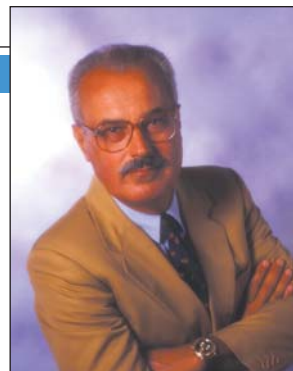


PIÙ TASSE SUI BOT? SAREBBE UN DANNO

Proprio non converrebbe, neanche allo Stato, perchè i prezzi...
Il titolo? Una catena di abbigliamento: vale più di quello che costa



Renato Di Lorenzo

rdlea@libero.it

Sam, Francesco Giavazzi sul Corriere della Sera del 27 marzo 2006 ha detto che tassare i titoli di Stato non ne farebbe scendere il prezzo. Se il loro prezzo scendesse ovviamente ne verrebbe un danno patrimoniale a tutti coloro che li possiedono. Cosa ne pensa?

Che durante la vostra campagna elettorale si è avuta l'impressione che l'economia sia una membrana elastica, che la tiri dove vuoi e che si adatta a tutto e al contrario di tutto.

Ad esempio?

Il 31 marzo 2006, a Radio Radicale, Dini vi ha spiegato che i rendimenti dei titoli di Stato italiani devono rimanere allineati a quelli degli altri Paesi europei, sennò i sottoscrittori non li comperano più.

Non è così?

Secondo me basta che rendano una 'nticchia di più: pagina uno di Economics Made Simple. E' la solita bufala: come se i titoli in euro emessi dal Brasile potessero rendere come quelli emessi dalla Germania.

Torniamo a Giavazzi. Dov'è il vizio logico?

Giavazzi dice che la maggior parte dei titoli di Stato è detenuta dalle istituzioni, e

le istituzioni non sono interessate all'aumento delle imposte sulle cedole perchè loro le imposte le pagano a bilancio. Allora secondo lui le transazioni non risentirebbero della maggiore imposizione dal 12,5% al 20%.

E' sbagliato?

Clamorosamente.

Perché?

A pagina due di Economics Made Simple c'è scritto che i prezzi si formano al margine.

Faccia un esempio vivido.

Abercrombie & Fitch (ANF) quotata su NYSE, nel marzo 2003 aveva circa 876 milioni di azioni. Il 2 marzo 2006 scese da 67 dollari per azione a 61 dollari (-9.8%) scambiando 14,962,300 di azioni, cioè solo il 17% delle azioni che la società aveva emesso.

Dunque?

Istantaneamente però anche il restante 83% delle azioni subì contabilmente una perdita del 9.8%. Un investitore Istituzionale è obbligato a portare la perdita a bilancio anche se non ha mosso nulla.

Un Istituzionale, ma un privato?

Se un privato va a vendere, non troverà certo un'anima

buona che gli offre un prezzo diverso da quello di mercato. Si dice: considera sempre le perdite sulla carta come perdite vere... perchè lo sono. L'ammontare totale delle perdite subite dagli azionisti di ANF, a causa di una minoranza del 17% delle azioni scambiato, ammontò a più di 525 milioni di dollari.

Ma qual è questa minoranza di detentori di titoli di Stato che dovrebbe arrabbiarsi?

Il common Joe, e ne bastano pochi.

Sì, ma perché Joe dovrebbe vendere?

Non è necessario che venda. Basta fare una manciata di conti.

Facciamola.

Supponga che Joe alla fine dell'anno riesca a non consumare 10.000 euro. Tanto per cominciare ci pagherà le imposte sul reddito al - per seguire Giavazzi - 23%, quindi gli rimarranno in tasca 7.700 euro.

Dunque?

A questo punto ha le due classiche alternative: o i 7.700 euro se li scoppia in bagordi o li risparmia, diciamo investendoli in titoli di Stato. Se sceglie la seconda alternativa li avrà congelati, diciamo per un anno, però

ANF

PREZZO PER AZIONE	59.7
P/E ATTESO	16.31
ROE	40.1%
TASSO DI CRESCITA EPS	57.9%
DEBITI/MEZZI PROPRI	0
ROE NORMALIZZATO	40.1%
LIQUIDITÀ PER AZIONE	5.468
LIQUIDITÀ/PREZZO	9.2%
PREZZO NETTO	54.23
PREZZO "GIUSTO"	81.17
MARGINE DI SICUREZZA	36.0%

alla fine dell'anno avrà in più gli interessi.

Diciamo il 3% lordo.

Bene, quindi avrà in più la bellezza di... 231 euro lordi. Togliendo il 12.5% di imposte su questo nuovo reddito gli rimarranno in tasca 202 euro e qualche centesimo. Lei capisce che Joe ha rinunciato a godersi ben 7.700 euro, con i quali poteva farsi quasi il giro del mondo con la moglie, per poter avere dopo un intero anno 202 euro in più, poco più del costo di una cena con gli amici.

