

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Agosto 2020

THE GREEN ZONE

Abbiamo spesso sentito parlare di TINA (*there is no alternative*) e FOMO (*fear of missing out*) per spiegare, in maniera semplicistica, il rally azionario nonostante tutto. Aggiungeremmo ora un altro acronimo, ROMO (*reality of missing out*): il rimbalzo, apparentemente controintuitivo, degli ultimi quattro mesi se lo aspettavano in pochi e vi hanno partecipato in pochissimi. Ciò nonostante, il secondo trimestre ha registrato due record: il miglior trimestre dal 1987 per il mercato azionario e il peggior trimestre dal 1929 per l'economia. Possibile? Tutta speculazione? Insostenibile? La solita bolla creata dai banchieri centrali? Non ne saremmo così convinti... Per quanto BlueStar non appartenesse di certo ai, rari, ottimisti di marzo abbiamo per lo meno avuto la lucidità di basarci sui fatti, senza farci coinvolgere (troppo) da psicologia e pancia. Già due mesi fa spiegavamo come si stesse effettivamente materializzando la possibilità di una ripresa a V, forse a "radice quadra", ma non certo quella L che molti, cosiddetti guru, hanno sbandierato contribuendo al panico di marzo. L'eterna discussione sulla discrepanza tra "Wall Street" e "Main Street" fa molto titolo giornalistico ma può essere, a nostro parere, in parte giustificata e questa volta forse parzialmente smentita. Gli interventi fiscali, non solo monetari, potrebbero rappresentare infatti un *game changer* importante. Ancora una volta tuttavia insistiamo sulla totale imprevedibilità di una situazione pandemica che potrebbe ribaltare di nuovo lo scenario. Il virus non doveva scomparire col caldo...?? Evidentemente no e quanto stiamo vedendo, come BlueStar temeva, potrebbe già configurarsi come una seconda ondata anticipata. Ma intanto i mercati continuano a salire perché prima di giustificare altri *hard lockdown* (la vera grossa incognita negativa) la situazione dovrebbe peggiorare moltissimo. Le statistiche macroeconomiche, dopo il rimbalzo inatteso degli ultimi due mesi, potrebbero registrare una momentanea pausa e contribuire a qualche presa di profitto. Le mosse di un uomo disperato come Trump potrebbero, nel breve, causare qualche scossone. Bene. In tale evenienza tuttavia sperano in molti che essendo rimasti fuori (ROMO) non vedono l'ora di avere una seconda chance di entrata. Di sicuro, se il nostro scenario base si rivelerà corretto, insistiamo nel voler considerare, oltre ai soliti (bellissimi) titoli growth, anche qualche settore più *old economy* così come geografie fuori dagli USA, coerentemente alla debolezza del dollaro. Insomma, dopo tante "zone rosse" ci aspettiamo a 6-9 mesi che si possa tornare in maniera più estesa a vedere numeri decisamente più verdi...

Mercato	Luglio 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	+1.0%	+2.3%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	+1.5%	+7.7%
S&P 500 Index	+5.6%	+2.4%
Stoxx Europe 600 Index	-0.9%	-12.6%
MSCI Asia Pacific Index	+4.6%	-1.9%
Bloomberg Commodity Index	+5.7%	-15.1%



A dispetto dei timori su una seconda ondata, i mercati continuano a salire anche se in maniera asincrona: si conferma la natura anticipatrice delle azioni, supportate dai massicci interventi monetari e fiscali

