

Testa a testa: Global Brands e Global Quality

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

La specialista di portafoglio Laura Bottega pone alcune domande di attualità al gestore di portafoglio Bruno Paulson.

Laura Bottega (LB): Per cominciare, torniamo alle basi. Quali sono i principali vantaggi offerti agli investitori dai portafogli concentrati di azioni globali MS INVF Global Brands Fund e MS INVF Global Quality Fund?

BRUNO PAULSON (BP): Ciò che offrono entrambi è una raccolta di aziende il cui capitale aumenta costantemente, a prezzi ragionevoli. Il punto è che queste aziende godono di guadagni che sono rimasti solidi anche in momenti difficili. Per il Global Brands i guadagni della posizione in portafoglio sono in realtà aumentati durante la crisi finanziaria globale, in un'epoca in cui i guadagni dei mercati si sono dimezzati.¹

Poiché queste aziende sono in grado di far apprezzare il proprio capitale anche in momenti difficili, lungo l'intero ciclo le aziende (e quindi i portafogli) possono guadagnare molto, addirittura più del mercato. Pensiamo che questo sia il motivo per cui, lungo il ciclo, le nostre strategie hanno generato robusti rendimenti assoluti e relativi.

LB: Potremmo quindi riassumere dicendo che lei crede che le strategie offrano crescita del capitale e visibilità dei guadagni?

BP: Sì, e una certa protezione dai cali rispetto all'indice.

AUTORES

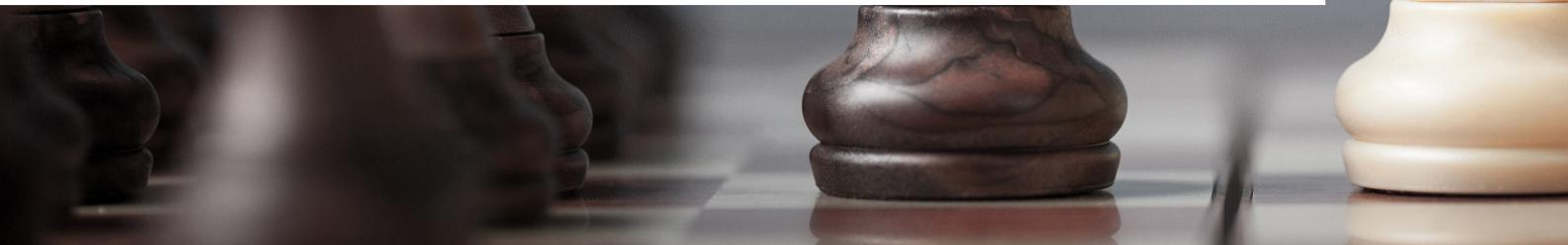


BRUNO PAULSON
Managing Director



LAURA BOTTEGA
Managing Director

¹ Periodo coperto: 31 ottobre 2000 - 31 ottobre 2017; mercato rappresentato dall'indice MSCI World. Fonte: FactSet, MSCI, Morgan Stanley Investment Management



LB: Qual è la differenza tra Global Brands e Global Quality?

BP: I BP: Credo le differenze siano poche. Tra i due portafogli c'è una sovrapposizione di circa il 70%, e anche il restante 30% del Global Quality (GQ) è di altissima qualità, quindi entrambi sono alquanto difensivi e si muovono piuttosto in parallelo.

Di questo 30%, la metà è costituita da società operanti nel settore sanitario, prevalentemente grandi aziende farmaceutiche diversificate e società di dispositivi medicali, e l'altra metà è composta da aziende che hanno più leva o non versano dividendi e quindi non sono idonee per Global Brands.

Al margine, e si trova in effetti al margine, il Global Quality potrebbe avere un beta leggermente più elevato, anche se il beta dovrebbe essere significativamente inferiore rispetto a quello del mercato, pur offrendo un'efficace protezione relativa contro i cali. La differenza principale consiste nella performance del settore sanitario, e il vostro giudizio in merito potrebbe influenzare le vostre opinioni sui portafogli. Vorrei solo evidenziare il fatto che al momento il settore della salute è abbastanza conveniente, in un mondo in cui c'è ben poco di conveniente.

