

Lezioni dalla storia

AZIONARIO FONDAMENTALE ATTIVO | APPROFONDIMENTI MACRO | 2016

“Se c'è una cosa che impariamo dalla storia è che non impariamo dalla storia”.

Arcivescovo Emeritus Desmond Tutu

Cosa succede a un bambino intento a gonfiare il più possibile il suo palloncino? Presto chiuderà gli occhi per la paura che scoppi. Il mercato non è ancora arrivato a quel punto, ma si sta gonfiando e le valutazioni sono elevate. La storia ci insegna che le fasi di valutazioni elevate non sono sostenibili se poi tali valutazioni non sono avvalorate da una progressione degli utili o dei fondamentali. La febbre dei tulipani scoppiata in Olanda nel XVII secolo, la bolla dei Mari del Sud quarant'anni dopo, il venerdì nero di Wall Street del secolo scorso o – più vivide nei nostri ricordi – le due crisi che abbiamo vissuto negli ultimi 15 anni, il boom delle dotcom e l'ebbrezza d'inizio secolo alimentata dal debito: tutto ci dice che, col senno di poi, a pagare prezzi alti difficilmente giustificabili si finisce inevitabilmente in lacrime.

La Figura 1 mostra il rapporto P/E (prezzo/utili), vale a dire il prezzo pagato dagli investitori espresso come multiplo degli utili nell'indice MSCI World: aveva toccato il valore massimo di 15,5 volte gli utili stimati prima della crisi del credito del 2008 e da allora è salito ulteriormente.

Su un lasso di tempo molto più lungo e utilizzando il P/E di Schiller – che misura il prezzo da pagare per gli utili medi decennali dell'S&P – arriviamo comunque vicino alla vetta, distanti un'intera deviazione standard dalla media calcolata a partire dal 1955.

O la stima degli utili è troppo bassa e gli utili dovranno aumentare per giustificare i propri P/E, oppure il P/E è eccessivo e dovremo scendere per meglio riflettere le previsioni di utile.

AUTORE



**ALISTAIR
CORDEN-LLOYD**

Executive Director
Morgan Stanley
Investment Management

Alistair è portfolio specialist per la strategia Global Quality e membro del team International Equity. Entrato in Morgan Stanley nel 1997, per 12 anni è stato un investitore della strategia International Small Cap. Fino al 2005 Alistair ha fatto parte anche di un team globale di ricerca specializzato nelle società a grande capitalizzazione, concentrandosi sull'analisi settoriale. Prima di approdare in Morgan Stanley, Alistair ha lavorato per cinque anni nel settore dei beni di lusso. Ha conseguito un Bachelor of Science in geografia alla Kingston University, un MBA presso la Graduate School of Business dell'Università di Cape Town e un Master of Science in scienze informatiche alla Kent University.



