

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Maggio 2020

THE REVENANT

Dopo l'apocalisse del mese di marzo, in cui i mercati azionari si sono ritrovati in pieno bear market con una velocità mai sperimentata nella storia, con altrettanta velocità si sono girati. Soprattutto i mercati americani con un S&P500 tornato a -9% YTD ed un Nasdaq 100 addirittura a +6% YTD. Redivivi! Come se nulla fosse successo! BlueStar stessa nel mese di febbraio (Die Another Day) aveva fatto notare quanto forte fosse il mercato e aveva intuito la possibilità che sarebbe stato difficile uccidere il bull market. Questo però era prima dei pesanti lockdown in Europa e Stati Uniti e prima dei 4mln di infetti (di cui 1.3mln solo in USA) e 300mila morti nel mondo. Prima di una recessione globale mai vista da 90 anni a questa parte con oltre 30mln di disoccupati negli Stati Uniti. Con questi numeri pochi mesi fa qualunque investitore avrebbe venduto tutto barricandosi in casa e mettendo i soldi sotto il materasso. Invece no. I mercati non si sono rivelati troppo suscettibili ai disastrosi dati sia macro che micro pubblicati giornalmente. Si è voluto guardare solo ad un lato della medaglia: l'appiattimento nella curva dei contagi e la riapertura delle economie globali. Come se la riapertura volesse automaticamente implicare un completo ed istantaneo ritorno alla normalità. Addirittura, nell'aspettativa che tutto ciò che è stato per forza di cose risparmiato venga velocemente speso (e con gli interessi!) nel giro di un paio di trimestri. In altre parole, alcuni mercati stanno pienamente scommettendo su una ripresa a V. A questo aggiungiamo l'intervento massiccio e immediato di governi e banche centrali che stanno artificialmente tenendo in vita molti settori e realtà aziendali che sarebbero altrimenti già fallite. Come già detto in lungo e in largo, BlueStar, da tempi non sospetti, ha rifiutato di schierarsi dalla parte dei catastofisti che vedono i minimi di marzo solo come il primo step della correzione. Abbiamo difficoltà tuttavia a giustificare grosso potenziale da questi livelli e, a nostro parere, nella migliore delle ipotesi la ripresa sarà solo a U. Non si tornerà alla normalità così in fretta. I rischi sono oggi più numerosi delle certezze e le valutazioni di mercato, col grosso punto interrogativo sul futuro degli utili, troppo ambiziose. Il mercato sopravviverà al tremendo attacco dell'orso, probabilmente, ma neanche Di Caprio riuscirebbe a tornare così forte e vendicativo dopo soli 23 giorni di correzione...

Mercato	Aprile 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	+1.2%	0.0%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	+1.8%	+5.0%
S&P 500 Index	+12.8%	-9.3%
Stoxx Europe 600 Index	+6.7%	-17.3%
MSCI Asia Pacific Index	+8.2%	-12.6%
Bloomberg Commodity Index	-1.6%	-24.7%



Il rally di mercato è stato potente ed inatteso, ma questi nuovi livelli sono difficili da giustificare, soprattutto viste le numerose incertezze e la profondità della recessione in atto

