

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Giugno 2020

SHOW MUST GO ON

Il fortissimo rimbalzo degli ultimi due mesi è stato classificato come il più "odiato" della storia. Forse perché non se lo aspettava quasi nessuno, compresa BlueStar. Per quanto fossimo abbastanza fiduciosi che la violentissima correzione di marzo, la più veloce della storia, non avrebbe registrato un esito ancora peggiore (come alcuni guru "super-gufi" invece paventavano) non ci saremmo neppure aspettati un rimbalzo così potente. Questo ha trovato la propria forza in una risposta epica delle politiche fiscali e monetarie (guidate, udite udite, addirittura dalla Germania!!), dalla durata più breve del temuto dei lockdown, dalla velocità di riapertura di tutte le attività commerciali, dalla risposta dei cittadini alle riaperture stesse (con un atteggiamento più "sportivo", per usare un eufemismo, che prudente) e soprattutto dal crollo della curva dei contagi. Fino al punto che virologi e affini (i nuovi idoli mediatici) stanno sparendo dalle trasmissioni televisive e qualcuno comincia a chiedersi se il virus esista ancora. Tutto ciò condito da dati economici ad alta frequenza che segnano già un recupero superiore alle attese. Obiettivamente non ci aspettavamo un ritorno così rapido di tali condizioni e di conseguenza non deve meravigliare il ritorno dell'ottimismo sui mercati. Prendiamo atto. Inoltre, l'ulteriore rimbalzo delle ultime settimane ha visto, coerentemente, una fortissima rotazione settoriale su settori e geografie più cicliche a scapito di quelli meno colpiti dalla pandemia e che avevano guidato la prima parte del rally. Almeno questo lo avevamo previsto. Tutte le incertezze, che BlueStar ha delineato negli ultimi tre mesi, restano teoricamente intatte per cui non possiamo fare a meno di continuare a nutrire un certo scetticismo sui potenziali di rialzo. Occorre ammettere tuttavia che i mercati hanno dei punti a loro favore e che la possibilità di una ripresa a V dell'economia sia una possibilità concreta. Ciò è forse già scontato su alcuni indici americani ma non ancora su tutti i listini mondiali e soprattutto su alcuni settori. Per lo meno ci sembra evidente che la gente abbia voglia di dimenticare in fretta e che gli Stati dopo l'esperienza di marzo-aprile, pur nella malaugurata ipotesi di una seconda ondata (comunque improbabile, così si dice, prima dell'autunno/inverno), non ripeteranno un lockdown totale e generalizzato: è costato troppo, politicamente e socialmente sarebbe inaccettabile, i più deboli ormai se ne sono "andati", le cure sono più efficaci, i sistemi sanitari sono più pronti. Show must go on!

Mercato	Maggio 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	+0.2%	+0.3%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	+0.5%	+5.5%
S&P 500 Index	+4.5%	-5.0%
Stoxx Europe 600 Index	+3.5%	-14.4%
MSCI Asia Pacific Index	+2.0%	-10.9%
Bloomberg Commodity Index	+4.3%	-21.5%



BlueStar, pur non sposando le tesi più catastrofiste, non si aspettava un rimbalzo così potente da aver negato in tempi record il bear market. Prendiamo atto che la situazione da tutti i punti di vista è nettamente migliorata

