

Analisi fondamentale e investimenti sostenibili

Gennaio 2020

Gestori, Team Global Emerging Markets (GEM) Fundamental



Austin Forey



Leon Eidelman



Amit Mehta



John Citron

“Esiste una e una sola responsabilità sociale delle imprese: utilizzare le proprie risorse e impegnarsi in attività progettate per migliorare i propri profitti fintanto che si rimane entro le regole del gioco, vale a dire, ci si impegna in una concorrenza aperta e libera, senza inganno e frode” Milton Friedman, Capitalism and Freedom, 1962.

La visione cinica dell'investimento sostenibile è sempre stata che la considerazione della sostenibilità porta a performance di investimento inferiori.

Le due domande più importanti qui sono, in primo luogo, come si definisce la sostenibilità e, in secondo luogo, quale è la prova, se davvero ce n'è una, che esistano tali compromessi?

Riteniamo che la prospettiva di Friedman sulla massimizzazione dei profitti rimanga intatta e l'inclusione di considerazioni sulla sostenibilità migliori la capacità di un'azienda di massimizzare effettivamente i profitti e, in definitiva, il valore a lungo termine per gli azionisti. L'orizzonte temporale è un aspetto cruciale in questo giudizio; più lungo è il nostro orizzonte di investimento, più è probabile che questa relazione duri.

Definire la sostenibilità

Al centro di ogni definizione di sostenibilità c'è la considerazione delle questioni ambientali, sociali e di governance (ESG). Siamo d'accordo che questi sono elementi importanti nel determinare la sostenibilità di qualsiasi attività commerciale ma non gli unici.

Una piena considerazione della sostenibilità di un'impresa deve considerare anche la sostenibilità del suo modello di servizio. Non c'è niente di sostenibile in un'azienda che non può realizzare, o non può sostenere, rendimenti superiori al suo costo del capitale; alla fine è improbabile che un'attività del genere diventi un business virtuoso.

Crediamo inoltre che la sostenibilità sia uno stato mentale e non qualcosa che si ottiene accidentalmente. Quando si interagisce con un'azienda si può facilmente capire se la stessa ha messo i fattori ESG al centro della propria pianificazione strategica. È improbabile che le aziende che non riescono a farlo offrano rendimenti dignitosi ai propri azionisti nel lungo termine.

Infine, dobbiamo constatare come spesso il giudizio su ciò che costituisce un investimento sostenibile ha molti differenti stakeholders ed è importante che le opinioni dei nostri investitori siano prese in considerazione. In tal senso, l'investimento sostenibile richiede l'accettazione che il gestore escluda industrie o società che sono generalmente considerate come non sostenibili. La nostra esperienza è che i giudizi di professionisti degli investimenti e clienti raramente entrino in conflitto su questo tema.

In sintesi, definiamo un investimento sostenibile come:

- 1 La considerazione delle tematiche ESG come primo passo, ma non l'unico.
- 2 Un'analisi della sostenibilità in senso lato, inclusi i risultati finanziari del business.
- 3 Un giudizio sul fatto che le aziende stiano prendendo sul serio la sostenibilità in termini di strategia aziendale e attenzione del senior management.
- 4 L'esclusione di determinati settori e attività che noi o i nostri clienti consideriamo non sostenibili.

