

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Novembre 2020

WHITE HOUSE DOWN!

Nella nostra ultima lettera ci siamo chiaramente mostrati preoccupati da una serie di rischi e dalla mancanza di nuovi catalizzatori. Effettivamente la correzione che BlueStar si aspettava è poi arrivata, seppure timida, nelle ultime settimane di ottobre. Quello che non ci aspettavamo tuttavia, e che ancora oggi ci lascia sorpresi, è il successivo forte rally che ha riportato alcuni listini su nuovi massimi storici. Come se da marzo il mercato non avesse già corso molto. Il risultato delle tanto attese elezioni presidenziali americane sarebbe stato ex-ante considerato un disastro: la vittoria di Biden (l'uomo delle tasse) e un'elezione contestata. Ex post invece sono state trasformate in uno dei rally più forti della storia. Evidentemente il mercato ha voluto guardare al bicchiere mezzo pieno: ci siamo tolti di mezzo un personaggio imprevedibile come Trump ma allo stesso tempo un congresso diviso implica nessuna nuova tassa e nessuna possibilità per la politica di fare troppi "danni". In pratica uno status quo senza infamia e senza lode. Salutiamo con viva soddisfazione la sconfitta di Trump anche se attendiamo al varco il signor Biden per vedere se saprà davvero allontanare gli USA dal baratro a cui si sono, ormai da qualche anno, pericolosamente avvicinati. La vera notizia "bomba" del momento, tuttavia, sono i risultati confortanti sull'efficacia di due vaccini. Il mercato ha reagito facendo faville, come se non si parlasse di un vaccino già da mesi e questo non avesse già contribuito al fortissimo rally intervenuto nel frattempo. Qualcosa ci sfugge: mentre i contagi accelerano in maniera esponenziale, la seconda ondata si sta dimostrando molto più pesante della prima, gli ospedali sono al limite, i decessi tornano ai livelli di primavera e i governi si apprestano a varare nuovi lockdown, i mercati festeggiano un vaccino che va ancora approvato, prodotto, refrigerato, distribuito, accettato, inoculato... A BlueStar sembra troppo presto per gioire. Il vaccino nella migliore delle ipotesi sarà un *game changer* solo a partire dal 2022. Lo stesso Biden dopo aver tanto criticato l'atteggiamento di Trump sulla pandemia non potrà commettere gli stessi errori di superficialità. Nel frattempo, temiamo un Natale chiusi in casa, con un inatteso negativo effetto economico, e ci preoccupa una prima parte del 2021 ancora impattata dalle restrizioni. Considerati gli attuali livelli di mercato, pur consci di nuotare controcorrente, consigliamo di prepararsi anche a quello che potrebbe andare storto. Come il terrorista dice nel celeberrimo film: "le supposizioni sono la madre di tutte le fregature..."

Mercato	Ottobre 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	+0.8%	+3.6%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	-0.4%	+6.3%
S&P 500 Index	-2.7%	+2.8%
Stoxx Europe 600 Index	-5.1%	-15.6%
MSCI Asia Pacific Index	+1.0%	+3.0%
Bloomberg Commodity Index	+1.4%	-11.2%



Il mercato reagisce con (troppo) entusiasmo al risultato delle elezioni US e all'annuncio dei due potenziali vaccini

I due eventi più importanti dell'ultimo mese sono stati indubbiamente le elezioni presidenziali americane e l'annuncio dei risultati di efficacia di due dei mille vaccini in corso di sperimentazione. I mercati hanno reagito in maniera estremamente positiva ad entrambi. Al contrario è stata completamente ignorata la nuova drammatica impennata dei contagi a livello mondiale, soprattutto in Europa e Stati Uniti. Lo scenario Biden + elezioni contestate erano viste come lo scenario peggiore ed invece il mercato ha festeggiato la dipartita, speriamo definitiva, di Trump ed un congresso diviso. BlueStar aveva già espresso la sua posizione a riguardo ma temiamo che molte delle possibili utili iniziative del nuovo presidente possano essere annacquate o bloccate dal senato repubblicano (e viceversa), in primis l'annuncio del tanto atteso fiscal stimulus. La notizia sull'efficacia del vaccino a nostro parere avrebbe già dovuto essere scontato e lascia ancora aperti molti dubbi non risolti. Non capiamo dove sia la sorpresa. D'altro canto, invece, i fatti ci dicono che nel frattempo il virus sta ancora picchiando molto duro e i governi, a torto o a ragione, stanno reagendo in una maniera che non potrà non avere effetti economici negativi. La continuazione del rimbalzo a V dei mercati necessita della continuazione con una tendenza simile della ripresa economica. Dopo quanto sta succedendo nutriamo dubbi su tale ipotesi. Le politiche monetarie e fiscali hanno sparato molte delle loro cartucce e il loro effetto sorpresa sta diventando al margine meno efficace. I mercati, soprattutto alcuni, presentano valutazioni tirate. Dopo la corsa degli ultimi mesi insistiamo nel predicare prudenza, pur restando ancora ragionevolmente costruttivi per la seconda parte del 2021.

