ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

S.A.F.
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

La congiuntura economica

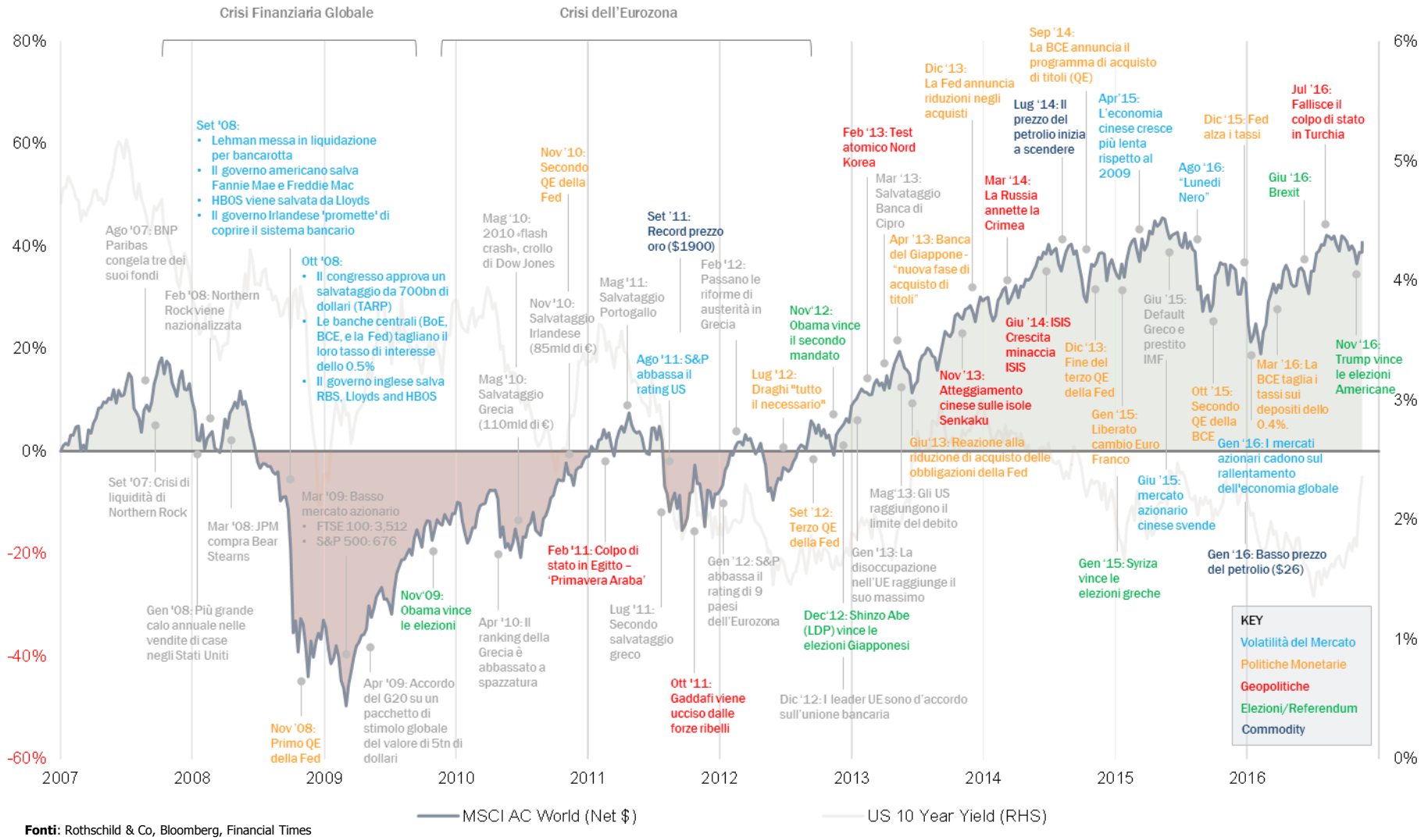
L'APPROCCIO "VALUE" NELLA GESTIONE AZIONARIA

VALENTINA CIANI BASSETTI
Rothschild Wealth Management

23 marzo 2017, Milano

1. Considerazioni Macroeconomiche

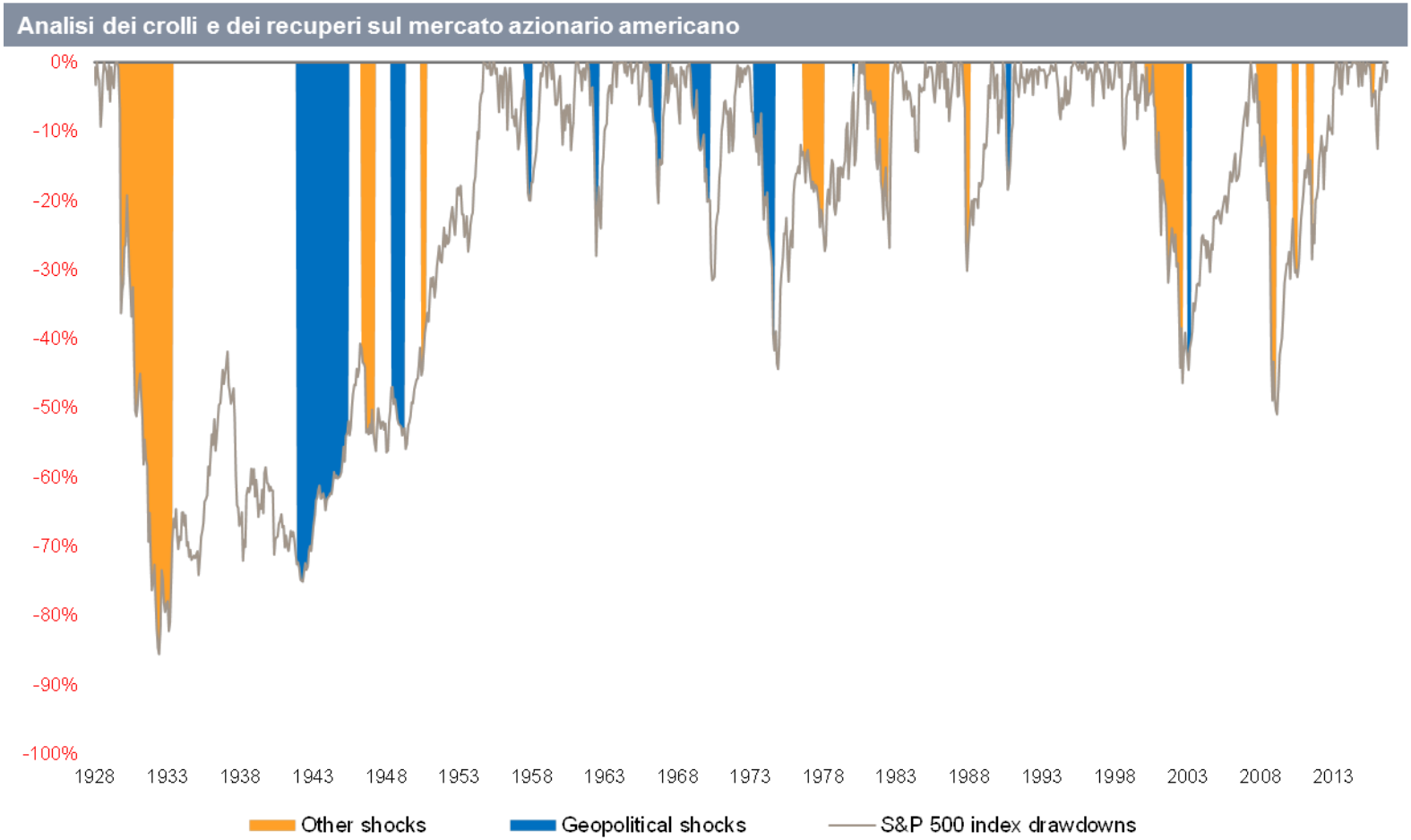
10 anni nei mercati



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg, Financial Times
I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri
Nei dati viene mostrato il *total return* dal 31 Dicembre 2007 al 30 Novembre 2016. L'ombra verde sottolinea la sovraperformance e la rossa la sottoperformance relative alla data di inizio.

Il rischio politico è spesso sopravvalutato

L' S&P 500 ha sofferto significativamente solo in poche occasioni molto particolari