Perché non è un compromesso (1): aziende

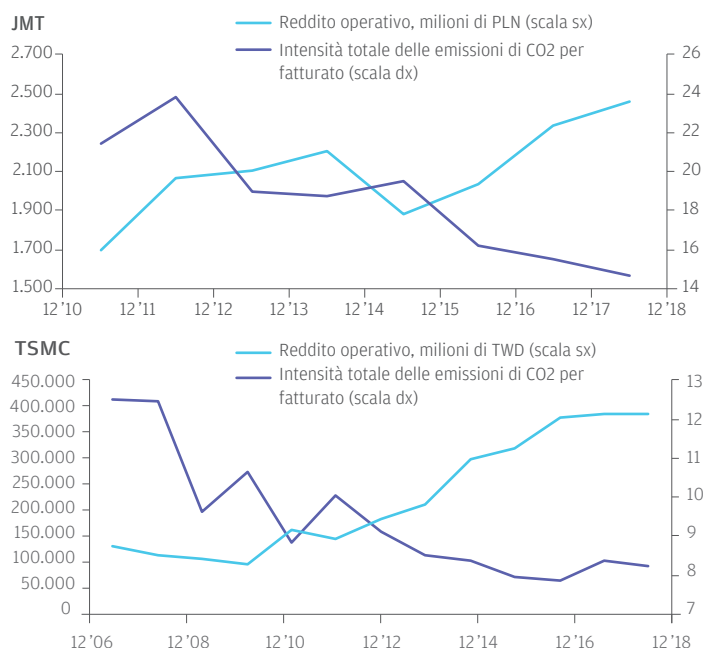
È sempre stata nostra opinione che perseguire la sostenibilità non richieda che un'azienda accetti costi più elevati o ricavi inferiori.

Un'azienda che si impegna a servire bene i propri clienti, a rendere il posto di lavoro un ambiente ideale in cui trovarsi e a supportare le comunità in cui opera dovrebbe avere una maggiore probabilità di essere un investimento migliore a lungo termine.

Le informazioni relative a società qui riportate sono fornite a solo scopo illustrativo ed esemplificativo e non sono da intendersi quali raccomandazioni di investimento.

In primo luogo, possiamo considerare due attività molto diverse come esempi. Jeronimo Martins, un rivenditore di prodotti alimentari con attività in Portogallo, Polonia e America Latina, e TSMC, il più grande produttore mondiale di semiconduttori. Ciò che lega le due società è che entrambe sono state in grado di ridurre costantemente l'intensità di carbonio delle loro attività continuando al contempo a far crescere i profitti (**GRAFICO 1**). Ridurre l'intensità energetica di un'organizzazione può avere implicazioni positive per i costi.

GRAFICO 1: JERONIMO MARTINS E TSMC REDDITO OPERATIVO ED EMISSIONI DI CO2 PER FATTURATO



Fonte: J.P. Morgan Asset Management, bilanci aziendali; dati a dicembre 2019. L'intensità di carbonio è calcolata come il totale delle tonnellate di emissioni di CO2 per ogni milione di vendite.

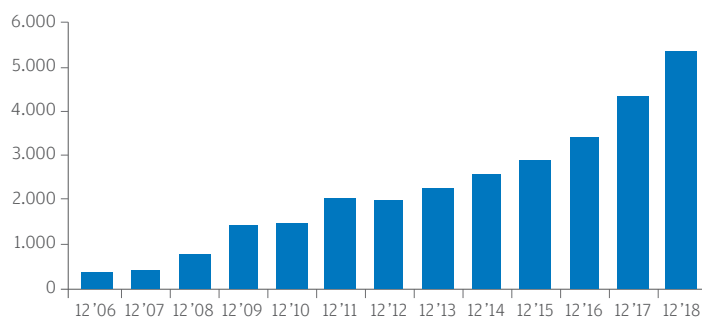
Un esempio simile potrebbe essere Anheuser-Busch Inbev, il più grande produttore di birra del mondo. Il management dell'azienda ha dichiarato che la stragrande maggioranza delle proprie iniziative ambientali e sociali genera un valore attuale netto (NPV) positivo. Questi non sono casi unici. Le nostre interazioni con le aziende evidenziano un tema ricorrente: le aziende con iniziative ben ponderate sulla sostenibilità ottengono un risultato economico positivo su questi progetti. I benefici per l'azienda non si fermano alla riduzione dei costi. C'è anche un'opportunità di guadagno per le aziende con un approccio strategico alla sostenibilità.