La contro reazione di mercato, dopo il disastro di marzo, è stata sbalorditiva e per quanto ci riguarda inattesa nella sua intensità. Un rimbalzo tecnico ci stava vista la situazione di *panic selling* e *wash out* a cui eravamo arrivati, ma un rally così potente francamente non ce lo aspettavamo. Il mercato ha voluto ignorare la profondità della recessione globale e tutte le incognite che ancora restano concentrandosi solo sul "controllo" dell'epidemia, la riapertura economica e il massiccio intervento delle politiche monetarie e fiscali. Basterà? BlueStar ammette che la situazione generale, ad oggi, mostra segnali più confortanti rispetto agli scenari apocalittici che circolavano fino a poche settimane fa, ma un mercato americano tornato ai livelli pre-lockdown ci sembra difficile da giustificare. Già prima della crisi qualcuno sosteneva che il mercato fosse sopravvalutato, oggi vicini agli stessi livelli (o addirittura sopra nel caso del Nasdaq) ma con prospettive sugli utili decisamente peggiori a maggior ragione non si può non ammettere che siamo tirati. Senza aggiungere le numerose incertezze che regnano sui prossimi trimestri, in ogni ambito, così come l'enorme ammontare di debito che è stato creato il quale prima o poi si presenterà alla cassa. E se poi invece l'unica cosa che conta è la FED prestatore di ultima istanza capace di intervenire in soccorso qualunque cosa capiti, eccetto nel caso di un asteroide che colpisce la Terra, allora alziamo le mani e ci arrendiamo. Se contano solo la FED, il TINA (*there is no alternative*) o il FOMO (*fear of missing out*) allora comprate come se non ci fosse un domani e licenziate tutti i vostri gestori inutili! A difesa della categoria e della nostra capacità intellettuale ci permettiamo umilmente di pensarla diversamente. Un giorno forse la FED comprenderà anche ETF azionari ma certamente non lo farà dopo solo un -13% dai picchi storici di sempre...

	PIL reale 1T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	-4.8% ↓ *	0.3% ↓	14.7% ↑	27.0 ↓
Europa	-3.3% ↓ **	0.4% ↓	7.4% ↑	13.6 ↓
Cina	-6.8% ↓ *	3.3% ↓	5.9% ↑	47.6 ↑
Giappone	-0.7% ↓ 4T*	0.4% =	2.5% ↑	25.8 ↓

* Annualizzato

** Q/Q

I dati macro sono pessimi, i consumi non riprenderanno a pieno regime a causa di un

Non riteniamo di dover spendere troppe parole sui dati economici che sono, e saranno, pubblicati. Basta una parola: disastro! Per il 2Q la Fed di Atlanta si aspetta una decrescita del PIL americano pari al 35% q/q annualizzato! Da brividi. Statistiche PMI sotto i 30 non necessitano di molti commenti. Ma il mercato quasi li ignora. Piuttosto guarda al fatto che in Cina siamo tornati sopra 50, però attenzione: i PMI sono indici di diffusione



**probabile
aumento del
risparmio
precauzionale.
Molti
disoccupati
temporanei
potrebbero
restare tali**

che si riferiscono sempre al mese precedente, non segnano un valore assoluto. Se da 50 scendiamo a 25 e poi torniamo a 50 vuole semplicemente dire che nel terzo mese siamo fermi ai livelli del secondo, non che magicamente siamo tornati in territorio di espansione. Inoltre, ribadiamo come il settore più colpito dalla crisi sia stato proprio quello dei servizi che rappresenta oltre il 70% dell'economia globale. I sondaggi sulle proprie prospettive da parte delle PMI americane (NFIB Small business survey) sono disastrosi. Eh sì, l'America non è solo Google e Amazon... I consumatori inoltre, a parere di BlueStar, non torneranno in massa nei centri commerciali, come se nulla fosse. Qualcuno si aspetta che tutto ciò che è stato obbligatoriamente risparmiato durante il lockdown venga speso il più presto possibile. Addirittura in eccesso, vista la voglia di "festeggiare" lo scampato pericolo con lo shopping. Dissentiamo. Innanzitutto il pericolo sanitario non è ancora scampato. Ed inoltre questo cosiddetto *pent-up demand* a nostro parere diventerà, in parte, risparmio precauzionale almeno per un po'. L'economia è in ginocchio, i rischi sanitari per ognuno di noi sono ancora elevati, la disoccupazione è galoppante, le prospettive sui salari non brillano e potrebbero esservi aspettative su un possibile aumento delle tasse (cosiddetta equivalenza Ricardiana, reminiscenza dei testi di macroeconomia). Il debito prima o poi va ripagato (almeno da noi in Svizzera, purtroppo) ed è quindi più che ragionevole attendersi un aumento delle imposte a medio termine. Il consumo (50%+ del PIL globale) non tornerà euforico in fretta. I numeri sulla disoccupazione sono spaventosi, soprattutto in USA dove in due mesi siamo passati da un tasso di disoccupazione del 3.5% al 15%! Numero destinato ad aumentare ancora, secondo alcuni. Ora è certamente vero che molti sono disoccupati temporanei legati ai settori della ristorazione e affini, così come è vero che molti sono in cassa integrazione (o in *furlough* per usare un termine inglese meno maccheronico ma impronunciabile). Da quello che capiamo, Trump è stato così generoso da concedere una indennità di disoccupazione superiore a quanto molti ceti bassi effettivamente guadagnano. Potere dell'emissione incontrollato di debito e base monetaria! Addirittura si sussurra che molti non abbiano interesse a tornare a lavorare vista l'entità del sussidio. Questa sarà una bella notizia per i mercati che vogliono salire a tutti i costi ma a BlueStar sembra francamente insostenibile e fortemente deleterio. Ma forse siamo troppo antichi e viviamo ancora nel cretaceo.

