

## OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Ottobre 2020

### CLEAR AND PRESENT DANGER

Dopo una fase estremamente positiva, e quasi ininterrotta, i mercati sono entrati in stallo per mancanza di nuovi catalizzatori e il timore di nuovi rischi. La pausa unita ad aumentata volatilità non ci ha colti di sorpresa. Sul fronte pandemico la curva globale dei contagiati non ha ancora raggiunto il picco con i vari continenti che continuano a cedere il testimone, ad eccezione dell'Asia (India a parte). Le conseguenze sanitarie sono fino ad ora meno gravi ma il livello di allerta e le misure di controllo intraprese dai governi stanno aumentando. Più vaccini sembrano ormai imminenti ma l'estrema politicizzazione del processo, in una gara a chi arriva prima con l'apparente complicità degli organi di controllo, gettano una pesante ombra sul livello di sicurezza e sull'accettazione degli stessi da parte dei cittadini. In tal senso è stata in qualche modo sminuita la forza di questo catalizzatore. La ripresa economica, dopo l'apocalisse del 2Q, è certamente in atto ma non fa più notizia, nel senso che è stata ampiamente scontata dagli investitori (tranne dai soliti "scienziati" dell'IMF che ci sono arrivati, con il loro tradizionale tempismo, solo adesso) e si nutrono ora dubbi sulla forza effettiva del ciclo per il 4Q e il 2021. La situazione più preoccupante in assoluto, tuttavia, a parere di BlueStar, è rappresentata dal tristissimo, ed indegno, teatrino a cui stiamo assistendo negli USA. Qui si sta consumando quello che temiamo essere l'ultimo show di una potenza in totale declino. A fronte di un elevato numero di disoccupati, morti, persone preoccupate per il loro futuro a Washington si arrovellano in una sterile battaglia politica preelettorale, condita da colpi bassi che poco hanno a che fare con il normale fair play democratico, il cui unico risultato è la mancanza, ancora, di un nuovo stimolo fiscale di lungo termine. Le scene a cui abbiamo assistito nei giorni di malattia del presidente Trump sono degne dei migliori film di John Wayne. Con la differenza che purtroppo quegli Stati Uniti non sono più quelli di oggi e, a meno di un totale cambio di politica ed atteggiamento, il rischio sistemico americano è pericolosamente in aumento. Da questo punto di vista siamo costretti a fare il tifo per Biden, pur con scarsa convinzione. Per quanto BlueStar si stia sforzando di restare costruttiva e di vedere il bicchiere mezzo pieno a 9-12 mesi ammettiamo che il nostro istinto ci sta spingendo ad aumentare nel breve il livello di allerta. Per chi è amante dei libri di Tom Clancy siamo ora a Defcon 3...

Mercato	Settembre 2020	Year to Date 2020
<b>Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index</b>	+0.9%	+2.8%
<b>Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index</b>	-0.1%	+6.8%
<b>S&amp;P 500 Index</b>	-3.8%	+5.6%
<b>Stoxx Europe 600 Index</b>	-1.4%	-11.1%
<b>MSCI Asia Pacific Index</b>	-1.2%	+1.9%
<b>Bloomberg Commodity Index</b>	-3.4%	-12.4%



**Il peggio sembra alle spalle ma non tutto è ancora risolto: il rapporto risk/reward non favorevole impone una certa prudenza, che si traduce in una riserva di cash da tenere pronta all'uso**

