

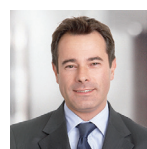
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT



Prospettive di  
mercato 2019

# Europa — farà il brutto anatroccolo per sempre?



**MATTHEW LEEMAN**  
*Managing Director  
del team European Equity*

Nonostante il rafforzamento economico, il calo della disoccupazione, la rinnovata fiducia dei consumatori e l'aumento degli utili societari, nel corso del 2018 l'Europa ha perso attrattiva per gli investitori. Infatti, come si osserva nel grafico della *Figura 1*, il ritmo dei deflussi di capitali è stato addirittura superiore a quello nei Mercati Emergenti e questo ha reso l'Europa la regione meno amata dell'anno per quanto riguarda le azioni.

Indubbiamente negli ultimi mesi i dati macro per l'Europa si sono deteriorati, rispecchiando un rallentamento globale più generale sulla scia dell'escalation dei timori in merito alle potenziali guerre commerciali e all'incertezza politica. Tuttavia, è importante capire il contesto — nello specifico considerare che si tratta di un rallentamento degli indicatori anticipatori per l'Europa che vengono da quote massime quasi da record. Non è realistico aspettarsi che questi tendano a un rialzo ancora più ampio.

Nella seguente rassegna prendiamo in esame i motivi dello snobismo degli investitori nei confronti delle azioni europee e tenteremo di appurare se l'Europa è destinata a restare il perenne brutto anatroccolo o se vi sono dei presupposti ottimistici per investire in Europa con il 2019 ormai alle porte.

## Azionario europeo: opportunità e rischi

### L'ECONOMIA DELL'EUROZONA DOVREBBE CRESCERE IN MANIERA STABILE

Prevediamo che l'economia dell'Eurozona continui a crescere di circa il 2,0% annuo nel periodo 2018-2020, trainata da solidi fondamentali economici nel settore privato e opportune correzioni anche nel settore pubblico. I consumatori dovrebbero avere più reddito a propria disposizione poiché la crescita salariale spinge l'aumento del reddito e il tasso di creazione di posti di lavoro continua a migliorare velocemente. Nel secondo trimestre del 2018, l'occupazione nell'Eurozona ha toccato un nuovo livello record. Come illustra il grafico della *Figura 2*, la disoccupazione è calata rapidamente dal 2013 e, contrariamente

a quanto si possa credere, ora è tornata a livelli che non si registravano da prima della crisi finanziaria del 2007/2008. Questo miglioramento tendenziale non mostra segni di attenuazione.

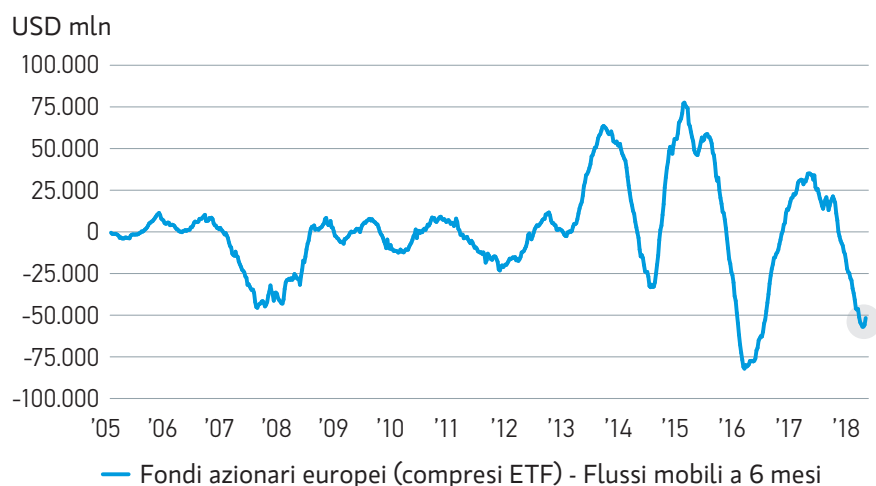
### MALGRADO I DAZI, LE ESPORTAZIONI DELL'EUROZONA DOVREBBERO RESTARE SOLIDE

Le aziende europee sono grandi esportatori in un contesto globale.

