

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Aprile 2020

WONDERWALL

Surreale è la parola che meglio descrive la situazione che stiamo vivendo sulla nostra stessa pelle da quasi due mesi. Una profonda angoscia e incertezza sul futuro ci accompagna. Non ci sorprende quindi che i mercati abbiano in pochissimi giorni sperimentato correzioni storiche, soprattutto in ambito azionario e obbligazionario. L'unica difesa è stata rappresentata dai governativi di qualità (vera), a giorni alterni dall'oro e da un club selezionatissimo di valute risk off. La crisi ha attraversato molto velocemente tre fasi, fino ad ora. La prima ha coinvolto a gennaio la Cina ma ha scalfito molto poco l'ottimismo del mercato. BlueStar si è dimostrata allora molto scettica su tale compiacenza e siamo quindi stati in grado di entrare nella seconda fase in maniera prudente. In questa fase la crisi sanitaria si è spostata imprevedibilmente (anche per noi) in Europa con una virulenza da film catastrofico. Infine, come temevamo e nonostante lo scetticismo iniziale dell'amministrazione americana, l'occhio del ciclone pandemico si è spostato negli USA che in pochi giorni è diventato il paese con più casi conclamati al mondo. Il globo si trova ormai da qualche settimana in un lockdown, mai visto neppure in tempi di guerra, che colpisce allo stesso tempo tanto l'offerta di beni e servizi quanto la domanda. Gli effetti macroeconomici, almeno sul breve termine, saranno devastanti. Una recessione globale, nel senso letterale del termine, è ormai conclamata. A questo punto restano, a parere di BlueStar, più incognite che certezze. Troppe per ritenere sostenibile il rally di mercato delle ultime settimane che trova sollievo dal raggiungimento di un picco nella curva dei contagi e dalle ipotesi di riapertura delle attività. Temiamo infatti che una volta passata la fase acuta della pandemia ci avvieremo verso quella cronica. Trovare un equilibrio tra costi sanitari e costi economici non sarà semplice. Il peggio dal punto di vista economico potrebbe non essere ancora arrivato. Di certo, grazie ai massicci interventi fiscali e monetari, abbiamo auspicabilmente evitato l'ipotesi di una depressione e di una crisi finanziaria. Non ci sentiamo quindi di schierarci con i super-gufi che prevedono scenari apocalittici. Allo stesso tempo tuttavia uno scenario di ripresa istantanea in grado di recuperare quasi tutto in poche settimane ci sembra un esercizio di pura fantasia. Il mercato sembra aver già trovato una cura. Più che scavalcare un "muro di preoccupazioni" ci sembra che il mercato sposi un "muro di speranze" ...

Mercato	Marzo 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	-3.4%	-1.1%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	-3.5%	-3.4%
S&P 500 Index	-12.4%	-19.6%
Stoxx Europe 600 Index	-14.5%	-22.5%
MSCI Asia Pacific Index	-11.5%	-19.2%
Bloomberg Commodity Index	-24.0%	-23.5%



Il Covid ha rappresentato uno shock esogeno imprevedibile e di portata epica. Stiamo probabilmente sperimentando la crisi più grave degli ultimi 70 anni. Vi sono ancora troppe incognite e poche certezze per ritenere sostenibile il rally di mercato degli ultimi giorni.

Fino alla fine di gennaio sembrava, anche a BlueStar, che il 2020 potesse essere un buon anno. Ancora prematuro dichiarare morto il più lungo ciclo economico e finanziario della storia. Poi è arrivato il Covid e tutto è cambiato. Questa crisi è certamente la peggiore degli ultimi 70 anni perché coinvolge tutti, globalmente, indistintamente e per forza di cose ci condiziona e ci spaventa. Per quanto riteniamo prematuro concludere, come dicono alcuni, che il virus farà da spartiacque nella storia del XXI secolo di certo non ne passeremo indenni. Gli effetti macroeconomici saranno devastanti per lo meno sui prossimi trimestri. Gli utili societari ne subiranno ovviamente le conseguenze. Gli enormi debiti pubblici che stiamo accumulando, finita l'emergenza, non passeranno inosservati, così come i bilanci ormai stra-miliardari delle banche centrali. Senza voler tuttavia fasciarci la testa prima che si sia rotta, proviamo ragionare in maniera lucida e costruttiva. Guardando al breve medio termine vediamo però più incognite che certezze. Quanto dureranno ancora i lockdown? È ragionevole pensare che possano essere tolti istantaneamente? Come reagiranno consumatori ed imprese alle incertezze del futuro? Di quanto scenderanno gli utili societari? Avremo una seconda ondata epidemica? Quanta parte della popolazione ha già avuto il virus e lo ha sconfitto pur restando fuori dalle statistiche? Quanti asintomatici ci sono stati? Quando troveranno un vaccino? Sarà efficace visto che si nutrono dubbi sulla capacità del nostro corpo di produrre degli anticorpi duraturi? A fronte di tante domande senza risposta vi sono solo due certezze: il vaccino nella migliore delle ipotesi non arriverà prima del 2021 e nel frattempo gli interventi politici sono stati senza precedenti. Comunque troppo poco, a parere di BlueStar, per ritenere sostenibile il rally di mercato di questi giorni.

