

■ LUGANO FUND FORUM - FOCUS 21/11/2014

Italia, un'opportunità da cogliere col giusto approccio

Giacomo Mergoni *

Gli investitori, attraverso gli Ucits alternativi (long/short), possono guardare ad un mercato come quello italiano con un approccio value per accedere all'eventuale rialzo e allo stesso tempo ridurre le perdite nelle fasi di storno



L'economia italiana sta entrando nel suo quarto anno consecutivo di recessione. Il governo Renzi, in carica dal Marzo 2014, sta cercando con fatica di affrontare i grossi nodi strutturali che zavorrano un sistema economico altrimenti caratterizzato da vivacità imprenditoriale, creatività, talento. Il Paese ha bisogno di riacquisire competitività attraverso la riforma delle istituzioni, del sistema giudiziario, del lavoro e lo snellimento della burocrazia.

Alcune importanti riforme sono state avviate, altre faticano a partire per la forte pressione di gruppi di interesse consolidati nel tessuto economico del Paese. Il progresso delle riforme (verificabile in tempo reale sul sito passodopopasso.italia.it) è la vera incognita che pesa sui tempi della ripresa economica italiana.

Nel frattempo i mercati finanziari guardano avanti ed hanno già scontato alcune delle buone notizie che potrebbero arrivare. Dopo le pessime performance del 2010 e 2011 (rispettivamente -11.49% e -24.29%), l'indice FTSE Italia All-Share ha recuperato parte delle perdite nel 2012 e 2013 (rispettivamente +8.36% e 17.63%). Il 2014 è stato un anno di grande volatilità. L'indice è partito bene, fino a raggiungere una performance del 17% nel mese di giugno per poi scendere fino a -5% ad Ottobre. A metà novembre l'indice rende circa 1% da inizio anno.

Sebbene un approccio opportunistico e passivo (market timing con l'uso di ETF, ad esempio) non sia mai facile da implementare, questi ultimi cinque anni hanno messo a dura prova anche i più ostinati sostenitori di questo stile di investimento. Molti investitori, soprattutto stranieri, hanno gettato la spugna ed abbandonato un paese che invece riteniamo ancora pieno di opportunità, soprattutto a questi livelli di valutazione.

A seguito della prolungata pubblicazione di dati molto negativi (vendite auto e vendite case in calo del 35% dalla media di lungo periodo, spesa pubblicitaria rispetto al PIL al minimo storico) il mercato italiano quota oggi ad una volta il patrimonio netto e solo 10.6 volte gli utili prospettici (Shiller PE).

Guardando al presente, con un occhio al futuro, possiamo citare però alcuni motivi di ottimismo: il tasso di cambio euro/dollaro è finalmente meno penalizzante per gli esportatori italiani; il costo delle materie prime è sceso ed aiuta i "trasformatori", numerosi in Italia; le aspettative di consenso sono ai minimi storici; le già citate riforme stanno restituendo ottimismo ai settori produttivi.

E' proprio in momenti come questi che un investitore con approccio value cerca i winner per il lungo periodo: società con modelli di business solidi, vantaggi competitivi, alta generazione di cassa e valutazioni conservative. Per chi ne ha la possibilità, si presentano anche vantaggiose occasioni short: aziende sopravvalutate, con modelli di business e margini non sostenibili, le cui prospettive negative non hanno richiamato l'attenzione del mercato. Noi di Banor Capital riteniamo che gli investitori abbiano negli Ucits alternativi (long/short) lo strumento giusto per guardare ad un mercato come quello italiano. Un fondo long/short con approccio value ben gestito può dare accesso all'eventuale rialzo del mercato italiano e allo stesso tempo ridurre le perdite nelle fasi di storno. Anche negli Stati Uniti, le statistiche (FactSet 30 Giugno 2014) mostrano che le strategie long/short hanno avuto il miglior profilo rischio/rendimento di tutte le strategie alternative: una delle caratteristiche a favore dei fondi long/short, infatti, è la possibilità di variare in modo efficace e repentino l'esposizione netta al mercato azionario. Guardiamo per esempio alla performance della nostra strategia Italy Long/Short, attiva dal gennaio 2009 prima come hedge fund offshore, poi dal 2010 come Banor SICAV – Italy Long Short Equity. In quasi sei anni abbiamo ottenuto un ritorno del 53.4% contro un ritorno del mercato pari al 10.7%. La volatilità della strategia è stata pari all'11% contro il 22% del mercato, in linea con l'esposizione netta media del 47%. Guardiamo ad un periodo più vicino a noi, da inizio 2014 a metà novembre il fondo Banor Italy Long Short guadagna il 4.80% contro 1.13% dell'indice FTSE Italy All-Share. Ma questo non è tutto: a giugno il mercato guadagnava 17% e ad ottobre perdeva 5% (performance relativa -19%). Nelle stesse date il nostro fondo guadagnava 10% e 1% (performance relativa -8%). Il grafico qui sotto spiega meglio quanto è successo:



Questa performance, così come quella passata, è stata ottenuta con un serio e puntiglioso lavoro di analisi fondamentale sulle aziende italiane e i leader mondiali nei settori che conosciamo meglio (energia, lusso, media, consumer goods, industrial, telecom, utilities, financials). Con i nostri modelli perveniamo a quello che riteniamo la valutazione giusta per ogni società che studiamo. Se questa si allontana molto dalla valutazione di mercato, decidiamo se prendere una posizione lunga o corta sul titolo. Tendiamo ad avere un portafoglio long più concentrato ed un portafoglio short più diversificato, per mitigare il rischio di perdite potenzialmente infinite se i titoli sopravvalutati su cui andiamo short continuassero a salire. La somma aritmetica di investimenti long meno short determina l'esposizione netta del nostro portafoglio, che usiamo come un terzo strumento per interpretare la nostra visione del mercato. Nel 2014 ad esempio abbiamo ridotto l'esposizione netta dal 50% di aprile al 40% di giugno quando ritenevamo che il mercato avesse corso troppo. Dopo la correzione giugno-agosto (-15% per l'indice, -6% per il fondo) siamo rimasti nella parte bassa della nostra forchetta di esposizione netta per poi ri-aumentare l'esposizione oltre 50% dopo la correzione di settembre e ottobre in cui il mercato ha perso oltre 15%.