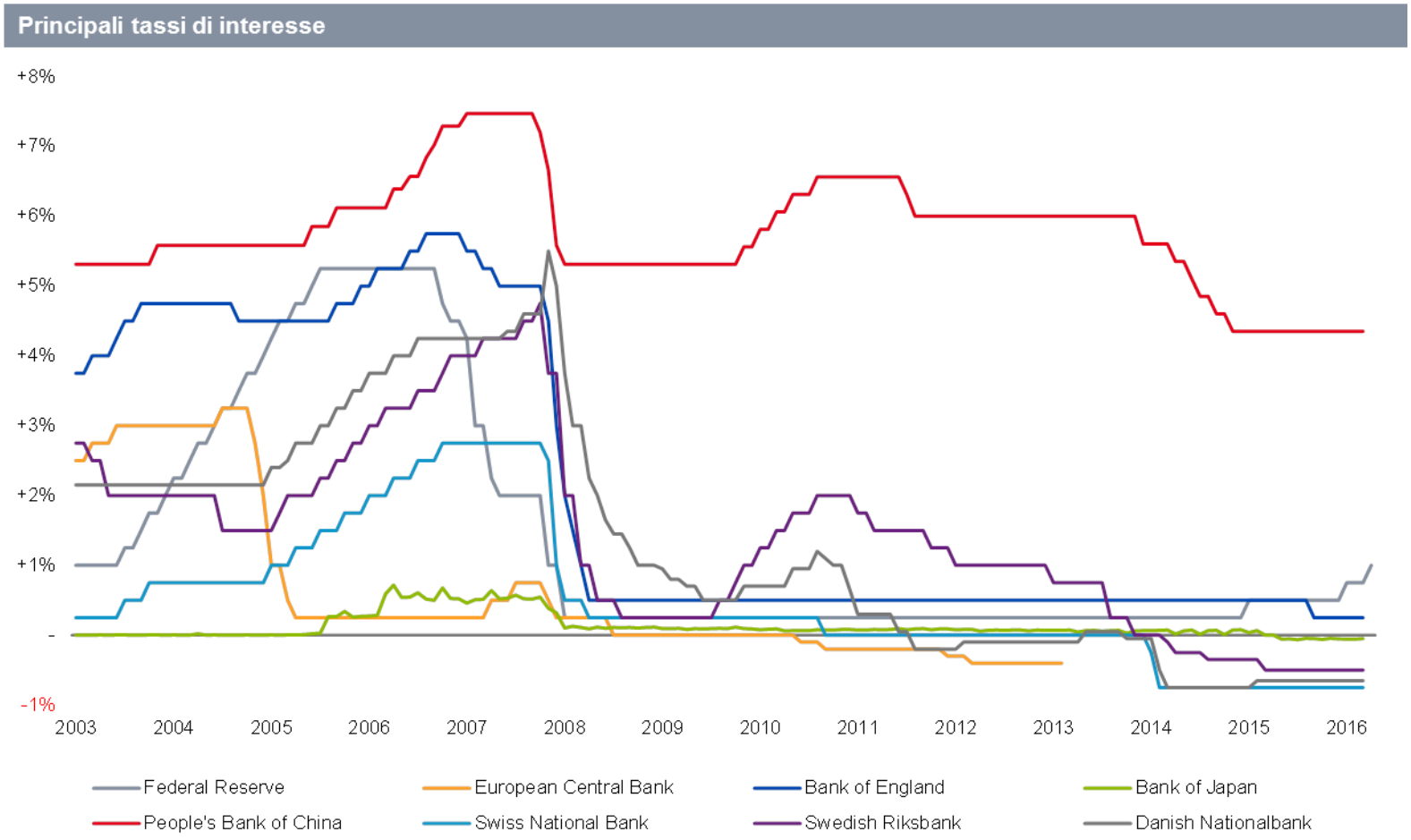
Alcuni eventi cambiano il mondo, ma non sempre hanno la capacità di influenzare significativamente i mercati finanziari

Fonti Rothschild & Co, Bloomberg

- Analisi illustrativa. Le performance passate non sono un indicatore affidabile di quelle future. Gli eventi evidenziati sono soggettivi e la durata di ciascun evento è adattato per favorire la rappresentazione grafica

Banche Centrali

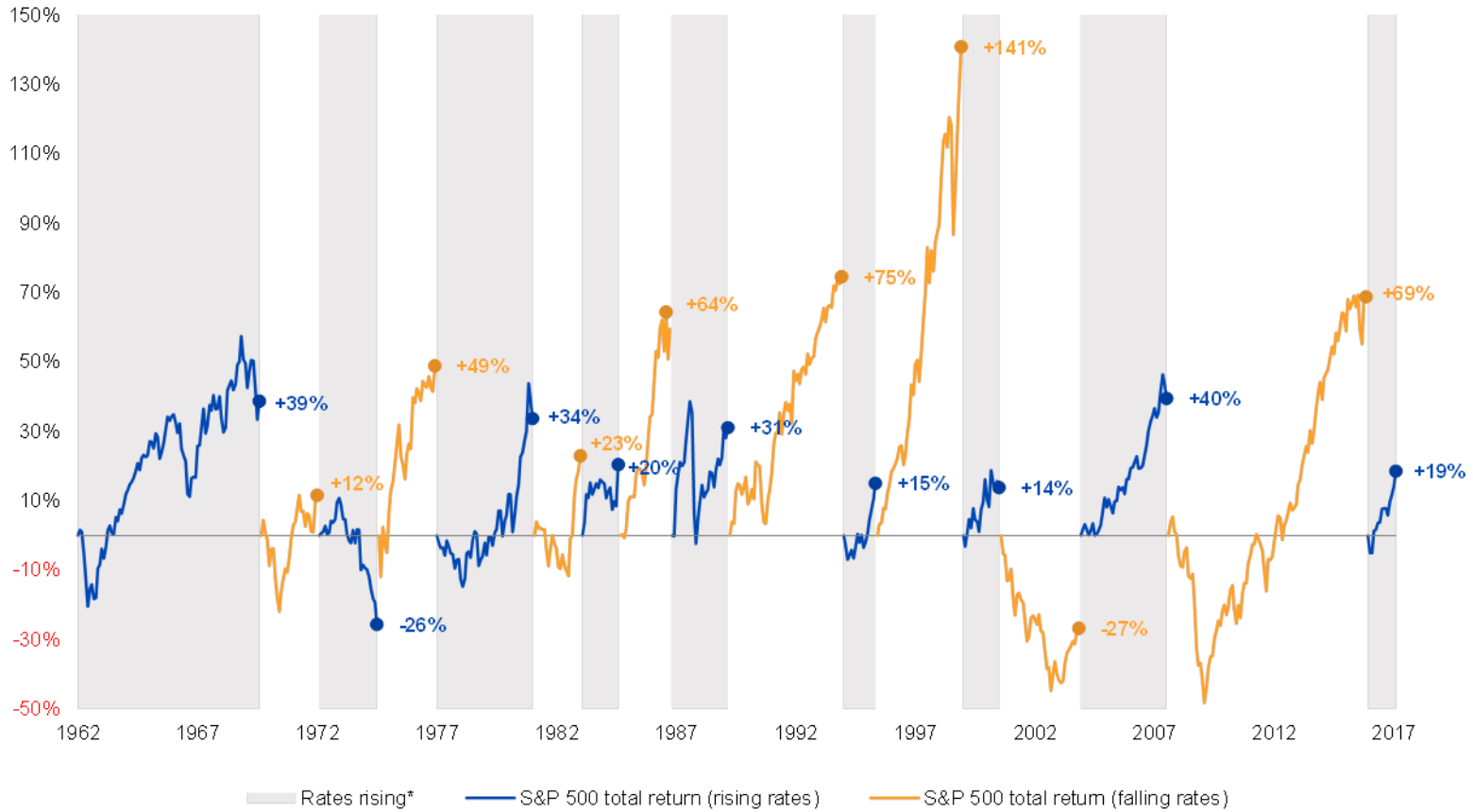
Tra le banche centrali più importanti, solo la Fed sta normalizzando i tassi in maniera attiva



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg

Gli aumenti dei tassi non sempre colpiscono negativamente i mercati

Periodi di aumento dei tassi di interesse e rendimenti del mercato azionario (nominale, indici) negli Stati Uniti



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg

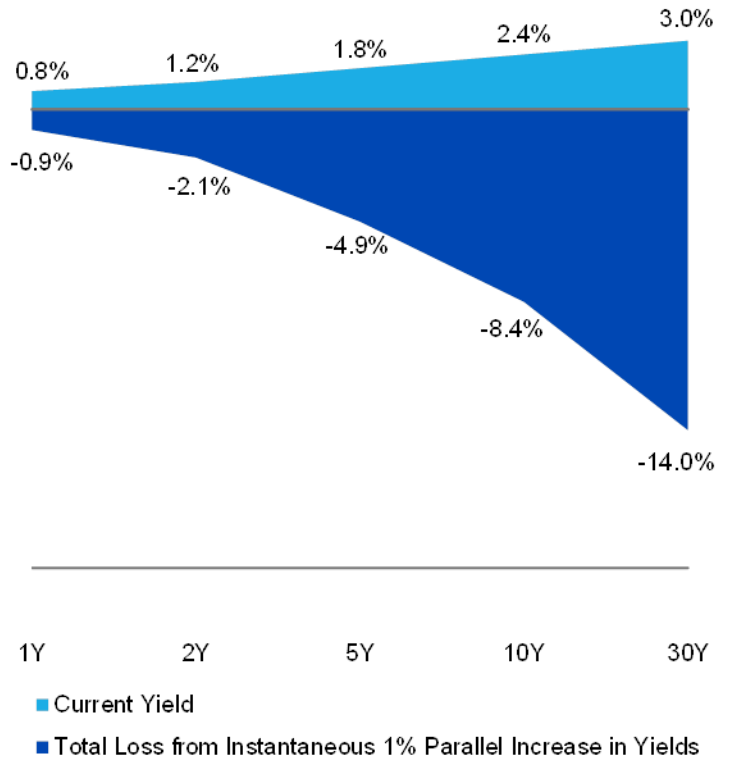
- Il "rialzo dei tassi" riflette l'inizio di un ciclo di rialzo tassi fino al punto in cui iniziano a diminuire. Il periodo potrebbe includere momenti in cui i tassi di interesse sono stabili. Lo stesso vale per i periodi "di ribasso dei tassi".
- I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri
- I rendimenti dell'indice S&P 500 sono mostrati in valuta locale su base total return (netto)

Potenziale Rischio nelle Obbligazioni: l' "*Iceberg*"

