

Global Equity Observer

# Tra Scilla e Cariddi

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | DICIEMBRE 2019

**Amando la semplicità, cerchiamo di scomporre gli investimenti in utili e multipli. Poiché diamo priorità alla preservazione del capitale, restiamo dell'idea che ci siano solo due modi per subire delle perdite nel mercato azionario: se crollano gli utili o se crollano i multipli. Anche se il nostro lavoro quotidiano è incentrato a livello delle singole azioni, tuttavia cerchiamo di applicare questa mentalità anche ai mercati nel loro complesso.**

A fine 2017, erano i multipli a preoccuparci, dato che l'MSCI World scambiava a 17 volte le stime degli utili prospettici.<sup>1</sup> Il nostro timore si è poi rivelato fondato, visto che il 2018 si è chiuso con segno negativo, malgrado la crescita a doppia cifra degli utili, con il mercato svalutatosi fino a 13,4x.<sup>1</sup> Alla luce di tale correzione, la nostra preoccupazione nel 2019 si è spostata sugli utili. Bene: abbiamo avuto ragione per un quarto! Un quarto perché ci abbiamo visto giusto a metà sugli utili, che hanno leggermente disatteso le previsioni (lieve ribasso su base annua contro stime di un +7%), ma non avevamo previsto che il multiplo sarebbe risalito a 17.<sup>1</sup> Se scomponiamo il rendimento del 28% conseguito dall'MSCI World nel 2019, ben il 26% è giunto dalla rivalutazione, un -1% dagli utili e il resto dai dividendi.<sup>1</sup> Si tratta di un esempio estremo dello schema osservato a partire dal 2012, in cui gran parte del rendimento del mercato è da ascrivere all'espansione dei multipli e non alla crescita degli utili. In questo senso, solo il 2017 ha offerto un rendimento robusto dettato dagli utili.

AUTOR



**WILLIAM LOCK**  
Head of International  
Equity Team



**BRUNO PAULSON**  
Managing Director



**DIRK  
HOFFMANN-BECKING**  
Executive Director

<sup>1</sup> Fonte: FactSet, dicembre 2019

**FIGURA 1**  
**Scomposizione della performance dell'indice MSCI World**

	ESPANSIONE DEI MULTIPLI	CRESITA EPS	DIVIDENDI	TOTAL RETURN
2012	13%	0%	3%	16%
2013	18%	5%	3%	27%
2014	5%	-2%	2%	5%
2015	2%	-4%	2%	-1%
2016	3%	2%	2%	8%
2017	5%	15%	2%	22%
2018	-21%	13%	2%	-9%
2019	26%	-1%	2%	28%
Media	6%	4%	2%	13%

Fonte: FactSet, 31 dicembre 2019

**“Il 2019 è un esempio estremo dello schema osservato a partire dal 2012, in cui il rendimento del mercato è da ascrivere più all’espansione dei multipli che non alla crescita degli utili”**

Questa netta rivalutazione sottende a un deciso aumento dell’ottimismo nel corso del 2019. Aumento che chiaramente non era trainato da utili effettivi, che nel 2019 hanno mancato le stime e devono ancora riprendersi, ma piuttosto negli auspici per il futuro. La politica monetaria è stata un fattore determinante. Il ciclo di rialzi dei tassi della Federal Reserve statunitense (Fed), che ha operato quattro aumenti nel 2018 in un’ottica di “normalizzazione”, è terminato a dicembre di quell’anno, mentre nel 2019 si è assistito a tre tagli accompagnati da dichiarazioni più accomodanti, e si è tornati all’espansione del bilancio per contrastare la crisi del mercato dei pronti contro termine. La Banca Centrale Europea (BCE) e la Banca Popolare Cinese (PBoC) hanno seguito a ruota allentando le condizioni monetarie nel tentativo di stimolare la crescita. I mercati sono stati aiutati anche dall’attenuazione dei timori di una guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina dovuta alla possibilità di un imminente accordo di “Fase 1”, che avrebbe previsto quantomeno una tregua.

