

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Febbraio 2020

DIE ANOTHER DAY

Niente carbone sotto l'albero questa volta, anzi. A differenza del 2018, i mercati azionari hanno chiuso in bellezza un anno molto positivo e per giunta, cosa rara, in simultanea al segmento obbligazionario. Il 2020 è poi cominciato con i fuochi d'artificio, dapprima quelli sparati tra USA e Iran e poi quelli di mercato quasi per nulla impauriti dai preoccupanti scenari di guerra già insabbiati dopo qualche ora. Neppure un evento esogeno per eccellenza come il Coronavirus, imprevedibile e non quantificabile, è riuscito a fermare l'inarrestabile clima di *risk on* che regna da molti mesi. La correzione è durata il tempo di uno starnuto. Nonostante migliaia di persone infette e centinaia di morti (in un terzo del tempo rispetto a quanto successe con la SARS), milioni di persone in quarantena, fabbriche ferme, negozi chiusi, un paese importante come la Cina completamente isolato, gli investitori hanno velocemente voluto guardare avanti. Prima o poi la malattia rallenterà e tutto sarà recuperato. Per quanto BlueStar si aspettasse, da qualche tempo, una correzione siamo sorpresi che sia durata così poco. Riteniamo quindi sia troppo presto per dichiarare lo "scampato pericolo" soprattutto riguardo agli effetti economici mondiali di questo virus. Ma non possiamo neanche nascondere la testa sotto la sabbia e minimizzare la positiva reazione del mercato, soprattutto alla luce di dati macro (ante virus invero) in deciso rialzo. Nel frattempo, le politiche monetarie continuano a distribuire generosamente liquidità, compresa la FED con un "QE-Non QE" in atto dall'autunno e la Cina che in conseguenza dello shock subito sta innaffiando di soldi il sistema finanziario. Tutto questo ci ricorda molto il periodo 1997-1999, anni rimasti impressi soprattutto a chi non volendo crederci e sbraitando troppo precocemente sui rischi di bolla si è perso uno dei rally più potenti della storia. Al di là di altri shock esogeni imprevedibili e di una "seconda gamba" di correzione, più che possibile a causa dell'analisi più ragionata sugli effetti del Coronavirus, vediamo scarse le probabilità di un definitivo stop di questo bull market che, virus o non virus, non vuole ancora morire. Non oggi almeno...

Mercato	Gennaio 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	+2.0%	+2.0%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	+1.9%	+1.9%
S&P 500 Index	-0.0%	-0.0%
Stoxx Europe 600 Index	-1.2%	-1.2%
MSCI Asia Pacific Index	-2.9%	-2.9%
Bloomberg Commodity Index	-7.5%	-7.5%



Il momentum positivo di mercato rasenta i limiti dell'euforia, ma una correzione potrebbe rappresentare un'opportunità di acquisto da sfruttare con opportunismo.

La fortissima tendenza positiva di mercato con cui si è chiuso il 2019 è rimasto intatto col nuovo anno. Neppure nefasti scenari di guerra in Medio Oriente, che per anni è stato portato come uno dei rischi esogeni più preoccupanti, e la peggiore pandemia degli ultimi vent'anni sono riusciti a fermare il buon umore dei mercati azionari. Sarà il FOMO (*fear of missing out*), la mancanza di alternative di investimento, l'abbondanza di liquidità, la cabala sull'anno elettorale, il *January effect*, la stagionalità positiva, il mercato vuole salire. Non che manchino elementi oggettivi favorevoli, in particolare le politiche monetarie super accomodanti e uno scenario macro di nuovo in miglioramento, ma è lecito chiedersi quanto sia già scontato. BlueStar temeva una correzione ed anzi sulla scorta delle possibili conseguenze economiche negative del Coronavirus siamo scettici sul fatto che tutto possa essere già così velocemente risolto. Dobbiamo però ammettere l'incredibile momentum positivo di mercato e non farci intimorire troppo dalle Cassandre delle valutazioni elevate perché se è vero che, almeno in USA, queste sono sopra le medie storiche è altresì vero che non era mai successo prima di avere per così lungo tempo tassi ed inflazione così bassi. A rischio di portarci sfortuna da soli non possiamo non fare un parallelo con la fine degli anni '90 quando solo una bolla (vera) su un settore che già scontava quindici anni di crescita a due cifre degli utili (quando si facevano ancora perdite) e un attacco terroristico senza precedenti su suolo americano sono riusciti a fermare un mercato inarrestabile. BlueStar teme che sul breve termine sia tornata troppa euforia e sia stato poco prezzato l'impatto economico del Coronavirus. Se questo non dovesse tuttavia prolungarsi drammaticamente oltre il primo trimestre diventando globalmente "virale" riteniamo che una correzione possa ragionevolmente costituire una buona opportunità di acquisto che intendiamo sfruttare con opportunismo, intelligenza e disciplina.

