

Sette principi per la resilienza dei portafogli

Autore



Ross Cartwright
Lead Strategist
Strategy and Insights Group

- **La resilienza del portafoglio è spesso sottovalutata, ma riteniamo sia una componente essenziale del processo di investimento.**
- **Un portafoglio resiliente deve aiutare a superare eventi di rischio e contribuire alla crescita dei rendimenti nel lungo termine.**
- **Abbiamo identificato sette principi fondamentali per costruire portafogli resilienti.**

Il ruolo della resilienza nel contesto odierno

Nell'attuale contesto di mercato, riteniamo che ci sia un ingrediente sottovalutato, ma cruciale, per raggiungere gli obiettivi a lungo termine degli investitori. Si tratta di un fattore che aiuta a gestire il rischio e a generare rendimenti lungo un intero ciclo economico. Per noi questo ingrediente è la resilienza di portafoglio.

Definire la resilienza: Per resilienza si intende comunemente la capacità di riprendersi rapidamente da shock, incidenti o avversità. Nel mondo degli investimenti, definiamo la resilienza di portafoglio come la costruzione intenzionale di un portafoglio fondamentalmente solido mediante un insieme di tecniche. Riteniamo che un approccio di questo tipo aiuterà il portafoglio a gestire gli eventi di rischio e ad accrescere i rendimenti in linea con gli obiettivi di lungo termine dei nostri clienti. ▲

La teoria della distruzione creatrice – l'acquisizione o la sostituzione delle imprese più deboli da parte di nuove imprese o tecnologie – è considerata un pilastro fondamentale del capitalismo efficiente. Storicamente, questo fenomeno è stato fondamentale per assicurare una crescita economica robusta. Tuttavia, il panorama è cambiato radicalmente in seguito alla crisi finanziaria globale. Invece di permettere al mercato di autocorreggersi, le banche centrali e i governi sono intervenuti massicciamente sui mercati. Misure come l'acquisto di debito societario, i tassi d'interesse a zero (se non negativi) e il quantitative easing hanno contribuito a sostenere aziende che altrimenti avrebbero potuto vacillare o fallire.



Di conseguenza, negli ultimi 15 anni i mercati azionari hanno registrato rendimenti ragguardevoli che hanno portato a sottovalutare il ruolo cruciale della resilienza. Di fatto, molti degli attuali operatori di mercato non hanno mai affrontato una vera fase di rallentamento e dunque non hanno imparato a riconoscere le inefficienze nell'allocazione del capitale. Riteniamo che questa illusione di stabilità del mercato abbia indotto gli investitori a trascurare l'importanza della resilienza e che molti di loro diano per scontato che i decisori politici continueranno a giungere in loro soccorso, una convinzione che incoraggia l'incessante ricerca di livelli di rischio aggressivi.

Nell'attuale contesto di mercato, l'attenzione alla resilienza e alla costruzione di ricchezza nel lungo periodo sembra essere passata in secondo piano, eppure rappresenta uno dei nostri principali obiettivi d'investimento. La resilienza diventa indispensabile quando, inevitabilmente, i rischi reali e gli errori di allocazione passati inosservati durante lunghe fasi di espansione dei mercati divengono evidenti. Spesso non è una crisi a distruggere il capitale, ma i cattivi investimenti che l'hanno preceduta.

Riteniamo che capire e integrare la resilienza nelle strategie d'investimento sia non solo prudente ma fondamentale per destreggiarsi nelle complessità dell'attuale panorama di mercato. A seguire illustriamo sette principi chiave da osservare per costruire portafogli resilienti.