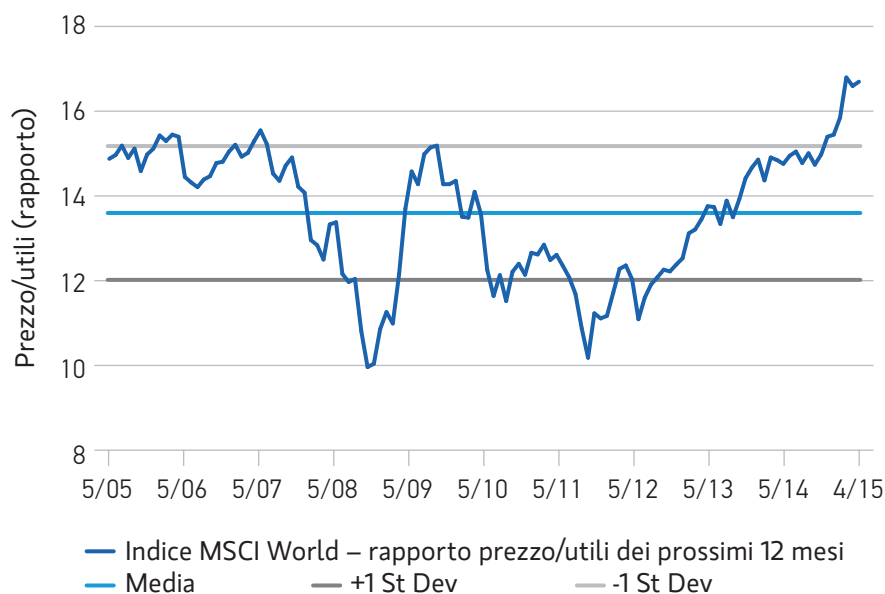
Quando sia gli utili che il multiplo da pagare per tali utili svaniscono, si è di fronte a una distruzione permanente del capitale. I veri investitori di lungo termine cercano di evitare questo binomio, scegliendo aziende il cui profilo finanziario e la cui capacità di tenuta siano in grado di resistere alle fasi di pressione sui multipli che fanno invertire rotta ai mercati. Warren Buffet e Charlie Munger sono classici esempi di questo stile d'investimento improntato alla pazienza. Acquistare aziende di qualità a prezzi ragionevoli che investono costantemente nelle proprie attività per molti anni, promuovendo una crescita capace di generare profitti che possono essere reinvestiti per promuovere un'ulteriore crescita è di gran lunga meglio che godere dei benefici di breve termine derivanti dall'acquistare azioni con l'intenzione di liberarsene a fronte di un profitto mordi e fuggi dopo un momentaneo rialzo. Non c'è niente che batta l'interesse composto. Pare che Albert Einstein l'abbia definito "l'ottava meraviglia del mondo".

Questa filosofia d'investire pazientemente in società fidate di buona qualità impedisce, per definizione, che l'investitore sia spazzato via dal turbinio della moltitudine spinta dalla prospettiva di guadagni veloci, dalla rincorsa dei temi d'investimento o dalla paura di rimanere indietro. Data la sua efficacia, non si capisce come questa semplice filosofia d'investimento non attragga le folle in massa.

Non solo sembriamo non disposti a imparare dagli errori – le bolle – ma sembriamo non voler imparare neanche dai successi. Sarebbe tuttavia superficiale sostenere che una strategia d'investimento di lungo termine riferita ad azioni di alta qualità sia cosa semplice. "A lungo termine" non esprime solo un fattore temporale, ma riguarda anche l'impegno. Per di più la qualità necessita di una definizione e di confini.

La durata dei nostri mandati con la clientela è motivo di orgoglio all'interno del team International Equity. Per noi è una benedizione che i clienti ci lascino la libertà di investire a lungo termine, consentendoci di capitalizzare il tempo

FIGURA 1
P/E indice MSCI World



Fonte: FactSet. Dati al 30 aprile 2015.

FIGURA 2
P/E di Schiller



Fonte: FactSet. Dati al 30 aprile 2015.

Nota: il P/E di Schiller comprende i rapporti prezzo/utile dell'indice S&P 500 Composite (Stati Uniti).

affinché porti frutto, concentrandoci sul percorso e non su un singolo istante.

Ricerchiamo un'attenzione simile nei team di gestione alla guida delle società nelle quali investiamo. Dopo tutto dovrebbero gestire la società per i proprietari – gli azionisti – per cui i loro interessi e quelli dei nostri clienti

dovrebbero essere sulla stessa linea d'onda. Le politiche di incentivazione e retribuzione dei dirigenti possono essere istruttive. Prendiamo ad esempio i bonus basati sulla crescita degli utili per azione: si tratta di qualcosa che può essere manipolato per ottenere un guadagno immediato. Nell'attuale contesto di tassi d'interesse bassi e bilanci

generalmente solidi, le attività di M&A possono garantire utili extra, senza preoccuparsi dei prezzi e con rendimenti potenzialmente inferiori. La direzione aziendale ne trae benefici mentre gli azionisti di lungo termine rischiano di essere penalizzati da attività di scarsa qualità con un profilo di capitalizzazione compromesso. I riacquisti azionari possono generare le stesse soddisfazioni di breve termine. Gli utili salgono, ma non è detto che l'azienda cresca. Si tratta di ingegneria finanziaria pura e semplice. Un'altra "tecnica", più consona alle attività rivolte ai consumatori, può essere quella di tagliare pubblicità e promozione. Anche in questo caso gli utili salgono ma i marchi di lungo termine che hanno guidato gli utili si indeboliscono, con un conseguente iniziale ristagno del motore della crescita.