	PIL reale 3T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	33.1% ↑ *	1.2% ↓	6.9% ↓	56.3 ↑
Europa	12.6% ↑ **	-0.3% =	8.3% ↑	50.0 ↓
Cina	4.9% ↑ *	0.5% ↓	5.3% ↓	55.7 ↑
Giappone	21.4% ↑ *	0.0% ↓	3.0% =	48.0 ↑

* Annualizzato

** Q/Q

Gli effetti della seconda inattesa ondata si faranno sentire. Double dip possibile. L'operazione "salviamo il Natale" potrebbe

BlueStar aveva già da qualche tempo messo in dubbio l'ipotesi di una crescita a V, al di là di un terzo trimestre stratosferico dopo un secondo trimestre apocalittico. Avevamo parlato piuttosto di una crescita a scalini con dei possibili vuoti d'aria. La virulenza della seconda ondata, che nessuno si aspettava, rafforza in pieno la nostra cautela. I dati economici, sia quelli più ufficiali che i cosiddetti indicatori ad alta frequenza, mostrano già chiaramente gli effetti delle nuove restrizioni governative e dell'effetto psicologico su consumatori ed imprese.



**esacerbare la
situazione a
febbraio 2021**

Dopo lo shock del secondo trimestre ritenevamo che il peggio dal punto di vista economico e pandemico potesse essere alle spalle. BlueStar era convinta che nessun governo avrebbe avuto il coraggio di istituire nuovi lockdown; eravamo in buona compagnia e difatti i mercati sono saliti violentemente. Sembrava che per il 2021 si potesse essere molto più ottimisti. I fatti indicano invece che tali assunzioni potrebbero deludere. I numeri del contagio, dei morti, dei ricoveri sono impressionanti e molti governi si sentono obbligati ad intervenire. Non possiamo ignorare questo nuovo sviluppo. Temiamo anzi che a breve il peggio non sia finito e che il periodo natalizio, che rappresenta per molti settori la gran parte del fatturato, possa risultare molto deludente. E anche se si decidesse di "salvare il Natale" il problema sarebbe solo rimandato, con gli interessi, al primo trimestre 2021. Certo il mercato può scegliere, come sta facendo, di ignorare anche il 2021 dopo aver ignorato il 2020 ma dal punto di visto strettamente economico temiamo che non si sia ancora usciti dall'occhio del ciclone. Un double dip non è impossibile, anzi. In Europa ulteriori interventi fiscali rilevanti non sono prevedibili (i "ristori" di Conte non basteranno e che comincino nei fatti a far funzionare il recovery fund, piuttosto) e in USA si continua a litigare e a far ricontare voto per voto invece di ammettere la sconfitta, guardare avanti ed aiutare la gente in difficoltà.

**La vittoria di Biden,
seppur contestata
da Trump, è positiva
ma non basta.**

**Il congresso diviso
rischia di condurre
gli USA ad una
impasse pericolosa**

La vittoria di Biden, che salutiamo con viva soddisfazione, da una speranza al futuro degli Stati Uniti sul lungo termine. Nel frattempo, tuttavia Trump non molla la poltrona, un congresso diviso potrebbe comunque paralizzare gli interventi radicali di cui gli USA hanno bisogno e, a breve, rimandare il fiscal stimulus, se mai arriverà. Intanto dopo i festeggiamenti in strada per Biden e le contestazioni pro-Trump si rischia un'ulteriore impennata dei contagi. Non la vediamo bene. Tralasciando quanto Trump si stia rendendo ancora più ridicolo di quanto non sia già, riteniamo che fra non molto la maggior parte del partito repubblicano lo abbandonerà al suo destino. Nel frattempo, però il virus avanza e il vuoto di potere e la confusione rischiano di rimandare interventi sanitari ed economici importantissimi. Siamo convinti che Biden non potrà trattare l'epidemia con la stessa superficialità arrogante del suo predecessore. Aspettare il vaccino non è un'opzione. Un congresso diviso bloccherà il tanto temuto aumento delle tasse per aziende e super ricchi ma bloccherà anche altri interventi significativi su cambiamento climatico, infrastrutture, redistribuzione del reddito e riduzione delle diseguaglianze. Un mercato miope, che guarda solo al breve termine, ora festeggia ma potrebbe poi accorgersi di aver esagerato quando taluni problemi torneranno al pettine.

