

## OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Marzo 2020

### HELLS BELLS

La rapida diffusione globale del Covid-19 ha gettato nel panico i mercati che in pochi giorni hanno inanellato una serie di perdite la cui intensità è storica. Gli unici beneficiari della situazione sono stati i governativi e l'oro che in questo shock esogeno trova la sua massima espressione. Il petrolio è collassato insieme all'OPEC. BlueStar da qualche tempo si aspettava una correzione e più recentemente si è mostrata scettica sulla incredibile tenuta di mercato. La velocità ed intensità della correzione è stata tuttavia tale che cominciamo a chiederci se questo sia solo l'inizio oppure se si sia passati dalla più estrema compiacenza al panico incontrollato. Fino a pochi giorni il mercato ci considerava tutti sani, vaccinati e già guardava alla ripresa, oggi siamo invece tutti infetti, poveri e potenzialmente morti (ma con le mani pulite)! Fino a ieri il massimo della correzione poteva essere del 3-5% dopo di che tutti dentro visto che non c'erano alternative alle azioni, oggi molti danno una recessione quasi certa, un bear market e si consiglia di rifugiarsi sui governativi i cui tassi non si sono mai visti da quando l'uomo ha smesso di vivere nelle caverne. Lungi da noi sminuire ciò che sta succedendo cerchiamo però, come abitudine di BlueStar, di restare lucidi e di non farci atterrire dal panico. Occorre capire se l'isterismo collettivo a cui stiamo assistendo deriva più dalla diffusione mediatica del problema, e dalla scomposta reazione politica internazionale, o dai suoi reali effetti sull'economia. In questo clima è naturale che investitori, strategisti, analisti si facciano condizionare dal panico. I dati del virus parlano chiaro: si diffonde molto velocemente ma presenta un tasso di mortalità tra i più bassi dei suoi "cugini" passati e debellati. Il Covid-19, grazie a Dio, non è Ebola e non è la Spagnola. La reale diffusione del virus negli USA rappresenta a questo punto la wild card che può cambiare tutti gli scenari. A questo stadio siamo ben consci del potenziale recessivo della pandemia che dovrebbe tuttavia essere solo temporaneo assicurando una ripresa a V (o ad U) dell'economia. I mercati così come sono violentemente scesi possano altrettanto rapidamente risalire. Il problema sta nell'individuare un bottom che non abbiamo la presunzione di chiamare. In questo clima di incertezza il risk management è chiave perché potrebbe darsi, come diceva Will Smith, che: nulla vada come doveva andare...

Mercato	Febbraio 2020	Year to Date 2020
<b>Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index</b>	+0.4 %	+2.3 %
<b>Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index</b>	+1.8 %	+3.8 %
<b>S&amp;P 500 Index</b>	-8.2 %	-8.3 %
<b>Stoxx Europe 600 Index</b>	-8.3 %	-9.4 %
<b>MSCI Asia Pacific Index</b>	-6.0 %	-8.7 %
<b>Bloomberg Commodity Index</b>	-5.2 %	-12.3 %



**La violenta e profonda correzione di mercato sta assumendo l'aspetto di un wash out generalizzato. In questo clima di incertezza tutto è possibile ormai, anche un bear market purtroppo.**

I mercati azionari internazionali continuano a scendere in una progressione che sta diventando storica. Quella di questi giorni è certamente definibile come una situazione di panico e di isteria che sta assumendo le caratteristiche di un wash out generalizzato e indiscriminato. La rottura di determinati livelli tecnici ha innescato massicce vendite forzate da parte degli algoritmi in un circolo vizioso che si auto-alimenta. Continuerà? Quando finirà? La risposta alla quale non abbiamo la presunzione di rispondere con certezza è un deludente: dipende. Il Covid-19 è molto contagioso ma poco mortale e la sua diffusione si realizza a "campana". La Cina dimostra che dopo un picco la diffusione rallenta. Tuttavia, proprio le misure politiche prese per fermare il contagio possono fare molto male all'economia anche se ogni paese ha adottato approcci diversi e contraddittori. Al di fuori dell'Europa (per non parlare della povera Italia), la situazione in Cina si sta stabilizzando e il substrato economico ante-virus era obiettivamente discreto. Il vero dilemma a questo punto, ciò che i mercati temono perché non sanno prevedere, riguarda il reale contagio negli USA. Questa rappresenta l'ultima frontiera per il Covid-19 ed è quello che potrebbe decidere il futuro economico mondiale di medio termine insieme alla possibilità che i mercati restino in territorio di semplice contrazione o di pieno bear market.

