



Quali opportunità sui mercati azionari dopo la crisi?

Novembre 2008

Schema della presentazione

Dalle crisi nascono opportunità di investimento?

Le crisi degli ultimi quarant'anni sui mercati azionari internazionali

La prevedibilità dei rendimenti azionari di lungo periodo

L'Earnings Yield

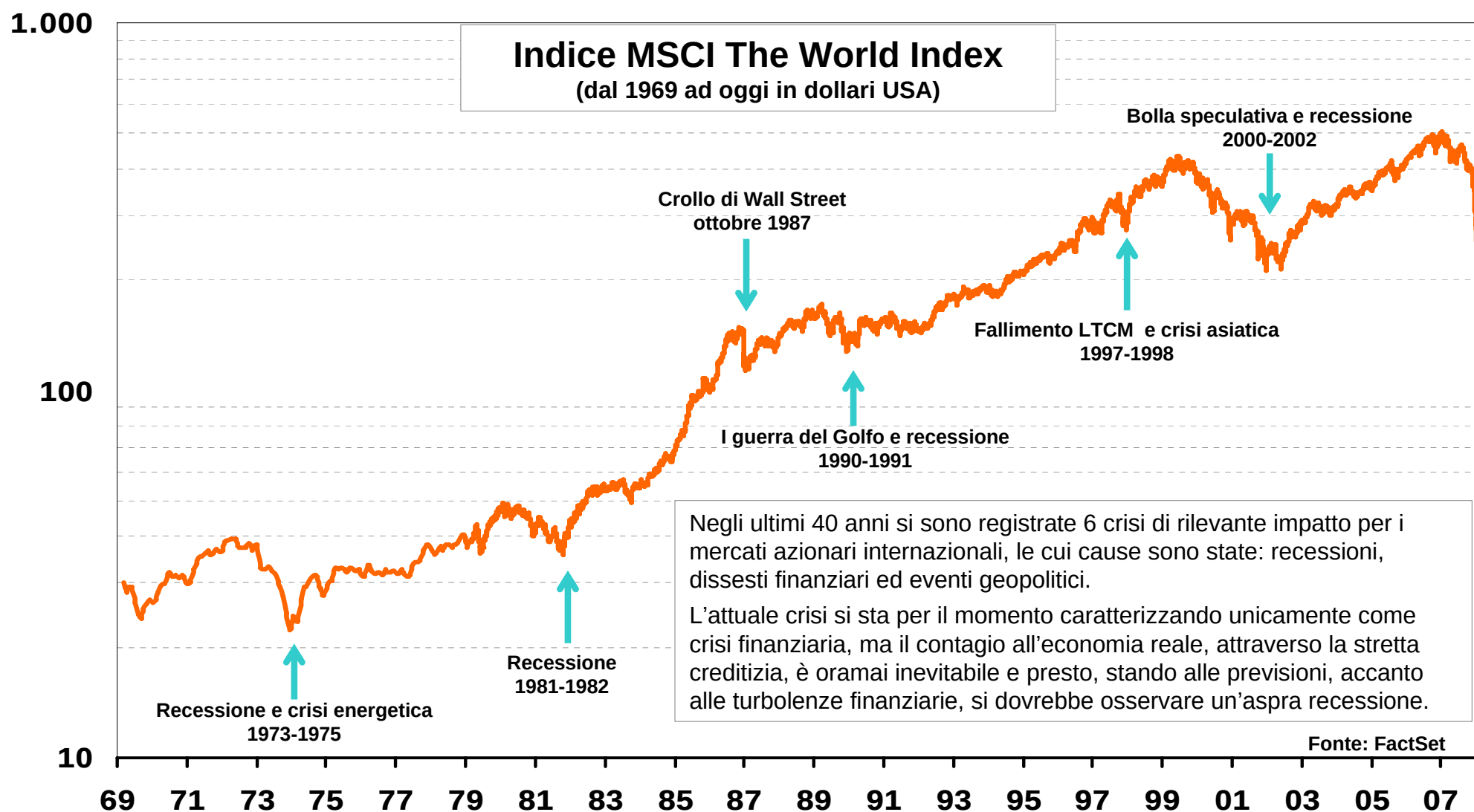
I rendimenti attesi in Europa e negli USA

L'Earnings Yield degli indici DJEuroStoxx e S&P 500

Dopo la crisi bancaria, la crisi economica

Le attese dei mercati azionari

Dalle crisi nascono opportunità di investimento?



