

Sull'Europa gravano ancora sia i rischi politici che di deflazione

Banor Capital evidenzia un'inizio d'anno positivo per il mercato azionario italiano grazie ai titoli *small/mid cap*, mentre tra le *large cap* restano sottovalutati i titoli finanziari

di Luca Damiani

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 SpA 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 assets under influence (AUI) del gruppo Banor sono superiori a 6 miliardi di euro, di cui 2,5 miliardi di euro in gestione discrezionale. Banor SICAV è una struttura lussemburghese Ucits IV con cinque comparti: tre fondi alternativi long/short (North America, Italy e Greater China), un comparto azionario (European Value), uno obbligazionario (Euro Bond Absolute Return). Da marzo 2015 Banor Capital gestisce i comparti di Aristea 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 e il fondo New Frontiers Equity Fund, che si concentra sui mercati emergenti.

Provengono ancora dall'Europa i maggiori rischi politici, soprattutto dalle imminenti elezioni francesi. Per risolvere definitivamente i problemi nel Vecchio Continente servirà l'attuazione di un programma di riforme e liberalizzazioni, che facciano ripartire l'economia e scongiurare il pericolo della deflazione, tornato minaccioso in questo inizio di 2017. Riguardo ai mercati azionari, le valutazioni americane sono più elevate di quelle europee, restano interessanti le prospettive dell'equity cinese, nonostante lo svanire degli effetti della politica fiscale espansiva del Governo del Dragone, mentre in Italia si registra una forte risalita nei prezzi delle *small/mid cap* grazie anche alla normativa sui Pir, con i titoli finanziari *large cap* che rimangono sottovalutati a causa di un *momentum* ancora negativo. Sono questi i numerosi temi affrontati da **Luca Riboldi**, advisor sul fondo Banor Sicav Italy Long Short Equity e Cio Banor Sim.

Da quale sponda dell'Atlantico provengono i maggiori rischi politici e in che modo gli investitori dovrebbero proteggere i propri portafogli?

Secondo noi ancora dall'Europa, in particolare modo da Francia e Italia, perché una vittoria della Le Pen in Francia sarebbe catastrofica per l'Eurozona, così come sarebbe preoccupante un successo del Movimento 5 Stelle alle future elezioni politiche italiane. Sebbene riteniamo al momento molto improbabile la vittoria della Le Pen, il modo migliore per proteggere il portafoglio resta l'acquisto di Titoli di Stato a breve scadenza dei Paesi europei più forti, perché qualora vincessero si determinerebbe un significativo allargamento negli *spread* delle economie più deboli, Italia in testa.

In Europa, il tasso d'inflazione sta registrando una tendenza al ribasso. Vi aspettate nuovamente l'emergere del rischio di deflazione?

Qualche mese fa sembrava che l'inflazione di lungo termine stesse tornando verso il 2%, ma poi nelle ultime settimane si è tornati un po' indietro. Concordiamo con le recenti dichiarazioni di Draghi sul fatto che

la politica monetaria deve rimanere espansiva, perché non siamo ancora fuori dalla cerchia della deflazione. Nemmeno negli Stati Uniti si è assistito a un'impennata dell'inflazione, ma comunque quella *core* è su livelli più elevati rispetto all'Eurozona perché lì si prospetta una politica fiscale espansiva da parte della nuova Amministrazione repubblicana, dopo che la politica monetaria aveva già prodotto i suoi effetti e l'economia è tornata in buona salute.

Quanto tempo servirà ancora all'Europa per vedere i tassi d'interesse reali tornare a salire come sta lentamente avvenendo negli Stati Uniti?

Per tornare a fare crescere le economie europee è necessaria l'attuazione di riforme e liberalizzazioni da parte dei Paesi periferici. Più velocemente saranno attuate e prima si potrà assistere a un miglioramento del quadro economico, ovvero un calo della disoccupazione con aumento di salari e inflazione. Resta anche da capire chi vincerà le elezioni tedesche, perché Schulz è più a favore di una politica fiscale espansiva da parte della Germania rispetto alla Merkel e quindi una sua vittoria sarebbe positiva per l'economia europea. Comunque per la risalita dei tassi reali europei saranno necessari ancora 12/18 mesi.

Nel periodo 2004/2006 negli Stati Uniti si è verificato il cosiddetto "Greenspan Conundrum", ovvero l'inattesa discesa dei tassi a lunga scadenza in contemporanea ai rialzi dei tassi a breve termine da parte della Fed. Si potrebbe verificare anche nei prossimi anni?

Quello che accadde allora fu un appiattimento della curva che denotava un aumento dei rischi di recessione. In effetti, con il senno di poi, possiamo dire che in quegli anni in America si stavano creando le basi per la crisi finanziaria del 2008, per cui i mercati avevano letto bene i segnali del forte surriscaldamento nel settore immobiliare. Ciò si potrebbe verificare anche adesso, in quanto è abbastanza tipico che prima di una recessione la curva si appiattisca o addirittura si inverta. **Negli ultimi tempi si sono rarefatti i**

commenti entusiastici o catastrofistici sull'economia cinese. Qual è la situazione sul mercato del credito e su quello azionario?