Da tempi non sospetti ci siamo dimostrati preoccupati dalla velocità delle riaperture e dall'atteggiamento molto "sportivo" o fatalista delle persone. "Se mi deve venire il Covid tanto mi viene lo stesso, nel frattempo voglio continuare a vivere più o meno come prima". Stigmatizzando taluni comportamenti effettivamente estremi ed ingiustificabili non ce la sentiamo di dare troppo torto a tali affermazioni. Il risultato è che i contagi sono ricominciati a salire dapprima in USA e ultimamente anche in Europa. Per non parlare del disastro, totalmente mal gestito, in America Latina. Nel frattempo, i mercati, seppure in maniera volatile e non sincronizzata, hanno continuato a salire. L'indice Nasdaq si trova addirittura a +23% da inizio anno, nonostante i dati economici apocalittici pubblicati per il secondo trimestre che hanno fatto gridare allo scandalo. Riteniamo che una spiegazione ed una giustificazione possano essere abbozzati. Allo stesso tempo facciamo notare come i principali indici europei siano ancora sotto del 15-20%, per non parlare di listini come quello brasiliano ancora sotto del 35% (incluso l'effetto valuta). Non siamo certo noi i primi ad aver scoperto che le azioni sono una macchina anticipatrice e che di certo non avrebbero aspettato che tutta la popolazione mondiale fosse stata vaccinata per cominciare a salire. Anche perché nel frattempo è definitivamente sepolto lo scenario di una ripresa a L e i dati macro più anticipatori e frequenti hanno rimbalzato molto prima e molto più del previsto. Una momentanea pausa è probabile ma un quadro di medio termine positivo non è affatto escluso. Aggiungiamo, anzi ribadiamo, come i massicci interventi monetari e (novità!!) fiscali abbiano il potenziale di far registrare una crescita ben superiore al trend degli ultimi 10 anni. Non escluderemmo inoltre dinamiche inflattive ben diverse a fronte però di un impianto politico globale meno sereno rispetto agli ultimi anni. Se escludiamo l'ipotesi di una nuova gravissima ondata epidemica riteniamo che si possa tracciare un percorso positivo per gli asset rischiosi soprattutto per chi avrà il coraggio di "pescare" su geografie, titoli e settori meno scontati dei soliti triti e ritriti mega big cap growth.

	PIL reale 2T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	-32.9% ↓ *	0.6% ↑	10.2% ↓	50.3 ↑
Europa	-12.1% ↓ **	0.4% ↑	7.8% ↑	54.9 ↑
Cina	3.2% ↓ *	2.7% ↑	5.7% ↓	54.5 ↓
Giappone	-2.2% ↓ * (1T)	0.1% =	2.8% ↑	44.9 ↑

* Annualizzato

** Q/Q

Gli hard lockdown hanno colpito

Gli effetti negativi dell'*hard lockdown* hanno colpito in pieno i dati economici del secondo trimestre che ha fatto registrare la peggiore



duramente l'economia reale, ma gli high frequency indicators avevano già anticipato un rimbalzo a maggio, concretizzando le aspettative di una ripresa a V. La divergenza tra Main Street e Wall Street va demistificata. Sia il mercato del lavoro che i consumi danno confortanti segnali di ripresa

decrescita dal dopoguerra, o dal 1929. Con un -30% di drawdown realizzato in pochissimi giorni i mercati lo avevano già scontato a marzo. Nel frattempo però i dati non tradizionali e più aneddotici (i cosiddetti *high frequency indicators*) avevano già cominciato ad indicare un rimbalzo nel mese di maggio, supportati poi da dati più "istituzionali" come PMI, disoccupazione, immobiliare, vendite al dettaglio. Contrariamente alle aspettative, anche alle nostre, si è effettivamente configurato lo scenario di una ripresa a V già a partire dal trimestre in corso e non, come BlueStar si attendeva fino a giugno, solo a partire dal 1Q 2021. Al di là di una possibile pausa, contemporaneamente a quella che sembra già essere una seconda ondata pandemica in molti paesi, tale scenario ci sembra sempre più verosimile. Ciò nonostante il furioso rimbalzo del listino americano ha provocato un'ondata di pessimismo e ha rinforzato la tesi di chi da anni sostiene che i mercati finanziari siano scollegati dall'economia. Questo punto merita di essere demistificato. Innanzitutto, facciamo notare che il 55% dell'S&P 500 è costituito da tecnologia (inclusi i FAANGS) e farmaceutico. Questi settori hanno meritato di salire in quanto rappresentano dei trend di crescita secolari ben superiori a quelli del PIL nazionale in cui, per la verità, il peso di questi ultimi è ben inferiore al 55%! Il risultato borsistico del resto dell'indice, o di indici diversi dall' S&P500 o Nasdaq, si trova ancora a livelli molto inferiori ai picchi di febbraio. A pesare negativamente sulla crescita americana, e globale, sono difatti i settori più ciclici oltre all'importantissimo comparto dei servizi (75% del PIL mondiale) che dopo aver salvato l'economia nel 2019, durante un periodo di recessione manifatturiera, si trova ora esso stesso al centro della tempesta. Dire quindi che l'indice S&P500 non rappresenta appieno l'economia americana è giusto, dire che ne deve seguire necessariamente le sorti e scandalizzarsi del rally a nostro parere è scorretto. Tornando all'economia, desta particolare preoccupazione il mercato del lavoro che ha subito, negli USA, un tracollo mai registrato prima ma che sta obiettivamente rientrando più velocemente del previsto. La dinamica dei consumi allo stesso tempo non sembra aver registrato crolli irreversibili, oltre a quello ovvio del 2Q (a causa della impossibilità pratica di uscire di casa).