Quali sono dunque le implicazioni di questo maggiore ottimismo dei mercati per il 2020? Francamente, ora sono sia i multipli che gli utili a preoccuparci. Il nostro timore per i multipli è comprensibile dato che l’MSCI World è tornato a 17 volte gli utili, e questa volta senza il beneficio di un imminente

supporto agli utili fornito dagli sgravi d’imposta introdotti da Trump a inizio 2018. Anche lasciando da parte il rischio di una compressione dei multipli, è difficile vedere come i mercati possano apprezzarsi in misura significativa sull’onda dell’espansione dei multipli: per avere un rialzo del 10%, l’MSCI World dovrebbe avvicinarsi alle 19 volte!

**“Molte leve della crescita degli utili sono già state azionate, soprattutto negli Stati Uniti”**

Sono dunque gli utili il principale driver di una eventuale crescita significativa dei mercati, e in questo senso non siamo granché fiduciosi circa il mercato in generale nel medio periodo. È pur vero che una ripresa del settore produttivo potrebbe favorire qualche avanzamento nel 2020, ma i nostri timori strutturali permangono. La nostra preoccupazione si basa sul fatto che quasi tutte le leve della crescita degli utili sono già state largamente azionate, soprattutto negli Stati Uniti, dunque il margine di azione residuo è limitato e ciò fa sbilanciare il rischio al ribasso. I margini sono elevati, perché il capitale d’impresa ha avuto la meglio sulla manodopera, in ragione della globalizzazione e dello spostamento a destra della politica negli ultimi decenni, ma anche sui consumatori, per via dell’indebolimento del ruolo degli organi anti-trust. Gli utili sono stati supportati anche dai bassi tassi d’interesse e dall’aumento della leva finanziaria, che hanno fatto diminuire gli interessi passivi e consentito riacquisti azionari con effetti accrescittivi sugli utili per azione. In aggiunta a tutto questo, il divario tra le cifre “rettificate”, usate per le stime di consenso e la gestione dei pagamenti, e l’utile effettivo così come riportato nell’ultima riga del conto economico è cresciuto in maniera esponenziale, raggiungendo USD 600 miliardi negli ultimi tre anni solo negli Stati Uniti.<sup>2</sup> Sono stati tutti elementi di supporto per gli utili degli ultimi anni che difficilmente si ripeteranno, e che anzi in caso di cambio di rotta potrebbero trasformarsi in venti contrari.

Ciò potrebbe anche rivelarsi irrilevante nel 2020. Gli Stati Uniti potrebbero continuare a destreggiarsi tra la Scilla della recessione e la Cariddi dell’infrazione, generando crescita economica e degli utili senza che la Fed debba inasprire la politica monetaria e mettere fine alla festa. Visto che l’MSCI U.S. scambia ora a 18,7 volte gli utili e considerate le revisioni a una crescita degli utili a doppia cifra per il 2020 dopo la lieve flessione del 2019,<sup>3</sup> il mercato sembra puntare decisamente sul successo. L’Europa appare molto più conveniente, perlomeno in termini relativi, ad appena 14,6x,<sup>3</sup> in quanto l’ottimismo intorno alla crescita è di gran lunga inferiore. Ciò è dovuto in parte alla relativa penuria di società tecnologiche in rapida crescita, ma anche al contesto di crescita estremamente lenta in cui sembra essere bloccato il Continente. Se verranno approntate misure di reflazione fiscale, allora il 2020 potrebbe riservare qualche sorpresa positiva. Il blocco, come sempre, è la Germania e il suo obbligo di pareggio di bilancio. Se tale vincolo venisse allentato, magari adducendo il bisogno

<sup>2</sup> Fonte: Factset, Morgan Stanley Investment Management, dicembre 2019

<sup>3</sup> Fonte: FactSet, dicembre 2019

di infrastrutture in grado di gestire l'emergenza climatica per motivare l'emissione di obbligazioni verdi, si potrebbe creare un impulso per la crescita o quantomeno per l'aspettativa di una crescita più sostenuta, e ciò potrebbe bastare a innescare un rally. La BCE a guida di Christine Lagarde dovrebbe restare benevola. Un'attesa vana, invece, riguarda probabilmente quella di attendersi cambiamenti strutturali in Giappone, che a 14,3 volte gli utili<sup>3</sup> è lievemente più economico dell'Europa. Tuttavia, dopo aver registrato una diminuzione a doppia cifra degli utili nel 2019 a causa della battuta d'arresto della produzione industriale, il Paese potrebbe beneficiare di una qualsiasi ripresa del settore produttivo.