Dall'inizio dell'anno, l'introduzione di dazi doganali ha creato motivi di preoccupazione per la crescita globale e per la crescita dell'Area Euro in particolare. Ciò nonostante, i volumi scambiati su scala mondiale sono rimasti alquanto consistenti. Il settore dei macchinari rappresenta una delle principali fonti di esportazione dell'Eurozona e copre quasi il 40% delle esportazioni della regione.<sup>1</sup> Tuttavia, solo l'8% di questi prodotti

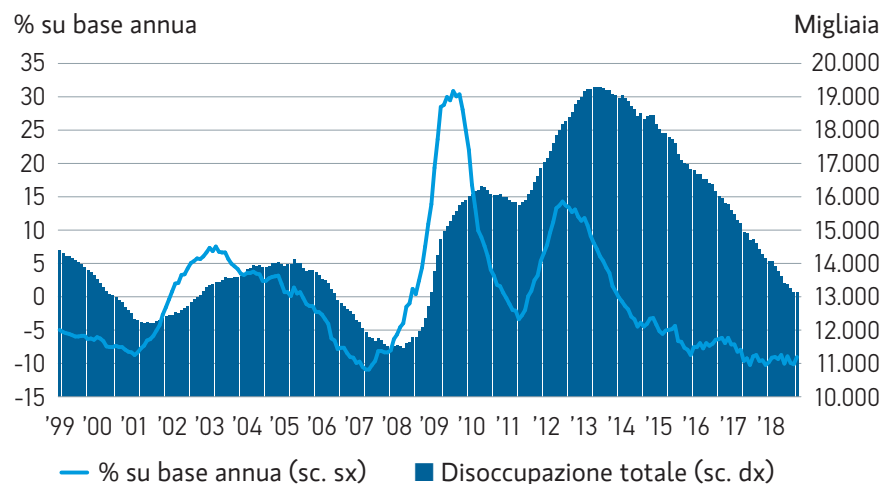
**FIGURA 1**  
Nel corso del 2018 le azioni europee hanno perso attrattiva per gli investitori

Da inizio anno ad oggi, al 1o novembre 2018: i Fondi europei hanno registrato deflussi per USD 50 miliardi



Fonte: stime di Exane BNP Paribas, TIC, EPFR, flussi di fondi comuni ICI: 1o novembre 2018

**FIGURA 2**  
Il trend discendente del tasso di disoccupazione dell'Eurozona dovrebbe continuare nel corso del 2019



Fonte: Eurostat e Santander: agosto 2018.

<sup>1</sup>Fonte: Eurostat e Santander, novembre 2018

viene esportato verso gli Stati Uniti e circa il 5% verso la Cina, pertanto l'impatto dei dazi in sé probabilmente sarà limitato.<sup>2</sup> Non ha senso punire gli esportatori europei identificandoli come le principali vittime di una guerra commerciale poiché la costante ripresa in Europa crea un contesto favorevole per gli esportatori europei mentre l'aumento dei redditi disponibili dovrebbe inoltre essere positivo per la domanda interna.

### L'EUROPA È LA PATRIA DI MOLTE SOCIETÀ LEADER NEL MONDO

Tra tutte le notizie macroeconomiche, viene spesso trascurato il fatto che l'Europa sia la patria di molte delle più importanti società del mondo. Il nostro approccio all'investimento si concentra su società che si fregiano di un considerevole vantaggio competitivo sostenibile. Il grafico della *Figura 3* evidenzia che nel lungo termine le società che hanno conseguito costantemente i livelli più alti di redditività hanno anche ottenuto le performance più solide per quanto riguarda i corsi azionari. Siamo certi che questi attributi continueranno a essere i principali catalizzatori delle performance azionarie.