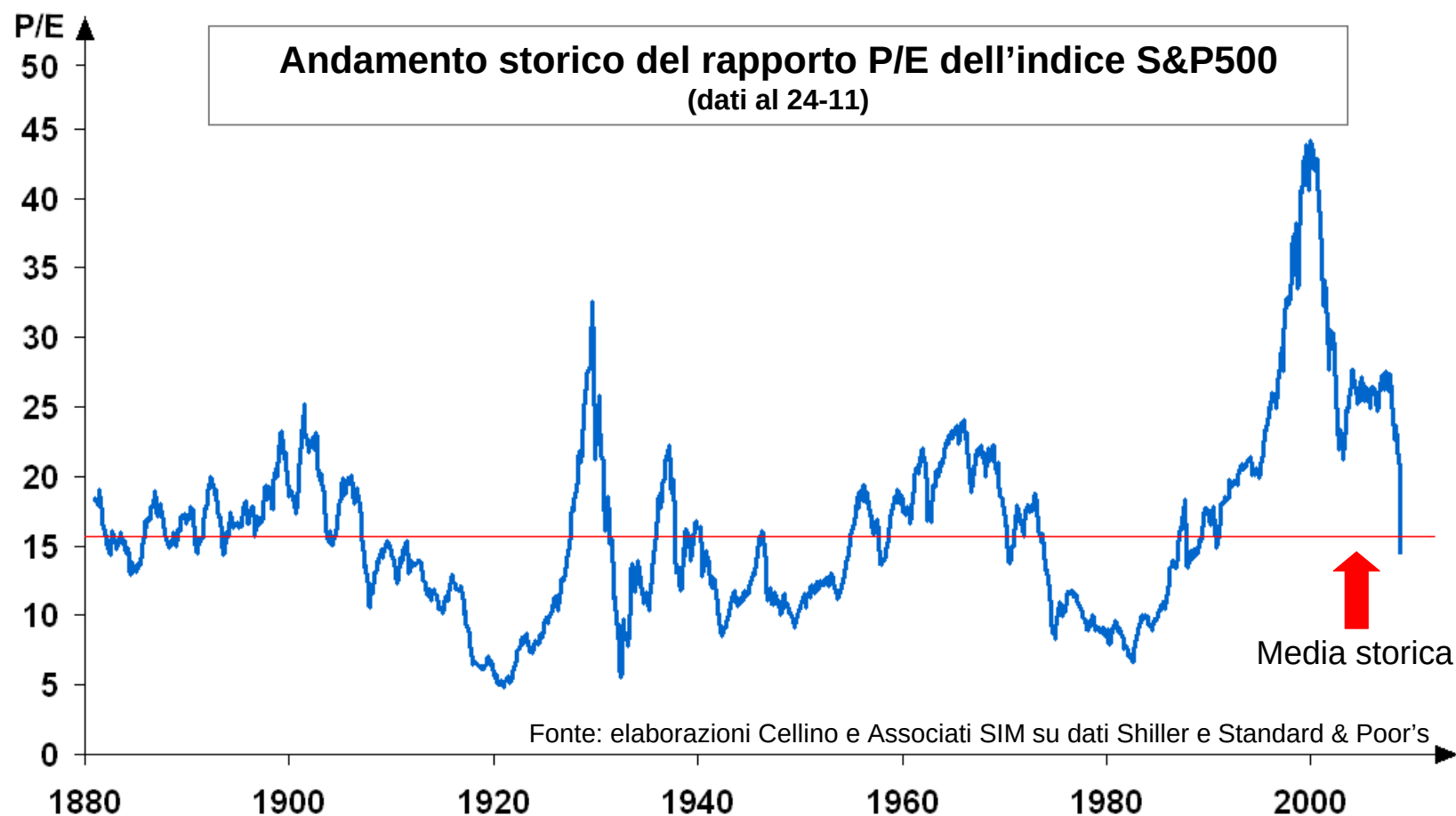
Dalle crisi nascono opportunità di investimento?

Evento	Periodo	Impatto sull'indice MSCI World	Apprezzamento medio annuo nei 10 anni successivi al minimo
Recessione e crisi energetica	1973-1975	-43,4%	9,4%
Recessione	1981-1982	-28,1%	15,0%
Crollo di Wall Street	ottobre 1987	-23,7%	9,0%
I guerra del Golfo e recessione	1990-1991	-25,9%	12,0%
Fallimento LTCM e crisi asiatica	1997-1998	-20,5%	2,3%
Bolla speculativa e recessione	2000-2002	-51,4%	ND

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

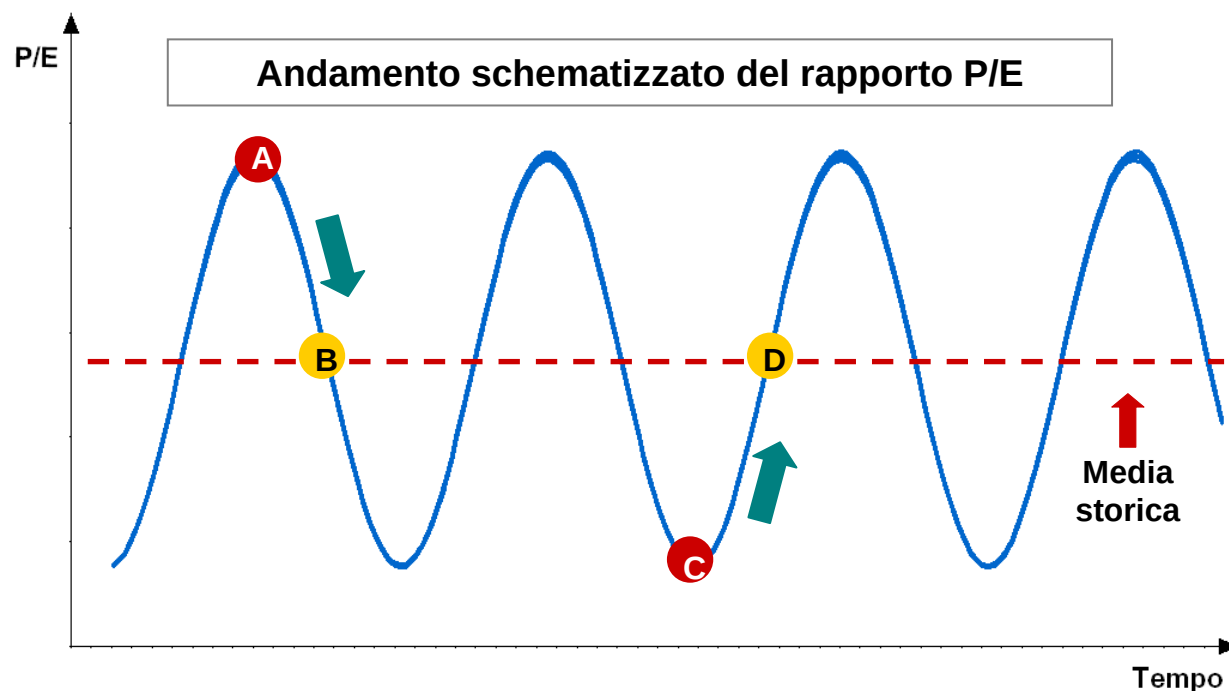
Negli ultimi 40 anni l'indice azionario mondiale è cresciuto, senza tenere conto dei dividendi, ad un tasso medio annuo composto del 6%. La tabella mostra che, in quattro casi su cinque, **alle crisi ha fatto seguito un decennio durante il quale i prezzi delle azioni sono cresciuti a tassi largamente superiori a quello medio**. Sembrerebbe quindi che il panico, tipico dei mercati azionari nei momenti di crisi, determini crolli dei prezzi delle azioni solo parzialmente giustificabili, cui inevitabilmente seguono lunghi periodi caratterizzati da rendimenti superiori alla media.