Dopo le massicce iniezioni di liquidità degli ultimi 10 anni che hanno aiutato prevalentemente i mercati finanziari, ora gli interventi fiscali potrebbero impattare finalmente anche l'economia reale. Possibilità concreta

A condizionare, teoricamente, il futuro della crescita di breve potrebbe essere l'entità (o meno) del secondo pacchetto di aiuti economici americani atteso a ore. I repubblicani vorrebbero misure immediate per aiutare l'economia e avere un minimo di chance durante le presidenziali di novembre, i democratici non hanno fretta e spingono per misure più strutturali di lungo termine (la situazione delle infrastrutture americane è penosa, rimasta indietro di 40 anni). Ci meraviglieremmo se non ne uscisse nulla, sarebbe deleterio per entrambi i partiti. Anche perché buona parte della tenuta del consumo americano è certamente dipeso, almeno nella fase più acuta della crisi, dai generosi (troppo...?) aiuti statali. Di certo per la prima volta da parecchi anni lo stimolo fiscale è stato massiccio ed



di un ritorno dell'inflazione

ha accompagnato quello monetario. Dopo il 2008 ad intervenire erano state quasi solo le banche centrali (lo shock era finanziario) e l'enorme flusso di liquidità ha aiutato poco l'economia reale e molto i mercati, per chiudere il cerchio aperto prima. Gli investitori, nel dubbio, hanno però preferito titoli ad alta crescita, autonoma rispetto alla anemica crescita nazionale, e ad alto dividendo. Ora invece la spesa pubblica, produttiva (vedi recovery fund europeo), ha la potenzialità di impattare positivamente anche l'economia reale, che sia quella verde, gialla o rossa. Lo scenario keynesiano ideale insomma: spesa pubblica finanziata da banche centrali accomodanti. Il potenziale economico, il basso e noioso "new-normal" post crisi finanziaria, potrebbe ricevere un impulso significativo. In questo scenario potrebbe tornare protagonista anche l'inflazione. Approfondiremo meglio in un'altra lettera ma basti dire che demografia, de-globalizzazione, interventi fiscali finanziati dalle banche centrali (cosiddetto MMT), riduzione della deflazione importata dalla Cina, incremento dei prezzi delle materie prime, l'"onda verde" che farà aumentare i costi energetici (eh già, pensate forse che lo switch su fonti energetiche alternative sarà gratis??) depongono tutti a favore di una sua ripresa. I fanatici dell'oro ne hanno già preso nota...

In USA atteso un picco della pandemia ad agosto ma in Europa la curva torna a salire. Altri hard lockdown sono improbabili. Il Presidente americano per recuperare consensi potrebbe esacerbare il conflitto US-Cina. Speriamo che quest'ultima porga l'altra guancia fino alle elezioni

Lo sviluppo dell'epidemia rappresenta tanto la vera wild card di ogni scenario quanto la sua assoluta imponderabilità. La stagione calda doveva essere un momento di tregua per il virus, secondo gli scienziati. Andassero a spiegarlo in Florida! Possiamo solo dire che molti stati americani hanno vissuto solo recentemente la loro fase 1 mentre altri paesi stanno sperimentando quella che potrebbe definirsi già una seconda ondata. A quanto pare il peggio per gli USA dovrebbe esaurirsi ad agosto ma nel frattempo in Europa i casi aumentano. La nostra impressione è che nei prossimi mesi perderemo il conto delle varie ondate e che però solo un serio aggravamento di morti ed ospedalizzazioni potrebbe rimettere in dubbio tutto. I costi economici hanno ormai preso il sopravvento e l'asticella, come si suol dire, è ora molto alta prima di poter giustificare altri *hard lockdown*. Molto più prevedibile invece è il rischio di brevissimo rappresentato dalla disperazione di un presidente americano ferito nell'orgoglio dalla concreta possibilità di una sconfitta elettorale. Da qui a novembre potrebbe succedere di tutto. La buona notizia tuttavia è che da parte cinese, riteniamo, non vi sia interesse a seguire Trump nella sua escalation di follia e che, nei limiti del possibile, attenderà più o meno pazientemente l'esito delle elezioni (a meno di gravi "incidenti" militari nel traffico Mar Cinese). Approccio zen contro megalomania americana. Non riteniamo utile spendere fin da ora troppe parole sulle elezioni statunitensi. 20 anni di esperienza ci insegnano che il "toto presidente" e il "toto settori-vincenti-settori-perdenti" lascia davvero il tempo che trova. Certo fra "megalo-Trump" e "matusa-Biden" la scelta è davvero ardua, quasi rimpiangiamo la Clinton!! Povera America...