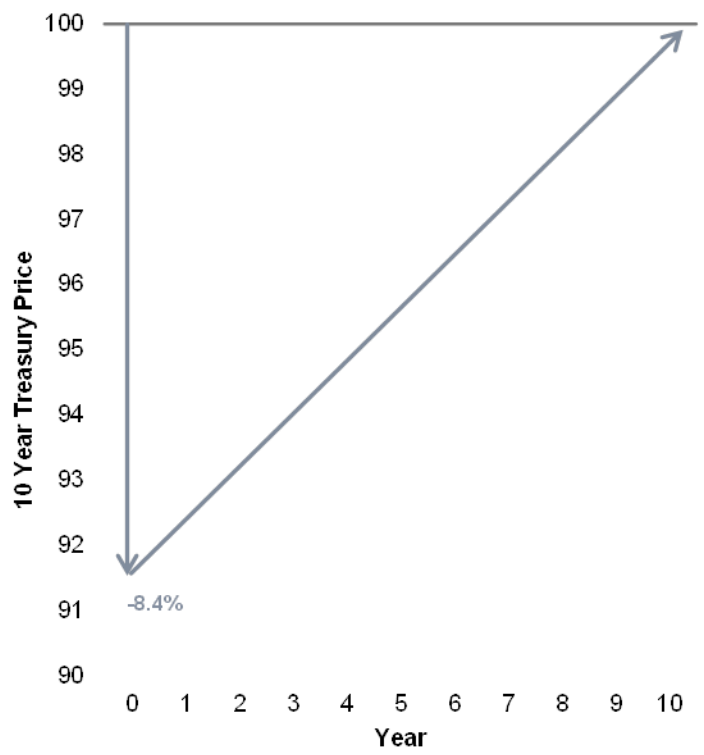
Piccoli incrementi nel rendimento delle obbligazioni possono provocare significative perdite in conto capitale per gli investitori

Le obbligazioni governative non preservano la ricchezza reale nel lungo termine

Rendimento US Treasury vs perdita per rialzo rendimenti



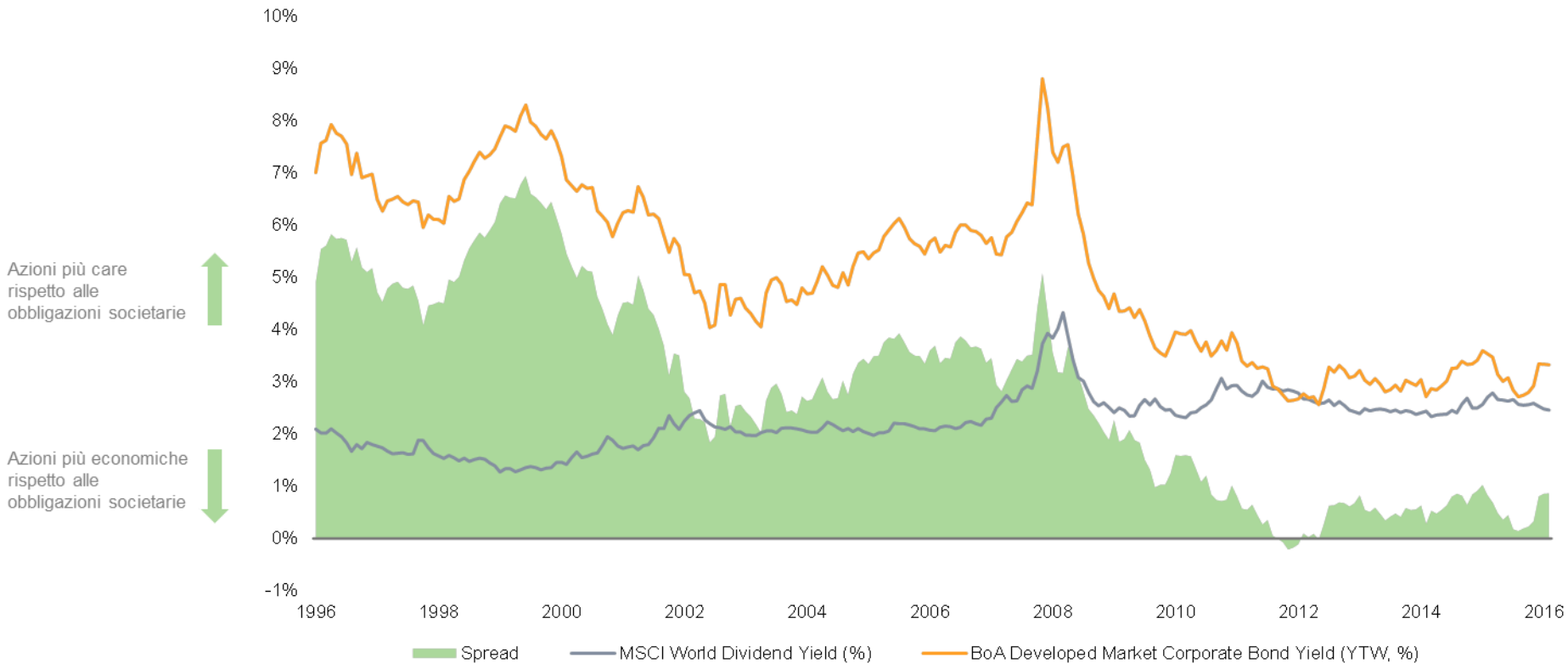
Andamento dei Treasury a fronte di uno shock sui tassi



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg
Dati al 31 gennaio 2017
I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri

Azioni: più interessanti rispetto alle obbligazioni?

Lo spread tra i rendimenti dei dividendi e i rendimenti obbligazionari si è ridotto in maniera significativa nel corso degli ultimi 20 anni: su base relativa, le azioni sono più economiche delle obbligazioni



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg

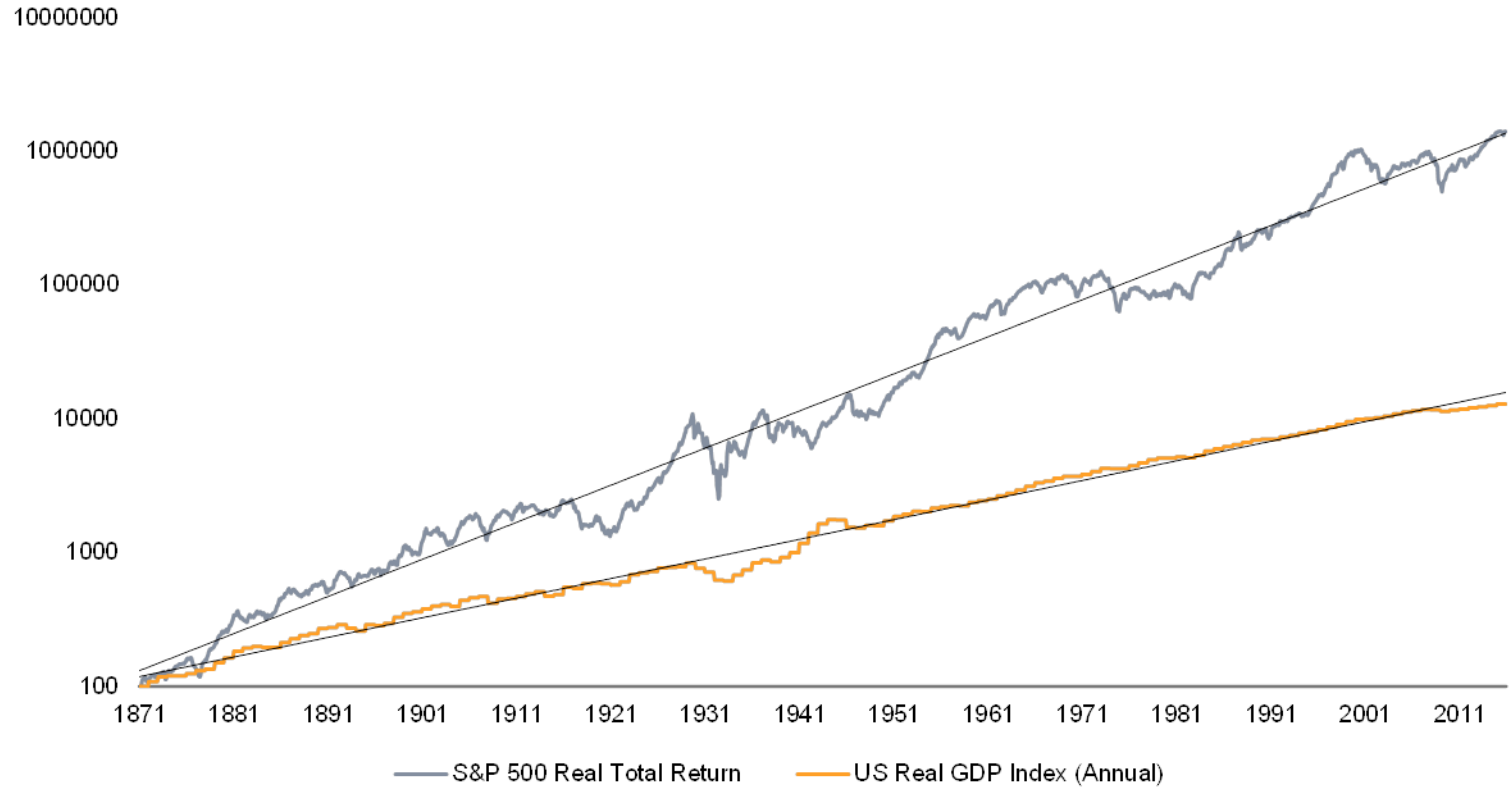
Note:

- Dati dal 31/12/1996 al 31/01/2017.
- Gli indici utilizzati sono MSCI World USD e BoAML Developed Markets US Corporate Index
- Lo "Yield to Worst" è una stima del rendimento più basso che ci si può aspettare di guadagnare da un bond "callable" quando si tiene fino a scandenza

Nel lungo termine la crescita è la norma…

Qualunque cosa accada nel breve termine, la storia dimostra che in termini reali crescita economica e rendimenti positivi del mercato azionario sono la norma nel lungo termine

PIL e total return del mercato azionario degli Stati Uniti: rettificati all'inflazione, indici, scala logaritmica