La prevedibilità dei rendimenti azionari di lungo periodo



Queste osservazioni trovano supporto in alcune analisi compiute sul mercato azionario americano, il cui rapporto prezzo/utigli (P/E) tende da oltre un secolo ad oscillare attorno alla propria media storica.

La prevedibilità dei rendimenti azionari di lungo periodo



Considerato che un mercato “efficiente” dovrebbe anticipare le espansioni e le riduzioni degli utili attraverso coerenti movimenti dei prezzi, il ritorno del P/E sulla propria media dovrebbe essere pilotato dal denominatore, cioè dagli utili. In pratica un P/E elevato (esemplificato al punto A), giustificato da attese di forte crescita degli utili,

dovrebbe ritornare sulla media, cioè al punto B, grazie alla realizzazione di tali attese; analogamente un rapporto P/E particolarmente basso (esemplificato al punto C), espressione di pessimismo in merito agli utili futuri, dovrebbe risalire verso il punto D grazie alla riduzione dei profitti. Stupisce quindi che, dal 1881 ad oggi, il ritorno del P/E dell'indice S&P 500 sul proprio valore medio sia stato governato dal prezzo e non dall'utile: questo è dovuto al fatto che i massimi del P/E non hanno quasi mai anticipato fasi di straordinaria crescita degli utili, ma si sono a posteriori rivelati momenti di euforia irrazionale, mentre i suoi minimi, anziché anticipare tracolli dei profitti, sono coincisi con periodi di ingiustificato pessimismo.

La prevedibilità dei rendimenti azionari di lungo periodo

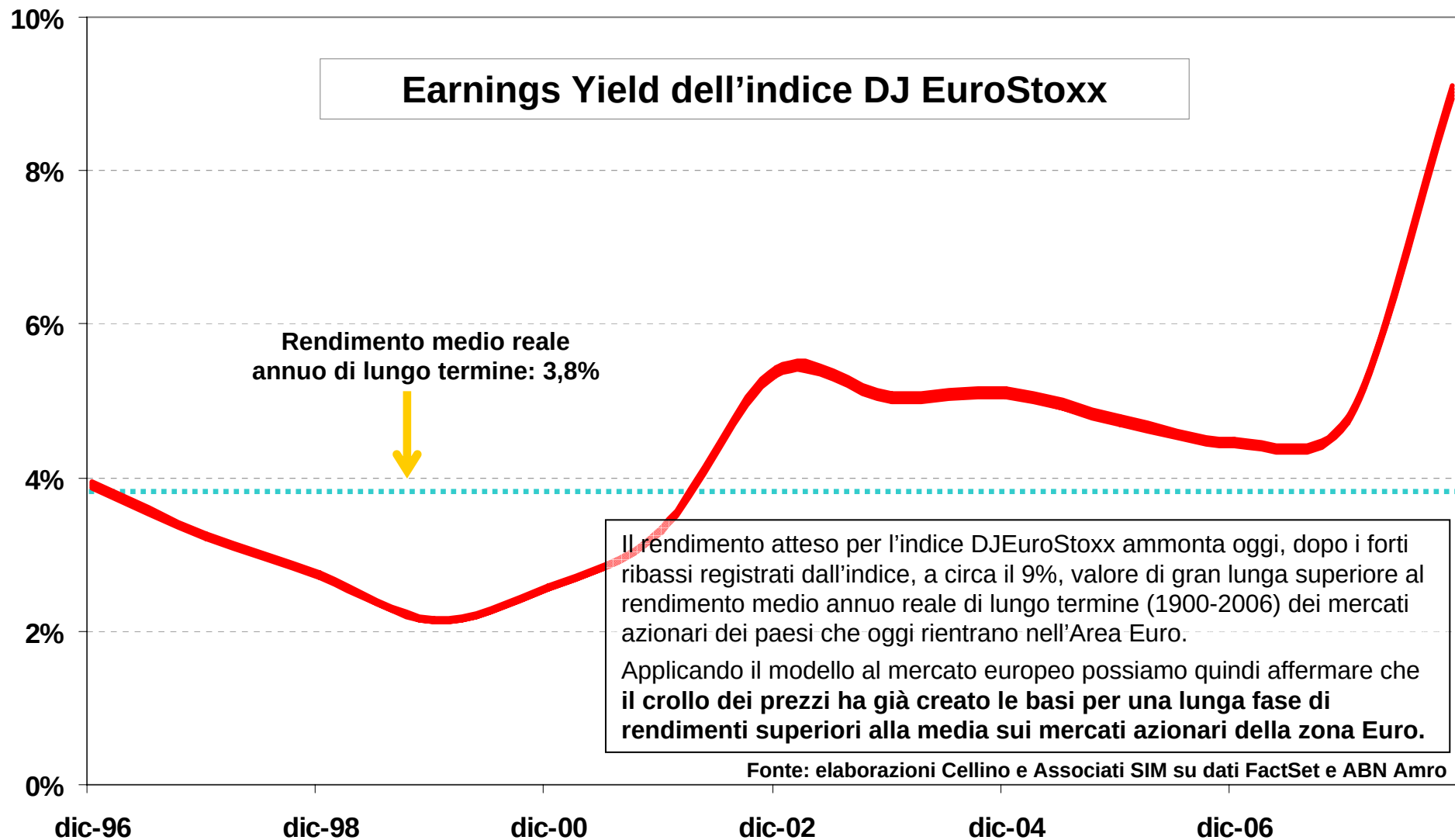
Questa inefficienza del mercato apre la strada alla prevedibilità dei rendimenti azionari: in particolare, l'inverso del rapporto P/E, ossia il rapporto utili/prezzo (meglio conosciuto come Earnings Yield (EY)) oltre, come ovvio, a godere delle medesime proprietà del P/E, cioè di ritornare verso la propria media per effetto delle fluttuazioni del prezzo, si è dimostrato un buon previsore del rendimento annuo reale di lungo termine del mercato azionario.

