

ASSET

A black and white portrait of Luca Riboldi, a middle-aged man with short hair, smiling and wearing a dark suit, a striped shirt, and a patterned tie. He has his arms crossed and is wearing a watch on his left wrist. The background is a plain, light color.

Luca Riboldi
Banor SIM

GENERAZIONE
ALPHA

BANOR: UN APPROCCIO LONG/SHORT PERFORMANTE

Marcella Persola
twitter @marcellapersola

L'incertezza caratterizzata dalla situazione attuale rende difficile fare delle previsioni su quello che accadrà. Ma secondo **Luca Riboldi**, direttore investimenti di **Banor SIM** e advisor del fondo Banor SICAV Mistral Long Short Equity, una considerazione si può fare: “Se fino all'anno scorso comprare un ETF sull'S&P 500 ci faceva dormire sonni tranquilli - precisa l'esperto -, oggi la migliore soluzione è un'esposizione long/short dove è possibile fare stock picking, diversificare e selezionare. Nei due prossimi anni è la gestione attiva quella che genererà performance”.

Quali considerazioni si possono fare sul contesto attuale?

È molto difficile fare delle previsioni non sapendo quanto durerà ancora questo conflitto, ma possiamo ipotizzare degli scenari che tengono conto anche dei trend precedenti e andare a vedere gli impatti nel breve e lungo termine.

Dal punto di vista del petrolio, ci trovavamo già in una situazione di surriscaldamento dovuta agli effetti della transizione energetica, che aveva generato una certa ostilità nei confronti delle società petrolifere, le quali, quindi, non hanno più investito nella produzione ma solo nella manutenzione creando delle problematiche dal lato dell'offerta. Questo è accaduto all'incirca negli ultimi cinque anni quindi, quando siamo usciti dalla pandemia e l'economia stava tornando ai livelli pre-Covid con una domanda di petrolio più forte, si è innescato un trend rialzista sul prezzo del greggio che è stato esacerbato dal conflitto e che ha messo in evidenza i limiti della transizione energetica. È sta-

to dimostrato che la transizione energetica richiede tempo (in quanto non è uno switch), presumibilmente tra i 7 e i 10 anni. Nel 2030 avremo, così come ha dichiarato il ministro Cingolani, il 70% dell'energia prodotta da fonti rinnovabili, ma oggi non siamo neanche al 20%. Sicuramente ci sarà un'accelerazione sul fronte governativo, che accogliamo positivamente, per investire maggiormente in tale processo. Quindi potremmo dire che il trend di lungo periodo beneficerà di questo aspetto negativo di breve. Il problema però è l'aspetto di breve.

Quali saranno gli effetti di breve?

Quanto durerà la guerra è difficile da ipotizzare. Possiamo delineare due scenari di massima. Una prima ipotesi è che si riesca a trovare un accordo tra le parti e il conflitto si chiuda entro fine marzo. In tal caso le sanzioni resterebbero in vigore per un periodo ancora prolungato e non ci sarebbe un peggioramento della situazione. Il finire della guerra consentirebbe di riaprire i rapporti commerciali con l'Ucraina per l'esportazione di grano, di gas neon per i semiconduttori e questo risolverebbe nel brevissimo i problemi dell'offerta. Sul fronte del petrolio non crediamo che assisteremo a forti discese, ma è ipotizzabile che ci si attesti sui livelli pre-guerra, quindi intorno ai 95/100 dollari al barile. Questo perché ci sono altre variabili da considerare, come il fatto che oggi la pandemia è vissuta in modo più endemico e il mondo, a parte la Cina che ha attuato dei nuovi lockdown ma che sta pagando caro dal punto di vista economico questa rigidità, sta tornando a una situazione di normalità pre-pandemia. Per questo riteniamo che la domanda di petrolio



Luca Riboldi
BANOR SIM

sarà sostenuta e che il prezzo rimarrà molto elevato almeno per tutto il primo semestre del 2022. Dei cambiamenti potrebbero esserci dopo la fine del primo semestre a seconda dell'andamento dell'economia mondiale. Nel caso di una frenata rilevante è probabile una diminuzione del prezzo del greggio, altrimenti se la domanda mondiale dovesse rimanere sostenuta è da attendersi che il prezzo del petrolio rimanga elevato per tutto il 2022.

Voi vi aspettate una frenata rilevante dell'economia mondiale?