Il settore prevalente nel portafoglio del Global Quality è la quello della tecnologia, ma la ponderazione totale del settore è simile nei due portafogli. Sul lungo termine, se e quando questo ciclo giungerà al termine, all'interno del GQ abbiamo la possibilità di acquistare società operanti nel settore industriale. Non possediamo nessun vero titolo industriale al momento, semplicemente per via delle valutazioni, che sono ai multipli massimi del massimo dei guadagni, ma è un settore a cui rivolgeremo la nostra attenzione quando verrà il momento.

LB: Il tema della “disruption” (destabilizzazione) è diventato molto attuale. Quali sono secondo lei le principali minacce di destabilizzazione?

BP: Il nostro intento è detenere aziende con attivi intangibili veramente solidi

o, per usare un termine molto diffuso, che godono di “moats” (letteralmente, fossati), ovvero barriere strutturali che proteggono dalla concorrenza e contribuiscono a mantenere elevati i rendimenti. Vogliamo evitare società con rendimenti sul capitale in calo. Ovviamente, gli elementi destabilizzanti rischiano di indebolire questi attivi intangibili, o di “colmare” quei fossati, che si tratti sia dell'ascesa di un determinato gigante dell'e-commerce, tramite i servizi di retail o di cloud hosting, sia dell'aumento dei servizi di streaming.

Per essere chiari, non siamo investitori growth e per questo fatichiamo a trascurare i multipli di questi soggetti destabilizzanti. Ciò che vogliamo avere sono sia aziende già affermate, in grado di resistere agli elementi destabilizzanti, sia aziende che racchiudono in sé alcuni di questi elementi.

Nel settore dei Media, cerchiamo attori che offrano contenuti dal miglior branding possibile, coloro che possiedono o creano contenuti che la gente vuole vedere, come notizie in diretta o eventi sportivi, oltre a serie di qualità. Pensavamo che esistessero tre fornitori di altissima qualità, ma le recenti evoluzioni hanno ristretto il campo. Il settore ha messo un prezzo su quegli attivi che da tempo consideriamo di valore, confermando che la nostra tesi d'investimento è corretta, dopo alcuni mesi di volatilità.

Nel settore tecnologico investiamo in aziende su cui fanno affidamento altre aziende. Può essere il caso di una società che domina il settore della tecnologia grazie alla sua piattaforma di cloud computing e la sua offerta con abbonamento, o una società globale di consulenza alla gestione e servizi professionali, che guadagna molto aiutando le grandi aziende a districarsi tra gli elementi destabilizzanti.

La destabilizzazione si verifica anche in settori di qualità considerati “rifugi sicuri”; un'area d'interesse è il tabacco, dove puntiamo su aziende affermate che destabilizzeranno il mercato con la tecnologia di prodotti a riscaldamento, e non a combustione, di nuova generazione.

LB: Entrambi i portafogli hanno un'esposizione del 30% alla tecnologia. Quali nomi del settore sono più indicati per portafogli difensivi?

BP: Per essere chiari, investiamo in aree della tecnologia “monotone”, le cui aziende hanno valutazioni che rispecchiano tale aspetto. Non ci interessa l'hardware, ma solo software e servizi informatici. Di queste aziende guardiamo ai redditi ricorrenti, che possono essere generati da grandi aziende incapaci di sopravvivere senza una specifica società di servizi di consulenza e professionali, profondamente integrata al loro interno o dal settore dei software, dove i redditi continuano a crescere. Una delle aziende in cui investiamo produce software aziendali per la gestione di operazioni commerciali e relazioni con il cliente. I redditi ricorrenti generati dalla manutenzione del software sono una delle cose che ci hanno attirato verso quest'azienda. Ora, con l'aumento degli abbonamenti a servizi di cloud e dei flussi di reddito generati dagli abbonamenti, questa società dipende sempre meno dalle vendite iniziali di software, più volatili.

Anche se il mondo dovesse andare a rotoli, pensiamo che i redditi e i guadagni delle società tecnologiche che possediamo possano resistere bene, addirittura meglio dell'ultima volta.

