

# Nell'attuale contesto, favoriti i settori difensivi a scapito di quelli più ciclici del mercato

Il fondo Banor Sicav Italy Long Short ha, attualmente, un basso *beta* al mercato che gli ha permesso di superare indenne il ritorno della volatilità

di Marco Degrada e Barbara Radaelli

Banor Capital Limited è una società di gestione indipendente autorizzata dalla Financial Conduct Authority. Banor Capital è nata a Londra nel 2011 per iniziativa di un gruppo di professionisti che lavora in team dal 2001. Parte del Gruppo costituito con le gemellate Banor SIM S.p.A. e Banor Sicav, Banor Capital si propone come partner di riferimento per clienti istituzionali e privati sviluppando e gestendo tramite Banor Sicav una gamma di prodotti dal forte valore aggiunto, nei quali sono rappresentate diverse strategie di investimento, mercati e classi patrimoniali. Gli asset under influence (AUI) del gruppo Banor sono superiori a 7 miliardi di euro, di cui 3 miliardi di euro in gestione discrezionale. Banor Sicav è una struttura lussemburghese Ucits V con sei comparti: tre fondi alternativi long/short (North America, Italy e Greater China), un comparto azionario (European Value), uno obbligazionario (Euro Bond Absolute Return) e un fondo flessibile con focus sui leader di mercato (Rosemary). Da marzo 2015 Banor Capital gestisce i cinque comparti di Aristeia Sicav tra cui Enhanced Cash, un fondo per la gestione avanzata della liquidità, il fondo multi asset Global Flexible, il fondo bilanciato Chiron Total Return, New Frontiers Equity Fund, che si concentra sui mercati emergenti e Asian Alpha di ultimo lancio, fondo long only con focus sui mercati del Sud Est asiatico.

**A**ncora ottimismo per i titoli del settore energetico, anche se le valutazioni sono meno allettanti che in passato, e *outlook* cautamente positivo per i titoli finanziari sono espressi da **Luca Riboldi**, Direttore Investimenti di Banor Sim che, inoltre, invita a far attenzione alla normalizzazione della politica monetaria da parte delle Banche Centrali e alla tensione geopolitica: entrambe potrebbero innescare un effetto recessivo.

## Cosa prevede il processo di investimento del vostro Banor Sicav Italy Long Short Equity?

Il fondo segue una strategia *value* basata su una logica settoriale. Dopo anni in cui si è sempre iniziato a costruire un'*asset allocation* dal punto di vista geografico, siamo convinti che il vero *driver* sia oggi l'aspetto settoriale: il posizionamento settoriale è quello che porta a essere sopra/sotto pesati su un Paese. Inoltre il nostro fondo, pur essendo orientato al mercato italiano, non esclude l'investimento in titoli di altri Paesi quando giudicati attraenti e interessanti. Detto ciò, per selezionare i titoli da inserire in portafoglio utilizziamo tre parametri principali: il *dividend discount model*, i multipli storici (P/E, EBIT, ecc.) e il *free cash flow*. Il primo parametro conferisce una valutazione assoluta in termini di prezzo della società, a cui segue un'analisi di *momentum* tramite l'utilizzo dei multipli storici e, infine, guardiamo alla sua capacità di generazione di cassa, premiando le società con *cash flow* maggiori. Tale approccio *value* si traduce in un portafoglio suddiviso in due parti, dove la parte lunga è composta da titoli sottovalutati e che restano in portafoglio fino al raggiungimento o superamento del loro *fair value*, mentre nella parte *short* includiamo titoli con elevate valutazioni di mercato e un *momentum* sugli utili in peggioramento oppure società con *busi-*

*ness model* senza futuro (per esempio Pagine Gialle dopo l'avvento di Google).

## Durante il mese di febbraio abbiamo assistito a un ritorno della volatilità sui mercati. Come ha reagito il vostro fondo? Come avete cambiato l'asset allocation del portafoglio?

Da fine 2017 il fondo ha un'esposizione contenuta al mercato: *net long* per circa il 20% rispetto alla media storica che si aggira intorno al 45/48%. Questo perché molti titoli sono troppo cari per posizionarsi lunghi e, dall'altro lato, difficili da shortare perché godono di un buon *momentum* per l'aspettativa sui loro utili. La nostra bassa esposizione al mercato ha fatto sì che la volatilità nel mese di febbraio non intaccasse eccessivamente il fondo che, a inizio maggio, segna un rendimento positivo del 3,6% da inizio anno. Il team del fondo ha voluto approfittare della situazione creata dall'incremento della volatilità per vendere alcune *call* su dei titoli presenti nella parte lunga del portafoglio, mentre sulla parte corta sono state chiuse delle posizioni che già avevano perso sufficientemente valore.

## Nonostante la correzione di febbraio, il mercato italiano sta performando molto bene da inizio 2018. Come siete posizionati oggi e quali sono le previsioni per i prossimi mesi?

