

Ancora opportunità sull'equity Usa per i gestori *long/short bottom up*

Per Banor Capital l'azionario americano non si trova su livelli da bolla speculativa, ma il possibile cambio alla guida della Fed potrebbe essere fonte di incertezza

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 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 Assets Under Influence (AUI) di Banor sono superiori a 7 miliardi di euro, di cui 3 miliardi di euro in gestione discrezionale. Banor Sicav è una struttura lussemburghese Ucits IV 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 su 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.

Anche a settembre, mese storicamente negativo per il mercato azionario degli Stati Uniti, l'indice S&P 500 ha chiuso in positivo di quasi il 2%, portando al +12,5% il dato dei primi nove mesi dell'anno. Nonostante la continua ascesa delle quotazioni, che prosegue quasi senza sosta da marzo 2009, secondo **Eddie Ramsden**, gestore del fondo Banor Sicav North America Long Short Equity, l'azionario americano si trova "da qualche parte nell'ampia gamma di *fair value*, forse più vicino alla parte alta che alla parte bassa", con tuttavia alcune aree di pronunciata sopravvalutazione che "ci stanno consentendo di trovare opportunità interessanti da inserire nel lato *short* del portafoglio". A preoccupare maggiormente, invece, sono le imminenti nomine dei membri del Consiglio della Fed: "È estremamente difficile prevedere quali saranno i fattori che il Presidente Trump considererà essere decisivi al momento in cui procederà con le nuove nomine, ma possiamo di sicuro pensare a candidati che potrebbero essere marginalmente negativi per l'economia americana".

Da quando la Fed ha rialzato i tassi per la prima volta nel dicembre del 2015, l'indice S&P 500 ha realizzato un rendimento positivo annualizzato dell'11%. A che punto si trova oggi il mercato azionario americano?

Oggi ci troviamo nel nono anno del secondo *bull market* più lungo della storia. La volatilità del mercato azionario è vicina ai minimi storici. L'indice S&P 500 tratta a circa 18 volte gli utili netti. Non riteniamo che le valutazioni di mercato siano su livelli particolarmente bassi, ma nemmeno che siano eccessivamente elevate. Il mercato sembra posizionarsi, invece, da qualche parte nell'ampia gamma di *fair value*, forse più vicino alla parte alta che alla parte bassa. Solita-

mente cerchiamo di non avere aspettative su quello che i mercati faranno in un determinato trimestre o anno. Interpretiamo il nostro lavoro concentrandoci principalmente sull'analisi del valore intrinseco delle aziende sul lungo periodo. Nel corso degli anni abbiamo capito che questa analisi è minacciata da parecchie occasioni di errore, e allora ci chiediamo: quale è il motivo per aggravarci di difficoltà ulteriori facendo altre previsioni? Per questo non rilasciamo previsioni sui movimenti a breve termine del mercato azionario statunitense. Al contrario, nel generare idee di investimento, ci lasciamo guidare dal livello di valutazione del mercato nella sua interezza e dalle valutazioni dei singoli titoli.

Qual è la vostra opinione sull'attuale situazione politica negli Stati Uniti? Quali sono le variabili che vi preoccupano maggiormente?

Se mi dovessi concentrare su una variabile, sarebbe il futuro della politica monetaria sotto l'attuale amministrazione. Mentre le conseguenze di molte politiche di Governo sono spesso difficili da prevedere, è più semplice fare errori di politica monetaria e una politica monetaria sbagliata sarebbe molto rilevante. Il mandato di Janet Jellen come Presidente della Federal Reserve terminerà in meno di quattro mesi da oggi ed il Vicepresidente Stan Fischer ha annunciato le sue dimissioni questo mese per motivi personali. Non sappiamo ancora chi li sostituirà e oggi il Presidente Trump si trova nella posizione di poter nominare la maggioranza dei membri del Consiglio della Fed. È estremamente difficile prevedere quali saranno i fattori che il Presidente Trump considererà essere decisivi al momento in cui procederà con le nuove nomine, ma possiamo di sicuro pensare a candidati che potrebbero essere marginalmente nega-

tivi per l'economia americana.

Credete che ci sia il rischio di una bolla sull'equity americano?