### I PAESI DELL'EUROZONA MANTENGONO UN AVANZO DELLE PARTITE CORRENTI

Si sono manifestati timori riguardo allo stato delle finanze degli Stati membri dell'UE, in particolare in merito ai livelli di indebitamento. Tuttavia, gran parte dei Paesi dell'Area Euro mantiene un avanzo delle partite correnti e, rispetto a Paesi come il Regno Unito, gli Stati Uniti e il Giappone, l'Eurozona ha un livello di debito/PIL molto più basso.<sup>3</sup> La produttività sta migliorando, trainata dagli investimenti, e i margini restano complessivamente stabili. I rischi permangono — soprattutto nel caso del debito pubblico italiano — ma la posizione finanziaria di quasi tutti i Paesi dell'Area Euro è significativamente

migliorata dal periodo della crisi finanziaria. Sembra ingiusto concentrarsi unicamente sull'Europa al riguardo.

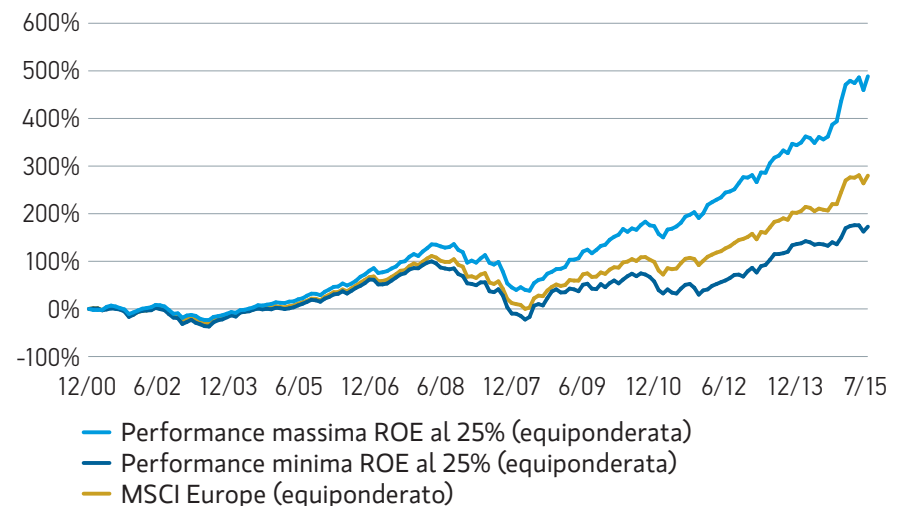
### L'INFLAZIONE DELL'EUROZONA DOVREBBE RESTARE POSITIVA NEL CORSO DEL 2019

L'inflazione core è rimasta su livelli contenuti e al di sotto dell'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE) per gran parte del

2018.<sup>4</sup> Tuttavia, la BCE sembra più fiduciosa nei confronti della crescita salariale<sup>5</sup> e pertanto prevediamo un aumento dell'inflazione core in vista del 2019<sup>6</sup> (di norma l'inflazione core segue l'inflazione dei salari). Inoltre, per il 2019 la BCE ipotizza un ulteriore allentamento fiscale rispetto a quanto è accaduto precedentemente nel corso dell'anno, il che sarebbe positivo anche per il prodotto interno lordo.