	PIL reale 4T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	2.1% =	1.5% ↓	4.4% ↑	40.9 ↓
Europa	1.0% ↓	0.7% ↓	7.3% ↓	29.7 ↓
Cina	-6.8% ↓	4.3% ↓	5.9% ↑	46.7 ↑
Giappone	-0.7% ↓	0.4% ↓	2.4% =	36.2 ↓

La curva dei contagi può essere contenuta ma il prezzo economico è salatissimo. Ci avviamo verso una recessione globale che non abbiamo

I mercati hanno difatti trovato sollievo dal picco registrato dalla ormai celeberrima curva dei contagi, l'unica cosa a cui si è guardato nelle ultime settimane. Dunque, è dimostrato che dapprima in Cina, poi in Europa ed infine in USA la curva dei contagi può essere controllata e contenuta. Bene, ma non benissimo! Il prezzo da pagare infatti per raggiungere tale obiettivo è un salatissimo prezzo economico. Le statistiche globali cominciano infatti a mostrare gli effetti di un lockdown globale mai sperimentato dai tempi delle guerre puniche.



visto neppure nella crisi del 2008. Più graduale sarà la riapertura delle attività più negativi saranno gli effetti sul tessuto economico e sociale.

Se fino a gennaio prendevamo fiducia dal fatto che il settore dei servizi fosse rimasto immune dalla recessione manifatturiera vista nel 2019, la situazione è ora completamente cambiata. Il lockdown ha coinvolto difatti in primis il settore dei servizi che rappresenta almeno i 2/3 dei PIL mondiali. Questo sarà probabilmente l'ultimo ad essere "sbloccato", rispetto al manifatturiero, vista la forte incidenza di "socialità" coinvolta. I PMI, che leggete in tabella, sono fuori da ogni statistica storica! In questo scenario non occorrono gli "scienziati" inutili del FMI (che ancora tre settimane fa si aspettavano una decrescita di solo lo 0.9% in Italia) per capire che siamo entrati in una recessione globale, vale a dire in una forte decrescita di almeno due, se non tre, trimestri che si paragona invece ad una crescita media del 3% negli ultimi 10 anni. È ormai evidente che il ciclo economico più lungo della storia muore a causa di un virus, di un evento esogeno, epico ed imprevedibile. Temiamo che il peggio nelle statistiche economiche debba ancora arrivare e che il rallentamento sarà ben peggiore di quello della crisi del 2008. Ovviamente tutto dipenderà dalla durata dei lockdown e soprattutto dalla loro gradualità. Per non parlare della possibilità di una fase di chiusure a "singhiozzo" a causa di possibili seconde ondate epidemiche. Ma anche senza voler essere troppo negativi, che non è mai intenzione di BlueStar, dobbiamo ammettere che più lenta sarà la fase di riapertura più negativi saranno gli effetti sul tessuto economico e sociale. L'economia non è come una lampadina che puoi spegnere e riaccendere a piacimento. Qualcuno ha scritto che è come un muscolo, se non lo usi si atrofizza e più resti fermo più tempo impieghi, e più fisioterapia ti serve, per tornare alla normalità. Pensiamo solo alle piccole medie imprese o ai negozi ed attività commerciali. Questi rappresentano almeno il 70% delle imprese e degli occupati a livello globale. Non tutte riapriranno. Ciò avrà effetti gravi sulla disoccupazione e sui consumi.