**Massimizzare la
crescita e
minimizzare il
rischio sanitario:
una impossibile
quadratura del
cerchio**

Insistiamo inoltre sul fatto che massimizzare la crescita minimizzando il rischio sanitario è impossibile. Delle due l'una: o viste le pesanti restrizioni molti ristoranti, per fare un esempio, non riapriranno (anche perché la voglia di tornarci sarà probabilmente ridotta) oppure riapriranno tutti, torneremo in massa a mangiare e bere come cigni, tutti a stappare bottiglie sui Navigli come se nulla fosse e però avremo una seconda pesante ondata di contagi. Non vediamo alternative logiche. A meno che per miracolo il virus non scompaia da solo, magari muta, magari il caldo... Per carità tutto è possibile ma giocare alla cieca questa evenienza contraria ad ogni aspettativa scientifica ci sembra pericoloso.



Questo lo capirebbe anche mio figlio senza bisogno che ce lo dica Fauci. Intanto è indubbio che ci stiamo tutti rilassando. Da quando abbiamo smesso di combattere contro i mammoth l'essere umano non riesce a mantenere livelli di allerta così alta per così tanto tempo, non è più nella nostra natura. Se ne vedono già di tutti i colori in giro. Non aspettiamoci tuttavia di vedere chissà quale impennata di contagi nei prossimi quindici giorni. Se facciamo un semplice calcolo, considerando il recente passato, una seconda ondata potrebbe arrivare non prima di agosto o settembre. Non sarà quindi questo, pensiamo nel breve, a fermare il mercato.

Preoccupano le prospettive sugli utili, difficilmente pronosticabili. Per essere sostenibile il trend di mercato necessita di una rotazione settoriale, ma difficilmente i settori più ciclici si riprenderanno se la situazione economica non migliora

Ad essere più preoccupanti saranno piuttosto le prospettive sugli utili sui quali la visibilità è nulla e le stime ancora passibili di ribasso. Prendendo come riferimento l'S&P 500, un rapido calcolo porta BlueStar a stimare un price target molto vicino ai livelli attuali per fine anno. Lo otteniamo applicando un multiplo prospettico generoso, 18x, non essendo troppo pessimisti sul calo degli utili per quest'anno a -20% (nel 2018 era andata molto peggio) e supponendo un bel +25% di rimbalzo sugli utili 2021. Oltre facciamo fatica ad andare, con tutta la buona volontà. Saremmo superficiali a fare tuttavia di tuttata l'erba un fascio. Il rally più potente lo abbiamo visto solo per gli indici mega cap americani dove ha pesato moltissimo la componente tecnologia (quasi assente su altri listini come quelli europei). La predilezione del mercato per i titoli growth, l'apparente migliore tenuta dell'economia americana, i massicci interventi fiscali e monetari, così come la forza del dollaro hanno enormemente favorito l'S&P 500 dove per altro ormai i soliti 5 nomi più rappresentativi, e meglio performanti, pesano oltre il 20% dell'indice! Sano? Certamente no. Sostenibile? Neppure. La qualità e le prospettive delle varie Microsoft, Google, Amazon sono incontestabili ma questo mestiere ci insegna che alla fine, nel bene e nel male, tutto ha un prezzo. Il mercato per continuare a tirare, ammesso che lo faccia, necessita di un cambio di testimone a favore di settori più bastonati ma anche più colpiti dalla situazione di crisi, come consumi discrezionali, energetici, finanziari. Questo può avvenire però solo se le prospettive economiche e di crisi sanitaria migliorano visibilmente. Dunque siamo punto e accapo. Da qualunque parte la guardiamo vediamo più rischio che potenziale, per ora, nonostante il mercato si rifiuti di svegliarsi dal sogno di un bull market perenne.

