

Global Equity Observer

Alla ricerca di una rete di sicurezza di fine ciclo

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | MARZO 2019

Quest'anno sentiamo risuonare alcuni echi allarmanti del 1999. I mercati hanno guadagnato fortemente quota malgrado gli utili anemici, la febbre delle IPO torna a imperversare sulla rete CNBC con Lyft che dà il via a un'ondata di "unicorni" diretti sul mercato prima che la festa finisca, ma lo sviluppo probabilmente più preoccupante è la decisione di Goldman Sachs di abolire l'obbligo di giacca e cravatta. Come se ciò non bastasse, sono tornati anche i Backstreet Boys. Potrebbe sembrare una concatenazione di eventi casuale senza nulla di scientifico, ma cominciamo ad avvertire una chiara sensazione di fine ciclo. I tempi sono dunque maturi per ricorrere a una rete di sicurezza di fine ciclo adatta alle circostanze.

A inizio 2018 a impensierirci era il livello elevato dei multipli di mercato. A fine 2018, dopo la brusca correzione dei listini e i forti rialzi degli utili, la nostra principale apprensione si era spostata sugli utili. Dopo il primo trimestre 2019, durante il quale i mercati hanno archiviato rendimenti a doppia cifra malgrado il rallentamento dell'economia globale, sono sia i multipli che gli utili a preoccuparci. Come siamo soliti dire, la buona notizia è che vi sono solo due modi per perdere denaro nel mercato azionario: se crollano gli utili o se crollano i multipli. La brutta notizia è che oggi sono entrambi a rischio.

I multipli preoccupano perché sono tornati sui livelli di settembre, con l'indice MSCI World di nuovo oltre quota 15 sugli utili dei prossimi 12 mesi¹ dato che il primo trimestre ha capovolto la correzione del quarto trimestre 2018. Se da un lato i timori che hanno afflitto il quarto trimestre si

AUTORI



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING
Executive Director

“Dopo il primo trimestre 2019, sono sia i multipli che gli utili a preoccuparci”

¹ Fonte: FactSet. Dati al 31 marzo 2019.

sono in parte attenuati grazie al cambio dell'orientamento della Federal Reserve statunitense e ai progressi dei negoziati commerciali USA-Cina, dall'altro l'esperienza dei due tracolli di mercato dello scorso anno suggerisce che il rischio al ribasso sui multipli è notevole, anche in assenza di shock ciclici sugli utili.

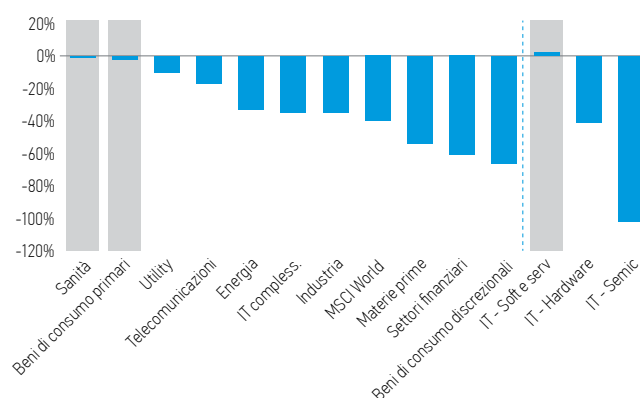
Per quanto riguarda gli utili, la nostra apprensione di fondo riguarda la possibilità che siano insostenibili, soprattutto negli Stati Uniti. I margini sono vicini ai massimi, così come la quota degli utili sul totale del prodotto interno lordo e la leva finanziaria (che peraltro gonfia gli utili per azione). Come se ciò non bastasse, gli utili tendono al ribasso mentre il mercato acquista slancio. Le stime degli utili 2019 per le società dell'MSCI World sono calate del 6,5% dall'inizio del quarto trimestre 2018 e del 4% da inizio anno ad oggi.² Negli Stati Uniti, dove sono disponibili i dati trimestrali, si prevede addirittura un calo degli utili pari al 3% annuo nel primo trimestre.³ L'elemento più interessante è l'origine della flessione della redditività statunitense. I ricavi restano solidi, con una crescita di circa il 5% su base annua,⁴ ma i margini sono in calo. Negli Stati Uniti i costi stanno aumentando, soprattutto quelli legati alla manodopera, e molte aziende faticano a trasferirli. La National Association of Business Economics ha reso noto che il 58% dei rispondenti ha detto di dover sostenere un costo del lavoro più elevato, ma solo il 19% è riuscito a alzare i prezzi, probabilmente il 19% con il maggior potere negoziale. Il mercato, come al solito, presume che la situazione migliorerà. Per il quarto trimestre 2019 il consenso prevede un aumento degli utili americani di circa il 10% annuo, lo stesso rialzo pronosticato rispetto alla discesa del primo trimestre.⁵ Temiamo che tali pronostici siano eccessivamente rosei, a causa delle pressioni di fine ciclo sui margini o del rallentamento economico in una fase ancora più avanzata.