L'aumento dei costi delle materie prime incide in Occidente in maniera più contenuta rispetto ai Paesi emergenti dove i consumi per food ed energia sono molto più alti. Questo causerà secondo noi una frenata della domanda globale e quindi è presumibile che la crescita economica europea, prevista al 3,8%, si abbassi del 2% se non migliorerà lo scenario sulla guerra.

Quanto alle aree geografiche, l'economia europea sarà più impattata rispetto a quella americana, visto che gli USA sono produttori non solo di energia, ma anche di materie agricole.

Tra i settori, crediamo che nei portafogli ci sarà meno spazio per il mondo dei beni discrezionali (capital goods) e invece maggiore esposizione a produttori di materie prime, di metalli tipo nichel, rame, e di fertilizzanti (i cui prezzi stanno salendo in modo importante).

Cosa intende?

Di solito quando la domanda cala anche l'inflazione tende a calare, però qui abbiamo un grande shock dal lato dell'offerta, dovuto alla mancanza di prodotti per il conflitto e ai tanti colli di bottiglia, con molte aree del mondo, in particolare in Cina e Far Est asiatico, che stanno creando disruption dal lato produttivo. Se a ciò aggiungiamo anche la spirale che stanno vivendo le banche centrali vediamo che la situazione non è facile. Mi spiego meglio.

Noi siamo tra quelli che pensano che le banche centrali siano in ritardo sull'aumento dei tassi di interesse. È stata messa in atto una politica monetaria super espansiva e oggi secondo noi le banche devono assumere un atteggiamento più restrittivo per far sì che le aspettative di inflazione di lungo termine non si radicalizzino. Ma le banche centrali hanno una grande paura, perché essendo consapevoli che l'economia rallenterà, hanno timore che alzando i tassi si rischi di frenare ulteriormente la domanda.

A nostro avviso però non possono stare troppo ferme perché l'inflazione risulterebbe fuori controllo e diventerebbe un male peggiore del temporaneo rialzo dei prezzi dell'energia; quindi secondo noi anche una frenata di breve termine dell'economia è quasi auspicabile per il benessere economico e finanziario di lungo periodo. Le banche centrali però, perlomeno quella europea, non sembrano volersi assumere il rischio di alzare troppo. L'unico elemento che potrebbe spingere le banche a non alzare i tassi potrebbe essere una caduta dei mercati azionari troppo forte, questo genererebbe un effetto di ricchezza globale negativo e quindi un ulteriore effetto frenante sull'economia.

Siamo convinti che i policy maker non possano permettersi che il mondo vada in recessione. Veniamo da un ventennio in cui c'è stato un arricchimento solo di una parte limitata della popolazione. La classe media in particolare ha sofferto e si è creato un mondo di forti disuguaglianze; pertanto crediamo che si farà di tutto per mantenere l'economia in crescita. I governi interverranno facendo ulteriore debito per tutelare i consumatori di fascia bassa e quindi si accolleranno molti di questi aumenti. Questo comporterà un aumento dei debiti pubblici che creerà maggiori pressioni sul fronte delle obbligazioni.

Come gestire questa situazione a livello di portafoglio?

L'economia di guerra è un'economia inflazionistica e il mercato adesso si sta proteggendo acquistando i titoli governativi dei diversi Paesi, Italia compresa, che infatti hanno rimbalzato di molto. Bisogna però ricordarsi che siamo in una situazione in cui i costi per i governi aumentano a causa delle spese militari e l'economia rallenta per via dei forti aumenti nei settori food ed energy, si rischia di entrare in una situazione in grado di impattare su ogni asset class, ossia quella della stagflazione (aumento dell'inflazione con un rallentamento economico/recessione): una situazione negativa per i titoli governativi. I bond sono un investimento safe nei momenti di tensione politica, e se vi fosse una recessione con il conseguente calo dell'inflazione, resterebbero una scelta sicura, ma poiché i climi di guerra hanno sempre comportato molta inflazione, rischiamo di trovarci in un contesto in cui i bond potrebbero passare da difensivi a molto pericolosi. In questa situazione di grande incertezza, e visti i possibili scenari contrapposti, è saggio avere un portafoglio con una buona diversificazione, bilanciato su varie asset class.

Un approccio long/short come quello del vostro fondo Mistral potrebbe essere una soluzione percorribile? Come si è posizionato?