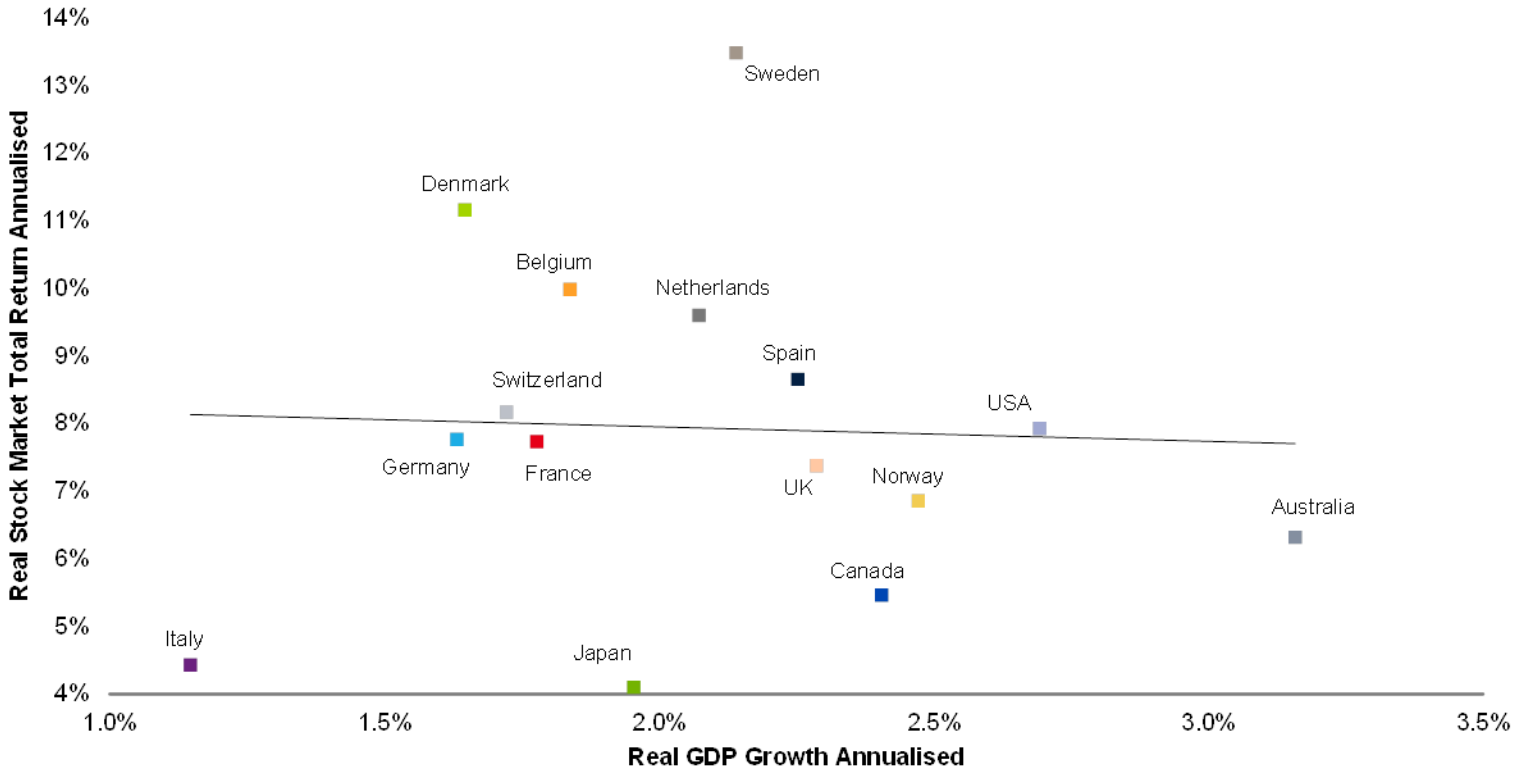
Fonti: Robert Shiller, Measuring Worth, Datastream, Rothschild & Co

- I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri

…ma un PIL più alto non implica sempre rendimenti migliori

Nel corso degli ultimi 35 anni, vi è stata poca evidenza di un collegamento tra la performance relativa delle principali economie e i mercati azionari locali corrispondenti

Crescita reale PIL vs. rendimenti reali mercato azionario annualizzati

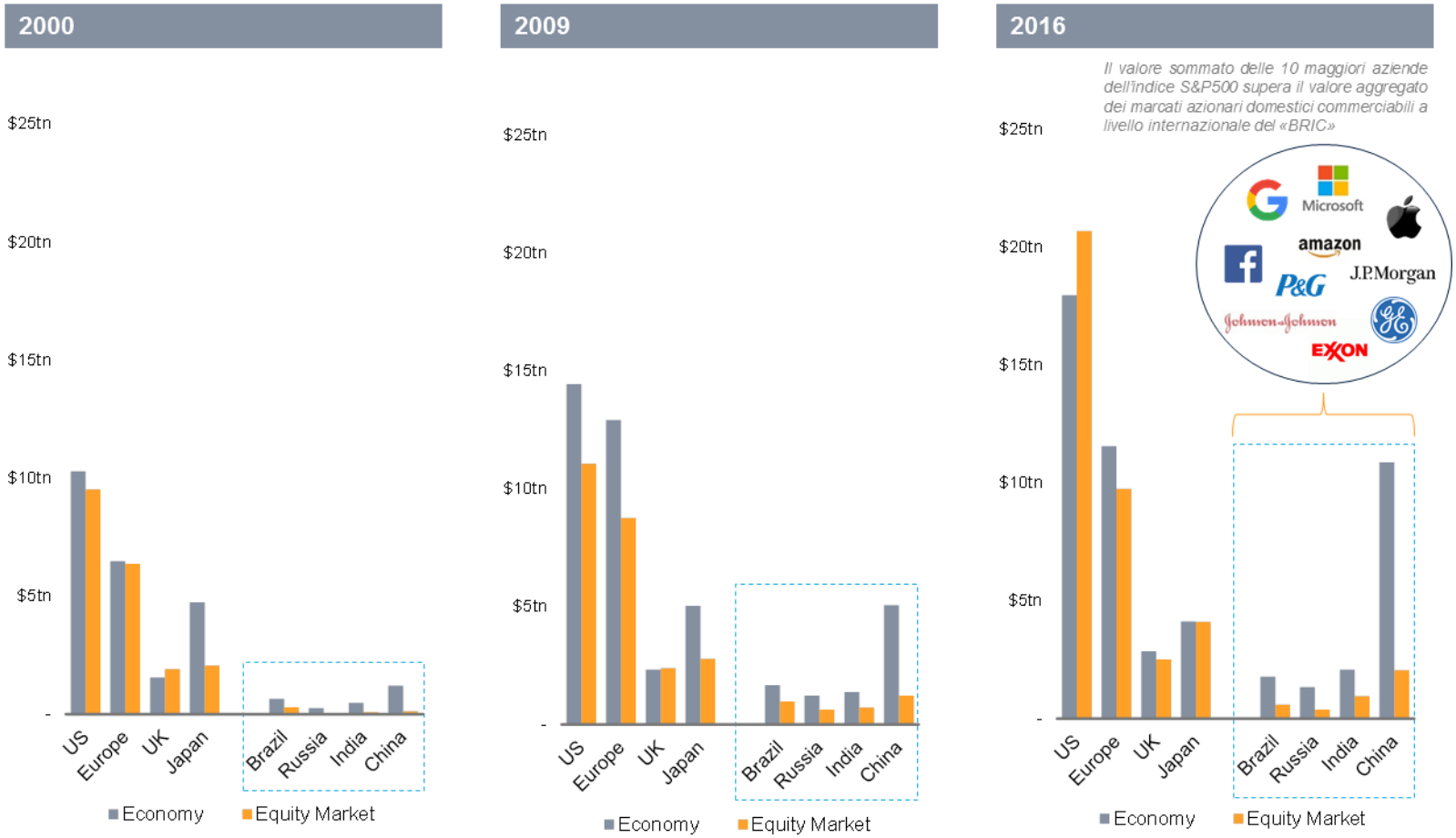


Fonti: Rothschild & Co, MSCI, Datastream

- I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri
- Dati dal 31 dicembre 1980 al 31 dicembre 2015

Mercati azionari paesi emergenti – possibilità di crescita

Negli ultimi 15 anni, le economie emergenti hanno contribuito in maniera più consistente alla crescita del PIL globale rispetto alla capitalizzazione di borsa



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg, World Bank

Note:

- Le performance passate non sono indicative di quelle future.

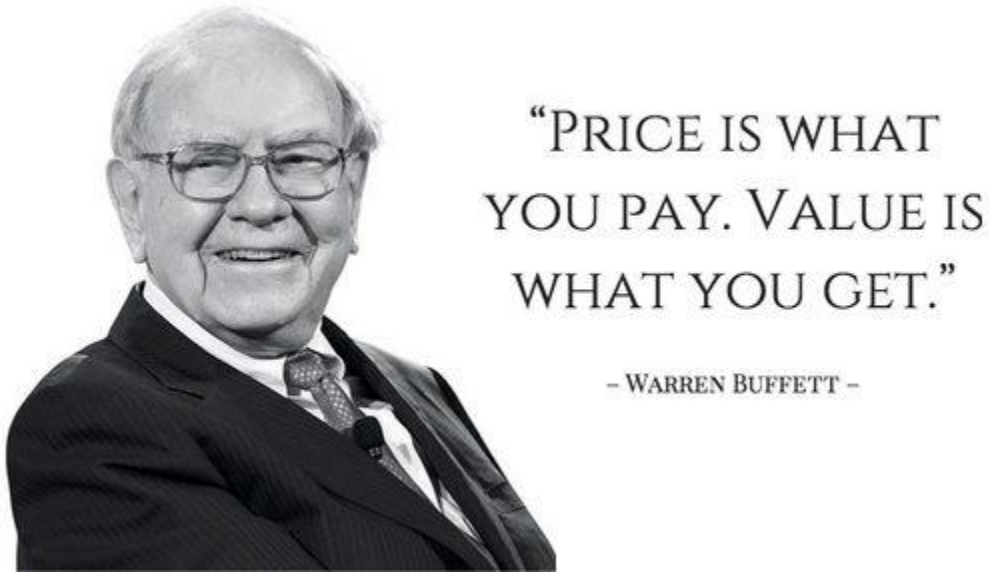
2. L'Approccio "Value"

L'Approccio "Value" - Definizione

Value investing

- L'approccio "value" ha lo scopo di individuare i titoli che hanno un prezzo particolarmente scontato rispetto al loro valore intrinseco.

