

Osservatorio Azionario Globale:

Il rischio di perdita del capitale

AZIONARIO FONDAMENTALE ATTIVO | TEAM INTERNATIONAL EQUITY | APPROFONDIMENTI D'INVESTIMENTO | MAGGIO 2018

Quasi tutti i clienti finali del mondo dell'asset management si troverebbero probabilmente concordi su una definizione alquanto semplicistica del "rischio". Che siano risparmiatori intenti ad accumulare in vista della pensione o, nel caso dei piani a prestazioni definite, gli azionisti o i contribuenti che sostengono lo sponsor, il rischio principale per loro è quello di perdere denaro, e in particolare di perderne molto.

Per gli addetti ai lavori, la vita è un po' più complicata, e la definizione risulta del tutto incompatibile con la semplice descrizione di cui sopra. Il comprensibile desiderio di misurare le performance d'investimento e mitigare i rischi relativi alla propria carriera fa sì che il principale indicatore del rischio sia spesso una misura relativa: il "tracking error". Alla fine, il rischio viene definito come la deviazione da un benchmark, a prescindere dal rischio assoluto insito nel benchmark stesso. Di fatto, per chi si concentra sui titoli di elevata qualità potrebbe valere il principio per cui maggiore è il rischio relativo, o la deviazione dal benchmark, minore è il rischio assoluto di perdere capitale.

Per correttezza nei confronti degli operatori del settore, bisogna ammettere che i limiti degli indicatori relativi sono noti a tutti. D'altro canto, la principale misura assoluta del rischio, la volatilità, è ancor più problematica in questo momento, in quanto potrebbe fornire false rassicurazioni. La volatilità misura la dispersione dei rendimenti di un titolo, portafoglio o indice di mercato lungo un determinato

AUTORE



WILLIAM LOCK

Responsabile del team International Equity



BRUNO PAULSON

Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING

Executive Director

"...potrebbe valere il principio per cui maggiore è il rischio relativo, minore è il rischio assoluto di perdere capitale."



periodo di tempo. Il problema è che oggi il generico “determinato periodo di tempo” ha smesso di essere rappresentativo ed è diventato pericoloso. Siamo al nono anno di una ripresa economica e della conseguente fase rialzista di mercato, e negli ultimi anni la volatilità è stata incredibilmente contenuta, con l’indice VIX intorno a quota 10 se non addirittura su livelli inferiori. Febbraio è parso dare un monito, ma l’indice è già ridisceso sui 12 punti.

Dopo tutti questi anni senza correzioni significative, le strategie possono finire col concentrarsi sul contenere le piccole perdite di capitale piuttosto che tenersi pronte a un vero e proprio scossone. Un esempio paradossale è dato dal settore a rendite variabili statunitense, dove diverse compagnie hanno offerto prodotti che proteggono gli investitori da tutte le perdite fino al 10% ma non da quelle superiori a tale soglia. A noi pare l’esatto contrario di ciò che i prodotti veramente validi dovrebbero fare, in quanto il tipico acquirente di rendite variabili necessita di protezione dalle perdite di grande entità.

“...i nostri portafogli sono composti da società i cui fondamentali esibiscono una bassa volatilità.”

Il nostro approccio al rischio è più allineato con quello dei nostri clienti finali. Noi ci concentriamo sul rischio di perdita. Come abbiamo già avuto modo di spiegare in altre occasioni, la buona notizia è che vi sono solo due situazioni in cui si può perdere denaro nel mercato azionario: se crollano gli utili o se crollano i multipli. La nostra filosofia è concepita per contenere entrambe investendo in società con utili molto solidi e multipli ragionevoli. Di fatto, i nostri portafogli sono composti da società i cui fondamentali esibiscono

una bassa volatilità: una caratteristica preziosa in questo momento. Purtroppo, i portafogli non soddisfano la definizione di “bassa volatilità” fornita oggi, dopo anni di calma piatta, da alcuni operatori del settore, ma è molto più probabile che lo faranno dopo la prossima crisi.

