

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Febbraio 2021

MARGIN CALL

L'ottimismo col quale è cominciato anche il 2021 continua a dare torto allo scetticismo che BlueStar nutre da qualche mese. L'onestà intellettuale (cosa diversa dalla coerenza) resta per noi una stella polare. Se cambiano i fatti bisogna avere il coraggio di cambiare opinione ma travestirsi da orsi o da tori a seconda di come tira il vento non ci appartiene. Per quanto vi siano indubbiamente molti elementi positivi, che sono poi sempre gli stessi triti e ritriti dal consensus da mesi, continuiamo a sospettare che buona parte di essi siano già prezzati. Al contrario esistono parecchie incertezze che il mercato si ostina a non voler vedere. Il punto vero è un altro: al di là di tutti i rischi possibili e immaginabili le valutazioni sono prezzate per lo scenario perfetto e per quanto ciò non abbia mai rappresentato una condizione sufficiente per una correzione è di certo una condizione necessaria. L'ulteriore accelerazione del rally degli ultimi giorni assomiglia molto alla fiammata di mercato prima di una correzione. Quando una Cathie Wood (??) diventa più famosa di Warren Buffet per aver incluso Tesla nel suo ETF e i ragazzi terribili di Reddit (??) affossano gli hedge fund organizzando acquisti di massa di zombie companies tramite i meme (??), BlueStar comincia a sentire puzza di bruciato. Per non parlare della speculazione legata alle quasi 500 IPO e oltre 200 SPAC degli ultimi mesi. Forse apparteniamo ad un'altra era geologica ma più il mercato sale e l'eccesso peggiora più è lecito pensare che la correzione necessaria a resettare un po' l'euforia debba essere maggiore. Parlare oggi di bolla è forse esagerato ma una speculazione rampante si vede tutta e basta una scintilla per provocare uno di quei flash crash a cui il mercato ci ha abituato. Per non correre quindi il rischio di rimanere gli ultimi a restare senza seggiola nel gioco delle sedie ma allo stesso tempo non fare la figura dei "fessi" guardando gli altri che ballano, il nostro motto resta lo stesso: presenti ma prudenti. Il momentum è troppo forte per mettersi completamente di traverso ma riteniamo che in questa fase di mercato si debba partecipare con l'alpha e non solo col beta di Cathie Wood. Diminuire la leva prima che le margin call ti "bussino sulla spalla" potrebbe essere una strategia intelligente...

Mercato	Gennaio 2021	Year to Date 2021
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	-0.5%	-0.5%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	-0.7%	-0.7%
S&P 500 Index	-1.0%	-1.0%
Stoxx Europe 600 Index	-0.7%	-0.7%
MSCI Asia Pacific Index	+2.0%	+2.0%
Bloomberg Commodity Index	+2.6%	+2.6%



All'apparenza il 2021 si prospetta migliore ma spesso il diavolo si nasconde nei dettagli. Il mercato sconta già lo scenario perfetto

Da qualunque parte la guardiamo, ci sembra di vedere segni evidenti di esagerazione sui mercati. Questo riguarda non solo taluni segmenti azionari ma anche obbligazionari ed alcuni "alternativi" di cui Bitcoin e affini rappresentano l'emblema. A salire forte non sono però stati soli i listini più pesati sulle tematiche calde del momento ma in generale anche quelli più tradizionali, value e "old economy". L'evidente euforia ha permesso il fenomeno "Reddit" dove alcuni classici ragazzotti americani intraprendenti e vogliosi di soldi facili hanno semplicemente sfruttato i social e talune dinamiche di mercato spolverando nei fatti il vecchio gioco dell'aeroplano che si faceva al liceo negli anni 90, in pratica uno schema di Ponzi camuffato da "occupy Wall Street". Non sappiamo cosa sia peggio: la possibile turbativa di mercato (da dimostrare) o le critiche dell'establishment americano (vedi Yellen) che accusano di manipolazione dei prezzi quando loro stessi da anni non fanno altro che manipolare il risk free rate da cui si parte poi per valutare ogni altra asset class. Il bue che dà del cornuto al toro! Il 2021 si prospetta certamente meglio di come ci sembrava il mondo esattamente un anno fa. A pensarci ci vengono ancora i brividi. Ma è indubbio che il mercato stia già prezzando la fine di ogni incertezza (pandemica, economica, sociale, degli utili, geopolitica...) e guarda solo al mondo perfetto di crescita forte/tassi bassi/nessuna inflazione/debiti sostenibili/valute stabili. A BlueStar qualcosa non torna. Il mercato si sta comportando come quegli innamorati capaci di vedere solo i pregi della persona amata. Poi ti sposi e, purtroppo, la cruda realtà ti stecchisce!