- Il *value investing* sfrutta la differenza tra il valore che il mercato attribuisce all'impresa (prezzo espresso dalle quotazioni di Borsa) e il valore intrinseco della società quotata.



Rendimenti classi di attività

La natura a mosaico della tabella mostra le difficoltà nell'*asset allocation* tradizionale e nell'approccio *top-down*

Total return negli anni									
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EM Equities 39.8%	Gov Bonds 9.1%	EM Equities 79.0%	REITS 27.6%	REITS 7.3%	REITS 20.1%	DM Equities 27.4%	REITS 27.1%	REITS 2.3%	HY Bonds 15.6%
Commods 16.2%	Cash 4.1%	HY Bonds 57.7%	EM Equities 19.2%	EM Debt 7.0%	HY Bonds 19.2%	Hedge Fds 9.7%	Gov Bonds 8.1%	Govt Bonds 1.4%	Commodities 11.8%
Hedge Fds 12.6%	IG Bonds (5.1)%	EM Debt 34.2%	Commods 16.8%	Gov Bonds 5.5%	EM Equities 18.6%	HY Bonds 6.5%	IG Bonds 7.6%	EM Debt 1.3%	EM Equities 11.6%
DM Equities 9.6%	EM Debt (14.8)%	DM Equities 30.8%	HY Bonds 15.1%	IG Bonds 4.8%	EM Debt 17.9%	REITS 3.2%	DM Equities 5.5%	Cash 0.4%	EM Debt 9.9%
Cash 5.7%	Hedge Fds (19.1)%	REITS 27.4%	EM Debt 12.8%	HY Bonds 3.6%	DM Equities 16.5%	Cash 0.4%	EM Debt 4.8%	IG Bonds (0.2)%	REITS 9.3%
Gov Bonds 5.6%	HY Bonds (25.2)%	Commods 18.9%	DM Equities 12.3%	Cash 0.4%	IG Bonds 10.9%	Gov Bonds 0.1%	Hedge Fds 4.1%	DM Equities (0.3)%	DM Equities 8.2%
EM Debt 5.2%	Commods (35.6)%	Hedge Fds 18.6%	Hedge Fds 10.9%	Hedge Fds (2.5)%	Hedge Fds 7.7%	IG Bonds 0.1%	HY Bonds 2.6%	HY Bonds (0.7)%	IG Bonds 6.2%
IG Bonds 3.2%	REITS (37.3)%	IG Bonds 16.6%	IG Bonds 7.2%	DM Equities (5.0)%	Gov Bonds 4.5%	EM Equities (2.3)%	Cash 0.3%	Hedge Funds (3.6)%	Govt Bonds 3.9%
HY Bonds 2.0%	DM Equities (40.3)%	Cash 1.4%	Gov Bonds 3.6%	Commods (13.3)%	Cash 0.8%	EM Debt (4.1)%	EM Equities (1.8)%	EM Equities (14.6)%	Hedge Funds 2.5%
REITS (17.8)%	EM Equities (53.2)%	Gov Bonds 1.0%	Cash 0.5%	EM Equities (18.2)%	Commods (1.1)%	Commods (9.5)%	Commods (17.0)%	Commodities (24.7)%	Cash 1.1%

Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg, DataStream

Note

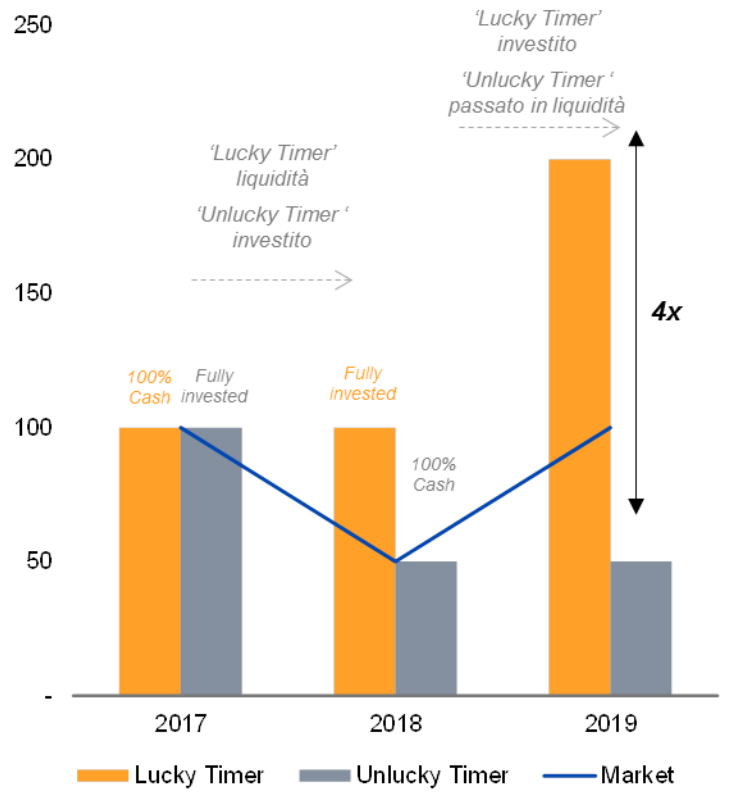
- I rendimenti passati non sono indicativi delle performance future.
- Gov Bonds: Barclays Global Agg Treasuries; HY Bonds: Barclays Global High Yield; EM Debt: Barclays Emerging Markets (USD); IG Bonds: Barclays Global Agg Corporates; Commods: Bloomberg Commodity Index; REITS: FTSE NAREIT All REITS; DM Equities: MSCI World; EM Equities: MSCI Emerging Markets; Hedge Fds: HFRX Global Hedge Fund Index; Cash: JP Morgan Cash Indices 3 Month USD
- Gli Indici mostrano il total return, lordo, in USD o hedged USD
- Dati al 31 dicembre 2016

I pericoli del *market timing*

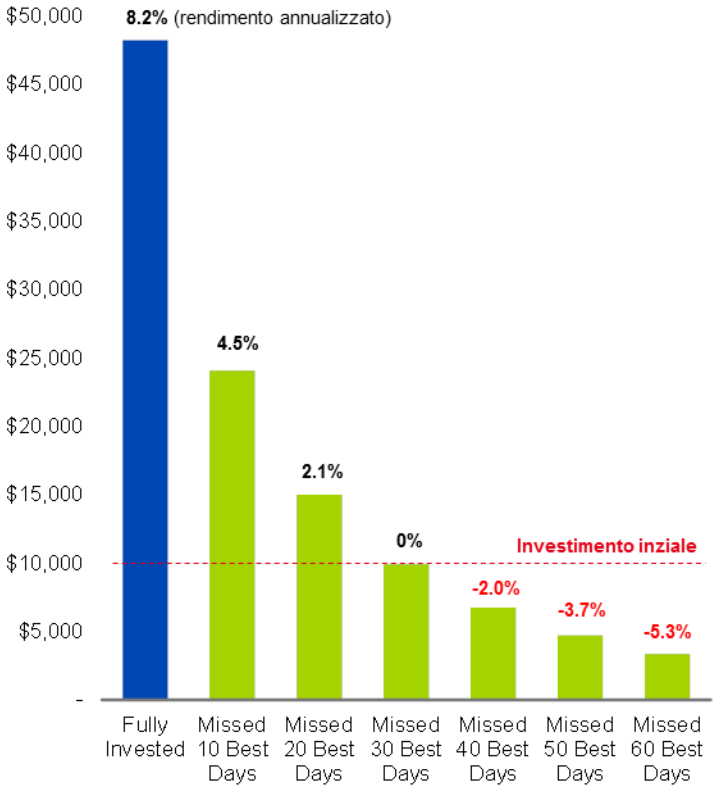
Se si perde il 50% del capitale, è necessario un recupero del 100% per tornare al punto di partenza. Se si vende dopo la perdita, e un recupero avviene, non si rientra dall'investimento

Dopo solo due decisioni di acquisto/vendita e con un mercato praticamente invariato rispetto all'inizio, il patrimonio del 'Lucky Timer' è 4 volte quello del 'Unlucky Timer'

Market timers



Rendimento S&P 500: dal 1/1/1996 al 31/12/2015



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg, JPM

Note

- I rendimenti passati non sono indicativi delle performance futuri.
- I rendimenti dell' S&P 500 sono mostrati al lordo delle commissioni.