	<b>PIL reale 4T</b>	<b>Inflazione</b>	<b>Disoccupazione</b>	<b>Markit PMI Composite</b>
<b>USA</b>	2.1% =	2.5% ↑	3.5% ↓	49.6 ↓
<b>Europa</b>	0.9% ↓	1.2% ↓	7.4% =	51.6 ↑
<b>Cina</b>	6.0% =	5.2% ↑	5.2% ↑	27.5 ↓
<b>Giappone</b>	-1.6% ↓	0.7% ↓	2.4% ↑	47.0 ↓

**Il Covid19 ri innesca scenari recessivi che sembravano fugati: le misure prese avranno un impatto sul PIL globale ma la grossa wild card resta l'evoluzione del contagio negli Stati Uniti.**

I timori recessivi che ci hanno accompagnato nel 2019 e sui quali BlueStar si è sempre dimostrata scettica erano stati definitivamente fugati con la pubblicazione dei PMI di gennaio. Poi è arrivato il virus che ha potenzialmente la forza di cambiare nuovamente tutto lo scenario. L'incredibile flusso negativo di notizie, come un bollettino di guerra giornaliero, sta pesantemente condizionando investitori, analisti e strategisti. Certo, lo ammettiamo, sentire parlare la Annunziata di mercati su Rai 3 citando Roubini che si aspetta un -40% ci fa venire una enorme voglia di comprare. Roubini ha previsto le ultime sei recessioni su una effettivamente verificata e, prima o poi avrà ragione. Tuttavia, dobbiamo restare lucidi, sparare numeri a caso serve a poco. Da una parte la IIF taglia le stime mondiali di crescita al 1% per il 2020, ai livelli più bassi dal 2008, dall'altra il rinomato modello GDP Now della FED di Atlanta si aspetta ancora una crescita per il PIL americano del 3.1% per il



1Q!! Da una parte ci sembra che gli economisti, impauriti dalle scene apocalittiche trasmesse dai media italiani, stiano già tagliando molto tutte le previsioni, dall'altra ammettiamo che il peggio soprattutto per l'economia americana possa ancora arrivare. Di certo più a lungo si protrae il contagio e la correzione di mercato più probabile è di assistere ad una recessione. L'altro lato della medaglia tuttavia è che le politiche fiscali sono pronte ad entrare finalmente in azione. Difatti è ormai ben chiaro che in questo scenario i tagli dei tassi di interesse delle banche centrali siano abbastanza inutili. Se ho il lavandino rotto chiamare l'elettricista mi aiuta poco. Difatti il taglio di emergenza deciso dalla FED ha fatto poco per fermare il panico ed anzi, a nostro parere, ha contribuito a seminare terrore. BlueStar ha sempre sostenuto che di fronte ad una crisi, come quella che stiamo vivendo, il testimone sarebbe dovuto passare dalla politica monetaria alla politica fiscale. Forse ci siamo. La Cina sta preparando misure di emergenza (e se non le fa vuol dire che la situazione sta migliorando) così come USA, Italia, Spagna, UK e, udite udite, la Germania che si sta forse finalmente rendendo conto che può finanziarsi a tassi positivi (!! ) e che con un avanzo primario mostruoso sarebbe forse ora di fare qualcosa. Se non ora quando Signora Merkel??!! Non siamo quindi in grado di escludere una recessione di un paio di trimestri ma di certo le politiche fiscali, monetarie, il crollo del petrolio ed i bassissimi tassi di mercato rappresenteranno un volano fortissimo quando tutto questo finirà (ricordate il 2016...?). A meno che non ci saremo trasformati nel frattempo tutti in zombie, BlueStar ritiene che una ripresa a V sia possibile anche se pure mio figlio piccolo, purtroppo, spesso confonde la V con la U...