“Se siamo effettivamente vicini a fine ciclo, un portafoglio di compounder sembra il rifugio più sensato”

Se siamo effettivamente vicini a fine ciclo e dunque vulnerabili alle pressioni sui margini cui farà seguito una decelerazione economica, un portafoglio di compounder sembra il rifugio più sensato. I compounder presentano rendimenti elevati e sostenibili supportati da attività intangibili a prova di bomba. Inoltre, uno dei nostri requisiti è la presenza di un forte potere di fissazione dei prezzi, ricavi ricorrenti e livelli limitati di leva operativa e finanziaria. Il potere negoziale, generalmente sostenuto dalla forza di marchi e network, consente alle aziende di proteggere i loro margini quando i costi aumentano, mentre i ricavi ricorrenti, che provengano da acquisti periodici o da contratti di lungo termine, supportano i volumi di fatturato. La combinazione di fatturati e margini robusti dovrebbe aiutare a promuovere utili altrettanto solidi, soprattutto in presenza di una leva operativa o finanziaria contenuta.

L'impatto della Crisi finanziaria globale del 2008-2009 supporta la nostra tesi secondo cui i compounder possono rappresentare una rete di sicurezza di fine ciclo. Global Franchise, la nostra strategia azionaria globale di punta, ha registrato un aumento degli utili durante la crisi, mentre il mercato andava incontro a una flessione di ben il 40%. Inoltre, gli utili degli attuali settori core dei nostri portafogli globali – beni di consumo primari, software e servizi IT nell'informatica e salute, che nell'insieme rappresentano l'80% dei portafogli globali, hanno fatto molto meglio degli omologhi più ciclici, come mostra il grafico in basso.

Variazione degli utili per azione (EPS) NTM durante la crisi finanziaria (Ott 2007 – Feb 2009)



Fonte: FactSet. Dati al 28.2.2019. Grafico a solo scopo illustrativo.

² Fonte: FactSet. Dati al 31 marzo 2019.

³ Fonte: FactSet. Dati al 31 marzo 2019.

⁴ Fonte: Refinitiv. Dati al 31 marzo 2019.

⁵ Fonte: FactSet. Dati al 31 marzo 2019.

Il mercato non applica chissà quale sovrapprezzo per questa “polizza compounder”, pertanto si tratta di una rete di sicurezza che è anche conveniente. In base al rapporto prezzo/free cash flow prospettici, il nostro indicatore valutativo preferito, i portafogli globali scambiano con un premio di appena il 18-22% sull’indice MSCI World, il cui profilo qualitativo è decisamente inferiore, malgrado i livelli nettamente superiori di redditività del capitale investito, margini lordi e stabilità dei margini⁶. Riteniamo che questo sia a malapena un sovrapprezzo, vista la cronica incapacità del mercato di generare i flussi di cassa e gli utili prospettici stimati e l’abitudine a nascondere le brutte notizie “fuori bilancio”.