Preferiamo i team di gestione che si concentrano sulla redditività del capitale operativo impiegato (ROOCE). A nostro avviso questo conferisce disciplina e promuove il processo decisionale di lungo periodo. Il ROOCE misura il rapporto tra ricavi operativi (al lordo di interessi e imposte) e capitale operativo impiegato (in pratica immobili, impianti e macchinari oltre al capitale circolante netto). In tal modo la priorità del management è mantenere e accrescere la redditività nel conto economico, assicurandosi al contempo che scorte, crediti e debiti siano gestiti nella maniera più efficiente possibile. Questo approccio favorisce anche l'efficienza dell'infrastruttura manifatturiera, che non deve perdere di vista immobili, impianti e macchinari. Se tutto fila liscio come l'olio il risultato è che viene massimizzata la capacità di generazione di free cash-flow, che può essere reinvestito o restituito agli azionisti. L'allocazione del capitale è poi un altro motivo per cui il ROOCE rappresenta uno strumento così potente se unito alla misurazione della remunerazione del capitale investito (ROI). Nel loro insieme, questi valori aiutano a concentrare gli sforzi del management sulle modalità ottimali di allocazione del capitale. Per preservare o potenziare la redditività, la direzione aziendale deve investire a un tasso di remunerazione pari o superiore a quello corrente, altrimenti

la qualità del business è danneggiata e l'impiego della liquidità non ottimale. Acquisendo un'attività dal rendimento inferiore, nel tempo il management dovrà dimostrare che tale attività può raggiungere un livello di redditività pari o superiore a quello del business pre-esistente.

Un ROOCE elevato e sostenibile è una pietra miliare della nostra definizione di qualità, insieme alla solidità dei bilanci e a una bassa intensità di capitale. Le attività ad alta intensità di capitale e rendimento basso faticano a investire nella propria crescita e contemporaneamente sprecano l'eccedenza di liquidità. Di regola la loro crescita richiede finanziamenti di bilancio o una maggiore spesa per investimenti, si pensi ad esempio a una società di servizi che necessita di una nuova centrale elettrica, una società di telecomunicazioni che acquista una nuova gamma o una società attiva nel settore del gas che posa una grande rete di distribuzione. In questo processo esse hanno una minore capacità di generare un'eccedenza di free cash flow da restituire agli azionisti o da reinvestire.

Le società con scarsi rendimenti presentano notoriamente margini più modesti e quote di ammortamento più elevate per via della propria intensità di capitale, per cui investire nella crescita organica attraverso il conto economico è molto più complesso. La loro abilità di capitalizzare in maniera organica è relativamente inferiore e la vulnerabilità alle flessioni è maggiore per via dei margini ridotti e della leva operativa più elevata.

Per contro, le società con rendimenti elevati e sostenibili sono capaci di crescere e generare un'eccedenza di free-cash flow, piuttosto che realizzare una crescita a carico di quest'ultimo. Il loro sviluppo è organico, il risultato di investimenti relativamente cospicui in pubblicità e promozione nonché di attività di ricerca e sviluppo finanziate con i loro margini elevati.

Pertanto, in questo mondo complesso di valutazioni in rialzo su ogni classe di attività e settore, dove il rischio di perdite cresce in maniera direttamente

proporzionale all'aumento dei multipli, siamo del parere che valga la pena rileggere qualche pagina di storia. Ricercate società di alta qualità, con rendimenti elevati, che grazie alla propria solidità finanziaria e alla capacità di capitalizzare abbiano il potenziale di superare le eventuali tempeste del mercato. Selezionate società ben gestite e intente a conservare e migliorare i rendimenti elevati in modo sostenibile. Evitate quelle che con la loro fragilità finanziaria, una visione di breve termine o una mediocre allocazione del capitale potrebbero comportare dei rischi a livello di multipli e di utili.