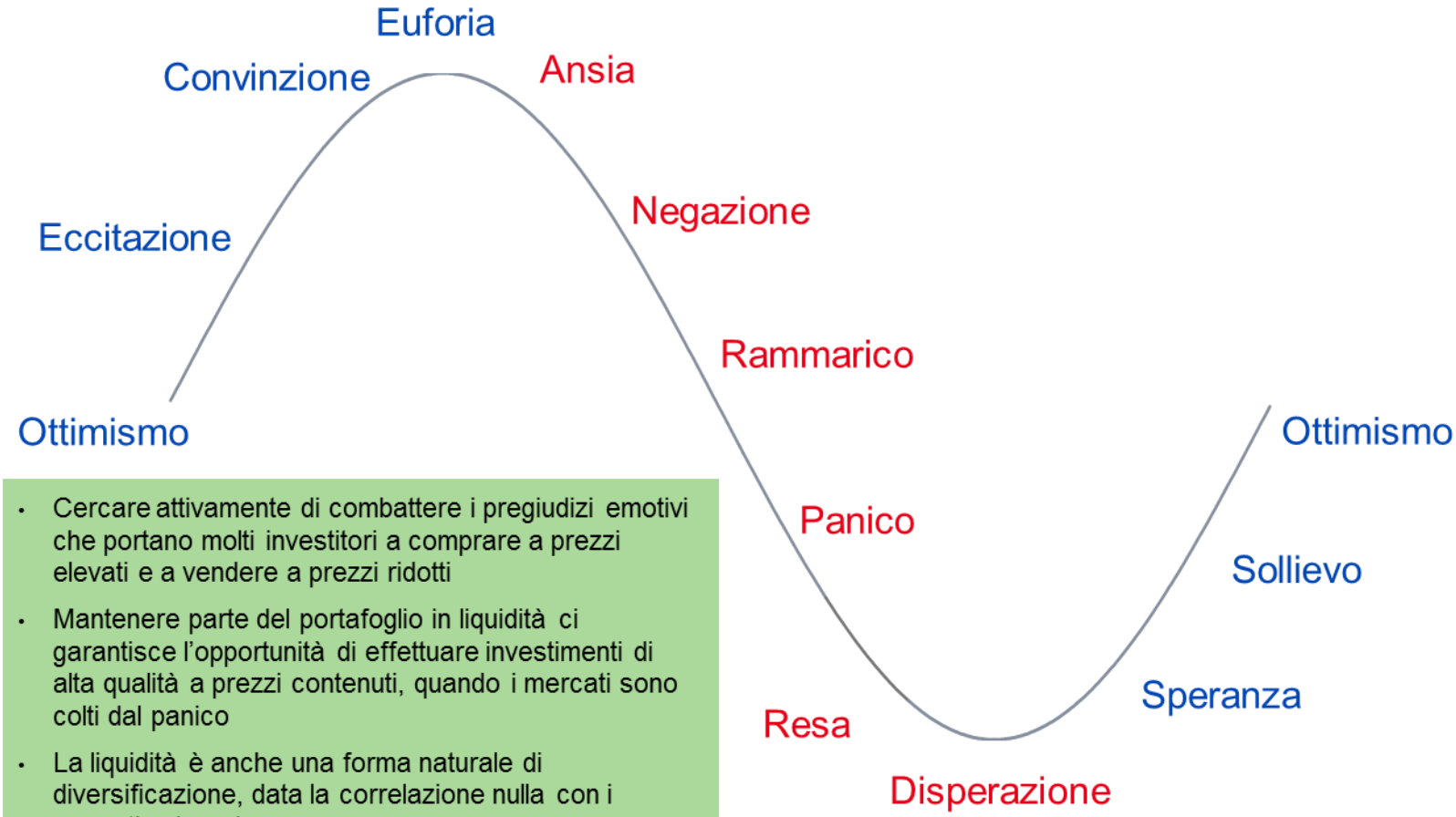
Cicli Emotivi e Valore della Liquidità

Controcorrente

"Time in the market", non "timing the market"

"La liquidità è per il business come l'ossigeno è per l'individuo: non ci si pensa quando è presente, è l'unica cosa in mente quando è assente."

Warren Buffett,
Berkshire Hathaway



- Cercare attivamente di combattere i pregiudizi emotivi che portano molti investitori a comprare a prezzi elevati e a vendere a prezzi ridotti
- Mantenere parte del portafoglio in liquidità ci garantisce l'opportunità di effettuare investimenti di alta qualità a prezzi contenuti, quando i mercati sono colti dal panico
- La liquidità è anche una forma naturale di diversificazione, data la correlazione nulla con i mercati azionari

Fonte: Rothschild & Co

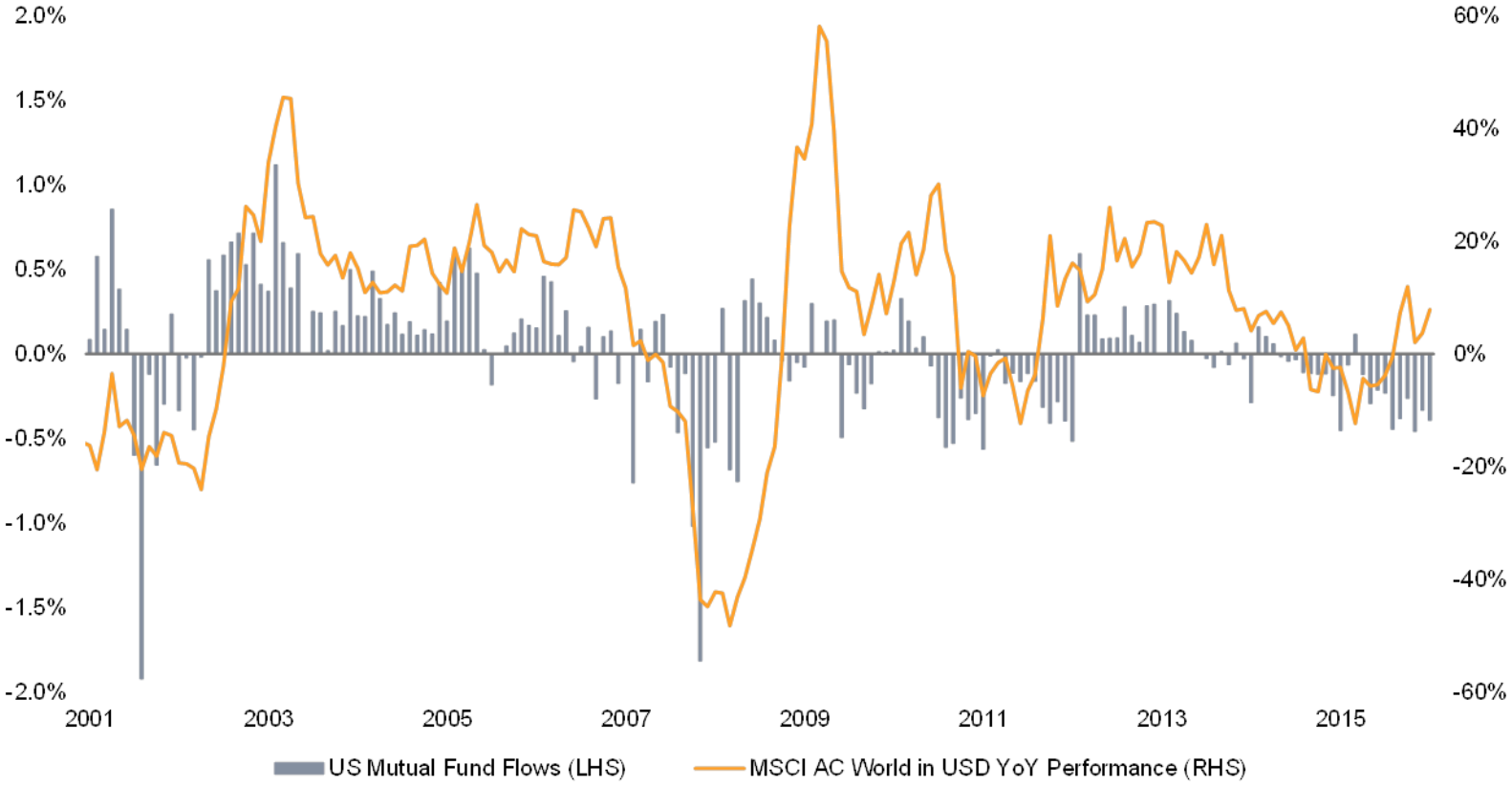
Comportamento Irrazionale degli Investitori

Con il senno di poi, si può notare che gli investitori tendono a basare le proprie decisioni di investimento sull'andamento di mercato di breve termine

"Ci sono due tipologie di investitori: quelli che sanno di non poter guadagnare dal market timing, e quelli che non sanno di non poterlo fare"

Terry Smith, fund manager

Flussi fondi comuni statunitensi e rendimento dell'azionario globale a confronto



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg, Investment Company Institute

I flussi dei fondi comuni statunitensi rappresentano i flussi di cassa netti che entrano nei fondi comuni azionari statunitensi, sono mostrati mensilmente dal 31 Dicembre 2001 al 31 Dicembre 2016. Il rendimento totale sulle azioni è misurato come la variazione percentuale anno su anno nel MSCI All Country World Daily Total Return Index. I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