Abbiamo costruito il portafoglio pazientemente in questi anni comprando società di valore a prezzi che ritenevamo molto economici. Siamo riconosciuti come dei value investor, che non vuol dire che escludiamo dalla nostra allocazione i titoli growth, ma solo che compriamo aziende che possono presentare degli spazi di rialzo interessanti. Ad esempio, lo scorso anno eravamo investiti nel settore energy e in quello finanziario, ed eravamo molto corti sui titoli growth di società ad altissima crescita; penso a titoli come Zoom, o anche alcuni titoli legati al settore dell'auto elettrica, a cui il mercato dava un premium importante, in quanto guardava alla crescita dei fatturati e non alla generazione di cassa e agli utili. A un certo punto però i titoli ad alta crescita come PayPal, Netflix e Facebook sono crollati, mentre le cosiddette FA-ANG hanno continuato a tenere. E quindi il mercato ci ha dato ragione. Oggi nella parte growth abbiamo iniziato a guardare ciò che è crollato, ai titoli che sono scesi molto, perdendo il 70% dai massimi (come Paypal); per noi adesso sono cheap e quindi rientrano nella filosofia value.

Nel nostro portafoglio, inoltre, c'è una preponderanza di titoli ciclici di qualità, abbiamo investimenti sull'energy (oggi al 5/6% rispetto al 20% di un anno fa). Siamo entrati nel settore delle navi da trasporto del petrolio e gas che secondo noi beneficerà tantissimo nei prossimi 12 mesi degli investimenti nelle nuove modalità di approvvigionamento di queste materie. Si tratta di un settore che ha sofferto molto negli ultimi sette anni, a causa degli scarsi investimenti, ma che oggi diventerà cruciale per il trasporto

del petrolio e del gas fluido e quindi presenta una prospettiva di crescita interessante. Anche il real estate, che di solito soffre maggiormente in situazione di rialzo dei tassi, potrebbe, soprattutto nella componente commerciale, riservare delle prospettive interessanti. Pensiamo al settore dei centri commerciali, che risentirà dell'effetto positivo dell'aumento degli affitti in linea con l'inflazione senza avere dei costi aggiuntivi. Gli immobili, inoltre, sono stati acquisiti con debiti a tasso fisso e quindi in grado di pagare dividendi nel breve termine più elevati.

Un altro settore che ha dividendi secondo noi sostenibili è quello delle telecom, dopo anni nei quali il regulator in Europa non ha consentito fusioni, acquisizioni e consolidamento. È vero che è un settore esposto al costo del lavoro, ma questo ha delle implicazioni minori sul contesto europeo e maggiori su quello americano. Inoltre, il settore telecom non ha problemi di investimenti, avendone già effettuati negli anni scorsi soprattutto sulla rete: gli investimenti sono ripagati dall'aumento dei costi che possono scaricare e per questo riteniamo che il telecom possa offrire delle prospettive favorevoli.

C'è qualche settore che ha sofferto tantissimo ma che ancora offre dividendi alti ed è il caso del retail che, essendo esposto al consumatore finale, ha perso potere d'acquisto per i forti aumenti dell'energia, con una perdita da inizio anno del 40%. È opportuno, però, essere molto selettivi. Ci sono aziende che non sono troppo indebitate e che oggi riescono comunque a mantenere i margini di profitto aumentando i prezzi e possono guadagnare ulteriori quote di mercato. Nel breve stanno soffrendo perché il mercato ha penalizzato tutto il segmento ma secondo noi il mercato ha esagerato. Bisogna fare delle differenze tra le società poco indebitate e che hanno un prodotto che il consumatore vuole, oppure la cui domanda è anelastica, e società più indebitate che non dispongono di prodotti di grande necessità per il consumatore.

Credo però che da questa situazione emergerà una convinzione forte, ossia mentre fino all'anno scorso era possibile affidarsi alla gestione passiva comprando un ETF sull'S&P 500 e dormire sonni tranquilli, nei prossimi due anni avere un portafoglio long/short dove si può fare stock picking e generare alpha risulterà premiante perché segnerà la differenza tra fare performance o meno. Oggi comprare solamente una asset class e pensare di poterla tenere per ricavare performance è molto difficile. In questo momento di grande incertezza si deve diversificare, selezionare e fare dei distinguo anche all'interno dello stesso settore.

SIAMO CONVINTI
CHE I POLICY MAKER
NON POSSANO
PERMETTERSI
CHE IL MONDO VADA
IN RECESSIONE