I settori *growth* hanno già fatto molto, complice anche l'emergenza Covid e alcune valutazioni seppur giustificabili, sembrano tirate. Migliori opportunità sui settori ciclici, favoriti da debolezza dollaro, valutazioni interessanti, stime sugli utili troppo negative e possibili investimenti sia pubblici che privati

Possiamo quindi tirare delle conclusioni: il forte rimbalzo di alcuni listini è stato trainato da settori in crescita strutturale già prima del Covid e che in questa situazione ne escono addirittura rafforzati; per quanto il loro rimbalzo è stato tutto meritato ammettiamo che vi siano stati alcuni eccessi e che nella migliore delle ipotesi molti titoli siano già prezzati per la perfezione; un conto è infatti giustificare il rally di Amazon (o Google, Microsoft, Facebook) un altro è quello di Tesla che un profitto non lo ha mai visto neppure col cannocchiale; d'altra parte però ci convince fino a un certo punto il discorso che alcuni multipli, pur di ottime società tech, si giustificano estrapolando la medesima crescita di oggi per i prossimi 10-15 anni, non è impossibile ma non può essere assunta come una certezza; a breve tutti i mercati, ed alcuni in particolare, sono certamente tirati e la possibilità di una qualunque delusione è dietro l'angolo; molti istituzionali tuttavia sono rimasti fuori, nei fatti non con le parole, e sfrutteranno ogni correzione per rientrare; se il nostro scenario indubbiamente costruttivo (Covid permettendo) si rivelerà corretto riteniamo che migliori opportunità si possano trovare nei settori più ciclici grazie a: valutazioni più interessanti, stime sugli utili sul 2021 molto pessimiste, dollaro debole, ripresa delle economie globali relativamente a quella americana, possibile ripresa degli investimenti pubblici e privati, necessità di ammodernamento delle infrastrutture (e già che ci siamo nel segno dell'ecologia), stimoli fiscali e monetari cinesi, possibile ripresa dell'inflazione e materie prime. Sul breve termine la volatilità potrebbe giocare brutti scherzi, sui mercati in generale e sui ciclici in particolare, ma a 6-9 mesi riteniamo i prezzi di questi ultimi già interessanti.

BlueStar predilige un posizionamento bilanciato tra ciclici e difensivi; positivi su materie prime e oro; selettivi su obbligazionario; attenzione al dollaro

BlueStar insiste quindi su un posizionamento azionario rilevante ma non aggressivo, auspicabilmente con delle protezioni e ben bilanciato tra settori e geografie difensive/cicliche. Vediamo scarsissimo valore sull'obbligazionario, soprattutto corporate IG, con pochissime eccezioni (subordinati, emergenti, HY americano). Siamo positivi sulle materie prime (l'oro si trova poi in un ambiente a lui congeniale, tranne prese di profitto di breve). Molto stupiti dalla debolezza del dollaro il cui trading range è ormai probabilmente cambiato da 1.05-1.15 a 1.10-1.20. Un ulteriore peggioramento delle relazioni USA-Cina potrebbe configurarsi come uno storico cambio di paradigma sul dollaro. Approfondiremo meglio la questione ma trarre conclusioni ora è prematuro.

Dopo aver cavalcato bene il rimbalzo, i nostri fondi non dimenticano di dover proteggere in fasi di drawdown. Restiamo investiti in

BlueStar dopo aver ben cavalcato il rimbalzo tramite un posizionamento su titoli e settori di alta crescita e qualità ha poi approfittato di prezzi interessanti per ruotare gradualmente i portafogli sui ciclici. Riteniamo che il vero alpha si crei nelle fasi di drawdown e non durante i rally; la nostra componente lunga è quindi sempre ben protetta da una quota importante di hedge diretti ed indiretti (oltre ad una quota rilevante di cash), che tuttavia nella seconda fase del rimbalzo ci hanno pesato negativamente. Restiamo investiti in



tematiche di lungo termine e sotto ponderati nell'obbligazionario, puntando su alcune nicchie di mercato. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off

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 poi aggiunto settori più value quali consumi discrezionali, industriali, energetico e costruzioni. Nel comparto obbligazionario restiamo pesantemente sotto ponderati ed investiti in alcuni governativi ed alcune nicchie a più alto rendimento. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off: siamo moderatamente esposti sul USD, il CHF lo Yen. Siamo sempre cort AUD. Siamo 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.