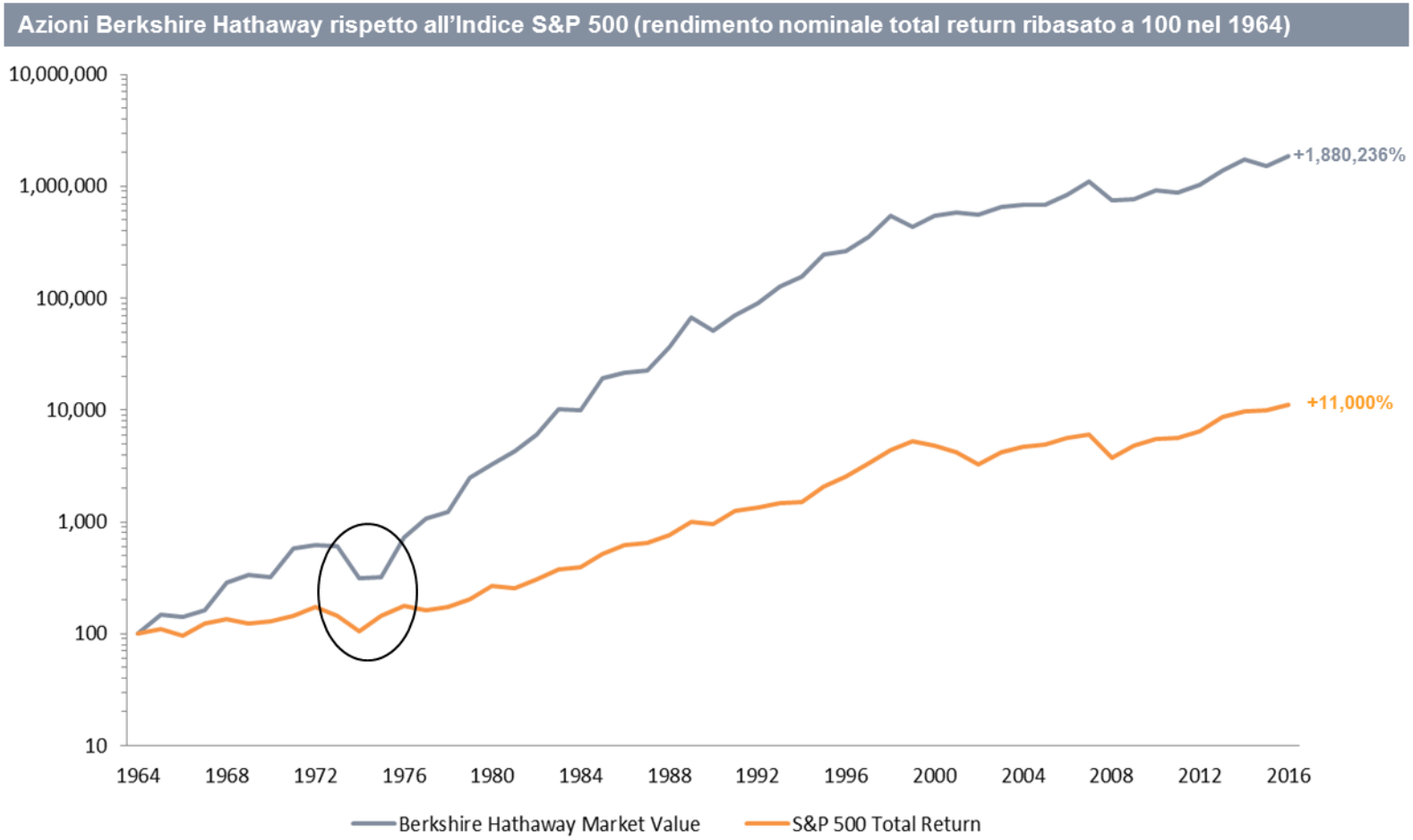
Eliminereste il Gestore?

L'importanza di un approccio all'investimento disciplinato e paziente

	Gestore X	S&P 500
1972	+8.1%	+18.9%
1973	-2.5%	-14.8%
1974	-48.7%	-26.4%
1975	+2.5%	+37.2%
Total Return 1972 - 1975	**-44.6%**	**+2.3%**

Fonte: Berkshire Hathaway
I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri

Un Confronto di Lungo Termine



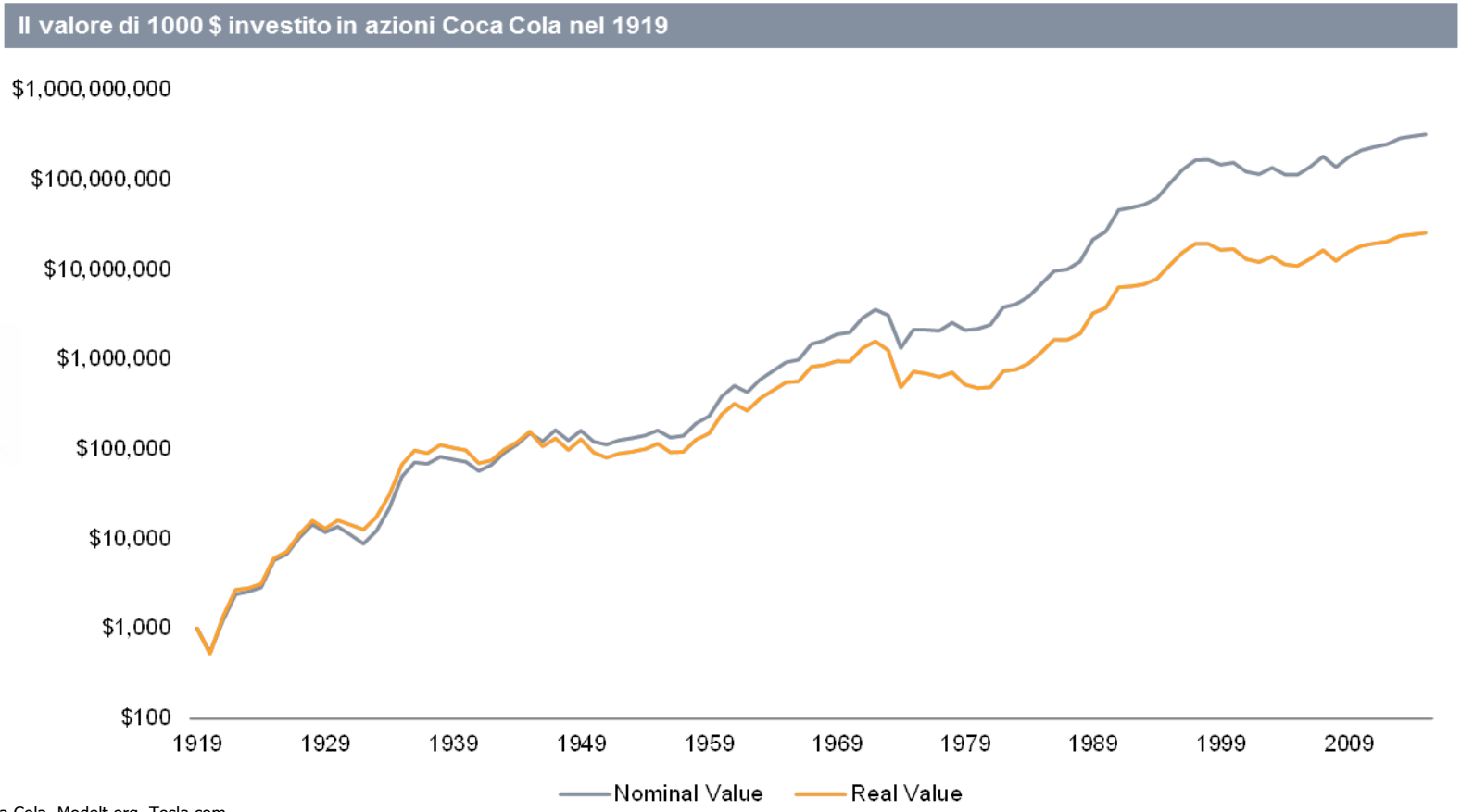
Fonte: Berkshire Hathaway
I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri

Quasi un secolo di mercato - Coca Cola

Un investitore che avesse acquistato 1,000 $ di azioni Coca Cola nel 1919, oggi possiederebbe 320 milioni di dollari di azioni o 25 milioni al netto dell'inflazione

Prospettiva:

Con 1000 dollari si sarebbero potute comprare due Ford Model T nel 1919. Oggi, con 320 milioni di dollari si potrebbero comprare oltre 4000 Tesla Model S



Fonti: Rothschild & Co, Bloomberg, Coca Cola, Modelt.org, Tesla.com

Note

- I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.
- Le informazioni qui riportate non rappresentano una sollecitazione o una raccomandazione
- I rendimenti prevedono che i dividendi siano reinvestiti in azioni Coca Cola.
- Rendimenti a dicembre 2015.

3. La Selezione dei Titoli secondo l'Approccio *Bottom-Up*

Il Processo Dietro le Quinte

Decidiamo come investire selezionando le opportunità di investimento singolarmente con un'analisi bottom-up

Ricerca delle opportunità	• Analisi dei mercati globali alla ricerca di nuove opportunità di investimento • Analisi meticolosa delle opportunità in linea con la nostra filosofia • Decisione finale sulla possibilità di acquisto e del relativo prezzo target
Visione nel contesto	• Quali benefici può portare il nuovo investimento al portafoglio? • Qual è l'esposizione ottimale?
Analisi del quadro economico	• Fornisce un riferimento per individuare rischi ed opportunità • E' analizzato dal nostro Comitato Globale degli Investimenti • Permette una visione che va oltre le fluttuazioni di breve periodo
Altri punti chiave	• Assenza di un'allocazione limitata a determinate aree o classi di investimento • Selezione di un numero contenuto e stabile di investimenti • Ampia esposizione individuale negli investimenti che reputiamo migliori • Giusta combinazione di investimenti diretti in titoli e fondi specializzati

Che Cosa Cerchiamo per Investire - 1

Le caratteristiche comuni	• Bilanci solidi, debito contenuto e ampi flussi di cassa • Elevati rendimenti sul capitale investito • Investimento ben piazzato per godere di un aumento del prezzo e battere l'inflazione • Possibilità di reinvestire gli utili ad un tasso interessante • Resilienza nel tempo • Prospettive di lungo termine allettamenti
Le fonti di un vantaggio competitivo sostenibile	• Forti brand • Effetto network in cui 'il vincitore prende tutto' • Ampie barriere legali e brevetti • Economie di scala • Alti costi di sostituzione per i consumatori

Che Cosa Cerchiamo per Investire - 2

"Meglio acquistare una fantastica società a buon prezzo piuttosto che una buona società ad un fantastico prezzo"

Warren Buffett

Che cosa cerchiamo in una società per investire?