	PIL reale 4T	Inflazione	Disoccupazione	PMI Composite
USA	2.1% =	2.3% ↑	3.6% ↑	53.3 ↑
Europa	1.0% ↓	1.4% ↑	7.4% ↓	51.3 ↑
Cina	6.0% =	4.5% =	5.2% ↑	51.9 ↓
Giappone	1.7% (3Q) ↑	0.8% ↑	2.2% =	50.1 ↑

Fugati tutti i timori recessivi, l'economia lancia molteplici segnali di crescita e

I timori recessivi che hanno caratterizzato parte del 2019 si sono rivelati infondati, come BlueStar ha sempre sostenuto. I dati PMI riferiti a gennaio infatti vendicano la nostra tesi secondo la quale tra una recessione ed una ripresa scommettevano sulla seconda. Da qualche mese infatti si moltiplicano segnali di ricrescita ("*green shoots*", dicono gli americani) anche nei "peggiori bar di Caracas" (Cina, Europa, Germania...). Da



possibile ripresa del manifatturiero. Restano però i dubbi sul reale impatto del Coronavirus nei prossimi trimestri, che potrebbe essere più grave della guerra commerciale.

tempo sosteniamo che sia probabile una ripresa del manifatturiero, all'epicentro del rallentamento l'anno scorso, sostenuto dal miglioramento del commercio mondiale meno impaurito, per ora, dagli screzi USA-Cina. Tutto ciò era prima del Coronavirus tuttavia il quale non potrà non avere effetti, ad oggi ancora poco quantificabili, sulla crescita globale e cinese in particolare. Non si era mai vista una cosa simile. Città e regioni intere in quarantena, milioni di persone chiuse in casa, ospedali costruiti in cinque giorni, interi distretti industriali chiusi, confini chiusi, aerei a terra, un paese (15% del PIL mondiale) isolato dal resto del mondo. Ci mancava solo un jet militare che bombardava qualche città infetta (ucciderne pochi per salvarne molti) e poi sarebbe sembrato un film catastrofico americano. Eppure, la correzione di mercato è durata forse 48h. Possibile? Dobbiamo forse smettere di guardare le TV italiane che in assenza di argomenti interessanti (Sanremo non era ancora cominciato) hanno forse esagerato nel catastrofismo? O sono forse i mercati che vogliono guardare troppo in fretta alla conclusione della pandemia? Questa presenta, già oggi, un numero di infetti (e presto di morti purtroppo) di multipli superiori rispetto alla SARS, che pur non è stata una passeggiata, e in un terzo del tempo. Inoltre, rispetto al 2003 la Cina è molto più pesante in termini di contributo al PIL mondiale e soprattutto non è più solo la fabbrica del mondo ma presenta la quantità di consumatori più alta al mondo (e non solo di una ciotola di riso). Riteniamo che il virus possa avere pesanti effetti non solo sulla catena di produzione mondiale ma anche direttamente sui consumi, per lo meno cinesi, che erano in crescita da anni. Altro che guerra commerciale, l'effetto del virus rischia di essere ben peggiore. Motivi per i quali BlueStar prevede un impatto sulla crescita economica mondiale più grave di quanto non venga scontato, almeno per il primo trimestre. Temiamo infatti che il PIL cinese nel 1° trimestre possa ridursi almeno di un terzo e che impiegherà, nella migliore delle ipotesi (se la crescita della pandemia si stabilizza presto) almeno 3-4 trimestri per essere recuperato. Questo avverrà ma sarà tanto più lento quanta più lenta sarà la stabilizzazione della pandemia, ad oggi ancora non evidente.