I nostri prodotti globali mirano ad accrescere il patrimonio nel lungo periodo puntando su società di alta qualità che capitalizzano costantemente i propri utili a prezzi ragionevoli. Queste società cercano di mantenersi a galla piuttosto che tentare di eccellere e sono state descritte come organismi “ad arricchimento lento”. A nostro avviso, i compounder vanno bene in tutte le fasi del ciclo, ma in modo particolare quando la fine appare vicina.

CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l’obiettivo d’investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero la possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuisca. Di conseguenza, l’investimento in questa strategia può comportare una perdita per l’investitore. Inoltre, la strategia può essere esposta ad alcuni rischi aggiuntivi. I mutamenti che investono l’economia mondiale, la spesa al consumo, la concorrenza, i fattori demografici, le preferenze dei consumatori, le norme varate dai governi e le condizioni economiche possono influire negativamente sulle **società che operano su scala globale** e produrre sulla strategia un impatto negativo maggiore rispetto a quello che si sarebbe avuto se il patrimonio fosse stato investito in un più ampio ventaglio di società. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I titoli delle **società a bassa capitalizzazione** comportano rischi particolari, come l’esiguità delle linee di prodotto, dei mercati e delle risorse finanziarie, e possono registrare una maggiore volatilità di mercato rispetto a quelli di società più consolidate di dimensioni

maggiori. I rischi associati agli investimenti nei **Mercati Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei **Mercati Sviluppati esteri**. I **portafogli non diversificati** spesso investono in un numero più ristretto di emittenti. Pertanto, le variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono causare una maggiore volatilità. **Strategia di vendita di opzioni.** La vendita di opzioni call comporta il rischio che, al momento dell’esercizio dell’opzione, il portafoglio sia costretto a vendere il titolo o lo strumento sottostante (o a regolare per contanti un importo di pari valore) a un prezzo svantaggioso o inferiore al rispettivo prezzo di mercato. Durante la vita dell’opzione, il portafoglio – in quanto emittente di un’opzione call – perde la possibilità di trarre vantaggio dagli incrementi di valore del titolo o dello strumento sottostante a copertura dell’opzione che superino la somma del premio e del prezzo di esercizio, ma rimane esposto al rischio di perdite qualora il prezzo del titolo o dello strumento sottostante dovesse diminuire. Inoltre, la strategia di vendita di opzioni call potrebbe non proteggere completamente il portafoglio dalle svalutazioni del mercato. Esistono rischi particolari associati alla vendita di opzioni non coperte che espongono il portafoglio a perdite potenzialmente significative.

⁶ Fonte: FactSet. Dati al 31 marzo 2019.

INFORMAZIONI SUGLI INDICI

L'indice **MSCI World** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei listini azionari dei mercati sviluppati. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari quotati. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti. L'indice non è gestito e non include spese, commissioni né oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice.

DEFINIZIONI

Gli **utili per azione** corrispondono alla porzione dell'utile di una società allocata a ciascuna azione ordinaria in circolazione. Il **Prodotto interno lordo (PIL)** è un indicatore rappresentativo dell'attività economica complessiva di una nazione. Il PIL è il valore monetario di tutte le merci e i servizi prodotti entro i confini di un Paese in un dato periodo di tempo.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Irlanda – Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158).

Germania – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale in 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968.

Paesi Bassi – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Stati Uniti –

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiama telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei comparti Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla

definizione dell'Australian Corporations Act. **Giappone** – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited ("MSIM Ireland"). Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi, che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Ove non diversamente indicato nel presente documento, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio, sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e non in date future e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per riflettere informazioni resesi disponibili in un momento successivo o circostanze o modifiche sopraggiunte successivamente alla data di pubblicazione.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.