1) Business

- Un vantaggio competitivo sostenibile, grazie a forti brand, ampie barriere legali e brevetti, economie di scala e alti costi di sostituzione per i consumatori
- Bilanci solidi, ampli flussi di cassa, elevati rendimenti sul capitale investito

2) Management

- Team eccezionale

3) Prezzo

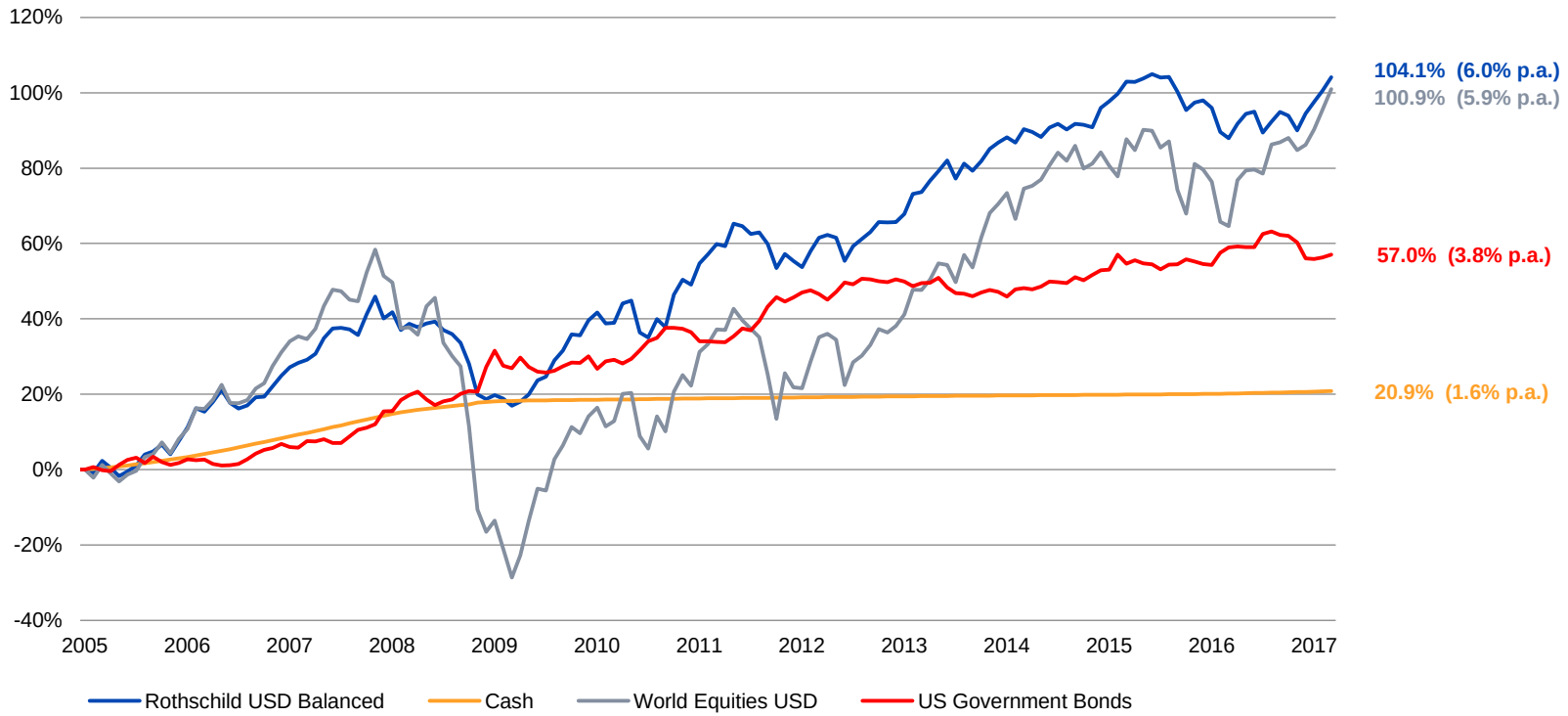
- Acquisto a una valutazione ragionevole

I **SETTORI** in cui investiamo vengono scelti in base al contesto economico e alle prospettive di crescita, tenendo conto della valutazione espressa dal mercato finanziario.

4. Dalla Teoria alla Pratica

Portafoglio Bilanciato Rothschild – Performance Storica

Il nostro obiettivo è generare rendimenti reali superiori minimizzando la volatilità



Performance	Volatilità	Maggior Drawdown
Rothschild USD Balanced	**7.2%**	**-19.9%**
World Equities USD	15.7%	-54.9%

Fonti: Rothschild, Bloomberg

Note:

1. I dati mostrati rappresentano i rendimenti total return in Euro dal 31 Dicembre 2004 al 28 Febbraio 2017. I rendimenti del portafoglio sono al lordo delle commissioni e si riferiscono ad un portafoglio con circa il 65% di azionario.
2. I rendimenti della liquidità (Cash) si riferiscono all'indice Total Return per l'USD Libor 1 Mese; i rendimenti dell'azionario fanno riferimento all'indice MSCI World TR in USD
3. I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Informazioni Importanti

Questo documento è prodotto da Rothschild unicamente a titolo informativo e ad uso esclusivo del destinatario dello stesso. Salvo quanto specificatamente concordato da Rothschild per iscritto, questo documento non può essere copiato, riprodotto, distribuito o trasmesso, in tutto o in parte, a qualsiasi altra persona. Questo documento non costituisce una raccomandazione personale né un'offerta o un invito ad acquistare o vendere titoli o altri prodotti bancari o di investimento. Niente di quanto presente in questo documento costituisce consulenza in materia di investimenti, legale, contabile o fiscale.

Il valore e il rendimento degli investimenti possono essere soggetti sia a diminuzioni che ad aumenti ed è possibile non recuperare l'importo dell'investimento iniziale. I rendimenti passati non rappresentano un indicatore dei possibili rendimenti futuri. Investire per ottenere un rendimento significa accettare del rischio: le aspettative sulla performance non sono e non possono essere garantite. In caso di cambiamento delle proprie aspettative in termini di obiettivi di investimento e/o tolleranza al rischio e ai rendimenti, si prega di contattare il proprio consulente. Se un investimento comporta un'esposizione a una divisa estera, le variazioni relative al tasso di cambio possono causare diminuzioni o aumenti del valore e del rendimento dell'investimento. La generazione di reddito può essere ottenuta a discapito della crescita del capitale. I rendimenti del portafoglio saranno considerati su base "total return", ossia composti da due parti: l'apprezzamento/deprezzamento del capitale come riflesso nei prezzi degli investimenti in portafoglio e il reddito fisso generato dagli stessi attraverso dividendi e cedole. I singoli investimenti citati in questo documento sia a titolo d'esempio che come parte di portafogli gestiti reali hanno valore puramente illustrativo e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Come per il resto di questo documento, essi non devono essere considerati come una sollecitazione o raccomandazione a investimenti singoli.

Sebbene le informazioni e i dati qui presenti siano stati ottenuti da fonti ritenute attendibili, nessuna garanzia – implicita o esplicita – è o sarà fornita in merito alla loro completezza o esattezza e nessuna responsabilità è o sarà accettata da Rothschild, salvo in caso di frode, in merito o in relazione alla correttezza, accuratezza o completezza del presente documento o delle informazioni che costituiscono la base dello stesso o per qualsiasi affidamento fatto su questo documento da chiunque. In particolare, nessuna dichiarazione o garanzia è fornita in merito al raggiungimento o alla ragionevolezza di eventuali proiezioni future, obiettivi, stime o previsioni contenute in questo documento. Inoltre, tutte le opinioni e i dati utilizzati nel presente documento sono soggetti a variazioni e modifiche senza preavviso.

Questo documento è distribuito in Italia da Rothschild Wealth Management (UK) Limited, Milan Branch. Quanto previsto per legge o da altre fonti normative può limitare la distribuzione di questo documento in alcune giurisdizioni. Di conseguenza, i destinatari di questo documento dovrebbero informarsi in merito e rispettare tutte le disposizioni di legge e regolamentari. A scanso di equivoci, né il presente documento né alcuna copia di esso possono essere inviati o portati negli Stati Uniti o distribuiti negli Stati Uniti o a persone statunitensi.

I riferimenti in questo documento a Rothschild sono da intendersi a una qualsiasi delle varie società che operano o svolgono attività commerciale con il nome Rothschild nel Rothschilds Continuation Holdings AG Group e non sono da intendersi relativi ad una specifica società Rothschild. Nessuna delle società Rothschild al di fuori del Regno Unito, né le società all'interno del Rothschild Trust Group sono autorizzate ai sensi del UK Financial Services and Markets Act 2000 e, di conseguenza, nel caso di servizi forniti da una di queste società, non sono applicabili le tutele previste per i clienti privati dalle norme UK, né può essere previsto alcun rimborso secondo il UK Financial Service Compensation Scheme.

Il Gruppo Rothschild comprende le seguenti società di Wealth Management e Trust (tra le altre):

Rothschild Wealth Management (UK) Limited, Milan Branch, Via Agnello, 5 – 20121 Milano, Italia. Iscritta all'Albo Consob n. 123. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority.

Rothschild Wealth Management (UK) Limited registrata in Inghilterra, No 4416252. Sede legale: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority.

Rothschild Bank (CI) Limited. Sede legale: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Autorizzata e regolamentata dalla Guernsey Financial Services Commission.

Rothschild Bank AG, sede legale: Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich, Switzerland. Autorizzata e regolamentata dalla Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.