Il nostro team di ricerca ha recentemente condotto un'analisi dettagliata sul settore tessile in Asia e sulle considerazioni ESG reali che le aziende di questo settore devono affrontare. Lo studio ha evidenziato una società quotata sul listino di Hong Kong, la Shenzhou International, come un chiaro leader in materia di sostenibilità rispetto ai suoi competitor del settore sulla base dei dati a dicembre 2019. Il trattamento dei lavoratori è una delle questioni di sostenibilità più rilevanti nel settore. In base ai dati disponibili, Shenzhou International si è distinta per avere accordi più flessibili sull'orario di lavoro, pause più frequenti, migliori strutture residenziali e di intrattenimento e un compenso più

equo. È emersa come leader anche su questioni ambientali come l'utilizzo dell'acqua. Oltre a questo punto di forza Shenzhou International è anche leader nel modo in cui pensa alla sostenibilità economica. Ha una forte cultura di ricerca e sviluppo (R & S), ed è stata la sua ricerca in nuove tecnologie che ha prodotto una nuova tecnica di produzione che si è rivelata uno dei fattori chiave della gamma di calzature Flynit di Nike. Il metodo pionieristico di produzione, tessitura della scarpa da un filo continuo invece di cucire insieme pezzi di tessuto separati ha creato un prodotto di successo con prestazioni atletiche migliori ed uno spreco di materiale ridotto dell'80%.

Il focus di Shenzhou su considerazioni ESG ha consentito all'azienda di conquistare clienti importanti come Nike e Adidas poiché anche queste aziende si preoccupano sempre più della sostenibilità delle proprie catene di approvvigionamento. Il suo obiettivo sulla sostenibilità economica ha permesso di rinnovare continuamente la pipeline di prodotto, migliorare i rapporti con i clienti e continuare a migliorare il suo impatto ambientale. Questo è un chiaro esempio di come entrambi gli aspetti della sostenibilità - ESG ed efficienza economica - siano importanti e correlati. Il grafico sotto mostra l'andamento dei profitti di Shenzhou International negli ultimi dieci anni. L'attenzione dell'azienda alla sostenibilità ha avuto solo implicazioni positive per gli utili.

GRAFICO 2: SHENZHOU INTERNATIONAL, UTILE NETTO, MILIONI DI HKD



Fonte: J.P. Morgan Asset Management, bilanci aziendali; dati a dicembre 2019.

Più in generale, poiché i clienti si preoccupano sempre più di queste problematiche, le imprese che non si adeguano, rimarranno indietro. Questa verità è senza tempo. Già nel 1973 Peter Drucker scrisse: "C'è solo una valida definizione di obiettivo aziendale: creare un cliente. . . . è il cliente che determina cos'è un'azienda. È solo il cliente con la sua disponibilità a pagare per un bene o per un servizio che trasforma le risorse economiche in ricchezza, le cose in beni. . . . Il cliente è il fondamento di un'attività e la mantiene in vita. " Man mano che le preferenze dei clienti cambiano, anche le aziende devono cambiare se vogliono prosperare. Dal lato opposto di questi due esempi ci sono le perdite subite dagli azionisti di imprese che non sono riuscite a gestire adeguatamente le questioni di sostenibilità. Nel 2011 un operatore di ristoranti in Cina, Ajisen, è stato oggetto di uno scandalo sulla sicurezza alimentare a causa della mancanza di controlli sulla catena di approvvigionamento (fonte: Ajisen Ramen, agosto 2011). L'azienda ha sofferto nel breve e nel lungo termine poiché il problema iniziale è stato aggravato dall'incapacità

Le informazioni relative a società qui riportate sono fornite a solo scopo illustrativo ed esemplificativo e non sono da intendersi quali raccomandazioni di investimento.

dell'azienda di fornire una risposta strategica adeguata. Questo è un esempio di come l'incapacità di mettere la sostenibilità al centro della strategia aziendale abbia conseguenze negative sui rendimenti a lungo termine. Il titolo è calato del 90% negli ultimi 8 anni (GRAFICO 3) e l'attività continua a generare vendite inferiori a quelle del 2011.

GRAFICO 3: PREZZO DEL TITOLO AJISEN



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; dati a dicembre 2019.