	PIL reale 4T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	4.0% ↓ *	1.4% =	6.3% ↓	58.7 ↑
Europa	-0.7% ↓ **	0.9% ↑	8.3% ↓	47.8 ↑
Cina	6.5% ↑ *	-0.3% ↓	5.2% =	52.2 ↓
Giappone	10.1% ↓ *	-1.2% ↓	2.9% =	47.1 ↑

* Annualizzato

** Q/Q

Il mercato estrapola per il futuro solo gli aspetti migliori del passato. Si sottovalutano alcuni possibili effetti collaterali

Che l'economia nel 2021 tornerà a crescere in maniera robusta è ormai assodato, se non altro per un semplice effetto base, considerando che l'anno scorso abbiamo assistito alla peggiore recessione degli ultimi 80 anni. Le stime di crescita già robuste per l'anno in corso, tuttavia, estrapolano la stessa tendenza anche per il 2022 nonostante l'effetto base meno favorevole e dando per scontato lo scenario ideale di un mondo che torna perfettamente alla normalità. Tutti riaprono, nessuno licenzia (post casse integrazioni), consumatori e imprese tornano a comportarsi esattamente come prima e magari con qualche soldo di più in tasca. Molte cose possono



andare storte o possono semplicemente esservi taluni effetti collaterali di un ritorno alla normalità che il mercato non vuole vedere. Oppure più semplicemente tutto può andare come previsto (e sarebbe già un miracolo) ma alle attuali valutazioni mancherebbe l'effetto sorpresa per giustificare altri rialzi. Non è ragionevole che si possa prendere il meglio dei due mondi: la crescita "accelerata" dagli ultimi massicci interventi fiscali e monetari con i tassi di interesse da recessione economica del 2020 con l'inflazione benigna da mondo globalizzato e crescita sotto potenziale pre-pandemica. In questo modo estrapoliamo il futuro prendendo solo ciò che più ci piace dal passato. Troppo facile. Per di più nell'equazione non si tiene minimamente in conto dell'esplosione dei debiti occidentali e delle pericolose dinamiche in atto su debito americano/europeo e sul dollaro. Molti inoltre non danno alcun credito alla possibilità di un ritorno dell'inflazione. D'altronde dopo 20 anni di deflazione non possiamo dargli torto. Ma le differenze sono tante. Mai come a questo giro la crescita del M2 è stata così forte, mai sono stati lanciati soldi dall'elicottero come questa volta (negli USA 3400 Usd a cranio arrivati direttamente in conto a chiunque, per una coppia senza figli sono 6800 Usd), mai sono stati annunciati sostegni così massicci ai disoccupati, alle aziende, ai servizi, mai dopo la Seconda guerra mondiale sono stati annunciati investimenti pubblici così elevati dopo anni di austerità. Se anche la Lega di Salvini è diventata europeista un motivo ci sarà! A questo aggiungiamo che la Cina ha smesso di essere una forza deflattiva (con una valuta per altro molto più forte che in passato) e il combo Trump-pandemia ha definitivamente fermato la globalizzazione deflattiva degli ultimi 30 anni. Ammettiamo quindi che, passato il Covid, la crescita economica globale potrebbe mettere il "turbo" rispetto alla fase post crisi finanziaria del 2008 ma illuderci di poter allo stesso tempo ignorare i livelli di debito, di inflazione e sperare nello yield curve control che tanto tiene i tassi bassi (e con valute stabili) è davvero *wishful thinking*. "Someone has to give", dicono gli americani. "Botte piena e moglie ubriaca" tradotto in maniera meno elegante...