1. Andare oltre i modelli finanziari per conoscere ciò che si possiede: I dati e i modelli finanziari sono strumenti utili, ma devono sostenere e non dettare le decisioni d'investimento. Le crisi sono intrinsecamente imprevedibili e l'eccessiva dipendenza dai modelli, che tendono a sbagliare nel momento del maggior bisogno, può essere rischiosa. Sviluppare portafogli resilienti significa guardare oltre i dati e i modelli per comprendere la realtà economica delle aziende e prendere decisioni d'investimento basandosi su giudizi fondati e sull'esperienza collettiva. Ad esempio, la crescita costante degli utili è spesso considerata un tratto distintivo di un'azienda solida, ma tale costanza può essere dannosa se va a scapito dei clienti, dei dipendenti o della qualità dei prodotti o dei servizi dell'impresa.

A metà degli anni 2000, General Electric era l'azienda che valeva di più al mondo. Anni di intensa dedizione all'ingegneria finanziaria mediante prassi contabili complesse che livellassero gli utili avevano creato un'apparenza di stabilità finanziaria. Questa enfasi, e la cultura che ne è derivata, ha portato il management di GE a ignorare i problemi di fondo delle attività chiave (industria e servizi finanziari), provocando un calo dell'80% del prezzo delle azioni tra il settembre 2007 e il marzo 2008. A prima vista, i dati finanziari erano strabilianti, ma per costruire un portafoglio resiliente è necessario andare oltre i bilanci per individuare le fragilità e i rischi che comportano.

2. Comprendere la resilienza attraverso il concetto di ridondanza: Nassim Taleb, nel suo libro "Antifragile", spiega che la resilienza implica la creazione di un certo livello di ridondanza, un po' come avviene nel corpo umano, in cui più organi diversi svolgono funzioni simili. Il concetto di ridondanza è fondamentale per le aziende che puntano al successo a lungo termine piuttosto che all'ottimizzazione degli indicatori di crescita a breve termine. Spesso, il vero banco di prova della resilienza non è durante la "normale amministrazione" ma in occasione di eventi imprevedibili, quando ciò che sembrava ridondante diventa essenziale.

La crisi del Covid-19 ha messo a nudo le vulnerabilità delle filiere just-in-time concepite per massimizzare i margini e dunque razionalizzate all'estremo e finemente calibrate su specifici componenti o fornitori. L'industria automobilistica, nota per le sue complesse catene di approvvigionamento, ha sofferto molto durante la pandemia perché l'impossibilità di procurarsi componenti anche molto semplici ha gravemente compromesso il processo di produzione. Tuttavia, le aziende che hanno integrato ridondanza e flessibilità nelle proprie filiere produttive sono riuscite a riprendersi più velocemente, dimostrando l'importanza che la visione strategica ha nella costruzione della resilienza. Ad esempio, le strategie di resilienza adottate da tempo da Toyota, come il mantenimento di riserve di componenti critici, hanno permesso all'azienda di gestire le strozzature meglio di molte sue concorrenti.



3. Comprendere il ruolo dell'innovazione: Può succedere, specie in tempi di difficoltà economiche, che gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S) vengano ritenuti non prioritari, soprattutto nel caso di progetti che potrebbero non generare risultati immediati. Tuttavia, in un mondo in cui i rischi e le opportunità emergono a un ritmo sempre più serrato, l'assenza di innovazione può minare la sopravvivenza di un'azienda.

Dopo la fusione di Kraft Foods e Heinz nel 2015, la nuova società ha perseguito strategie aggressive di riduzione dei costi, tagliando i budget per le attività R&S e per il marketing al fine di incrementare gli utili. Il risultato è che ha cominciato a perdere quote di mercato e avendo trascurato di innovare il proprio marchio e i propri prodotti, è stata penalizzata dall'evoluzione dei gusti dei consumatori. Per correre ai ripari, l'azienda ha cercato di acquisire Unilever, senza riuscirci. In questo modo, l'attenzione degli investitori si è spostata sulla sua strategia di crescita, perseguita attraverso acquisizioni piuttosto che puntando sullo sviluppo organico del marchio e sull'innovazione. Il titolo ha perso il 70% nei due anni successivi.