## “Gli Stati Uniti potrebbero continuare a destreggiarsi tra la Scilla della recessione e la Cariddi dell'inflazione, generando crescita economica e degli utili”

In aggiunta al premio degli Stati Uniti rispetto al resto del mondo avanzato, i titoli growth prosperano rispetto a quelli value, scambiando su multipli relativi che non si vedevano dalla bolla TMT (tecnologia-media-telecom) di inizio millennio. Siamo agnostici sulla contrapposizione growth vs. value, perché entrambi ci lasciano perplessi! Le valutazioni delle aziende in forte crescita ci rendono nervosi e negli ultimi due anni abbiamo spostato circa 1.000 pb dei nostri portafogli globali da queste società – la cui crescita del fatturato è stimata al 6% o oltre– fino alla porzione meno “brillante” del portafoglio che promette una crescita del 3-5% dei ricavi,<sup>4</sup> e le cui valutazioni sono più ragionevoli. Nel segmento value, sono le prospettive societarie ad apparire relativamente meste. Alcuni dei settori più in difficoltà sono interessati da minacce concrete, ad esempio gli investimenti non recuperabili per le compagnie energetiche, l'ascesa dei veicoli elettrici per le case automobilistiche e i bassi tassi d'interesse per le società finanziarie.

<sup>4</sup> Morgan Stanley Investment Management, dicembre 2019

### DEFINIZIONI

La **Banca popolare cinese** è la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese responsabile dell'attuazione delle politiche monetarie e della regolamentazione delle istituzioni finanziarie nella Cina continentale, secondo quanto stabilito dal diritto bancario popolare e dal diritto bancario commerciale.

### INFORMAZIONI SUGLI INDICI

L'indice **MSCI U.S.** misura la performance dei segmenti a media e alta capitalizzazione del mercato statunitense. L'indice **MSCI World Growth** è un indice che misura la performance dei titoli growth nei Paesi Sviluppati di tutto il mondo. L'indice include il reinvestimento dei dividendi, al netto delle ritenute alla fonte straniera. 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

**FIGURA 2**

### Multipli relativi: indice MSCI World Growth e indice MSCI World Value a confronto



Fonte: FactSet, 31 dicembre 2019

## “Tra i vantaggi offerti dalle società di qualità figura la resilienza nelle fasi di difficoltà”

Come sempre, propugniamo l'importanza della qualità. Ricerchiamo società le cui attività immateriali conferiscono loro ricavi ricorrenti e potere di fissazione dei prezzi, nonché la capacità di mantenere rendimenti elevati sul capitale operativo. Tra i vantaggi offerti figura la resilienza nelle fasi di difficoltà: i ricavi ricorrenti proteggono le vendite mentre il potere di fissazione dei prezzi protegge i margini. Il 2019 è stato un altro anno in cui le società in portafoglio hanno dato prova di resilienza economica, con gli utili che hanno continuato a espandersi stabilmente per tutto l'anno mentre il mercato nel suo insieme non è riuscito a registrare nessuna crescita degli utili. In questa fase di multipli elevati e grande incertezza (incertezza che presumibilmente non è scontata adeguatamente dai mercati), secondo noi è preferibile affidarsi alla sicurezza relativa e alla sostenibilità dei compounder di alta qualità.

investire direttamente in un indice. L'indice **MSCI World Value** raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione con caratteristiche prevalentemente value di 23 Mercati Sviluppati (MS).

### 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 (FDL) 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: 31 2-0462-1300. 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. Una copia del prospetto può essere scaricata dal sito [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) o richiesta 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 impedisce 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 2,20% 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 Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA.

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 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.

Explore nuestro sitio web en [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)