**Restano molte
incertezze sul piano
pandemico**

Troppe parole sono già state espresse sulla dinamica del virus. Da 12 mesi non si parla d'altro, dappertutto. BlueStar si è già espressa abbondantemente a riguardo. Il mercato ha già dato finita l'epidemia, raggiunta l'immunità di gregge, terminati i lockdown. Tra il nostro pessimismo e il totale ottimismo del mercato vi è probabilmente la realtà dei fatti. I vaccini, ammesso che siano accettati anche dalle fasce a basso rischio della popolazione, procedono a rilento, salvo rarissime eccezioni. Pensare di poter vaccinare anche solo il 50% della popolazione entro il 2021 è davvero irrealistico. La cosa più preoccupante è poi la proliferazione di varianti nuove, aggressive e potenzialmente meno sensibili ai vaccini: la brasiliana, l'inglese, l'amazzonica, la sudafricana, fra poco arriverà anche la variante napoletana (un po' invadente ma simpatica). Poco si sa sulla durata dell'immunità, sull'incapacità dei vaccinati (ma



infettati) di trasmettere comunque il virus, sulla possibilità di essere contagiati due volte magari da una nuova variante. Il Covid non è Ebola, grazie a Dio, ma è molto più contagiosa e letale dell'influenza. Per tenerla a bada andrà probabilmente messo in atto un piano vaccinale massiccio da ripetere almeno una volta l'anno. Tutto è possibile, si farà quel che si deve. Ma dare tutto già per concluso, risolto ed evaso ci sembra prematuro.

**Vi sono alcuni
elementi positivi
che nascondono
tuttavia anche
un'altra faccia della
medaglia**

Non è intenzione di BlueStar sottovalutare gli aspetti positivi e voler per forza vedere solo il bicchiere mezzo vuoto. Se così fosse il nostro consiglio sarebbe quello di restare completamente fuori dai mercati, cosa che non raccomandiamo e non facciamo neppure per i fondi gestiti. La chiara impressione, tuttavia, è che il pensiero di mercato sia unidirezionale, il pensiero unico delle nuove generazioni che sono abituate a ritenere che qualunque cosa capiti tanto arriva "zio pantalone" a pagare il conto. Anche gli elementi positivi a cui il mercato guarda vanno, secondo noi, parzialmente relativizzati. A differenza del 2000 la tecnologia non è, tutta, in bolla ed anzi nel settore troviamo molte delle società dalle prospettive più interessanti. È indubbio, tuttavia, che vi siano sacche speculative assolutamente esagerate come testimonia la proliferazione delle SPAC, dette anche blank cheque companies, o delle numerosissime IPO molte delle quali esplose nel primo giorno di quotazione. Le condizioni macro sono potenzialmente migliori, come già spiegato, ma non sappiamo ancora cosa si nasconde sotto le macerie dei lunghi lockdown. Paradossalmente è proprio alla fine della pandemia che si potrà vedere chi porta ancora il costume una volta abbassata la marea degli incentivi pubblici. Le politiche fiscali sono divenute più keynesiane, auspicabilmente a vantaggio di investimenti produttivi e non solo di bonus a fondo perduto, ma non sappiamo quando ne vedremo gli effetti concreti. A tal proposito negli USA ancora molte chiacchiere e pochi fatti. La manipolazione verso il basso dei tassi di interesse ha contribuito a creare un nuovo "culto" per le azioni soprattutto tra le generazioni più giovani. Prescindere dal segmento azionario è quindi impossibile ma dire che una tartaruga è veloce solo perché la si paragona ad una lumaca (earnings yield vs bond yield) non ci pare un esercizio molto lungimirante. Così come nascondersi dietro a slogan vuoti quali FOMO, TINA o il recente (e il più ignorante di tutti) YOLO (you only live once). Un carpe diem applicato alla finanza! Esistono certamente delle tematiche con interessanti prospettive di crescita di lungo termine tra cui le più calde riferite ad esempio all'elettrificazione, all'idrogeno, alle energie pulite. Immaginare però di poter giustificare ancora i rialzi di questi settori è obiettivamente ambizioso. A meno di non supporre che entro il 2030 i nostri figli gireranno su auto volanti a idrogeno targate Tesla o NIO e noi, poveri nonnetti, conserveremo le nostre antiche BMW a benzina in garage tutte impolverate. Come per la tecnologia nel 2000, quindi, serve anche qui un salutare reset delle aspettative con conseguente "pulizia" di mercato da cui si potrà poi ricostruire un tema certamente