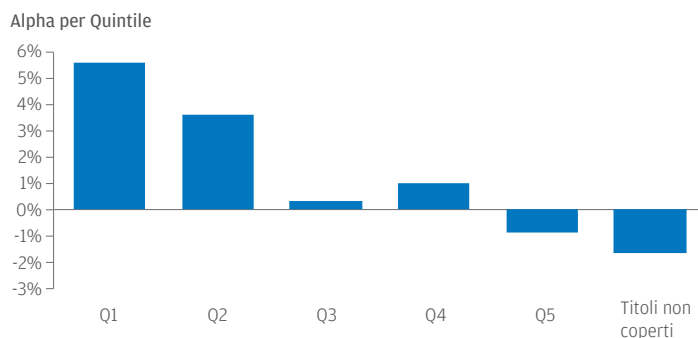
Forse l'esempio più famoso di disastro ambientale è stato quello causato dalla piattaforma Deepwater Horizon di BP (fonte: Bloomberg). In quell'anno la società ha registrato una perdita record e quasi un decennio dopo il prezzo delle azioni non è ancora riuscito a tornare al di sopra del livello precedente all'incidente. Nei Mercati Emergenti abbiamo recentemente riscontrato un problema simile quando una diga di contenimento di proprietà di Vale, una società mineraria brasiliana, è crollata uccidendo più di 100 persone (fonte: Reuters, febbraio 2019). Questo incidente ha portato a un maggiore controllo da parte delle autorità di regolamentazione e del governo e probabilmente vedrà un aumento sostanziale dei costi per l'azienda. Questi esempi mostrano che c'è un costo economico per chi ignora la sostenibilità.

Perché non è un compromesso (2): investitori

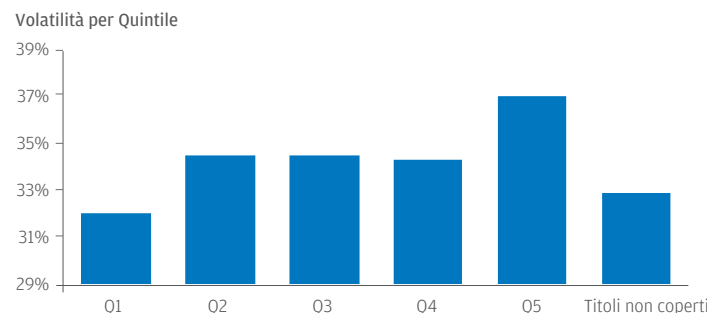
Sono ormai numerosi gli studi che dimostrano che l'inclusione di fattori sostenibili o aiuta a migliorare i rendimenti degli azionisti o quantomeno non li diminuisce. Questo risultato non dovrebbe essere una sorpresa viste le evidenze a livello aziendale che abbiamo già dimostrato.

Una nostra analisi interna sui titoli dei Mercati Emergenti mostra una conclusione simile. I nostri analisti coprono circa 1.000 titoli nei Mercati Emergenti e per ciascuno completano un questionario di profilazione del rischio composto da 98 domande, due terzi delle quali si riferisce a fattori ESG mentre un terzo si riferisce a questioni più ampie di sostenibilità economica. Da quando abbiamo iniziato a compilare questi dati, le aziende posizionate nel primo quintile hanno costantemente sovraperformato quelle appartenenti al quintile più basso, con un rischio inferiore (GRAFICO 4).

GRAFICO 4: PERFORMANCE E RISCHIO PER QUINTILE DI SOSTENIBILITÀ



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 31 ottobre 2019. Per il periodo febbraio 2013 - ottobre 2019. Q = quintile.



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati a partire da 31 ottobre 2019. Per il periodo ottobre 2013 - ottobre 2019. Q = quintile.

Ridurre lo specifico universo di investimento non vuol dire dover accettare compromessi se poi le imprese che rimangono sono, nel senso più ampio, imprese più sostenibili. L'idea che un universo più selettivo non diminuisca i rendimenti è quello che Warren Buffett ha sempre sostenuto riguardo alla sostenibilità economica, affermando che prima cerca di capire se può fare una stima delle prospettive economiche delle aziende a cinque o dieci anni e, se non può, "allora le elimina dall'universo di investimento immediatamente" (fonte: Reuters).

Noi utilizziamo un approccio simile, utilizzando i nostri filtri proprietari per includere considerazioni sia ESG che economiche.