4. Adottare una mentalità di lungo termine e una cultura incentrata sul futuro: In MFS®, il processo d'investimento poggia su una prospettiva di lungo termine. Ci concentriamo su società che presentano fondamentali solidi, ossia bilanci robusti, modelli di business sostenibili, vantaggi competitivi, team di gestione di alta qualità e strutture di governance valide. A nostro avviso, investire in queste società consente ai nostri portafogli di generare performance a lungo termine, anche durante i periodi di tensione sui mercati.

Spesso, ciò che distingue una società resiliente è la capacità di approfittare dei periodi di difficoltà per fare investimenti anticiclici, sfruttando condizioni di mercato quale la debolezza dei concorrenti o acquisendo risorse a prezzi convenienti per migliorare la propria posizione a lungo termine. Questo approccio proattivo aiuta a mantenere la continuità e al contempo consente di fare leva sulle opportunità che si presentano durante i periodi di crisi. Le società resilienti si caratterizzano inoltre per l'allocazione prudente del capitale e per la diversificazione tra più prodotti e aree geografiche. Pensiamo ad aziende come Research In Motion (BlackBerry) o Blockbuster, che dipendevano da un'unica linea di prodotti in un settore in cui il cambiamento e l'innovazione hanno trasformato rapidamente il contesto operativo. Di contro, aziende come L'Oréal hanno dato prova di resilienza diversificando i propri canali di distribuzione, passando dai prodotti professionali a quelli di consumo durante la crisi finanziaria del 2008 e gestendo in modo proattivo i rischi di mercato.

5. Sfruttare il compounding: Investire in maniera resiliente è un viaggio in cui ci si adatta all'evoluzione dei mercati. Spesso è necessario guardare oltre gli utili immediati per concentrarsi sulle potenzialità di una società nell'arco di un intero ciclo di mercato. Siamo convinti che siano gli utili a guidare i prezzi delle azioni e cerchiamo di costruire resilienza investendo in società in grado di incrementare gli utili nel tempo. Pertanto, la nostra attenzione non si concentra sulle previsioni degli utili trimestrali ma su una domanda fondamentale: questa azienda prospererà nei prossimi tre, cinque o dieci anni? In MFS diamo priorità agli utili e ai cash flow a lungo termine, prestando attenzione al valore effettivo di un'azienda e valutando quanto il mercato sia disposto a pagare oggi per quel valore, una prospettiva spesso trascurata dal mercato.

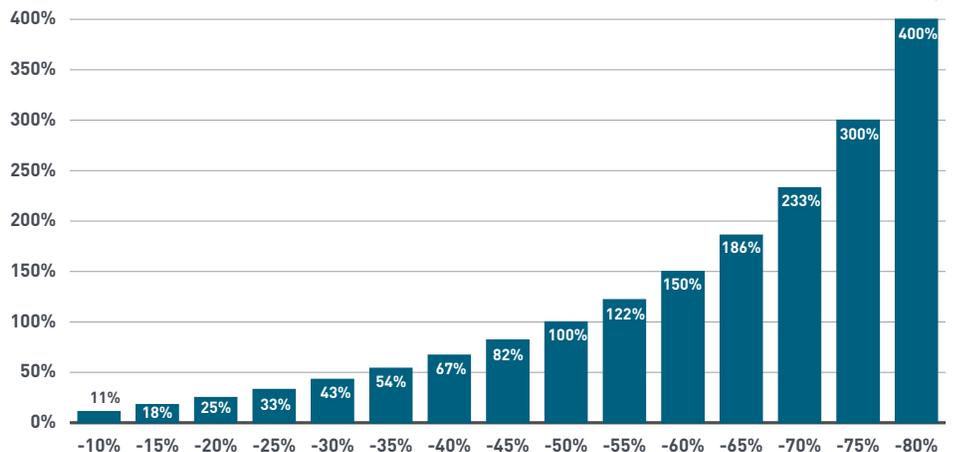
6. Considerare la valutazione come uno dei pilastri della resilienza: Più alta è la valutazione (cioè il prezzo che un investitore paga oggi per gli utili futuri), maggiore è il rischio, poiché quanto più si paga a monte, tanto più si diventa dipendenti dalla performance futura dell'azienda per giustificare quel costo. Il nostro approccio prevede una disciplina valutativa e un attento dimensionamento delle posizioni a livello di portafoglio per gestire efficacemente i rischi. Comprendendo a fondo i cash flow di una società, la velocità della sua crescita e i rischi a cui tale crescita è esposta, cerchiamo di evitare gli asset troppo costosi che potrebbero compromettere la resilienza del portafoglio. Questo approccio disciplinato si concentra sul valore, non sul prezzo, e garantisce che ciascun investimento venga effettuato con una chiara comprensione del suo profilo di rischio/rendimento potenziale. Il risultato è un portafoglio più resiliente.