Utilizzando l'EY possiamo rispondere ad una domanda che di questi tempi ricorre spesso:

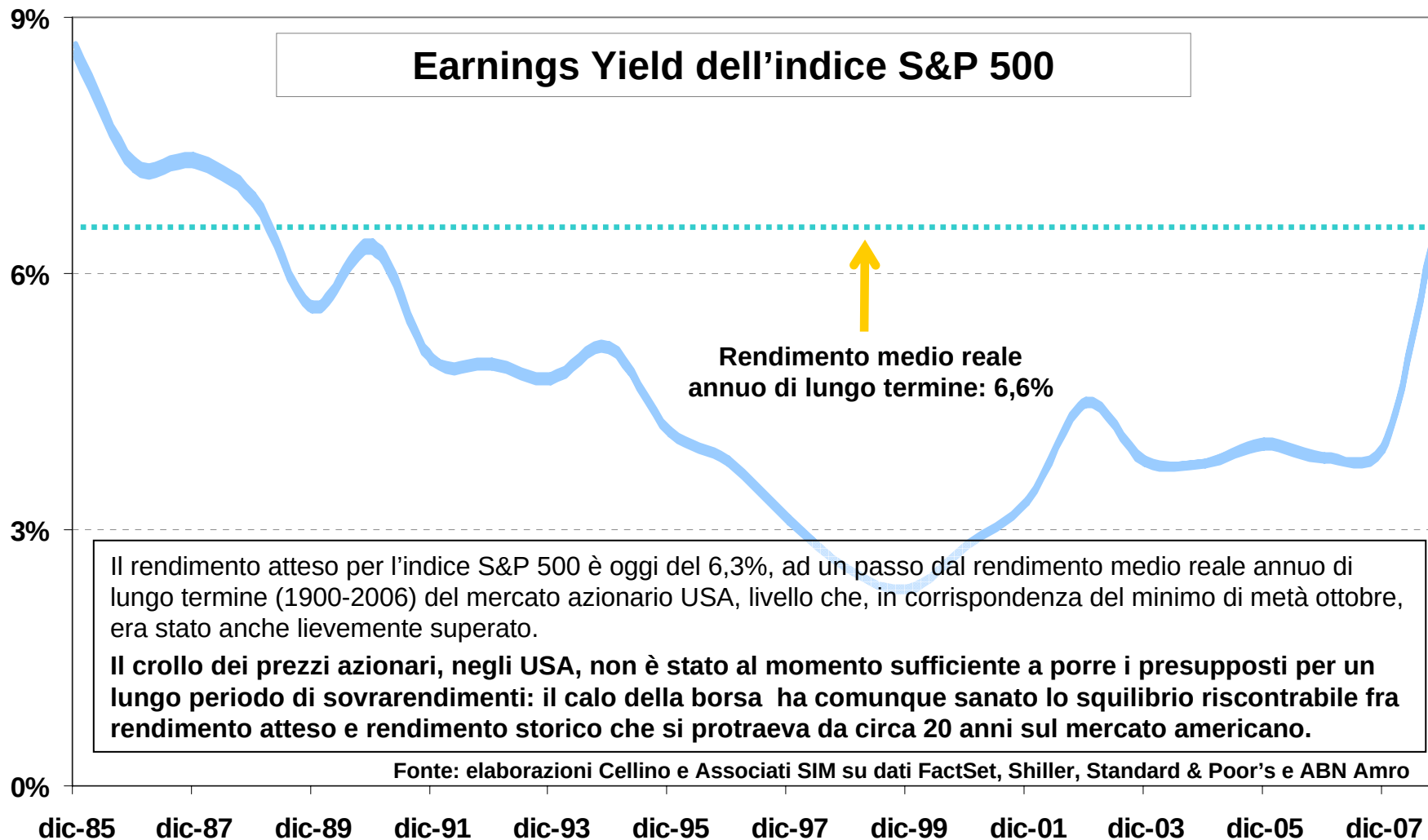
«Ai livelli di prezzo attuali si configura già l'opportunità di cogliere rendimenti di lungo termine superiori alla media? »

Risponderemo con riferimento al mercato azionario americano e a quello dell'area euro, calcolando l'EY secondo la modalità suggerita da un'autorevole letteratura, consistente nel rapportare al prezzo, in alternativa all'utile corrente, l'utile normale, vale a dire la media degli utili degli ultimi 10 anni, un lasso di tempo sufficientemente ampio da contenere fasi sia recessive sia espansive, il cui valore medio, dunque, non risulti deviato, in positivo o in negativo, ma costituisca piuttosto una buona stima degli utili realizzabili in condizioni di normalità.

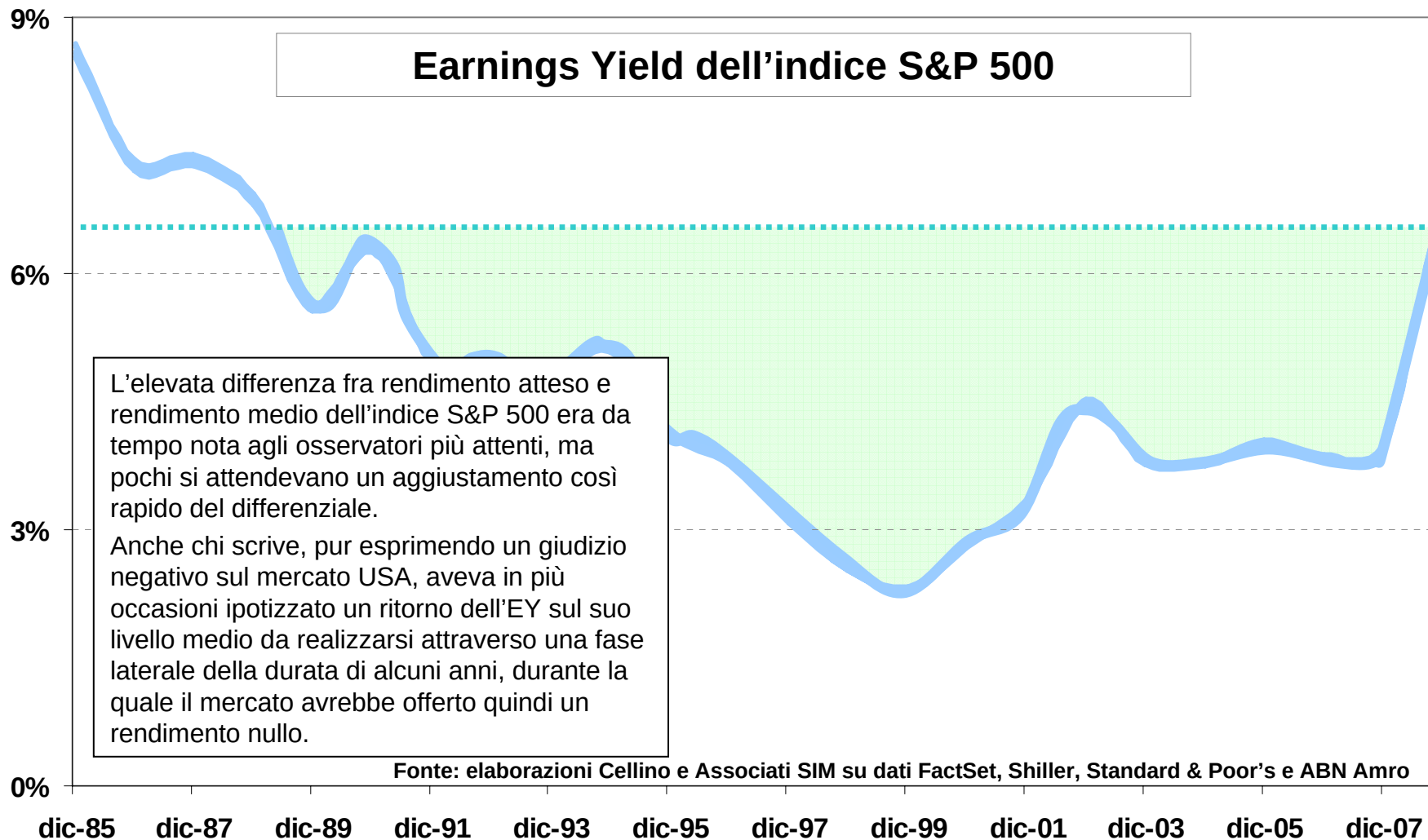
I rendimenti attesi in Europa e negli USA