E se aumentano le tasse sulla cedola?

Se le imposte sulle cedole aumentano dal 12.5% al 20%, Joe dopo un anno avrà in più 185 euro scarsi, una presa in giro.

Dunque?

Non risparmiarà più i 7.700 euro. Ci sarà una frangia di Joe che preferirà farsi un viaggio con la moglie.

Ma i Joe che hanno i titoli vecchi – almeno a quanto ha promesso Prodi prima delle elezioni – continueranno a percepire 202 euro.

E quelli, se non hanno venduto finora non venderanno, ma i titoli vecchi finiscono e poi bisogna comperare quelli nuovi. Il problema viene da quelli che non sottoscriveranno le nuove emissioni, pochi all'inizio, tanti successivamente.

Perché?

Perché lo Stato italiano non potrà che fare quello che purtroppo ha fatto spessissimo: presentarsi col cappello in mano dalle Banche e dalle Assicurazioni pregandole di sottoscrivere loro la quota di Joe.

E' un disastro?

Per due motivi. Perché il potere di condizionamento sul Governo delle

Banche ed Assicurazioni aumenterà anziché diminuire, e quelli non sono condizionamenti leggeri, come la storia insegna.. E poi, crede davvero che Banche e Assicurazioni accetteranno di pagare i titoli a un prezzo congruo a chi si presenta col cappello in mano? Non diciamo sciocchezze. Il prezzo è come la calunnia: basta che si formi da qualche parte e si propaga ovunque in un baleno.

Morale?

L'aumento dell'imposizione sui redditi finanziari farà scendere i prezzi delle attività finanziarie in generale, e questa è semplicemente la scoperta dell'acqua calda.

Altri contraccolpi?

Se i prezzi delle attività finanziarie scendono, per definizione i rendimenti di mercato aumentano, e lei crede davvero che le Banche accetteranno di erogare i fidi ai medesimi tassi di oggi?

Casual quasi in saldo



Abercrombie & Fitch in Borsa: ha appena perso il 20%.

Non sarebbe congruo, perché - al margine - comincerebbero a trovare più conveniente l'impiego in titoli di Stato, a meno che...

A meno che il piccolo imprenditore non accetti tassi più alti sui suoi fidi. Perché ha detto: "forse" aumenteranno i consumi?

Le maggiori imposte serviranno a mala pena per compensare il buco di finanziamento della spesa che avrà creato la stessa tassazione a causa della diminuzione di prezzo delle nuove emissioni di Titoli di Stato.

Ci dia il titolo adesso.

Abercrombie & Fitch (ANF), come detto, ha preso una solenne batosta: al momento di scrivere ha perso un buon 20%.

Causa?

La solita: ha annunciato utili non in linea con le stime degli analisti.

Però?

Però i conti tornano. Pur tenendo conto di una ragionevole revisione del tasso di crescita degli utili il titolo potrebbe valere anche un 36% in più.

Cosa fa?

E' una catena di negozi che vendono vestiario casual per uomo, donna, bambino.

E' grossa?

Poco meno di 5.000 persone.

E' ben gestita?

Il coefficiente di Corporate Governance è migliore del 51% delle altre imprese di abbigliamento. Diciamo che è un po' meglio della media.

Qual'è il tasso di sviluppo degli utili previsto per i prossimi 5 anni?

Con un PEG di 0.69 e un P/E atteso al momento di scrivere di 11.82, il tasso di sviluppo degli utili che il mercato sta incorporando nel prezzo è $11.82/0.69=17.13$ per cento l'anno.

Niente male.

Appunto. Se il prezzo gli va dietro... c'è da star contenti.

Ricordiamo che il suo foglio per il calcolo del fair value di un'azione sarà spedito via e-mail a chiunque lo richiederà?

Con molto piacere.

Grazie Sam.

In bocca al lupo.

Crepi ■

Avventure e misteri

Samuel Monk è il protagonista dei romanzi di Renato Di Lorenzo L'Assalto (Mondadori), Evidenze, Tara e Katarina e il Pericolo della Neve (Foschi Editore), fino all'ultimo: I Trafficanti (Hobby & Work), e di altri a venire con ritmo serrato. In queste storie, Sam è coinvolto, suo malgrado, in avventure e misteri. Ne viene a capo grazie alle sue personalissime intuizioni e ricette sul successo, per scoprire le quali è spesso necessario rileggere più volte i testi, onde dischiuderne tutti i diversi livelli di lettura.

L'autore è uno dei più noti trader italiani. Ha scritto una serie di best seller sulla Borsa e l'analisi tecnica pubblicati da Il Sole 24 ORE. Le interviste sono virtuali, gli argomenti assolutamente reali.