valido su basi più realistiche. A livello assoluto si può parlare di valutazioni esagerate solo per i listini americani mentre quelli di altri paesi, ma non di tutti, restano certamente a livelli più potabili. Si può quindi prevedere la possibilità di un periodo di sovra performance delle azioni ex-US, quindi dei settori più ciclici e value. Illudersi tuttavia che una presa di profitto sul mercato americano, per tutti i motivi sopra esposti, lasci immuni gli altri listini è irrealistico, anzi è probabile che nella correzione la sovra performance eventuale venga poi rimangiata.

Il mercato ci ha abituato a comportamenti schizofrenici. Prevenire è meglio che curare

L'ulteriore fiammata sperimentata in questi giorni sta facendo assumere ai mercati azionari, ma non solo, quell'andamento esponenziale che in genere non finisce bene. Allo stesso tempo riteniamo illusorio (e auto-confortante) sperare in una "correnzioncina" del 5% dove siamo tutti pronti a rientrare e poi vedere nuovi massimi. Dove dobbiamo firmare?? Qualunque mini-correzione verrebbe immediatamente comprata, come successo negli ultimi mesi. Ma se qualcosa di più serio, di più strutturale avvenisse e la negativa dinamica di mercato fosse in grado di bucare al ribasso quel fatidico 5-7% temiamo a quel punto un effetto panico con volatilità in rialzo e smontaggio di posizioni a leva che potrebbe poi fermarsi solo ben oltre quel livello. Per evitare di restare gli ultimi col cerino in mano ma neppure gli ultimi nerd che restano fuori dalla piscina mentre le ragazze sono già tutte dentro (o il contrario) riformuliamo il cliché delle società immobiliari "location, location, location" ribattezzandolo in chiave finanziaria "position, position, position": un approccio presente ma prudente, bilanciato tra ciclici e difensivi, con strategie dinamiche di copertura dirette ed indirette, con estrema selettività bottom up. Lo sforzo di BlueStar, in quello che riteniamo essere un anno anche più complicato da gestire rispetto al 2020, è quello di privilegiare l'alpha al beta. Salire meno con qualità prima è meglio che crollare uguale o peggio dopo.

Il nostro motto è: presenti ma prudenti! Consigliamo strategie dinamiche di copertura

BlueStar resta investita con una quota azionaria intorno al neutrale e ben bilanciata tra settori e geografie diverse. La nostra componente lunga è comunque sempre ben protetta da una quota importante e dinamica di hedge diretti ed indiretti. Restiamo investiti in maniera convinta in macro-tematiche di lungo termine quali: la difesa, la sicurezza, la tecnologia innovativa, la farmaceutica e biotecnologia, il nuovo consumo (asiatico ed occidentale), la sostenibilità ambientale, i settori favoriti da tassi bassi, alcuni settori ciclici. Stiamo continuando ad aumentare la componente di real assets che includono materie prime, infrastrutture, oro e miners. Nel comparto obbligazionario restiamo pesantemente sotto ponderati. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off avendo aumentato queste ultime per rafforzare gli hedge di portafoglio. Medesimo discorso vale per le strategie alternative non direzionali.



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.