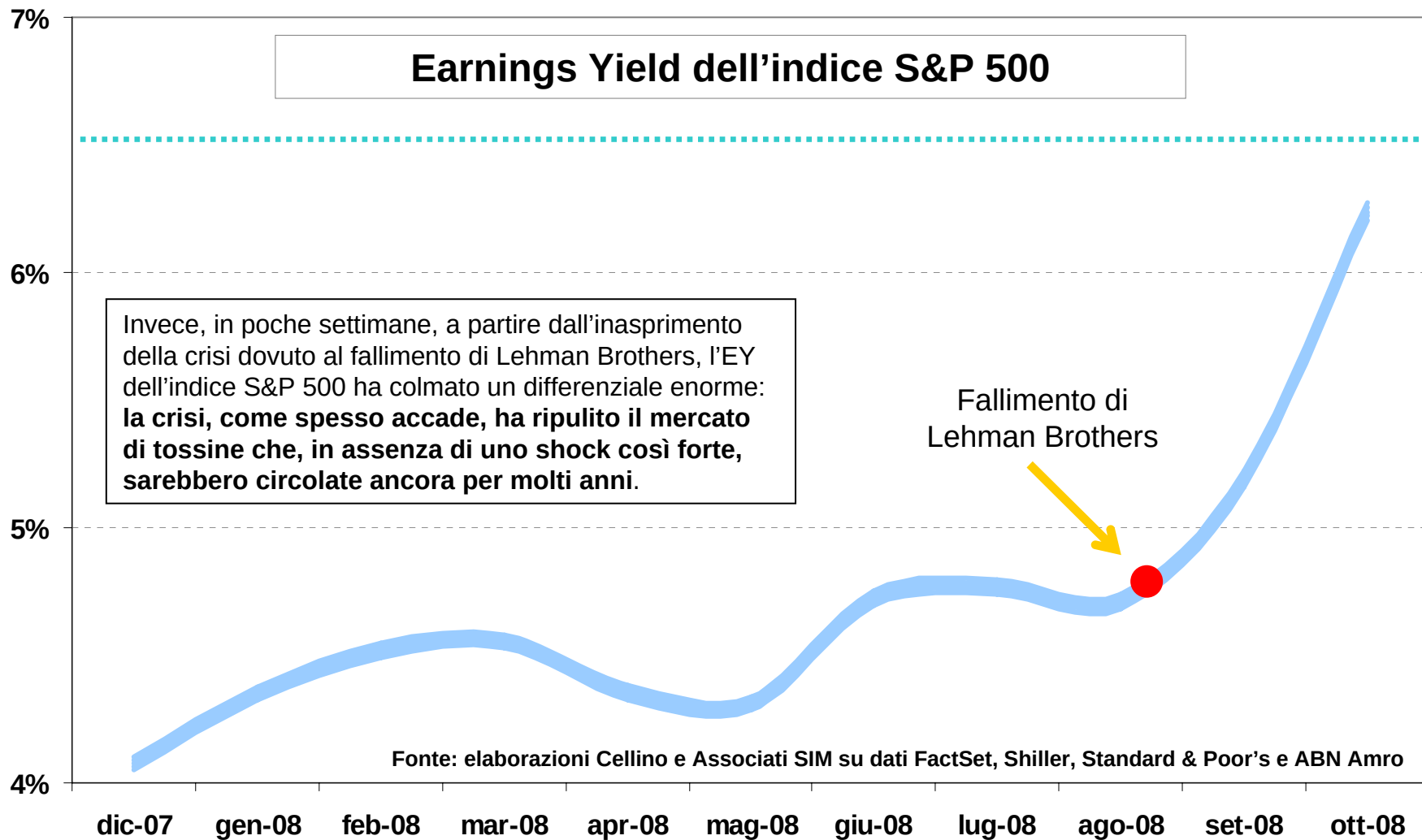
I rendimenti attesi in Europa e negli USA