La forza del ciclo economico potrebbe restare solida e sostenuta da banche centrali accomodanti e possibili interventi fiscali. Solo una gravissima crisi epidemica potrebbe mettere in

Non è nostra intenzione tuttavia essere troppo catastrofisti o negativi (alla Mentana). BlueStar continua anzi a ritenere che la forza del ciclo economico di base possa restare solida. Anzitutto le misure prese per contenere l'epidemia sono state a livello mondiale estremamente serie, efficaci e repentine. Si vedono immagini di droni che disinfettano le strade o che spiano i passanti invitandoli ad indossare le mascherine. Fantascienza. Le politiche monetarie restano super accomodanti ed in Cina il governo è pronto a misure eccezionali se ve ne sarà necessità. Possiamo quindi ragionevolmente prevedere la mancanza di danni strutturali oltre il 1° trimestre che dovrebbero permettere all'espansione economica di persistere, a meno di non assistere ad una massiccia diffusione del virus a livello globale (difficile da pronosticare ma ad oggi improbabile). Anzi se la situazione di crisi non diventasse gravissima, paradossalmente questo evento potrebbe allungare ulteriormente il ciclo economico, dopo uno stop temporaneo, grazie a possibili interventi



dubbio questo scenario.

monetari/fiscali. Motivi per i quali BlueStar continua a ritenere che le correzioni vadano comprate e non vendute. Questo bull market sarebbe messo in serio pericolo solo in tre casi: nuovi timori recessivi (molto improbabili), altre scintille Cina-USA (difficili in un anno elettorale e con la Cina così in difficoltà), fine della politica accomodante della FED (improbabile con le elezioni alle porte e con un Powell che non vorrà certamente ripetere l'esperienza del 2018). Il clima corrente ci ricorda piuttosto la fine degli anni '90 quando, dopo la crisi LTCM, la banca centrale americana aveva attuato dei tagli preventivi e aveva cominciato ad immettere liquidità in previsione del Y2Q, paragonabile all'attuale massiccio acquisto di titoli di stato in atto da settembre. Quello che la FED rifiuta di chiamare un nuovo QE (in quanto ha per oggetto l'acquisto di titoli di stato a breve e non a lungo) ha nei fatti portato ad un aumento del bilancio della banca centrale di ben 400bn USD! Mica noccioline...

Oltreoceano si fa più incalzante la sfida per le elezioni presidenziali: se da lato repubblicano l'uomo da battere è il presidente in carica, sul fronte democratico c'è confusione e debolezza, a cominciare dagli esiti delle primarie in Iowa.

Nel frattempo, gli USA si preparano alla scadenza elettorale di novembre dove prevediamo ci sarà da divertirsi. Le primarie democratiche sono partite la settimana scorsa tradizionalmente dall'Iowa, staterello di soli tre milioni di abitanti ma che storicamente ha preannunciato ben 7 volte su 10 chi sarà il candidato democratico alle presidenziali. A parte la figuraccia fatta dal partito, visto che dopo 7 giorni ancora non si hanno risultati definitivi (ricordate il "recounting" in Florida nel 2000 nelle presidenziali Gore vs Bush...?), sembra che l'improbabile ed impronunciabile Buttigieg abbia vinto di pochi voti rispetto a Sanders, con Biden molto lontano. E qui qualcosa dobbiamo dirla, senza polemica ovviamente. Ma possibile che a parte il "Renzi americano" Buttigieg (giovane e sconosciuto) i democratici non siano riusciti a presentare candidati con meno di 70 anni a gamba?? Più che First Ladies, con Bloomberg, Sanders o Biden vedremo forse delle First Nurses, visto che pur lucidi mentalmente a stento si reggono in piedi... Imbarazzante! La buona "forma" (elettorale...) di Sanders, inoltre, certamente può preoccupare i mercati visto il suo programma molto socialista che sarebbe estremamente negativo per il regime fiscale delle corporates americane, per le società farmaceutiche, per l'industria petrolifera, per le banche. Lo stesso vale per la Warren, arrivata terza in Iowa. Tutto sommato però abbiamo difficoltà ad immaginare che chiunque di questi candidati (Bloomberg a parte che tuttavia sta trattando con troppa sufficienza la fase delle primarie) possa effettivamente vincere contro il buon Donald che da parte sua farà di tutto per mantenere la complicità di mercati ed economie. La farsa dell'impeachment fallito rischia di essere inoltre un autogol da parte democratica che difficilmente indebolirà il presidente.