**Quando finirà l'emergenza? I politici sono chiamati a scegliere misure impopolari per non portare i sistemi sanitari al collasso ma ogni paese sta reagendo in maniera diversa. L'ultima frontiera del contagio sono gli USA dove il peggio potrebbe ancora arrivare.**

La vera domanda che in questa situazione abbia veramente un senso è dunque una sola: quando finirà? La buona notizia è che le draconiane misure cinesi sono state efficaci. Quella brutta è che in Europa siamo appena adesso entrati nell'occhio del ciclone mentre negli USA è ancora abbastanza sereno. Possibile?? Qui il discorso diventa complesso. È evidente come ogni paese abbia adottato un approccio singolare e contraddittorio. Il dilemma per molti politici è stato: salvaguardare dal peggio il sistema sanitario (e dunque la vita dei più sensibili al virus) adottando misure impopolari ma scatenando il panico oppure adottare un atteggiamento più moderato e graduale? O addirittura minimizzare totalmente il problema classificando il Covid come poco più di una influenza? In Italia, come in Cina, si sono adottati provvedimenti drastici che avranno certamente gravi effetti economici. Ci mancava solo di vedere il dott. Burioni apparire anche su Rai Yoyo tra una puntata di Peppa Pig e una di PJ Masks (chi ha figli piccoli capirà...). In USA al contrario è "business as usual" quasi come se nulla fosse. Da una parte il premier Conte che con il suo maglione blu nella sala operativa della protezione civile adotta provvedimenti da film catastrofici, dall'altra Trump che minimizza il più possibile la situazione e categorizza il virus come una invenzione dei democratici. In Italia si sono effettuati migliaia e migliaia di tamponi, in USA quasi nessuno forse perché una importante fetta della popolazione si trova senza assistenza sanitaria. È ovvio che, se



si cerca, il virus lo si trova ed è evidente come questo stia circolando da molto più tempo di quanto si dica. Vi sembra possibile infatti, per fare un caso estremo, che in Russia vi siano solo 17 casi ufficiali? La bassa mortalità del Covid, grazie a Dio, è allo stesso tempo la sua forza in quanto induce cittadini e politici a sottovalutarne la diffusione. Molto difficile giudicare queste opposte scelte politiche, solo il tempo ci dirà chi avrà avuto ragione. Ci sembra però di poter concludere che, almeno nel breve, non sia possibile fermare il contagio senza fermare l'economia. È ovvio che gli USA rappresentano a questo punto l'ultima frontiera nella diffusione del virus. Trump sta facendo una scommessa molto azzardata e pericolosa (ma potenzialmente efficace): o il Covid si espande seriamente (un minimo di 25mila casi negli USA, se testati, si paleserebbero il primo giorno secondo una semplice equazione matematica che saprebbe fare anche mio figlio, che non è un virologo) oppure, per miracolo, lo fa in maniera "discreta" e senza grossi effetti sanitari. Nel primo caso avremo una recessione e Trump perderà le elezioni, nel secondo avrà vinto la sua scommessa e si assicurerà un secondo mandato (con tanto di teatrino spassoso sul virus). Il rischio è grosso tuttavia e da questa scommessa dipende il futuro prossimo dei mercati finanziari.

**Nella correzione le valutazioni si sono riportate in territorio ragionevole e il dividend yield azionario è di gran lunga superiore ai tassi obbligazionari. Molta incertezza resta tuttavia sull'evoluzione dell'economia e degli utili aziendali. Riteniamo che una ripresa a V (o ad U) sia ancora possibile. Il timing è tuttavia impossibile da individuare.**