Inutile dire che siamo stati presi in contropiede dal rimbalzo dei listini. Eravamo già allibiti un mese fa, figuriamoci adesso. A marzo, nel culmine della peggiore crisi degli ultimi 90 anni, si potevano adottare tre atteggiamenti, di cui due molto estremi. Si poteva sperare, alla cieca e affidandosi al Cielo, che tutto sarebbe velocemente migliorato prevedendo quindi un rimbalzo furioso dei mercati. Pochi e spericolati (o credenti). Si poteva al contrario disegnare scenari post-nucleari, sistemici, apocalittici. Tanto valeva buttarsi subito dal balcone. Oppure si poteva, come ha fatto BlueStar, adottare un atteggiamento prudente, critico, alquanto scettico ma allo stesso tempo opportunista ed obiettivo, basato sui fatti. Da buoni padri di famiglia. Ora gli atteggiamenti possibili sono due: mettere la testa sotto la sabbia e definire il rally "impossibile" oppure prendere atto dei fatti. Questi, molto più velocemente di quanto ci aspettassimo, sono obiettivamente migliorati. Come avevamo già cominciato a sospettare, i virologi / epidemiologi / medici cantonali / ricercatori e compagnia bella hanno cominciato a parlare di virus che muta, del caldo, di un elevato numero effettivo (non certificato) di chi si è già ammalato, di un virus meno aggressivo. Più che scienziati li definirei meteorologi, con tutto il rispetto per questi ultimi. Allo stesso tempo appena riaperti i "cancelli" la gente si è immediatamente riversata per strada senza più alcun tipo di prudenza (salvo rare eccezioni, come il sottoscritto che è probabilmente molto più vecchio di quanto sembra): feste, festini, aperitivi, cene, assembramenti, attività sportive, proteste, manifestazioni. Come se nulla fosse. Evidentemente, e lo vedremo, anche i consumi sono andati di pari passo. Difatti i segnali economici sono già molto meno negativi di quanto temuto. La seconda ondata inoltre, se mai arriverà, è ancora lontana. Questi sono fatti incontrovertibili che non si possono ignorare. Forse davvero il peggio è ormai alle nostre spalle ed il meglio arriverà molto prima del previsto. Da buoni padri di famiglia tuttavia, pur se obiettivi e costruttivi, non ce la sentiamo di andare all-in adesso. A questo ritmo non può continuare.

	PIL reale 1T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	-5.0% ↓ *	0.1% ↓	13.3% ↓	37.0 ↑
Europa	-3.2% ↓ **	0.1% ↓	7.3% ↓	31.9 ↑
Cina	-6.8% ↓ *	2.4% ↓	6.0% ↑	54.5 ↑
Giappone	-3.4% ↓ *	0.1% ↓	2.6% ↑	27.8 ↑

* Annualizzato

** Q/Q

La recessione che stiamo vivendo è la

La recessione globale cominciata a marzo, la più profonda dalla grande depressione, risulterà probabilmente essere anche la più veloce. I dati economici relativi al 2Q, ancora in fase di pubblicazione, pur se



peggiore dal dopoguerra ma probabilmente sarà anche la più veloce. Uno scenario di ripresa a V, pur non essendo ancora una certezza, è certamente possibile. Gli economisti hanno, come al solito, prima sottovalutato poi esagerato

Gli interventi fiscali e monetari sono stati leggendari, mai visti prima. Il ponte finanziario ha funzionato. Sul lunghissimo termine potrebbe non essere sostenibile ma nel medio termine sono paragonabili ad interventi post-bellici a cui di solito segue un boom economico

catastrofici sono ormai completamente ignorati. Il mercato guarda avanti e ha già sposato l'eventualità di una ripresa a V. Dobbiamo ammettere che pur non essendo il nostro scenario preferito i fatti puntano effettivamente in quella direzione. BlueStar non è mai stata tenera con i macroeconomisti, i nostri lettori più affezionati lo sanno. Certo che il margine di errore registrato sulla pubblicazione dei dati sulla disoccupazione americana è stato leggendario: attesi 7.5mln di nuovi disoccupati, in realtà sono risultati 2.5mln di occupati in più! Tra i disoccupati non figurano gli economisti, purtroppo... Le stime sulla disoccupazione europea non hanno fatto figura migliore. Come al solito dapprima si sottovaluta, poi si esagera. Non abbiamo mai dato troppa importanza al dato sul lavoro che di solito è assolutamente ritardato e non dà alcun segnale utile per chi investe soldi veri, oltre alle chiacchiere. Stavolta è diverso. Lo shock è stato esogeno, non ha nulla a che fare con le variabili economiche che tendono sempre all'equilibrio. Le attività sono rimaste obbligatoriamente chiuse, la produzione ferma, i commerci inesistenti. La gente chiusa in casa anche volendo non ha potuto consumare, oltre allo stretto necessario. Trenta milioni di disoccupati nel giro di un mese in USA non si erano mai visti. Ma qui sta il punto: quanti di questi sono solo temporanei e quanti resteranno tali? Quanti potranno tornare alla vita di due mesi fa e quanti dovranno radicalmente cambiarla? Beh, se il dato della settimana scorsa diventa una tendenza allora la risposta è molto meno negativa di quanto noi stessi temessimo. Certo aspettarsi un totale ed immediato riassorbimento dei posti di lavoro persi è impossibile, ad un certo punto il progresso si arresterà e bisognerà vedere a quel punto quanti sono ancora a casa. I numeri sulle vendite al dettaglio, sulla produzione industriale, sul settore immobiliare attesi nei prossimi giorni ci diranno molto di più. Delusione o conferma positiva?