FIGURA 3

### Le società con la redditività del capitale investito (ROE) più elevata tendono a sovraperformare

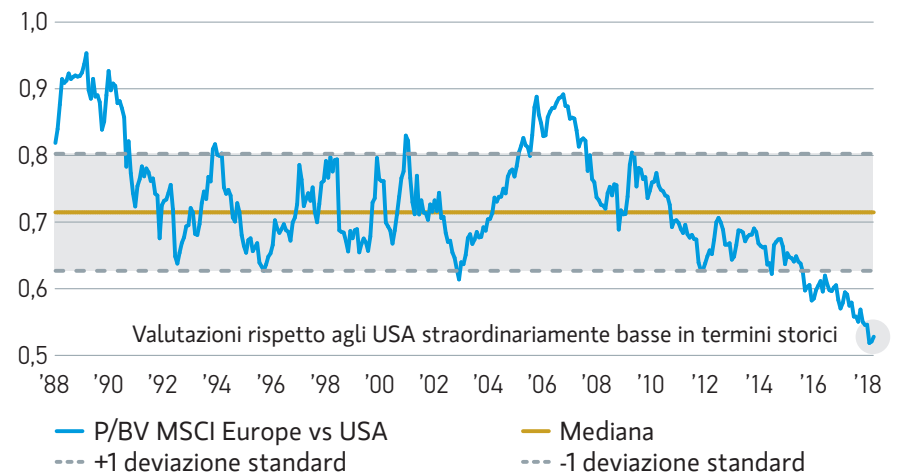


Fonte: Morgan Stanley Investment Management/Goldman Sachs, 31 agosto 2015.

FIGURA 4

### Valutazioni delle azioni europee interessanti rispetto agli Stati Uniti

Il rapporto P/BV dell'Europa rispetto agli Stati Uniti è ai minimi da 30 anni



Fonte: Barclays Research, Datastream, MSCI: 10 novembre 2018

<sup>2</sup> Fonte: Eurostat e Santander, novembre 2018

<sup>3</sup> Fonte: Exane, novembre 2018

<sup>4</sup> Fonte: Santander, novembre 2018

<sup>5</sup> Fonte: Jefferies, ottobre 2018

<sup>6</sup> Fonte: Jefferies, ottobre 2018

## BREXIT: L'INCOGNITA

La Brexit ha rappresentato uno dei principali elementi di incertezza che hanno gravato sull'Europa. Al momento della redazione di questo testo, era stato raggiunto un accordo tra l'UE e il Regno Unito. Tuttavia, affinché gli effetti di qualsiasi accordo risultino completamente evidenti potrebbe essere necessario attendere diversi trimestri, se non addirittura anni. Il primo ministro britannico Theresa May si confronta con l'impresa erculeica di convincere il governo a sostenere il risultato finale nel suo iter in Parlamento. In questo caso i potenziali effetti secondari non possono essere sottovalutati in quanto il primo ministro ha messo in gioco la sua credibilità sull'accordo con l'UE e la sua posizione potrebbe rivelarsi insostenibile nel caso in cui non fosse in grado di convincere il Parlamento a sostenerla. Sullo sfondo resta in agguato Jeremy Corbyn con il suo partito laburista sempre più di sinistra con un'evidente agenda fiscale, di spesa e di nazionalizzazione. Notiamo le incertezze legate alla Brexit già riflesse in una certa misura nelle azioni e nella sterlina britanniche e, qualora il Parlamento accettasse l'accordo, è possibile un "rally di sollievo" per entrambe. Nei prezzi non è scontato un eventuale rimpasto di governo.

Pertanto, sebbene permangano ostacoli e incertezze, questi non sono specifici dell'Europa e per natura dovrebbero avere una breve durata. L'Europa, come qualsiasi altra regione, presenta i propri rischi specifici (il debito pubblico italiano, una Brexit senza accordo), ma, nel complesso, riteniamo che vi sia una soluzione a questi problemi e che vi siano dei progressi riguardo alle altre questioni globali con l'inizio del 2019.

## Europa — quel brutto anatroccolo potrebbe proprio essere un bellissimo cigno

Come illustra il grafico della *Figura 4*, nella pagina precedente, le valutazioni delle azioni europee sono al di sotto della loro media a lungo termine e sono particolarmente interessanti rispetto alle azioni statunitensi sulla base di indicatori quali, ad esempio, il rapporto prezzo/valore contabile.