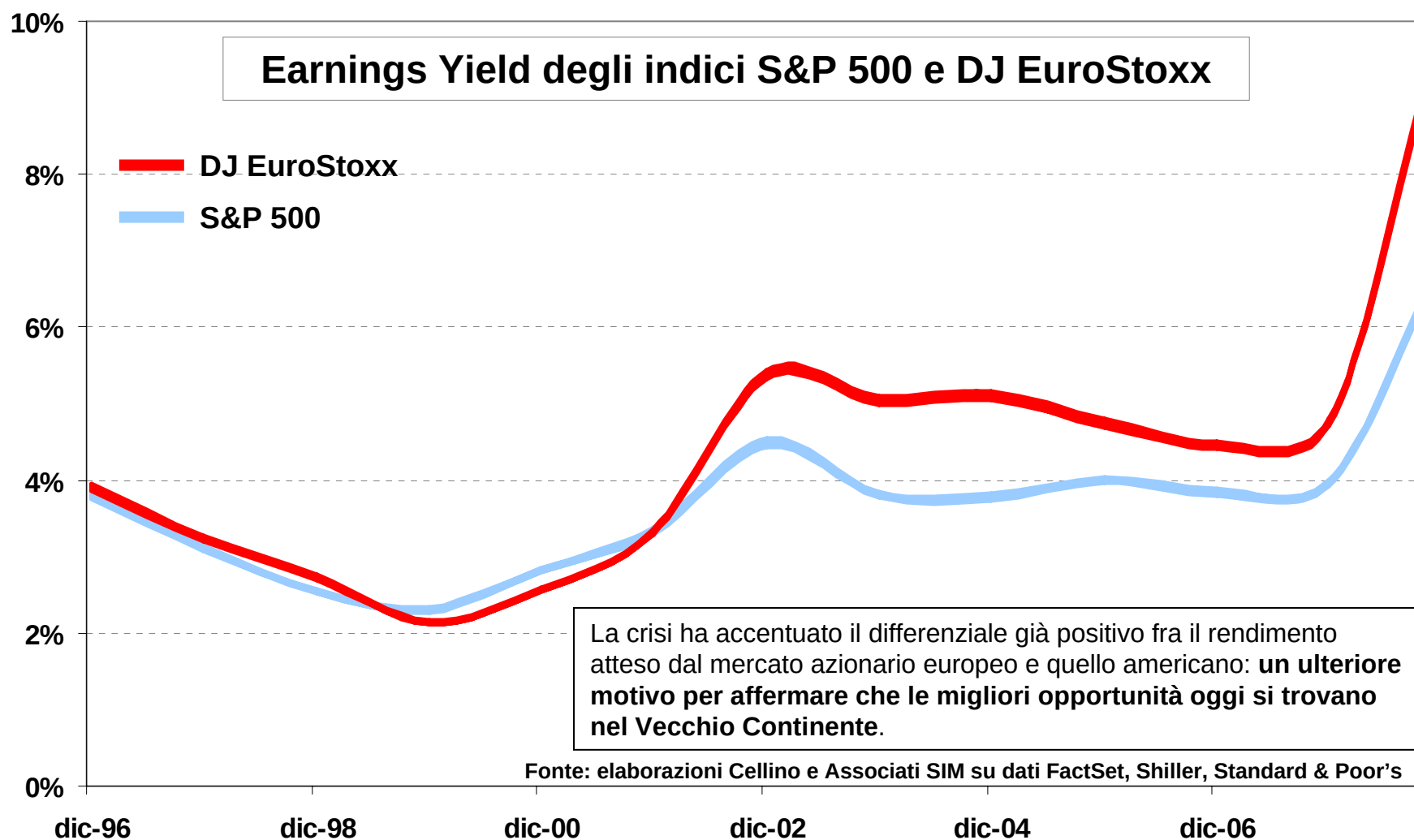
I rendimenti attesi in Europa e negli USA



I rendimenti attesi in Europa e negli USA

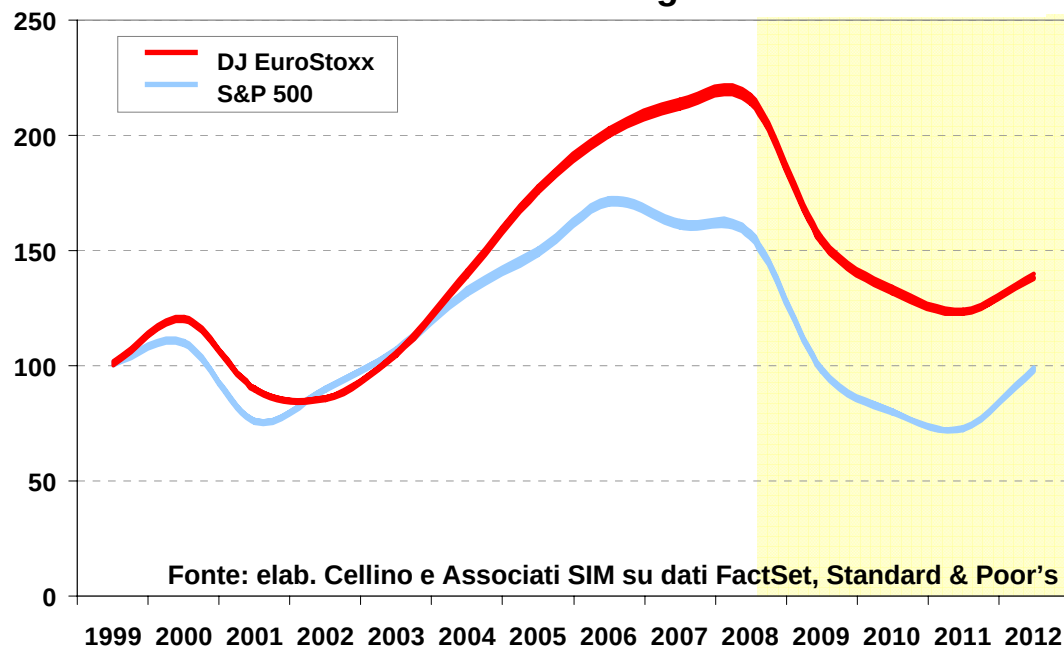


I rendimenti attesi in Europa e negli USA



Dopo la crisi bancaria la crisi economica

Andamento storico ed implicito degli utili per azione nell'Eurozona e negli USA



Stando alle previsioni quella che ci attende sarà una recessione piuttosto severa, una delle più gravi degli ultimi decenni, ma prima ancora che si realizzi ha già il primato di essere quella più prevista di tutti i tempi. Aveva infatti iniziato Greenspan nel febbraio 2007 ad annunciarla, senza peraltro intuirne le origini di natura finanziaria. A partire dall'estate del 2007, poi, con l'esplosione della crisi bancaria, l'idea che dal credit-crunch potesse maturare un rallentamento economico ha via via preso corpo. Il continuo inasprimento della crisi finanziaria ha lentamente mutato le previsioni degli

economisti che sono passate dal semplice rallentamento alle attuali ipotesi recessive.