Con queste notizie, sparate all'estremo sui media, è ovvio che i mercati si siano lasciati trascinare nel panico più nero. Da tempo ormai si dice che Wall Street si sia scollegata da Main Street, nel senso che la finanza in bolla si sia smarcata da una economia ben più moderata. Non escludiamo che in questa fase possa succedere il contrario. Nel frattempo, infatti le valutazioni, considerate scandalose fino a pochi giorni fa, si sono riportate a 16x e 11x gli utili prospettici rispettivamente per l'S&P500 ed Eurostoxx. Allo stesso tempo con i tassi a lungo collassati il dividend yield azionario è, in maniera imbarazzante, superiore ai tassi di interesse e se già prima non vi era alternativa alle azioni a maggior ragione quando sarà passata la buriana. Certo con il virus che minaccia tanto il consumo quanto le supply chain globali le previsioni sugli utili lasciano il tempo che trovano. È ancora molto prematuro poter fare delle stime attendibili che solo le prossime pubblicazioni trimestrali, ad aprile, potranno cominciare a far luce. D'altro canto, tuttavia facciamo notare che in Cina l'85% delle attività produttive sono riprese e che il reale impatto sulla domanda, ad eccezione degli ovvi settori colpiti (travel & leisure), sia ad oggi difficilmente quantificabile. Il virus non durerà per sempre e, se saremo ancora (quasi) tutti vivi, i consumi riprenderanno e molte decisioni di acquisto solo rimandate potranno essere recuperate. Non vogliamo suonare tuttavia troppo semplicisti. È evidente che molto dipenderà dalla domanda di cui sopra: quanto durerà e quale saranno i numeri della diffusione (accertati) in USA? Le prossime due-tre settimane saranno fondamentali per avere un quadro più completo sul contagio e per valutare gli effetti economici e sugli utili aziendali di questi due mesi catastrofici.



**Cauti sul dollaro e ancor di più sui prodotti a spread ma ottimisti sull'oro, bene rifugio per eccellenza. Dopo questa capitulation potrebbero presentarsi buone opportunità per ricostruire.**

Siamo da qualche tempo più prudenti sul dollaro che in effetti ha ceduto terreno sulle aspettative di taglio dell'unica banca centrale che ha ancora qualche munizione da sparare; siamo stati completamente smentiti sui tassi che sono scesi a livelli apocalittici e che non risaliranno fino a che non vi sarà evidenza di quella ripresa in cui speriamo; siamo ancora cauti sui prodotti a spread che hanno seguito ovviamente il ribasso del comparto azionario e soprattutto il collasso del petrolio ma che cominciano a tornare interessanti; assolutamente ottimisti sull'oro che in questo scenario trova la sua massima espressione e che però nei momenti di maggiore stress di mercato ne subisce pure gli effetti secondari (margin calls e altre diavolerie dei tempi moderni); ancora prudenti sulle azioni che continueranno a subire una forte volatilità ma il cui andamento potrebbe diventare più "ordinato" e meno scomposto una volta esaurita la spinta negativa degli algoritmi. I bottom, come i top, non si prendono mai e BlueStar non ha certamente la presunzione di chiamarne uno in uno scenario tanto incerto. Siamo tuttavia convinti che più profonda e veloce sarà la correzione più reattivo ed esplosivo sarà il rimbalzo. Negli scorsi giorni i mercati hanno assunto l'aspetto della cosiddetta "capitulation" dunque potrebbe essere vicino il momento in cui è consigliabile, per chi ragiona con un'ottica più direzionale, ricostruire dopo la batosta.

**In questa situazione di mercato BlueStar privilegia il risk management. L'importante è restare vivi e difenderci il più possibile dai drawdown. Preferiamo quindi un atteggiamento prudente cercando di approfittare delle finestre favorevoli per incrementare le posizioni più convinte.**

La correzione non ci ha completamente colti di sorpresa motivo per cui, fortunatamente, sui fondi avevamo già adottato un posizionamento molto prudente sulla quota azionaria sempre protetta con i nostri book di equity overlay e cross asset hedge. La violenta correzione e la totale incertezza ci hanno inoltre indotto a privilegiare il risk management su qualunque altra considerazione. In questo clima qualunque scenario può rivelarsi errato mentre è insito nel DNA di BlueStar limitare i drawdown e preservare il più possibile il risultato. In questa fase la parola d'ordine è: restare vivi. 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 tuttavia approfittato delle poche finestre favorevoli per ridurre l'esposizione generale a favore esclusivamente delle convinzioni più forti. Nel corso della correzione abbiamo inaugurato una nuova tematica legata ai titoli che potrebbero beneficiare di quarantene forzate o volontarie. Nel comparto obbligazionario, già sotto ponderato, abbiamo per prudenza ridotto le componenti di minore qualità. Restiamo presenti su governativi USA (inclusi agency MBS), Spagna e Grecia che hanno tuttavia subito un importante allargamento degli spread. Sul fronte valutario restiamo solo moderatamente esposti su USD, corti di AUD e lunghi di JPY (con posizioni incrementate), CHF, coperti GBP, coperti CAD, lunghi PLN.



**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](http://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.