La crescita dell'economia domestica è stata sostenuta dalla massiccia politica fiscale espansiva decisa dal Governo cinese alla fine del 2015, che però ora dovrebbe vedere scemare gli effetti a partire dal secondo semestre del 2017 per poi sparire del tutto nel 2018, per cui ci attendiamo un lieve rallentamento. Tuttavia, i multipli del mercato azionario rispetto al tasso di crescita degli utili cinesi è ancora interessante rispetto ai mercati delle economie Occidentali, soprattutto se si considera che la Cina pesa oggi per il 3% nell'indice Msci World quando la sua economia pesa quasi il 20% nell'economia globale.

Quali trend state osservando nei flussi sui fondi d'investimento nel 2017 sia in termini di aree geografiche che di asset class?

Nel primo trimestre dell'anno, i fondi azionari hanno registrato un dato positivo di raccolta pari all'1,1%, ma inferiore a quelli obbligazionari (+2,1%), nonostante le deludenti performance dei bond in questo inizio di 2017. Nel comparto del reddito fisso, a livello di aree geografiche, evidenziano un dato negativo solo i Titoli di Stato dell'Eurozona (-3,1%), mentre rimangono positivi i flussi sui governativi americani (+3,5%) e cresce l'interesse verso gli *emerging market bond* (+4,1%). Per il momento, dunque, gli investitori continuano ad allocare sui mercati obbligazionari, sia perché hanno il ricordo degli ottimi rendimenti con bassa volatilità conseguiti nell'ultimo trentennio che per l'incertezza sul futuro andamento dell'inflazione, ed è probabile che assisteremo a significativi deflussi dai fondi fixed income solo al verificarsi di un semestre particolarmente negativo caratterizzato da perdite sui bond nell'ordine del 4/5%.

Ritenete che le valutazioni azionarie americane ed europee abbiano raggiunto livelli troppo elevati?

L'analisi sulle valutazioni è legata ai tassi d'interesse. Negli Stati Uniti lo Shiller P/E è attualmente a 26, ovvero lo stesso valore raggiunto nel 2007 poco prima che scoppiasse la crisi finanziaria ma molto lontano dal 35 che era stato raggiunto prima del crollo nel 2000. Se è dunque vero che siamo tornati sui livelli del 2007, va sottolineato come allora i tassi d'interesse fossero ben più elevati rispetto ad oggi. Questo indicatore è inversamente proporzionale al livello dei tassi, in quanto più i tassi sono bassi e più lo Shiller P/E è elevato e vice-

versa. Infatti, considerando il P/E puntuale, il valore è di 18,3 rispetto a una media di 16, per cui sicuramente le valutazioni sul mercato azionario americano non sono economiche, ma sono sostenute dall'attuale basso livello dei tassi reali. Situazione più interessante quella dell'azionario europeo, dove si registra una valutazione attuale dello Shiller P/E pari a 15 contro una media storica di 14,5, su cui gravano però i rischi politici già menzionati.

Nel primo trimestre dell'anno la Borsa italiana ha già parzialmente recuperato le perdite conseguite nell'intero 2016. Quali sono le vostre previsioni per i prossimi mesi?

Siamo cautamente ottimisti. In Italia, in questo avvio d'anno ci sono stati due mercati, quello delle *small/mid cap* che ha fatto benissimo grazie soprattutto ai flussi provenienti dalla normativa sui Pir e quello delle *large cap* che invece si è messo meno in evidenza. Entrando nello specifico delle *small/mid cap*, se da un lato si riscontrano valutazioni ormai abbastanza elevate sui titoli delle società di qualità e più globali, come Brembo e Interpump, dall'altro alcune che erano molto sottovalutate, come Mondadori e Rcs, hanno realizzato ottime performance e sono tornate al *fair value*. Riguardo alle *large cap*, continuano a essere sottovalutate banche e assicurazioni ma permane un *momentum* a livello di utili sfavorevole, perché i tassi in Europa rimarranno bassi ancora a lungo, per cui è difficile vedere i titoli finanziari fare bene fino a quando non torneranno a salire i tassi o ci sarà una ripresa dell'economia.

Sembra che i tagli dell'Opec stiano producendo i primi effetti. Come giudicate l'attuale situazione sul mercato petrolifero?

Al di là delle questioni geopolitiche, come le recenti tensioni generate dal bombardamento americano in Siria, che sono molto difficili da prevedere, i tagli dell'Opec hanno avuto l'effetto di tenere il prezzo del petrolio sopra i 50 dollari al barile. Tuttavia, sono ancora presenti due fattori negativi: il dollaro forte e la continua crescita nella produzione di *shale oil* negli Stati Uniti. Riguardo all'andamento del dollaro, dato che storicamente il biglietto verde ha mostrato una correlazione negativa con il petrolio, ci aspettiamo che se resterà forte sugli attuali livelli di 1,05 sull'euro è probabile che il petrolio oscillerà nella fascia tra i 45 e i 55 dollari al barile, mentre se dovesse indebolirsi attorno a 1,15 sull'euro si potrebbe assistere a oscillazioni su valori più elevati compresi tra i 55 e i 65 dollari al barile.