La storia dimostra che, sui mercati finanziari, i maggiori rischi e le migliori opportunità arrivano rispettivamente nei momenti di elevata compiacenza o di svolta. Quest'anno lo abbiamo visto con il fantastico rally partito a marzo, in anticipazione di un furioso rimbalzo economico a V nel Q3 (in cui nessuno credeva) e, temiamo, possa succedere l'opposto adesso in cui sembra tutto finito, tutto passato, tutto risolto. Non è così purtroppo. Pur restando dell'idea che molto probabilmente il peggio, in termini pandemici ed economici, sia alle spalle non possiamo ignorare una serie di evidenze e rischi potenziali di breve termine. La diffusione del virus continua a crescere inarrestabilmente, i governi dei vari paesi stanno aumentando il loro livello di allerta, i vari interventi fiscali di breve si stanno esaurendo (se non rinnovati), quelli di lungo pur molto positivi non avranno per definizione effetti benefici immediati, gli equilibri mondiali già in crisi prima del Covid hanno ricevuto la spallata definitiva con la pandemia, il rischio sistemico e politico americano non è mai stato a livello così elevato sia nel breve (elezioni) sia nel lungo termine. Considerando la corsa dei listini azionari degli ultimi mesi BlueStar ritiene che il rapporto *risk/reward* non sia particolarmente favorevole a questo stadio e riteniamo che almeno per qualche settimana i mercati potrebbero smettere di muoversi a senso unico verso l'alto. Ammettiamo tuttavia, coerentemente allo scenario che abbiamo sposato a partire da maggio, che a questo livello di tassi, con la politica quantitativa in corso e con il mutato atteggiamento fiscale da parte dei governi si possa restare costruttivi a 9-12 mesi. Anzi il Covid, nel dramma, potrebbe rappresentare un forte volano per la crescita economica dei prossimi anni. Nel breve dobbiamo sperare in una vittoria di Biden, in un nuovo stimolo fiscale americano (anche di lungo termine) e in un virus meno maligno di quello visto in primavera. A fronte di tutti questi se, BlueStar ritiene che, precauzionalmente, una quota importante di cash debba essere messa da parte e pronta per l'uso. Come si dice in inglese: *better safe than sorry...*

	PIL reale 2T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	-31.7% ↓ *	1.3% ↑	7.9% ↓	54.3 ↓
Europa	-12.1% ↓ **	-0.3% ↓	8.1% ↑	50.4 ↓
Cina	3.2% ↑ *	2.4% ↓	5.6% ↓	54.5 ↓
Giappone	-27.8% ↓ *	0.2% ↓	3.0% ↑	46.6 ↑

\* Annualizzato

\*\* Q/Q

**I nodi stanno per venire al pettine: la crescita economica**

La ripresa economica, dopo la V sperimentata nel 3Q, affronta nuove forze ostili a causa della diffusione inarrestabile della pandemia (ora di nuovo in Europa), per gli effetti ritardati dei lockdown su molte



**rischia di restare a corto di catalizzatori positivi e richiede il rinnovo di interventi di sostegno economico e finanziario**

piccole e medie imprese ed attività commerciali e per la (scandalosa) mancanza di un nuovo stimolo fiscale in USA dettato da meri calcoli politici. Dopo gli interventi ponte salva-vita messi in atto la scorsa primavera, e grazie ai quali avremo appunto una crescita spettacolare del PIL mondiale nel 3Q, temiamo che molti nodi possano ora venire al pettine. Così come i mercati avevano già correttamente anticipato il rimbalzo, potrebbero ora restare a corto di catalizzatori positivi. Il forte ritardo dei PMI dei servizi (85% dei PIL globali in media) rispetto a quelli manifatturieri getta un'ombra sinistra sulla sostenibilità della ripresa, almeno nella sua forma a V. Purtroppo le nuove misure restrittive dei governi, in conseguenza di una recrudescenza del virus, non depone a favore di questa importantissima fetta dell'economia globale e rende sempre più urgente il rinnovo, per lo meno, di determinati interventi di sostegno economico e finanziario. Occorre infatti interrompere il corto circuito potenziale che uno shock esogeno come quello sperimentato causerebbe sulla dinamica dei consumi in conseguenza dell'aumentata disoccupazione. Negli Stati Uniti parte degli stimoli (i famosi 600\$ a settimana in più sui sussidi di disoccupazione) sono stati in parte risparmiati da chi li ha percepiti creando un "tesoretto" utile una volta scaduti i sussidi, ma più passa il tempo (e le bollette da pagare), più necessitano di essere rinnovati almeno fino a quando il mercato del lavoro non sarà tornato più stabile.