Il tasso di disoccupazione si avvia, soprattutto in USA, verso livelli elevatissimi. Non tutto sarà riassorbito velocemente. Anche gli utili aziendali saranno colpiti viste le restrizioni e il calo di produttività e fatturato. I buybacks azionari smetteranno di essere un

I numeri sulla disoccupazione sono spaventosi, soprattutto in USA dove il licenziamento avviene dalla sera alla mattina senza troppi preamboli. In poche settimane le richieste di nuovi sussidi alla disoccupazione hanno già sfondato i 20mln, numeri mai visti prima! Si pensi solo alla ristorazione o ai negozi chiusi e ai propri dipendenti lasciati a casa. Si calcola che di questo passo il tasso di disoccupazione in USA possa raggiungere il 15%! Ovviamente occorre ammettere che molti di questi disoccupati lo saranno solo temporaneamente e saranno riassorbiti una volta che il lockdown sarà esaurito. Ancora una volta però tutto dipenderà dalla gradualità della riapertura. Inoltre, è facilmente ipotizzabile che vi saranno parecchie restrizioni sui negozi, locali di ritrovo, fabbriche, supermercati in riferimento al distanziamento sociale che sarà certamente mantenuto. O restrizioni o una nuova impennata dei contagi. Se già si parla di lidi balneari con ombrelloni delimitati da box in plexiglass (magari anche con tuta e mascherina!) figuratevi tutto il resto. Code, inefficienze, scarsa produttività e calo del fatturato. Quindi delle due l'una: o il livello di disoccupati non potrà completamente riassorbirsi o la crescita



catalizzatore per i mercati.

dei profitti prenderà una bella "sberla", o entrambi. Gli utili per l'S&P 500 sono attesi con una decrescita del 5% Y/Y per il 2020, stima che ci sembra troppa ottimista. Senza voler suffragare un -30%, come afferma qualcuno, BlueStar ritiene ragionevole attendersi una cifra compresa tra -10% e -20%. Nulla di confortante. A ciò aggiungiamo che la possibilità o la volontà di imbarcarsi in massicce operazioni di stock buybacks da parte delle società quotate subirà, almeno nel medio termine, un brusco arresto così come, con poche eccezioni, la volontà di distribuire dividendi. Ciò farà mancare uno dei maggiori propellenti del bull market degli ultimi anni.

Una riapertura istantanea delle attività è impossibile. Le misure di contenimento ci accompagneranno per lungo tempo. Il virus non passa da solo, il vaccino è lontano e i politici non vorranno prendersi troppi rischi. Trovare un equilibrio tra costi sanitari e costi economici non sarà facile.

La domanda, o meglio l'incertezza maggiore, è una: quanto dureranno i lockdown? E soprattutto: quanto graduale sarà la riapertura delle economie? Chi si illude che nel corso del mese di maggio vi sarà per magia una apertura istantanea e si torni alla normalità come dopo un incubo è destinato a rimanere deluso. La crisi sanitaria e le misure di contenimento adottate ci accompagneranno purtroppo per lungo tempo. Il virus non se ne andrà da solo. Si parla ad esempio di riaperture per attività produttive, per età, per aree o a seconda del fatto di essere immuni o meno al coronavirus. Si valuta insistentemente infatti sulla possibilità di fare test sierologici a tappeto per stabilire chi ha una sorta di passaporto di immunità. A questo proposito leggiamo di alcune stime che prevedono che solo il 10% della popolazione abbia già avuto il virus. Questo dato, oltre ad essere di gran lunga superiore ai casi ufficialmente accertati, è comunque ben lontano dal poter garantire la cosiddetta immunità di gregge. I politici non vorranno prendersi troppi rischi, come ha imparato a sue spese il primo ministro inglese che ha dapprima fatto l'uomo "forte" tranne poi contraddirsi lottando lui stesso contro il virus in un reparto di terapia intensiva. Oppure come la Svezia che ha scelto, controcorrente, di limitarsi al distanziamento sociale senza lockdown. Ora per quanto aiuti il fatto che il distanziamento sociale sia già innato nelle popolazioni del nord Europa, i numeri dei contagi si sono impennati in poco tempo. Ciò che sta succedendo a Singapore insegna. Trovare un equilibrio tra costi sanitari (fisici e mentali) e costi economici non sarà facile ma è certamente prematuro concludere che in quattro e quattr'otto si possa riaprire e tornare a fare festa! È come se, inseguiti da un orso, ci fossimo rifugiati su un albero ma senza armi, vestiti e cibo. Morire di fame e di freddo sull'albero o scendere ed affrontare l'orso? O sperare che l'orso se ne vada? Un bel dilemma...