Solo una correzione verso i minimi di marzo giustificerebbe un posizionamento più aggressivo. Nel frattempo, meglio privilegiare

Nel dubbio, BlueStar continua a consigliare di essere solo parzialmente investiti lasciandosi spazio per mediare su ribasso. Temiamo che dopo la fase 1 (correzione) e la fase 2 (rimbalzo) manchi ancora dall'equazione la terza fase, vale a dire una nuova fase correttiva di digestione. Solo un riavvicinamento, per lo meno a metà strada, rispetto ai minimi di marzo potrebbe giustificare un posizionamento più aggressivo. Il mercato generalmente trova un minimo un trimestre prima del bottom economico. Nel nostro scenario di ripresa a U il mercato sta anticipando troppo. Le scelte di portafoglio vanno fatte, in ambito azionario, nell'ottica di privilegiare tematiche di lungo termine ancora valide e



tematiche di lungo termine e società con bilanci sostenibili

società caratterizzate da qualità e sostenibilità di bilancio, visibilità degli utili, appartenenza a settori non direttamente colpiti dalla crisi, forti brand name. È forse ancora troppo presto per guardare a geografie e settori più ciclici e più value, ma insistiamo sul fatto che da lì occorre passare per giustificare altri rialzi di mercato. Vi sono società in questi ambiti la cui unica sfortuna è di appartenere ai settori "sbagliati". I prezzi sono interessanti, a 12 mesi, e siamo convinti che tornerà il loro momento. Nel comparto obbligazionario preferiamo comprare, moderatamente, quello che comprano le banche centrali: carta corporate IG, ibridi europei emessi da società IG, finanziari, *fallen angels*, MBS. A ciò aggiungiamo convertibili di qualità ed EM selezionati. Sulle materie prime privilegiamo l'oro e i suoi estrattori ma, come sempre, raccomandiamo disciplina ed opportunismo.

Per la nostra gestione la parola chiave è convessità: limitare i drawdown attraverso una dinamica gestione del rischio, partecipando al rialzo grazie ad una notevole generazione di alpha

Come ribadito più volte, BlueStar ha privilegiato sui suoi fondi il risk management su qualunque altra considerazione di scenario. Siamo così riusciti, come è insito nel nostro DNA, a limitare notevolmente il drawdown, pur mantenendo nel successivo rimbalzo una discreta capacità di recupero grazie ad una notevole generazione di alpha (pur restando alquanto "scarichi" in termini di asset allocation). 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. Il tutto sempre inserito in una asset allocation a rischio controllato dalle nostre strategie dinamiche di copertura. Nel comparto obbligazionario restiamo pesantemente sotto ponderati ed investiti in alcuni governativi, corporate IG di qualità ed alcune nicchie a più alto rendimento. Siamo molto cauti sul debito sovrano italiano. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off: siamo moderatamente esposti sul USD, JPY, abbiamo incrementato il CHF e parzialmente scoperto il CAD e GBP, siamo sempre corti AUD e siamo ancora lunghi 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.