Per i motivi che abbiamo appena spiegato, il nostro fondo ha attualmente un basso *beta* al mercato e questo indica che nella prima metà del 2018 siamo stati in grado di produrre *alpha*. Tuttavia, siamo ancora *bullish* sui titoli del settore energetico, anche se le valutazioni sono oggi meno allettanti che in passato. Nutriamo un cauto ottimismo anche per i titoli finanziari. Quest'ultimi sono sostenuti dalla prospettiva di un incremento dei tassi d'interesse, dal buon andamento dell'economia e dal miglioramento delle sof-

ferenze bancarie. Però abbiamo già un importante posizionamento lungo sul segmento finanziario che non abbiamo intenzione di incrementare ulteriormente. Tale settore è molto sensibile ai movimenti dello *spread* Btp/Bund che, come abbiamo visto anche recentemente, è troppo dipendente dalla situazione politica italiana. Abbiamo invece aumentato le posizioni lunghe sui titoli difensivi, mentre abbiamo incrementato gli *short* su alcuni titoli *small cap* e industriali che, a nostro avviso, hanno raggiunto valutazioni troppo care. Abbiamo, infine, alcune posizioni *short* in settori strutturalmente destinati ad andare male, come quello dei *retailer* fisici che subiscono la concorrenza dell'*ecommerce*.

### **In Europa, il Citigroup Economic Surprise Index ha evidenziato un rallentamento dell'economia...**

Come accennato poco fa, il team del fondo ha aumentato il peso dei titoli difensivi in portafoglio (come Enel e Snam Rete Gas), a scapito di quelli più collegati a settori ciclici. Ciò è accaduto dopo che alcuni indici, già nel mese di gennaio, avevano segnalato un rallentamento economico in Europa. A nostro avviso, si tratta comunque di una fase momentanea, dovuta principalmente al forte e repentino indebolimento del dollaro avvenuto negli ultimi mesi. Oggi si registra già un miglioramento del dollaro e l'economia mondiale sta andando bene, di conseguenza riteniamo che questa fase di *slowdown* non si protrarrà oltre luglio/agosto, per poi assistere a una nuova accelerazione dell'Europa. Tale quadro, va detto, ci consente di giocare opportunisticamente sul mercato con i titoli difensivi che abbiamo appena accolto in portafoglio.

### **Quali sono i principali rischi oggi all'orizzonte per i mercati?**

Il primo rischio da tenere in considerazione è quello dell'innalzamento dei tassi d'interesse, per effetto del processo di normalizzazione implementato dalle Banche Centrali. Nei prossimi mesi sarà importante monitorare con molta attenzione il tasso d'inflazione, poiché se dovesse superare abbondantemente il 2%, soprattutto negli Usa dove potrebbe essere trainato al rialzo dai salari e dai prezzi delle materie prime, le Banche Centrali saranno costrette ad accelerare ulte-

riormente la normalizzazione della politica monetaria. Ciò si tradurrebbe in performance negative sui mercati, anche perché il ciclo economico è molto avanzato e il rischio di una recessione economica si farebbe serio. Ricordiamo che già quest'anno, negli Usa la recessione è stata evitata dalle politiche fiscali di Trump e che sullo scenario americano e mondiale questo rischio potrebbe nuovamente affacciarsi dopo la seconda metà del 2019. Oltre a questo, il rischio geopolitico è sempre presente nello scenario globale. In particolare, oggi desta preoccupazione un ipotetico conflitto in Medio Oriente perché potrebbe peggiorare le tensioni sul prezzo del petrolio, con la produzione di greggio ferma da diverso tempo. Il rischio di un aumento del prezzo è tangibile, non solo perché la maggior parte della domanda di greggio legata alla crescita economica viene soddisfatta da una maggiore produzione statunitense, ma anche perché le scorte sono state notevolmente ridotte. In aggiunta a ciò, nuove sanzioni ai danni dell'Iran potrebbero innescare non solo un aumento dei prezzi e un calo della domanda, ma anche dare il via a un effetto recessivo.

### **Avete condotto uno studio con la School of Management del Politecnico di Milano, confrontandovi anche con la Harvard Business School in tema ESG. Quali sono i risultati?**

L'analisi sui rendimenti di mercato ha mostrato che i titoli delle società appartenenti al quartile con più alto *rating* ESG sono quelli che performano meglio. Tali aziende mostrano inoltre sia una crescita dei ricavi maggiore sia una migliore marginalità. Noi stessi, nel processo di individuazione dei titoli in cui investire, nell'analisi dei parametri finanziari, stiamo quindi iniziando a inserire il fattore ESG tra quegli elementi che attribuiscono un premio o uno sconto, in modo che le aziende più attente ai temi della sostenibilità abbiano un punteggio migliore nel momento in cui vengono selezionate per il nostro portafoglio. Oggi viviamo in un mondo con problemi ambientali che non possono più essere ignorati: dall'inquinamento ai disastrosi cambiamenti climatici. Inoltre, tensioni sociali legate a forti disuguaglianze a livello globale non possono più essere sottovalutate.