**Il risultato più temuto della peggior campagna elettorale di sempre sarebbe un'elezione contestata. USA potenza in forte declino, solo la vittoria di Biden potrebbe, forse, arrestarne la preoccupante crisi**

Evidentemente a Washington tale necessità è sacrificata sull'altare delle tattiche preelettorali tra repubblicani e democratici. Ognuno vuole apparire come il vero "salvatore" della patria oppure additare l'altro come la causa del mancato accordo e a poche settimane dal voto il risultato è uno stallo che troviamo pericoloso. Questo, sommato al pessimo spettacolo che i contendenti stanno offrendo nella peggiore campagna elettorale di sempre, non solo ci preoccupa nel breve termine, ma comincia a convincerci della totale decadenza in cui la politica e l'intero sistema americano si sono imbarcati da qualche anno a questa parte e che Trump, insieme ai suoi consiglieri "zeloti", ha contribuito ad accelerare. Rimandiamo ad una prossima pubblicazione ad hoc l'approfondimento sul perché BlueStar ritenga che il sistema politico, economico e finanziario americano si trovi ad un bivio rispetto al quale siamo molto preoccupati. Quello che ci teniamo a dire è che mai come ora l'esito elettorale è chiave per decidere il futuro degli USA e solo con Biden esiste qualche speranza che la tendenza possa essere invertita, forse... Al contrario temiamo che una rielezione di Trump, in assenza di vincoli per un ulteriore mandato, possa accentuare l'implementazione indiscriminata di politiche pericolose e controproducenti. La nostra ventennale esperienza ci insegna che il toto-settori (a favore di un contendente o dell'altro) ci sembra francamente "aria fritta" che poi sul lungo termine non funziona mai. Possiamo solo dire che probabilmente i settori delle energie sostenibili, infrastrutture ed in generale i ciclici/value potrebbero essere favoriti da una vittoria del candidato



democratico mentre il perdente potrebbe essere il settore tecnologico il cui strapotere è da tempo sotto la lente del Congresso, soprattutto da parte democratica. Una vittoria di Trump potrebbe essere inizialmente benvenuta da mercati miopi che festeggerebbero lo scampato pericolo di un aumento delle tasse dichiarato nel programma elettorale di Biden. A questo riguardo BlueStar si permette di far notare che in un paese dove esistono mille scappatoie legali, il carico fiscale delle aziende US è davvero molto basso in confronto a quello del “povero” ceto medio che, già tartassato, è stato ulteriormente sfavorito dalla riforma fiscale del 2017 di Trump. D'altronde se il Donald paga 750\$ di tasse (!!!) delle due l'una: o è veramente un miliardario ma che elude scandalosamente le tasse o è “alla canna del gas” e può vantare più fallimenti che successi! Questo lo capisce anche mio figlio, molto sveglio ma che fa solo la quinta elementare! Sul brevissimo termine, inoltre, lo scenario che ci fa più paura è quello di una elezione contestata che in totale assenza di fair play democratico (vedi elezione del nuovo giudice della Corte Suprema) rischia un totale corto circuito e potenzialmente qualche forma di guerra civile, seppure in versione “light”, in un paese già totalmente spaccato e che l'attuale governo ha contribuito ulteriormente a polarizzare.

**La pandemia accelera a macchia di leopardo costringendo i governi ad inasprire le misure. Un vaccino sembra ormai vicino, ma i tempi record di sviluppo gettano ombre sulla sua sicurezza e accettazione popolare**