Guardando indietro è facile prendersi gioco di un comportamento da bolla, deplorare chi paga prezzi folli per i bulbi di tulipano o le idee internet, per i rendimenti obbligazionari reali negativi o bassi. Da sempre l'essere umano desidera possedere le cose più difficili da conquistare, soprattutto se sembrano volerle anche tutti gli altri. È soltanto dopo, sulla lunga distanza, che scuotiamo la testa e ci chiediamo cosa avessimo in mente – soprattutto se non c'era neanche bisogno della sfera di cristallo per sapere che esisteva un'alternativa valida.

Morgan Stanley Investment Management

Morgan Stanley Investment Management (MSIM), assieme alle consociate specializzate in servizi di consulenza finanziaria, vanta un organico formato da 586 professionisti dislocati in tutto il mondo e al 31 marzo 2015 controllava un patrimonio complessivo di circa 406 miliardi di dollari. Msim punta a offrire performance d'investimento di lungo termine superiori, un servizio d'eccellenza e una gamma esaustiva di soluzioni di gestione degli investimenti pensate per una base di clienti diversificata, comprendente istituzioni, governi, grandi aziende e privati in tutto il mondo.

Per maggiori informazioni, inviare un'e-mail all'indirizzo msim_web-enquiry@morganstanley.com o consultare il sito www.morganstanley.com/im

Ad uso esclusivo degli investitori professionali

Questo materiale è stato pubblicato e approvato nel Regno Unito da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. Autorizzato e regolamentato dalla Financial Conduct Authority.

Le opinioni espresse sono quelle degli autori a giugno 2016, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti del mercato o delle condizioni economiche e potrebbero non realizzarsi. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso, e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

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 dall'Sfa.

Australia

La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited Acn: 122040037, Afsl No. 314182, che si assume la responsabilità dei relativi contenuti. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale clients" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Hong Kong

Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong da "professional investors" (investitori professionisti) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance (Cap 571). I contenuti del presente documento non sono stati verificati o approvati 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.

I contenuti di questo documento sono di natura informativa e formativa e non costituiscono raccomandazioni. Le informazioni riportate in questa presentazione non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. Inoltre, il presente materiale non costituisce un'offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di alcun titolo o strumento o alla partecipazione a strategie di trading.

FATTORI DI RISCHIO

I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

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 a determinati 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. L'investimento nei mercati esteri comporta rischi speciali, tra cui 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 paesi emergenti sono maggiori di quelli associati agli investimenti esteri in paesi sviluppati. 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.

ALTRE CONSIDERAZIONI

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 sul lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati.

Questo materiale non va inteso come analisi dell'idoneità per un cliente specifico. Il profilo presentato non deve essere utilizzato come unica base per le decisioni di investimento. Si sconsiglia di selezionare una strategia di investimento unicamente in base alla performance. È necessario valutare tutte le informazioni pertinenti, tra cui il portafoglio detenuto, gli obiettivi di investimento, la tolleranza al rischio, le esigenze di liquidità e l'orizzonte temporale degli investimenti.

Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto delle circostanze personali del singolo cliente 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.

Gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenziati. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito. Gli indici utilizzati nel presente non rappresentano la performance di un investimento specifico, non vanno considerati un investimento e non comprendono spese, commissioni né oneri di vendita che ridurrebbero la performance. Gli investitori non possono investire direttamente in un indice.

Le informazioni contenute nel presente materiale sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza, completezza o tempestività. I fornitori di dati terzi non garantiscono la correttezza, la completezza o la tempestività dei dati forniti e non si assumono la responsabilità per eventuali danni derivanti da tali dati.

Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere in alcun modo considerate come un rapporto di ricerca di Msim, poiché quest'ultima non genera né produce ricerca.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

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

Scoprite il nostro nuovo sito su
www.morganstanley.com/im