7. Puntare alla conservazione e al recupero del capitale: Un portafoglio resiliente mira anche a preservare il capitale, un aspetto fondamentale per mitigare le perdite e consentire una ripresa più rapida dalle crisi. La nostra filosofia che mira a evitare la perdita permanente di capitale mitigando i drawdown svolge un ruolo cruciale, in quanto per recuperare le perdite sono necessari rendimenti significativamente più elevati. La capacità di gestire il rischio di ribasso consente ai portafogli resilienti di attraversare indenni un intero ciclo di mercato. Questo semplice calcolo (Figura 1) aiuta a capire in che modo una strategia che si concentra sulla gestione del rischio di ribasso consenta di evitare deragliamenti durante un intero ciclo di mercato, pur non riuscendo a sfruttare appieno i rialzi durante le fasi di netta rimonta dei mercati.

Figura 1: L'asimmetria dei punti di pareggio dopo i drawdown

■ Recupero necessario per tornare in pareggio dopo vari drawdown



Fonte: MFS.

"Vincere evitando di perdere" è la strategia migliore quando si accumulano rendimenti lungo periodi di tempo più estesi.

I portafogli resilienti non si limitano a sopravvivere, ma prosperano adattandosi e cogliendo le opportunità durante le fasi di rallentamento. A nostro avviso, la capacità di proteggere il capitale durante i ribassi consente agli investitori di assumere rischi maggiori quando è più probabile che vengano premiati. Riteniamo che questo approccio sia fondamentale per incrementare i rendimenti nel tempo.

La resilienza come strategia vincente

La nostra priorità a lungo termine è la protezione del capitale dei nostri clienti, considerando sia il rischio che il rendimento per garantire che i nostri investitori siano ben posizionati per guadagnare lungo l'intero ciclo di mercato. Una maratona non si vince con una serie di sprint ma affrontando strategicamente il percorso.

Siamo consapevoli che la resilienza può comportare costi-opportunità a breve termine, ma riteniamo che il rischio insito nel trascurare la resilienza sia spesso sottovalutato. Un portafoglio resiliente a volte si discosta dai benchmark convenzionali, che spesso hanno poco a che fare con l'obiettivo finale dell'investitore in quanto si concentra su rischi che potrebbero non essere remunerati dal mercato. A nostro avviso, il successo di un portafoglio resiliente dipende dall'impegno del gestore degli investimenti ad adottare un processo e una filosofia coerenti. Tale coerenza non solo crea fiducia, ma consente agli investitori di diversificare le fonti del loro alpha azionario in maniera costruttiva e di allineare la struttura del portafoglio azionario più ampio ai loro obiettivi.

Sebbene la resilienza sia da tempo un tratto distintivo della filosofia di MFS, riteniamo sia giunto il momento per gli investitori di capire come integrare la resilienza nelle loro allocazioni patrimoniali per raggiungere più facilmente i loro obiettivi a lungo termine. ▲



Nota

¹ Nassim Nicholas Taleb. (agosto 2013) *Antifragile: Prosperare nel disordine*.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Strategy and Insights Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS.

La diversificazione non garantisce un guadagno né una protezione dalle perdite. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS[®] e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da:

Stati Uniti – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; Membro del SIPC; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS[®], con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** – MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento. **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate:** Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** – Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.