Anche se il mercato azionario nel suo complesso non sembra essere in una bolla, stiamo trovando alcune aree di pronunciata sopravvalutazione. Questo ci sta consentendo di trovare opportunità interessanti da inserire nel lato *short* del portafoglio. Molti di questi titoli sono legati a società che hanno prospettive di crescita stabile ma bassa in settori abbastanza competitivi che non risultano particolarmente vulnerabili né alla concorrenza online né ad altri tipi di minacce di lungo periodo. Queste aziende sono spesso chiamate nel mondo anglosassone "quasi obbligazioni". Non divulghiamo i nomi dei titoli che deteniamo nella parte *short* del portafoglio ma possiamo fornire esempi anonimi. Recentemente abbiamo venduto allo scoperto i titoli di un'azienda con prospettive di crescita organica stimate di circa il 3/4% all'anno. Tale azienda opera in un settore di servizi maturo e competitivo, privo di tecnologie o brevetti proprietari. Gli investitori stanno pagando quasi 50 volte gli utili netti per questa azienda che noi riteniamo essere banale, anche se stabile. A questo prezzo, un grande riacquisto di azioni proprie sarebbe probabilmente diluitivo. Raramente vediamo questo tipo di valutazione al di fuori di una società tecnologica o di una società giovane in rapida crescita. Al momento stiamo trovando molte idee per il lato *short* del portafoglio che hanno questi requisiti.

Come avete modificato l'allocazione del Banor Sicav North America Long Short Equity nel corso del 2017?

Siamo investitori di lungo periodo e, di solito, il nostro portafoglio cambia molto lentamente. Inoltre, non siamo investitori settoriali e non miriamo a effettuare allocazioni *top down* per settori o categorie di investimenti specifici. Invece, il nostro approccio è quello di costruire un portafoglio di posizioni *long* e *short* dal basso verso l'alto (in modalità *bottom up*), basandoci sulla valutazione dei fondamentali di ogni idea di investimento. Quest'anno abbiamo trovato una serie di idee promettenti su entrambi i lati del portafoglio: le nuove idee hanno sostituito le posizioni esistenti nella misura in cui la

sottostante tesi di investimento si è rivelata fondata durante l'anno.

Potreste fornirci alcuni nomi di società che ritenete interessanti?

Nonostante il fatto che le valutazioni in aumento generalmente rendono difficile la generazione di nuove idee in acquisto, recentemente abbiamo rintracciato una particolare situazione che crediamo offra un'eccellente opportunità: Chicago Bridge & Iron (CBI). CBI realizza progetti energetici e infrastrutturali su larga scala sulla base di contratti a costi fissi. La società ha utilizzato una significativa leva finanziaria e ha registrato perdite dovute a costi eccessivi su diversi progetti nel corso dell'ultimo trimestre. In concomitanza con il trimestre disastroso, per tenere a bada le banche, la società ha annunciato l'intenzione di vendere il suo migliore ramo d'azienda prima della fine anno a un prezzo che consentirebbe alla società di rimborsare tutti i debiti accumulati. Il mercato non è stato particolarmente convinto dalla potenziale vendita e il titolo è sceso in modo significativo: solo a quel punto lo abbiamo acquistato. Crediamo che ci sarà un alto grado di interesse per questo ramo d'azienda e che la stima fornita dal management sul prezzo di vendita sia conservativa. Secondo le nostre migliori stime del prezzo di vendita, pensiamo che stiamo pagando circa tre volte l'utile operativo pro forma per un'azienda senza debito e con un regime fiscale agevolato. Ovviamente potremmo sbagliarci sul prezzo di vendita finale, ma abbiamo un ampio margine di sicurezza e crediamo che questo investimento offra un ottimo profilo rischio/rendimento.

Quest'anno avete ridotto l'esposizione netta del vostro fondo rispetto alla media storica. Perché?

Nel corso del 2017 l'esposizione netta media del fondo è stata di circa il 33%, mentre dalla data di lancio del fondo abbiamo avuto un'esposizione netta media attorno al 54%. Il livello dell'esposizione del fondo è dettato, in prima misura, da una valutazione del mercato nel suo complesso. Con l'indice S&P 500 che tratta a circa 18 volte gli utili netti, rispetto alle 13 volte gli utili netti a cui trattava al momento del lancio del fondo nel 2011, ci aspettiamo che l'esposizione netta sia lievemente più bassa ora.