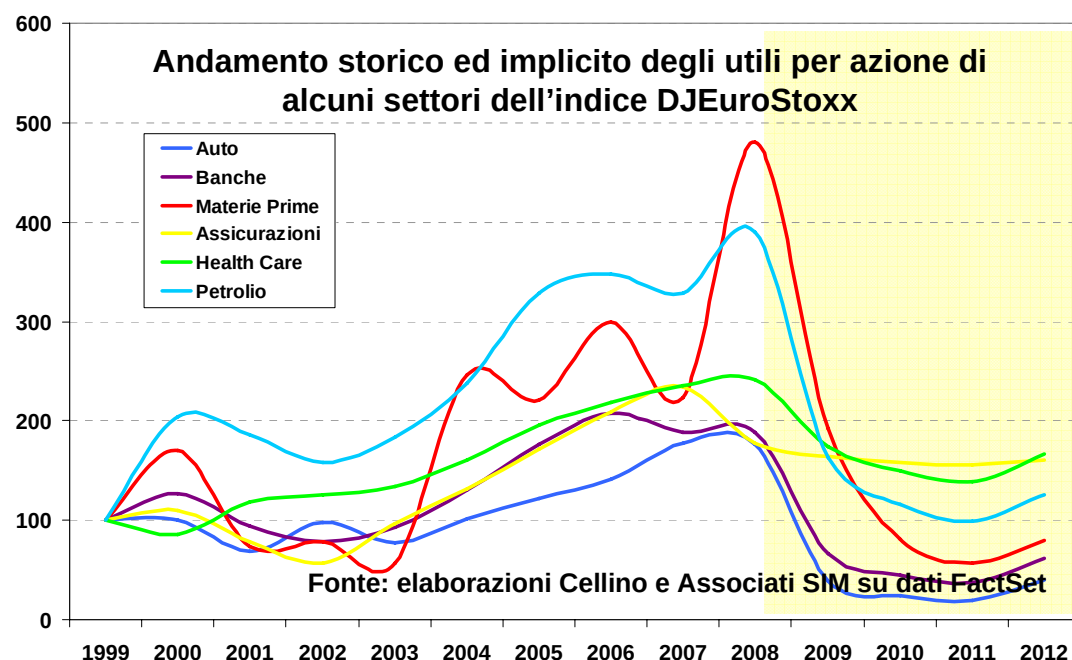
I mercati azionari hanno incorporato il graduale deterioramento delle prospettive, con progressivi ridimensionamenti dei prezzi che, con il passare del tempo, si sono estesi dal settore bancario a tutti gli altri e con maggiore incisività ai settori ciclici.

Con il fallimento di Lehman Brothers abbiamo poi assistito a veri e propri fenomeni di panico, peraltro non del tutto ingiustificati alla luce delle implicazioni sistemiche che quell'evento avrebbe potuto avere.

Ora che la crisi bancaria sembra finalmente essere sotto il controllo delle autorità, gli investitori, superati i timori di un crollo del sistema, possono concentrarsi sulla sola recessione.

A nostro giudizio il mercato azionario ha già ampiamente assolto alla propria funzione di "anticipatore" della congiuntura economica: i prezzi attuali, infatti, incorporano un'ipotesi di traiettoria degli utili (rappresentata nella parte ombreggiata del grafico) compatibile con uno scenario recessivo che non esitiamo a definire drammatico: un crollo dei profitti del 58% negli USA e del 43% nell'Eurozona. Lo scenario implicito nei prezzi si completa osservando che il minimo dei profitti verrebbe raggiunto nel 2011 da entrambe gli indici, mentre il ritorno su livelli di utile pari a quelli registrati sui picchi verrebbe rinviato al 2014 per lo S&P 500 e al 2016 per il DJEurostoxx.

Dopo la crisi bancaria la crisi economica



Nella tabella e nel grafico indichiamo alcuni settori dell'indice DJEuroStoxx. Anche in questi casi osserviamo che il mercato incorpora drastici e prolungati ridimensionamenti degli utili.

Settori dell'indice DJEuroStoxx	Anno del picco dei profitti	Anno del minimo dei profitti	Δ fra max e min dei profitti	Ritorno sui max dei profitti
Auto	2007	2011	-89,3%	2017
Banche	2006	2011	-82,1%	2017
Materie Prime	2008	2011	-88,1%	dopo il 2017
Costruzioni	2007	2011	-73,9%	2017
Assicurazioni	2007	2011	-33,5%	dopo il 2017
Health Care	2008	2011	-42,5%	2014
Media	2007	2011	-77,8%	2016
Petrolio	2008	2011	-74,7%	dopo il 2017

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Appendice

NOTE SUL CALCOLO DEL RENDIMENTO ATTESO DI LUNGO PERIODO

Sulla base del Dividend Discount Model il valore fondamentale di un'azione è pari alla somma degli infiniti dividendi futuri (D) attualizzati utilizzando il rendimento richiesto (R):

$$(1) \quad V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R)^t} \quad \text{Ipotizzando che i dividendi crescano ad un tasso costante } g \text{ la formula si semplifica} \quad \Rightarrow \quad (2) \quad V_0 = \frac{D_0(1+g)}{R-g}$$

La (2) consente, dati il dividendo attuale, il tasso di crescita dei dividendi e il rendimento richiesto dall'investimento azionario, di calcolare il valore "corretto" dell'azione.