A nostro avviso, ciò riflette l'approccio del "bicchiere mezzo vuoto" da parte degli investitori. L'Europa ha livelli di rendimento da dividendo tra i più alti con il 3,5%, supportato dalla generazione di solidi free cash flow (FCF). Di fatto, il rendimento del free cash flow si presenta con un interessante 6,2%.<sup>7</sup>

La domanda globale di auto e macchine utensili tedesche, di beni di lusso francesi, di moda italiana, di prodotti farmaceutici svizzeri e di servizi finanziari britannici resta intatta. Invitiamo gli investitori che non esitano a consumare questi beni e servizi a esaminare anche le società che li producono in modo da apprezzare le interessanti opportunità d'investimento di altissimo livello che esistono in Europa al di là del titolo di "brutto anatroccolo".

## 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 alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e che il valore delle azioni

del Portafoglio sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. 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, come quelli di cambio, politici, economici, di mercato e di liquidità. I rischi associati agli investimenti nei **mercati dei Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli generalmente associati agli investimenti nei Paesi Sviluppate esteri. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere in modo significativo sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. Gli **investimenti concentrati in Europa** sono più vulnerabili ai rischi a cui sono esposti gli emittenti europei di quanto non lo sia un Portafoglio che detiene investimenti più diversificati dal punto di vista geografico. **Investimento focalizzato.** Nella misura in cui investe in un numero limitato di emittenti, il Portafoglio avrà una maggiore sensibilità nei confronti di eventi negativi che interessano tali emittenti e una riduzione del valore di un determinato strumento può determinare la riduzione del valore complessivo del Portafoglio in misura maggiore di quanto si sarebbe verificato se il Portafoglio avesse investito in modo più ampio.

<sup>7</sup> Fonte: Bernstein, novembre 2018

## DEFINIZIONI

Il **free cash flow (FCF)** è un indicatore dell'andamento finanziario calcolato sottraendo la spesa in conto capitale dal cash flow operativo. Il free cash flow rappresenta la liquidità che una società è in grado di generare dopo aver collocato il capitale necessario per gestire o espandere la propria base patrimoniale. Il **rapporto prezzo/valore contabile (P/BV)** confronta il valore di mercato di un titolo con il valore contabile per azione delle attività totali meno le passività totali. Questo indicatore viene utilizzato per valutare se un'azione è sottovalutata o sopravvalutata. La **redditività del capitale proprio (ROE)** è il reddito netto realizzato come percentuale del patrimonio netto. Il ROE misura la redditività di una società determinando il profitto da essa generato mediante il capitale investito dagli azionisti.

## 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.

**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, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **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 Jungthofstrasse 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** – Morgan 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](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 dell'SFA. In particolare, le quote dei fondi d'investimento che non hanno ricevuto l'autorizzazione o il riconoscimento della Monetary Authority of Singapore (MAS) non possono essere offerte agli investitori retail. Qualunque documentazione scritta distribuita ai soggetti di cui sopra in relazione a un'offerta non costituisce un prospetto ai sensi della definizione dell'SFA e, di conseguenza, la responsabilità prevista dall'SFA riguardo al contenuto dei prospetti non è applicabile e gli investitori devono valutare attentamente se l'investimento sia adatto o meno alle proprie esigenze. **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.

#### NOTA INFORMATIVA

**EMEA** – La presente comunicazione 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, London E14 4QA. Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore dovrebbe 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.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale redatta esclusivamente a scopo informativo e illustrativo, e non costituisce un'offerta o raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'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 rese disponibili in un momento successivo o circostanze o modifiche sopravvenute 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.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

**Le informazioni contenute nella presente comunicazione non costituiscono una raccomandazione di ricerca o una "ricerca in materia di investimenti" e sono classificate come "Comunicazione di marketing" ai sensi delle normative europee o svizzere applicabili. Pertanto questa comunicazione di marketing (a) non è stata predisposta in conformità a requisiti di legge tesi a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.**

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 detti individui. 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.

Visitate il nostro sito all'indirizzo [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)