Troppo ambizioso fare market timing in questo scenario. Il risk-reward a questi livelli è però poco allettante. Probabile che

In questo scenario è molto pericoloso fare timing. Non è quindi intenzione di BlueStar avere l'arroganza di provare a chiamare il bottom. Piuttosto possiamo affermare di trovarci nella fase di bottoming in cui è ragionevole aspettarsi la tenuta dei minimi del 23 marzo. I numeri parlano chiaro: applicando un multiplo generoso di 18x agli utili "normalizzati" per l'S&P 500 (che ipotizzano un brusco calo per il 2020 e la completa ripresa nel 2021) finiamo con un target



siamo in una fase di bottoming e che i minimi di marzo saranno tenuti. Prudenza sul breve termine.

ipotetico a 2800 punti. Considerando dove siamo il risk-reward non ci pare molto allettante. Anche all'interno di un bear market dei bull market rally sono consueti. Tra ottobre e dicembre 2008 ne abbiamo avuto due ma il minimo lo abbiamo poi visto solo a marzo 2009. Per quanto non ci troviamo solidali con alcuni guru super pessimisti, ben più blasonati di noi, che prevedono scenari apocalittici (tipo una correzione di un altro -30% dai minimi di marzo), un mondo che cambia, fine della globalizzazione, taglio drastico di tutte le leve finanziarie, cambiamento epocale nelle abitudini dei consumatori e chi più ne ha più ne metta, aspettarsi però che tutto venga recuperato nel giro di un paio di mesi ci sembra eccessivo. Chi guarda a 12-18 mesi trova oggi delle buone opportunità di mercato. Più a breve però raccomandiamo prudenza.

Si sconsiglia un posizionamento aggressivo. Sulle azioni prediligere tematiche di lungo termine e qualità. Sulle obbligazioni preferiamo i corporate IG ed i finanziari in particolare. Oro: se non ora quando??

Nel dubbio, BlueStar consiglia di essere solo parzialmente investiti e di farlo in maniera disciplinata e graduale così da partecipare a possibili rialzi lasciandosi però spazio per mediare. Solo un riavvicinamento ai minimi di marzo potrebbe giustificare un posizionamento più aggressivo. Le scelte di portafoglio vanno fatte, in ambito azionario, nell'ottica di privilegiare tematiche di lungo termine ancora valide e società caratterizzate da qualità e sostenibilità di bilancio, visibilità degli utili, appartenenza a settori non direttamente colpiti dalla crisi, forti brand name e la predilezione a quei settori che potrebbero addirittura beneficiare della situazione. Nel comparto obbligazionario preferiamo carta corporate IG di buona qualità, ibridi europei emessi da società IG, convertibili di qualità ed EM selezionati. Da privilegiare i finanziari che saranno certamente supportati dalle banche centrali visto che questa volta le banche non sono il problema ma fanno parte della possibile soluzione, nel supportare le richieste di liquidità delle aziende. Sulle materie prime privilegiamo ovviamente l'oro che trova in questo scenario la sua massima espressione e che deve ora dimostrare quanto i suoi fan ci hanno preconizzato per anni!

L'entità dello shock ci ha indotto a privilegiare il risk management. Siamo riusciti a contenere il drawdown e a partecipare poi al rimbalzo. La nostra parola d'ordine in questo scenario è: convessità!

Già da fine gennaio viaggiavamo in maniera molto prudente sulla quota azionaria sempre protetta con i nostri book di equity overlay e cross asset hedge. L'entità dello shock ci ha inoltre indotto a privilegiare il risk management su qualunque altra considerazione di scenario. Siamo così riusciti, come è insito nel DNA di BlueStar, a limitare notevolmente il drawdown pur mantenendo nel successivo rimbalzo una discreta capacità di recupero. Possiamo affermare con orgoglio che l'obiettivo della convessità è stato raggiunto. 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 e dalla situazione di quarantena. Abbiamo inoltre aggiunto, già con ottimo successo, una selezione di titoli biotecnologici attivi nel contrasto diretto al virus. Nel comparto obbligazionario dopo aver già ridotto le componenti di minore qualità abbiamo approfittato per



aumentare i segmenti oggetto di acquisti da parte delle banche centrali. Sul fronte valutario abbiamo incrementato l'esposizione ai USD e diminuito il corto di AUD e il lungo di JPY prendendo un ottimo profitto. Abbiamo altresì scoperto parzialmente il GBP e incrementato le esposizioni risk on su MXN e 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

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.