Il 2020 difficilmente porterà gli stessi numeri dell'anno scorso; da

Siamo da qualche tempo più prudenti sul dollaro il quale dovrebbe aver esaurito parte della sua forza ma allo stesso tempo non condividiamo previsioni troppo negative sullo stesso; restiamo convinti che i tassi siano destinati a restare confinati in un trading range limitato da una parte da banche centrali accomodanti e sostenuto dall'altra da un ciclo



preferirsi cautela sul dollaro, selettività sui prodotti a spread e disciplina sul comparto azionario.

economico che non sembra ancora morto; cauti ma non negativi sui prodotti a spread che hanno ormai già dato molti frutti ma che restano allo stesso tempo sostenuti da forte domanda e da una economia solida; ottimisti ma disciplinati sull'oro; prudenti al momento sulle azioni che potrebbero valutare in maniera più seria gli effetti del coronavirus ma che rappresentano ancora una scelta obbligata per parte dell'enorme massa di liquidità in circolazione. Certamente per il 2020 abbiamo difficoltà ad immaginare gli stessi numeri fatti l'anno scorso dai mercati azionari ed obbligazionari in contemporanea, ma allo stesso tempo non prevediamo scenari catastrofici per entrambe le asset class. Certo ci piacerebbe, e ci aspettiamo, di vedere una correzione (che duri più di 48h) che pulisca taluni eccessi e ci possa far ripartire, più aggressivamente, da livelli più interessanti. Per non sbagliare preferiamo di base restare in moderata modalità *risk on* piuttosto che *risk off*.

Visto il contesto di mercato delicato, preferiamo per ora un'allocazione azionaria neutrale, mantenendo degli hedge di portafoglio.

In conseguenza delle ultime notizie, abbiamo adottato un posizionamento più neutrale sulla quota azionaria sempre protetta con i nostri book di equity overlay e cross asset hedge. Restiamo investiti in maniera convinta in tematiche di lungo termine quali: la difesa, la sicurezza, la tecnologia innovativa, la cyber-sicurezza, la robotica, la fintech, la farmaceutica, la biotecnologia, il nuovo consumo (asiatico ed occidentale), la sostenibilità ambientale, i settori favoriti da tassi bassi. Abbiamo altresì rafforzato il settore pharma con alcuni titoli attivi nel med-tech mentre abbiamo temporaneamente ridotto le società americane beneficiarie di acquisti agricoli cinesi, il lusso e l'automobilistico (per ovvi motivi di prudenza legati alle conseguenze del virus). Siamo pronti ad entrare selettivamente su settori o tematiche che ritenessimo eccessivamente puniti da una eventuale correzione. Il comparto obbligazionario resta sotto ponderato in termini assoluti con posizioni controllate su EM, HY, ibridi. Restiamo presenti su governativi USA (inclusi agency MBS), Spagna, Grecia con una duration corta che intendiamo incrementare su debolezza. Sul fronte valutario restiamo moderatamente esposti su USD, corti di AUD e lunghi di JPY e CHF (in ottica di hedging), coperti GBP, lunghi PLN opportunisticamente.



BlueStar Investment Managers SA

Via G. B. Pioda 8

CH-6900 Lugano

T. +41 91 260 36 70

F. +41 91 260 36 71

www.bluestar-im.ch

Disclaimer: This document does not represent advertisement material and it does not constitute an offer to anyone. The performances figures shown in this document are based on either estimated or final prices as supplied to BlueStar by third party information providers. Although BlueStar and its information providers seek to ensure that such information is accurate and has been obtained from sources presumed to be reliable, no warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy and BlueStar shall not be held liable for any inaccuracies or incompleteness. Past performance is not necessarily indicative of future results. It is made with the aim of informing BlueStar's clients and may not be redistributed to third parties albeit related to BlueStar's client without the express, written consent of BlueStar. The information contained in this document shall not be considered as legal, tax, regulatory or other advice. Its recipient should obtain relevant and specific advice regarding its local regulation before making any investment decision.