno al multiplo. La più nota parla di uno stretto legame con i tassi d'interesse. Se i tassi salgono il multiplo scende e viceversa. Con i tassi a zero il multiplo dovrebbe stare a infinito. In realtà i tassi pagati dalle società non sono mai pari a zero e il Giappone degli ultimi vent'anni è lì a insegnarci che i tassi possono essere molto vicino a zero e la borsa può continuare tranquillamente a scendere (nonostante la crescita degli utili negli ultimi anni).

Non una leggenda, ma una teoria ampiamente condivisa dalla comunità scientifica, almeno fino a tempi recenti, è quella che afferma che i multipli salgono nelle fasi di espansione e si comprimono in quelle di rallentamento.

All'inizio del 2011 quasi tutti gli strategist delle grandi case, proprio seguendo questa teoria, prevedevano l'SP tra 1350 e 1450 per fine anno e argomentavano sia con un'ipotesi di rialzo degli utili, che c'è stato, sia con quella dell'espansione dei multipli, che si sono invece contratti.

Il rapporto prezzo/utili di oggi, a 11.6 sugli utili dei prossimi 12 mesi (usiamo numeri di Goldman Sachs), è praticamente uguale a quello del momento più buio della crisi, l'inizio del 2009. Si tratta di un fenomeno senza precedenti negli ultimi 40 anni.

C'è l'Europa che fa sempre più paura, certo. Con una clamorosa e infelice scelta prociclica i decisori di Eurolandia hanno voluto dare una forte e improvvisa stretta alla leva finanziaria utilizzata dalle banche. L'hanno deciso nel momento di massima debolezza di metà del continente e sapendo benissimo che le banche, per adeguarsi alle nuove regole, non raccoglieranno nuovo capitale ma ridurranno i prestiti erogati alle imprese. Una decisione da primi anni Trenta.



L'Europa si è quindi fabbricata da sola e regalata una recessione certa nella prima metà del 2012. Che il resto del mondo sia preoccupato è comprensibile. E' difficile, del resto, prendere le misure ai furori ideologici tedeschi e capire, del drammatico indurimento delle loro posizioni negli ultimi giorni, quanto sia tattica negoziale e quanto sia davvero irrinunciabile. Nel dubbio si prendono le distanze.

Oltre l'Europa, sullo sfondo, c'è però un tema ancora più ampio. Dal 1982 al 2007 il mondo sviluppato ha vissuto la Belle Époque della Grande Moderazione. L'inflazione in discesa e la crescita regolare hanno indotto i soggetti economici ad abbandonare progressivamente la prudenza e a esporsi sempre più al rischio.

I consumatori, come ha notato Jan Hatzius, hanno iniziato a spendere più di quanto guadagnavano e le imprese si sono messe a investire più di quanto mettevano da parte. Consumi e investimenti, resi possibili da un'ampia disponibilità di credito, hanno preso a crescere a una velocità superiore a quella tendenziale. L'ampio output gap globale, in primo luogo cinese, ha reso possibile una crescita non inflazionistica.

L'ampio credito disponibile, ha notato Neal Soss, ha permesso anche di avere cicli economici smussati, con recessioni dolci prontamente riassorbite grazie a maggiore spesa pubblica o al vendor financing cinese. I cicli smussati, a loro volta, hanno portato a una minore volatilità delle borse. La minore volatilità, a sua volta, ha portato a una fisiologica espansione dei multipli.

Dal 2007 tutto ha iniziato a girare all'incontrario. Il credito ampio non esiste più e viene anzi ritirato più o meno bruscamente. I consumatori hanno iniziato a spendere meno di quello che guadagnano e le imprese, dopo avere in molti casi ripagato i debiti, accumulano cassa piuttosto che investire. I governi non hanno più i soldi per sostenere il ciclo quando perde colpi e se hanno i soldi non hanno la voglia di usarli. La Cina, con un surplus delle partite correnti dimezzato dalla rivalutazione reale e nominale del renminbi, fa meno vendor financing.

Privo del lubrificante del credito, il ciclo si fa più volatile. Le borse riflettono questa volatilità e i multipli si contraggono. Nulla vieta che le borse nei prossimi anni possano salire, ma se è vera la tesi generale che abbiamo esposto, gli indici cresceranno meno degli utili.



L'economista Hyman Minsky, scomparso nel 1996, fu tra i pochi che compresero con lucidità quello che stava succedendo durante la Grande Moderazione. In pieno clintonismo soddisfatto, Minsky avvertì che la stabilità destabilizza. Greenspan, negli anni, citò spesso questa teoria, ma lo fece con rassegnato fatalismo, convinto com'era che una banca centrale che volesse frenare aggressivamente quando tutto va bene verrebbe immediatamente commissariata dal potere politico.

Oggi viviamo probabilmente una fase storica di instabilità che stabilizza. La riduzione della leva porterà alla fine a stati meno indebitati, banche più solide e consumatori senza l'incubo delle rate da pagare. Ci vorranno 10-15 anni, lo stesso periodo che occorrerà per smaltire l'ondata di baby boomer che vanno in pensione. Hanno cominciato l'Inghilterra e l'Europa, poi toccherà a Stati Uniti e Giappone. La Germania vuole tutta Eurolandia in pareggio per il 2016 e al 70 per cento di debito-Pil per il 2030. Alla fine di questo percorso i mercati azionari saranno pronti per un imponente bull market secolare.

Questo lungo percorso potrà essere un purgatorio, come nel Regno Unito che svaluta, monetizza e taglia drasticamente la spesa pubblica, oppure un inferno se quello che è stato definito il sadofiscalismo tedesco, tacitamente, farà prima un deserto di macerie per poi chiamarlo pace.

Venendo ai tempi brevi, l'impressione è che il mercato si sia messo a scontare con troppa convinzione l'esplosione di Eurolandia in tempi brevi e una forte recessione nel 2012. In realtà Italia e Spagna, con qualche aiuto dalla Bce, possono andare avanti ancora qualche mese con i tassi su questi livelli. Quanto alla recessione, Stark conferma che ci sarà, ma aggiunge che se smettiamo di parlarne ossessivamente e di fasciarci la testa non sarà poi così pesante. Va anche detto che il mercato non dà in questo momento nessun peso alla possibilità che la Germania conceda qualcosa al vertice del 9 dicembre. Questo qualcosa non riguarderà, verosimilmente, la natura di prestatore di ultima istanza della Bce ma comporterà qualche forma di protezione verso i paesi che accetteranno integralmente, nelle parole e nei fatti, le dure condizioni tedesche.

Concludiamo citando l'unico strategist di grande casa, Adam Parker di Morgan Stanley, che all'inizio del 2011 ha ipotizzato una

V



contrazione dei multipli e un obiettivo di fine anno di 1240 per l' SP 500. La buona notizia è che Parker, pur rimanendo molto prudente, non ha cambiato il suo obiettivo.