Per quanto riguarda gli utili, il fatto di concentrarsi su aziende che offrono ricavi ricorrenti e potere di fissazione dei prezzi significa che i ricavi e i margini dovrebbero rimanere robusti anche nei momenti di grande difficoltà, dando sostegno agli utili. Di fatto, durante la crisi finanziaria la nostra strategia azionaria globale di punta ha registrato un incremento degli utili nel periodo 2007-2009. I multipli si sono contratti ma solo per un breve periodo. Nel 2010 il portafoglio era tornato ai massimi del 2007 rispetto al mercato, che aveva chiuso in perdita per sei anni anche considerando il reinvestimento dei dividendi, prima che l’MSCI World si riportasse sul livello del 2007 a fine 2013. Per i mercati è normale segnare rialzi e ribassi, ma noi vogliamo evitare la distruzione permanente di capitale. I ribassi non sono auspicabili, soprattutto se costringono gli investitori a fuggire in prossimità dei minimi, ma la distruzione permanente di capitale è la più dannosa, in quanto gli utili e i multipli scompaiono per sempre, o il numero di azioni aumenta a causa della situazione di stress. Nel 2009 la nostra strategia è scesa su un multiplo prezzo/utile prospettico pari a 10, un livello difficilmente definitivo vista la qualità delle società in cui investe.

“Per i mercati è normale segnare rialzi e ribassi, ma noi vogliamo evitare la distruzione permanente di capitale.”

Oggi come oggi, gli elementi di apprensione abbondano e il mondo reale è molto più volatile di quanto sembrino suggerire il dolce andamento del VIX o le valutazioni complessive. Il ciclo economico è vecchio, c’è stato un massiccio accumulo di debito dai livelli già esorbitanti di dieci anni fa e il contesto politico per le aziende è più tossico che mai, come dimostrano gli sviluppi in Italia e le schermaglie sul commercio internazionale.

A nostro avviso i portafogli sono ben posizionati in caso di eventi fortemente destabilizzanti. La nostra fiducia aumenta se guardiamo alle posizioni detenute nei due principali settori che rappresentano un’ampia percentuale dei nostri portafogli: i beni di consumo primari e l’informatica (IT). La svalutazione subita dai beni primari negli ultimi 18 mesi ha intaccato le performance storiche, ma ci lascia ben sperare per il futuro, soprattutto alla luce dell’inflessione sui segmenti di maggiore qualità. Oggi il settore scambia in linea con il mercato in termini di rendimento del free cash flow prospettico, pur vantando un profilo qualitativo decisamente superiore. Nell’informatica investiamo nei rami del software e dei servizi IT e non nell’hardware; tali posizioni mostrano livelli crescenti di ricavi ricorrenti grazie alla transizione su cloud e le valutazioni appaiono ragionevoli date le solide prospettive di crescita strutturale.

Nel complesso, i portafogli continuano a prediligere le società in grado di moltiplicare gli utili anche nei periodi più difficili grazie ai ricavi ricorrenti e al potere di fissazione dei prezzi. Naturalmente, non possiamo escludere dei ribassi nell’eventualità di una recessione globale, ma se le aziende sottostanti moltiplicheranno gli utili come accaduto durante la crisi finanziaria globale, i portafogli potranno offrire la stessa qualità di conservazione del capitale nel medio-lungo termine dimostrata in passato. Siamo meno fiduciosi nei confronti del mercato nel suo insieme.

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 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. 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.

INFORMAZIONI SUGLI INDICI

L'indice **MSCI World** è un indice ponderato in base alla 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. L'indice **VIX** misura la volatilità attesa del mercato azionario implicita nelle opzioni sull'indice S&P 500, calcolata e pubblicata dal Chicago Board Options Exchange. La performance degli indici è espressa in dollari USA e ipotizza 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

Il **free cash flow** è rappresentato dai flussi di cassa operativi (reddito netto più ammortamento) meno le spese per investimenti e i dividendi. Il **rendimento del free cash flow** è un indicatore finanziario calcolato sottraendo dal flusso di cassa operativo di una società la spesa in conto capitale per azione e dividendo il risultato per il prezzo di un'azione. Il **tracking error** misura la differenza tra la performance del portafoglio e quella del benchmark.

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, Londra 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 Cabot Square 25, Canary Wharf, Londra, 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 11096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-04-62-1300. 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, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Registrata per il Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Facsimile 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.

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 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 da "professional investors" (investitori professionisti) 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. **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 intesi unicamente per "wholesale clients" ai sensi della 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 al 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 o 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 e 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.

Visitate il nostro sito all'indirizzo www.morganstanley.com/im