LB: E cosa mi può dire dei beni di consumo primari? Alla luce dei cambiamenti destabilizzanti, che cosa le fa avere fiducia nei titoli legati ai consumi primari che detiene?

BP: Il nostro universo di beni primari è stato leggermente ridimensionato. Pur restando una parte cruciale del portafoglio (40% in Brands e 25% in Quality) la nostra esposizione è diminuita nel tempo.

Nel considerare gli investimenti nei beni primari, occorre menzionare quattro elementi. Per prima cosa, *investire nelle categorie giuste*, le categorie più a prova di destabilizzazione (come beauty, tabacco, alcol) e non nell'alimentare, perché quelle sono categorie in cui

l'e-commerce è meno sostenibile per una serie di motivi o in cui i brand sono effettivamente più potenti e robusti. In secondo luogo, all'interno delle categorie occorre *investire nei marchi più potenti*. In particolare, ora che ci incamminiamo verso un mondo guidato dai comandi vocali (ovvero dove non si andrà più a fare la spesa, e nemmeno online, ma dove basterà parlare con una scatola in mezzo al tavolo) occorre affermarsi come il primo brand che viene in mente. In terzo luogo, serve un'esposizione ai mercati emergenti perché queste minacce destabilizzanti non sono così forti in quelle regioni, dove ad essere forte è invece la crescita. E infine, ci vuole una *gestione imprenditoriale e decentralizzata* in grado di reagire alle minacce e che, soprattutto, sia totalmente coinvolta. Bisogna spendere molto in pubblicità e promozione, non tirarsi indietro davanti alle prime difficoltà, e soprattutto, essere *investiti del tutto nel digitale*. Analizzando questi quattro punti si capisce perché negli ultimi due anni abbiamo costruito un'ampia posizione in alcuni titoli, abbandonando grandi esposizioni in altri.

Il 2017 è stato un ottimo anno per entrambi i prodotti, considerando la buona performance dei mercati, e questo grazie alla scelta dei titoli nei beni primari e, in parte, al fatto che il mercato ha riconosciuto che eravamo sulla buona strada.

LB: Infine, parliamo del contesto macro: che impatto possono avere i tassi d'interesse sui portafogli Global Brands e Global Quality?

BP: Il fatto che l'aumento dei tassi d'interesse o dei tassi d'interesse in rialzo penalizzino i surrogati obbligazionari come i beni di consumo primari è una teoria trita e ritrita. In lunghi lassi temporali si possono tracciare ottime correlazioni tra la

performance relativa dei consumi primari rispetto al mercato e il tasso decennale. Riteniamo però che questa sia un'analisi fallace.

Se pensiamo alla performance del Global Brands e del Global Quality (e questo vale per entrambi) nel breve termine, la performance è trainata dalla propensione/avversione al rischio. Quindi, il momento migliore per scegliere i nostri portafogli è quando si è propensi al rischio. Dovete avere paura quando la gente si mostra avida. Poiché al momento il surrogato più semplice che osservo è il multiplo relativo dei beni di consumo primari rispetto al mercato, che si trova intorno ai minimi post crisi finanziaria, non penso che sia particolarmente controverso affermare che per ora ci troviamo in un contesto di propensione al rischio.

Quindi, se vogliamo, l'effetto propensione al rischio/tasso d'interesse è già presente. E nel lungo termine ciò che conta è come andranno i guadagni? Saranno migliori rispetto al mercato? Siamo convinti che i guadagni di queste aziende si comporteranno meglio del mercato.

Il rischio potenziale in termini relativi sta nella possibilità che il mondo vada meglio di quanto tutti si aspettino; se dovessero sparire tutti i rischi, solo allora alcune pessime aziende potrebbero performare abbastanza bene. E se questa è la vostra opinione del mondo, e se riuscite a sopportare le elevate valutazioni di queste aziende di qualità inferiore, allora dovreste investirvi.

Ma come dicevo, al momento non occorre pagare per assumersi meno rischi, non occorre pagare per avere una qualità elevata e per me il momento è propizio per scegliere due strategie con portafogli che possiedono quelle che consideriamo le aziende di migliore qualità nel mondo.