Nel frattempo, i gufi sull'esplosione dei delinquency rate negli USA (carte di credito, mutui, leasing auto) sono stati clamorosamente smentiti. In aprile sono addirittura scesi! Chi di solito preso da mille cose semplicemente si dimenticava di pagare una fattura, ad aprile, spiaggiato da giorni sul divano, non ha avuto scuse. Meno ironicamente, i sussidi statali a coloro rimasti senza lavoro, e con pochi risparmi da parte, hanno evitato il peggio. Tali sussidi sono in alcuni casi stati superiori rispetto a quanto il "cristiano" guadagnava lavorando. Il "ponte" finanziario ha funzionato. Oltre agli Stati che hanno annunciato piani colossali le banche centrali non sono state da meno, con iniezioni di liquidità che a confronto il 2008 è stato uno scherzo. Addirittura in Europa è al vaglio una operazione di mini-mutualizzazione del debito. Ipotesi anche solo impensabile fino a poche settimane fa. Potremmo qui, per la felicità di molti di voi, aprire un capitolo su quanto tutto ciò sia sostenibile nel lungo termine ma lo abbiamo già accennato più volte e la nostra risposta è sempre che no, non è sostenibile. Se nessuno può fallire perché tanto c'è la FED prestatore di ultima istanza di commercial paper e che compra gli ETF High Yield, allora perché investire in Exxon se la Chesapeake Energy rende 5 volte tanto? Cosa resta del mercato che premia i meritevoli e il processo di "price discovery" che divide i buoni



dai cattivi? Il capitalismo americano così diventa nei fatti socialismo! L'indubbia validità di queste considerazioni, forse un po' dogmatiche, potrebbe impiegare però decenni per avere conseguenze. E nel frattempo sui mercati contano la liquidità e le performance dei prossimi 12 mesi. E abbiamo tutti dei figli da mantenere. Al contrario invece non possiamo ignorare a breve che l'entità degli interventi (non solo monetari ma anche fiscali) sono paragonabili a quelli di uno scenario post-bellico, di solito seguito da anni di boom economico. Crisi sanitaria a parte, il cui esito resta imprevedibile, lo scenario di una V non si può sotto stimare.

Gli sviluppi della crisi sanitaria volgono al meglio. La capacità di previsione degli scienziati vale zero e una seconda ondata, semmai arrivasse, non avrebbe gli stessi effetti nefasti della prima. I costi economici vincono su quelli sanitari

I dubbi di BlueStar, motivi che ci consigliavano di stare prudenti, erano essenzialmente due: la tenuta del consumo (derivante dalla gravità della disoccupazione) e gli sviluppi della crisi sanitaria. Sul primo abbiamo già commentato, sul secondo tutto è ancora aperto. Ma anche qui dobbiamo ammettere di essere stati forse troppo scettici (seppur in buona compagnia). Nonostante le riaperture e il comportamento delle persone, tutt'altro che prudente, non si sono registrati ancora particolari impennate dei contagi. Infatti i virologi, fin dall'inizio contraddittori, scompaiono dalla TV. Non vedremo più i vari Burioni, la Capua, Pregliasco, Galli, Merlani, Garzoni, il Koch. Ce ne ricorderemo a lungo ma non ci mancheranno di certo. I più ottimisti affermano che il virus è morto, i più pessimisti che la seconda ondata, se arriverà, non lo farà prima dell'autunno/inverno. Spuntano addirittura i negazionisti, per la serie: la mamma degli imbecilli è sempre incinta... L'ultima dice che la maggior parte dei nuovi contagiati o sarà asintomatica (e, si dice, non contagiosa) o sarà più giovane, più forte e meno bisognosa di cure. Speriamo. Certo lo sconcerto resta. Fino a ieri tutti chiusi in casa neanche fosse Ebola, dopo meno di due mesi tutti alla vita di sempre e senza rischi. Qualcosa continua a non tornarci e istintivamente tendiamo alla prudenza. Ma, come già detto, il sottoscritto è forse l'unico, tranne che in Burundi, che da più di tre mesi non frequenta un locale pubblico, se non un supermercato (con la mascherina). Noi proviamo a fare i gestori ma di certo non siamo dei medici, quindi non sappiamo se e quando arriverà la seconda ondata. È molto ragionevole tuttavia supporre che questa avrebbe conseguenze economiche di gran lunga inferiori alla prima. I benefici economici e sociali sono ora prevalenti sui costi sanitari.