Invertendo tale logica, se al valore fondamentale sostituiamo il prezzo di mercato (P_0), dati il dividendo attuale ed il suo tasso di crescita, possiamo ottenere il **rendimento atteso (r_E)** dall'investimento:

$$(3) \quad r_E = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \text{Introducendo il payout } (\pi), \text{ cioè la frazione di utile (E) destinata a dividendo, la formula, immaginando } \pi \text{ costante, può essere riscritta come segue:} \quad \Rightarrow \quad (4) \quad r_E = \frac{\pi \cdot E_0}{P_0} + g$$

Il tasso di crescita g dei dividendi, quindi, sarà anche il tasso di crescita degli utili; se gli utili reinvestiti a fine anno, pari a $(1-\pi) E$, forniscono nell'esercizio successivo un utile aggiuntivo pari a $r_E (1-\pi) E$, possiamo esprimere il tasso di crescita g nel modo seguente:

$$(5) \quad g = \frac{E_t + r_E \cdot E_t(1-\pi)}{E_t} - 1 = 1 + r_E \cdot (1-\pi) - 1 = r_E \cdot (1-\pi)$$

Appendice

Sostituendo la (5) nella (4) otteniamo:

$$(6) \quad r_E = \frac{E_0}{P_0}$$

Dunque l'Earnings Yield (EY) rappresenta, sotto le ipotesi indicate, il rendimento atteso dell'investimento azionario, concettualmente assimilabile al rendimento a scadenza di un titolo obbligazionario.

Pur non essendo universalmente riconosciuta è opinione diffusa che l'EY sia una grandezza reale, cioè indipendente dall'inflazione e che quindi approssimi il rendimento atteso reale dell'investimento azionario e non quello nominale; qualsiasi tentativo di confrontare tale rendimento con altri di tipo nominale (ad esempio il cosiddetto “FED model”) risulta dunque concettualmente errato.

Come detto, nella nostra analisi abbiamo calcolato l'EY utilizzando al numeratore la media degli utili deflazionati degli ultimi 10 anni, traendo i dati necessari da Standard & Poor's per quanto riguarda l'indice S&P 500, e da FactSet per l'indice DJEurostoxx generale e per i suoi sub indici settoriali.

Appendice

NOTE SUL CALCOLO DEGLI UTILI FUTURI IMPLICITI NEGLI ATTUALI PREZZI DI BORSA

Nel calcolare il vettore di utili futuri impliciti negli attuali prezzi di borsa, si è impiegato il Residual Income Model che definisce il valore fondamentale di un'azione come la somma fra il patrimonio netto contabile attuale (BV_0) e il valore attuale dei redditi residuali futuri. Il reddito residuale (o creazione di valore) è definito, per ciascun anno, come la differenza fra il ROE e il rendimento richiesto (r_E) moltiplicata per il patrimonio netto contabile di inizio periodo. In particolare il modello da noi impiegato è a tre stadi: per i primi tre anni (2009, 2010 e 2011) vengono esplicitamente previsti gli utili e, di conseguenza, il ROE (dato dal rapporto fra l'utile e il patrimonio netto), nei successivi sei anni si immagina che il ROE converga linearmente ad un ROE "target" di lungo periodo (individuato nel ROE medio del settore negli ultimi 15 anni). Il terminal value (TV), infine, è calcolato immaginando, a partire dal decimo anno, un mantenimento del ROE target.

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^3 \frac{(ROE_t - r_E) \cdot BV_{t-1}}{(1 + r_E)^t} + \sum_{t=4}^9 \frac{(ROE_t - r_E) \cdot BV_{t-1}}{(1 + r_E)^t} + TV$$

Gli utili impliciti vengono definiti come quel vettore di utili futuri che, implementati nel modello, eguagliano V_0 al prezzo corrente.

Non essendo tale vettore unico, se ne è quindi scelto uno avente caratteristiche idonee a descrivere un'imminente recessione.

Posti:

G_{2009} : tasso di crescita degli utili nel 2009 rispetto al dato di consenso del 2008 (da noi considerato definitivo)

G_{2010} : tasso di crescita degli utili nel 2010 rispetto al 2009

G_{2011} : tasso di crescita degli utili nel 2011 rispetto al 2011

Appendice

Abbiamo scelto, fra gli infiniti possibili, quel vettore di utili che eguaglia V_0 al prezzo corrente soddisfacendo la seguente condizione:

$$G_{2009} = 2 G_{2010} = 4 G_{2011}$$

Ossia, tenuto conto che per giustificare gli attuali prezzi di mercato gli utili devono risultare decrescenti (G negativo), il modello descrive un brusco crollo degli utili nel 2009 e cali via via più contenuti nel 2010 e 2011, con un ritorno alla crescita dei profitti a partire dal 2012, attraverso il meccanismo di convergenza del ROE al target di lungo periodo.

Bibliografia

C. Asness, Fight the Fed Model, *The Journal of Portfolio Management*, 2003

J. Y. Campbell, R. J. Shiller, Valuation Ratios and Long-Run Stock Market Outlook: An Update, *Cowles Foundation Discussion Paper*, 2001

G. Fedi, Indice Value to Price del MIB 30 costruzioni dei portafogli e analisi delle performance, 2004

C.S. Hansen, B. E. Tuypens, Proxying for Expected Returns with Price Earnings Ratios, 2004

C.M.C. Lee, Measuring wealth, *CA Magazine*, 1996

T. K. Philips, Why Do Valuation Ratios Forecast Long-Run Equity Returns?, *The Journal of Portfolio Management*, 1999

La presente pubblicazione è stata prodotta dall'Ufficio Studi della Cellino e Associati SIM S.p.A. nell'ambito della propria attività di ricerca in materia di investimenti, è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della Cellino e Associati SIM S.p.A. né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. I dati utilizzati per l'elaborazione delle informazioni ivi riportate sono di pubblico dominio e sono considerati attendibili, tuttavia la Cellino e Associati SIM S.p.A. non è in grado di assicurarne l'esattezza. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. I dati per i quali non è indicata una fonte sono frutto di valutazioni effettuate dalla Cellino e Associati SIM S.p.A. Si declina ogni responsabilità per qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Si invita a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria e se essa soddisfa le proprie esigenze. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa. La Cellino e Associati SIM S.p.A., suoi soci, amministratori o dipendenti possono detenere ed intermediare titoli delle società menzionate e, più in generale, possono avere uno specifico interesse e/o un conflitto di interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto della pubblicazione.

La Cellino e Associati SIM S.p.A. è un soggetto autorizzato dalla Consob alla prestazione dei servizi di investimento di cui al Testo Unico della Finanza.