Considerazioni sui rischi

Il comparto si affida ad altri soggetti ai fini dell'esecuzione di determinati servizi, investimenti o transazioni. In caso di insolvenza di questi soggetti, il comparto potrebbe subire una perdita finanziaria.

- Il numero di acquirenti o venditori potrebbe essere insufficiente e influire pertanto sulla capacità del comparto di acquistare o vendere titoli.
- L'investimento in azioni A cinesi tramite il programma Shanghai-Hong Kong Stock Connect può inoltre comportare rischi aggiuntivi, come ad esempio i rischi collegati alle partecipazioni azionarie.
- La performance passata non è indicativa dei risultati futuri. I rendimenti possono aumentare o diminuire per effetto delle oscillazioni valutarie. Il valore degli investimenti e i proventi da essi derivanti possono aumentare come diminuire e gli investitori possono perdere la totalità o una quota consistente del capitale investito.
- Il valore degli investimenti e i proventi da essi derivanti variano e non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi d'investimento del comparto saranno raggiunti.
- Il patrimonio può essere investito in valute diverse e pertanto i movimenti dei tassi di cambio possono influire sul valore delle posizioni assunte. Inoltre, il valore degli investimenti può risentire delle fluttuazioni dei tassi di cambio tra la valuta di riferimento dell'investitore e la valuta di riferimento degli investimenti.

DEFINIZIONI DELL'INDICE

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 pubblici. La performance dell'Indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti.

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 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: 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** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch, 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 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

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. **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 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, London E14 4QA.

Il presente documento contiene informazioni relative al comparto (il "Comparto") di Morgan Stanley Investment Funds, una società di investimento a capitale variabile di diritto lussemburghese. Morgan Stanley Investment

Funds (la "Società") è registrata nel Granducato di Lussemburgo come organismo d'investimento collettivo ai sensi della Parte 1 della Legge del 17 dicembre 2010 e successive modifiche. La Società è un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM").

Prima dell'adesione al Comparto, gli investitori sono invitati a prendere visione dell'ultima versione del Prospetto informativo, del Documento contenente informazioni chiave per gli investitori ("KIID"), della Relazione annuale e della Relazione semestrale (i "Documenti di offerta") o di altri documenti disponibili nella rispettiva giurisdizione che possono essere richiesti a titolo gratuito presso la Sede legale della Società all'indirizzo: European Bank and Business Centre, 6B route de Trèves, L-2633 Senningerberg, R.C.S. Lussemburgo B 29 192. Inoltre, gli investitori italiani sono invitati a prendere visione del "Modulo completo di sottoscrizione" (Extended Application Form), mentre la sezione "Informazioni supplementari per Hong Kong" ("Additional Information for Hong Kong Investors") all'interno del Prospetto riguarda specificamente gli investitori di Hong Kong. Copie gratuite in lingua tedesca del Prospetto informativo, del Documento contenente informazioni chiave per gli investitori, dello Statuto e delle relazioni annuale e semestrale e ulteriori informazioni possono essere ottenute dal rappresentante in Svizzera. Il rappresentante in Svizzera è Carnegie Fund Services S.A., 11, rue du Général-Dufour, 1204 Ginevra. L'agente pagatore in Svizzera è Banque Cantonale de Genève, 17, quai de l'Ile, 1204 Ginevra. Il documento è stato redatto a solo scopo informativo e non è da intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. 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.

Tutti gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto delle circostanze personali del singolo cliente e non rappresentano una consulenza d'investimento, né sono in alcun modo da interpretarsi 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.

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 e svizzere applicabili. Ciò significa che la presente 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. 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 sopravvenute successivamente alla data di pubblicazione.

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. 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. Per i soggetti incaricati del collocamento dei comparti di Morgan Stanley Investment Funds, non tutti i comparti e non tutte le azioni dei comparti potrebbero essere disponibili per la distribuzione. Si invita a consultare il contratto di collocamento per ulteriori dettagli in merito prima di inoltrare informazioni sui comparti ai propri clienti.

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.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

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