Purtroppo, non possiamo portare buone notizie neppure sul fronte della pandemia che continua globalmente ad accelerare senza sosta, pur a macchia di leopardo tra un continente e l'altro. Da tempo BlueStar aveva previsto una fase cronica, dopo la fase acuta della scorsa primavera, almeno fino all'avvento di un vaccino efficace. Pur in assenza di conseguenze sanitarie troppo gravi, seppur in preoccupante peggioramento, i governi dei vari paesi si vedono costretti ad innalzare il livello di allerta e le restrizioni proprio per evitare di ritrovarsi nella stessa situazione di sei mesi fa. Solo la storia dirà se tale approccio sarà stato corretto o meno. Allo stesso tempo pur ammettendo di essere probabilmente molto vicini ad un vaccino (che sia esso russo, cinese, europeo o americano) per la popolazione è molto chiaro il gioco politico in atto che tende a favorire la velocità di introduzione di un vaccino rispetto sia alla sua effettiva efficacia sia alla sua sicurezza. I “se” e i “ma” di molte aziende attive nel settore e degli organi di controllo, che tentano apparentemente di svincolarsi dall'agone politico, confermano tale impressione. Il rischio è quello di un vaccino trovato in tempi record ma che pochissimi accettino di iniettarsi per i giustificati timori sulla sicurezza dello stesso. Come dar loro torto...

**L'estrema compiacenza dei mercati è ingiustificata; pertanto, adottiamo un posizionamento**

Volendo sintetizzare, a fronte di uno scenario alquanto ottimista a 9-12 mesi il nostro istinto, ed i fatti, ci consigliano estrema prudenza a breve. Ci sbaglieremo ma da qualche giorno sentiamo un angosciante senso di déjà-vu con quanto successo lo scorso febbraio quando i mercati continuavano a salire nonostante i primi lockdown in Cina. A scanso di equivoci, BlueStar non si aspetta assolutamente il



**controllato e diversificato tra geografie, settori e stili: nel lungo termine i settori più value/ciclici potrebbero dare soddisfazioni ma nel breve occorre pazienza**

tipo di correzione sperimentato a marzo ma l'estrema compiacenza dei mercati ci sembra francamente ingiustificata. Detto ciò, insistiamo su un posizionamento ben bilanciato e diversificato tra geografie, settori e stili diversi. I *growth stocks*, ormai considerati dei difensivi, potrebbero ricevere ulteriore impulso da nuovi imminenti "light-lockdown" ma sul più lungo termine le valutazioni relative superstracciate di molti (ma non tutti) settori value/ciclici gridano vendetta e potrebbero dare belle soddisfazioni. BlueStar è ben conscia che a questo stadio l'investimento su questi ultimi necessita di nervi saldi, stomaco forte, pazienza e abilità nel selezionare società che siano comunque di elevatissima qualità e solidità ma siamo convinti che mai come in questo momento possa essere pagante discriminare tra guadagni troppo scontati e "facili" di breve termine e costruzione di valore nel più lungo termine. Il comparto obbligazionario presenta pochissimi elementi di interesse, dopo il restringimento degli spread, in cui tendiamo a privilegiare quei pochi segmenti di nicchia che ancora offrono del rendimento. Sottolineiamo in particolare i convertibili emessi da società più cicliche, alcuni high yield così come il debito dei mercati emergenti che dovrebbe essere favorito dalla debolezza (strutturale?) del dollaro. In un mondo pieno di debiti e dove si cerca di porvi rimedio emettendone di nuovo ci sembra logicamente interessante tutto il mondo dei *real assets* incluse le materie prime con particolare menzione per l'oro.

**Restiamo investiti, con una quota azionaria più conservativa, in tematiche di lungo termine mantenendo una quota di hedge importante. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off**

BlueStar resta investita con una quota azionaria significativa ma non aggressiva e ben bilanciata tra settori e geografie diverse. Abbiamo recentemente ridotto l'esposizione prendendo profitto su alcune posizioni in forte utile. La nostra componente lunga è sempre ben protetta, inoltre, da una quota importante di hedge diretti ed indiretti (oltre ad una quota rilevante di cash), ulteriormente rafforzata negli scorsi giorni. 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, alcuni settori ciclici, le infrastrutture. 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 (in via di progressiva riduzione), il CHF lo Yen. Siamo sempre corti AUD. Siamo lunghi MXN, PLN e selettivamente altre valute emergenti.



**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](http://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.