Una ripresa a V, non sicura ma possibile, è stata già scontata solo su alcuni settori ed indici. Molti settori e geografie più cicliche scontano invece ancora utili recessivi fino al

Gli ultimi sviluppi portano quindi alla possibilità concreta, ma non alla certezza, di una V piuttosto che una U (lo scenario a L è morto e sepolto da settimane). Questo vale sia per l'economia che per gli utili. La forma a V, però, non è già stata scontata dal mercato? A prima vista concluderemmo di sì. Occorre tuttavia essere meno superficiali. Mai come questa volta la dispersione del mercato è stata enorme. Nella prima fase del rally, fino a due o tre settimane fa, sono stati favoriti settori e geografie meno cicliche, più "secolari", meno impattate dalla crisi. Società solide, di qualità, con elevata visibilità degli utili e facenti parte dei settori più growth: tecnologia, consumi non discrezionali, pharma&biotech. Grazie al cielo tutte cose dove BlueStar si era chiaramente posizionata. In ultima analisi Svizzera, Cina e USA. Ad un



2021. La recente rotazione settoriale è quindi condizione necessaria ad un ulteriore rally

certo punto però, per poter continuare, il rally doveva avere come requisito anche una rapida ripresa dell'economia e quindi il mercato ha coerentemente cominciato a guardare a settori e geografie più cicliche e ancora molto "bastonate". Abbiamo fatto anche noi lo stesso esercizio ed abbiamo effettivamente trovato titoli comunque di alta qualità, e con bilanci solidi, dove però le stime di crescita prevedono ancora utili, non solo per il 2020 ma anche per il 2021, assolutamente recessivi. Possibile? Possibile ma inverosimile. Su questi settori lo scenario a V non è ancora scontato, quindi se proprio dobbiamo partecipare consigliamo di farlo con queste società. Una seconda gamba di correzione è possibile, per BlueStar anzi auspicabile, ma i punti di entrata su questi titoli, anche ai livelli attuali, rappresentano dei prezzi comunque interessanti a 12 mesi.

Dopo aver visto il baratro il mercato ha trovato molti validi appigli a cui aggrapparsi. I mercati sono certamente tirati a breve termine ma lo scenario è molto meno cupo di quanto temessimo

Per concludere, la crisi del 2020 si sta delineando come uno shock temporaneo, una specie di super flash-crash di economia e mercati paragonabile ad un evento naturale violento ma di brevissima durata. I mercati nel culmine dell'incertezza e con l'impennata di morti e contagi a marzo non avevano nessuna certezza a cui aggrapparsi e hanno, giustamente, visto solo il baratro. Sono quindi scesi a piombo travolgendo tutto. Successivamente tra interventi statali, contenimento sanitario, società che non sono fallite, riaperture, il comportamento non strutturalmente impattato delle persone e la apparente minore aggressività del virus (vedi la Cina) l'umore è tornato positivo e già si pensa alla ricostruzione. Non possiamo dare per certo questo scenario, sia chiaro, ma lo vediamo molto più probabile rispetto a quanto temessimo solo poche settimane fa. A breve i mercati sono senz'altro molto tirati ma lo scenario ci sembra obiettivamente meno cupo.

Dopo aver contenuto bene il drawdown i nostri fondi hanno anche recuperato velocemente grazie ad una corretta esposizione geografica e settoriale. Abbiamo recentemente ruotato su settori più ciclici. La parte lunga resta sempre protetta da hedge diretti ed indiretti

Come anticipato, BlueStar, dopo aver ben contenuto il fortissimo drawdown del mese di marzo, ha ben cavalcato il successivo rimbalzo tramite un posizionamento su titoli e settori di crescita e qualità, pur mantenendo una asset allocation alquanto difensiva. Nel corso delle ultime settimane abbiamo invece approfittato di prezzi interessanti per ruotare gradualmente i portafogli sui ciclici. La nostra componente lunga è sempre ben protetta da una quota importante di hedge diretti ed indiretti. 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. Come detto abbiamo recentemente aumentato l'esposizione a settori più value quali consumi discrezionali, industriali, energetico e costruzioni. Nel comparto obbligazionario restiamo pesantemente sotto ponderati ed investiti in alcuni governativi, corporate IG di qualità ed alcune nicchie a più alto rendimento. Abbiamo diminuito oro e miniere. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off: siamo moderatamente esposti sul USD, il CHF e abbiamo incrementato lo Yen. Siamo sempre corti 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.