Perché non è un compromesso (3): orizzonte temporale

Più lungo è l'orizzonte temporale come investitore, più è probabile che le questioni di sostenibilità abbiano un impatto positivo. Tipicamente cerchiamo di mantenere gli investimenti per almeno cinque anni, motivo per cui abbiamo sempre considerato la sostenibilità come un tema centrale nella nostra analisi degli investimenti. Come società di investimento dobbiamo anche riflettere questa visione a lungo termine nelle nostre interazioni con le aziende. Non possiamo concentrarci sulla prossima serie di risultati trimestrali o chiedere alle aziende un'analisi annuale. Se noi vogliamo che le aziende prendano decisioni strategiche a lungo termine, allora noi, come società di investimento e azionisti, dobbiamo interagire con le aziende in un modo tale da supportare tutto questo. Alcune aziende hanno già compiuto questo passo, ad esempio Unilever, sotto il precedente CEO Polman, ha deciso

Le informazioni relative a società qui riportate sono fornite a solo scopo illustrativo ed esemplificativo e non sono da intendersi quali raccomandazioni di investimento.

di non farsi troppo influenzare dalla dinamica degli utili e dalla rendicontazione trimestrale.

Conclusione

Non c'è conflitto tra il punto di vista di Friedman, che sostiene che la massimizzazione del profitto dovrebbe essere l'unico obiettivo per le aziende e un focus sulla sostenibilità. La considerazione della sostenibilità, a lungo termine, fornirà alle aziende spunti vincenti per la loro attività. Questo a sua volta determinerà valore per quegli azionisti i cui orizzonti temporali sono allineati alle strategie delle società in cui investono. Noi crediamo che, come società di investimento, sia nostro compito ottenere i rendimenti ponderati per il rischio più interessanti offerti dalle imprese con business più sostenibili.

AUTORE: AMIT MEHTA

Strategia Global Emerging Markets Sustainable

Gli investitori possono accedere all'approccio di investimento sostenibile del team azionario dei Mercati Emergenti di J.P. Morgan Asset Management tramite la strategia Global Emerging Markets Sustainable. In questa strategia, escludiamo industrie e attività non sostenibili e investiamo nelle società che i nostri analisti hanno identificato come leader in questo campo o che stanno dimostrando di migliorare le caratteristiche di sostenibilità.

Come investitori a lungo termine supportiamo le aziende che implementano cambiamenti strutturali ad impatto positivo.

MATERIALE DESTINATO SOLAMENTE AI CLIENTI PROFESSIONALI. È PERTANTO VIETATA LA SUA DIFFUSIONE CON QUALSIASI MEZZO PRESSO IL PUBBLICO.

Questo materiale è di tipo promozionale e pertanto le opinioni ivi contenute non sono da intendersi quali consigli o raccomandazioni ad acquistare o vendere investimenti o interessi ad essi collegati. Fare affidamento sulle informazioni contenute nel presente materiale è ad esclusiva discrezione del lettore. Qualsiasi ricerca in questo documento è stata ottenuta e può essere stata considerata da J.P. Morgan Asset Management a suoi propri fini. I risultati di tale ricerca sono resi disponibili a titolo di informazione aggiuntiva e non riflettono necessariamente le opinioni di J.P. Morgan Asset Management. Stime, numeri, opinioni, dichiarazioni dell'andamento dei mercati finanziari o strategie e tecniche d'investimento eventualmente espresse rappresentano, se non altrimenti specificato, il giudizio di J.P. Morgan Asset Management, alla data del presente documento. Esse sono ritenute attendibili al momento della stesura del documento, potrebbero non essere esaustive e non se ne garantisce la accuratezza. Esse inoltre possono variare senza preavviso o comunicazione alcuna. Il valore degli investimenti e i proventi da essi derivanti possono variare secondo le condizioni di mercato e il trattamento fiscale e gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli presenti e futuri. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. J.P. Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo. Nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. I dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui alla pagina internet www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy

Il presente materiale è emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) S. à r.l., Via Cordusio 3, I-20123 Milano, Italia.

LV-JPM53024 | 12/20 | 0903c02a82aa6ead