**La pandemia
accelera senza
sosta, costringendo
a nuovi lockdown,**

Purtroppo, non possiamo portare buone notizie neppure sul fronte della pandemia che continua globalmente ad accelerare senza sosta. L'Europa si trova in una situazione drammatica, addirittura peggiore della prima ondata e per gli USA temiamo la stessa sorte



**con conseguenze
negative ed
inattese per le
economie**

entro poche settimane. La vera novità, a parere di BlueStar, non è il vaccino ma l'introduzione di nuovi lockdown che tutti ritenevamo scongiurati. Come già detto non è questo il luogo per giudicare il comportamento dei governi (il metodo Svezia, il metodo Italia o il metodo Nuova Zelanda), ammesso che esista una riposta giusta o sbagliata. A noi importa solo cosa viene fatto e quale impatto questo ha sull'economia. In Francia solo un lockdown quasi totale ha potuto arrestare la seconda ondata che ha visto 200mila contagi in 4 giorni! L'Austria sta facendo lo stesso, così come in UK e in Italia dove si stanno allestendo posti letto perfino nelle chiese e la saturazione degli ospedali è al limite. A chi è malato e necessita di cure urgenti o a chi è costretto in quarantena e non può lavorare o a chi un lavoro lo ha perso importa poco che fra 12 mesi potrà vaccinarsi, i governi devono rispondere subito. Intanto il virologo Massimo Galli è più presente in TV di Carlo Conti e ci manca solo di vederlo su Hustler TV, per gli amanti del genere... Non è illogico pensare che si tornerà a breve ad avere un numero di morti giornaliero superiore a quello di aprile. Alla faccia di chi riteneva che tanto ormai di Covid non muore più nessuno. La vicinanza del Natale non aiuta ed impone una scelta difficile, in tutti i paesi. O si decide un lockdown natalizio, con tutte le pesanti conseguenze economiche, o si decide di salvare il Natale sapendo già di dover intervenire pesantemente a febbraio. Potete immaginare l'effetto sui contagi di cenoni, veglioni, aperitivi, festeggiamenti, baci, abbracci e amori clandestini durante le festività? Non ci vuole una laurea in epidemiologia per capirlo.

**Habemus vaccino!
Ma è davvero tutto
finito? BlueStar non
ne è convinta...**

La notizia bomba però, che non possiamo non commentare, è l'arrivo di un vaccino, anzi due (senza contare quello cinese, russo e cubano). Ognuno presenta percentuali di efficacia e temperature di conservazione crescenti, siamo ora rispettivamente al 94.5% a soli -20° (dalle temperature marziane di -70°)! Insomma, è fatta? Tutto finito? Mah, qualcosa ci dice che si stia vendendo la pelle dell'orso troppo in fretta. Innanzitutto, per costituire effettivamente un *game changer*, cioè per provare a raggiungere la cosiddetta immunità di gregge, dovremo aspettare non prima del 2022, nella migliore delle ipotesi. Questo per evidenti problemi logistici ed organizzativi. Se prendiamo come esempio il vecchissimo vaccino antinfluenzale le premesse non sono esaltanti. La pandemia è scoppiata almeno sei mesi fa e dall'estate ci raccomandano di vaccinarci contro l'influenza, peccato che il vaccino non si trovi neppure sul mercato nero. E questo non solo nella "disastrata" Italia ma nella organizzata, efficiente, ricca Svizzera! Ma pur supponendo che si riesca ciò presuppone che la fascia più debole della popolazione, gli anziani, sia vaccinata. Peccato che non esistano dati sull'efficacia del vaccino su questa categoria di persone. Ed infine vi è il non marginale aspetto della sicurezza e conseguente accettazione da parte della popolazione. I vaccini tradizionali vengono non a caso approvati dopo un periodo medio di 5-10 anni; eppure, vengono spesso sminuiti dai "no vax", naturalisti, sedicenti Superman etc etc. Questo vaccino sarà approvato



invece in meno di un anno. A brevissimo non fa morire nessuno, perfetto. Ma quali sono i suoi effetti a 5-10 anni? Non si può sapere. Considerando pure che non è un semplice virus morto, come i tradizionali, ma entra direttamente nella catena di produzione delle proteine del corpo umano, chi accetterà di farlo? Lo renderanno obbligatorio? Non è affatto un discorso così semplice come si sta scontando.

L'eccessivo ottimismo del mercato impone un posizionamento cauto. Guardare solo al bicchiere mezzo pieno potrebbe risultare rischioso. Un mix tra ciclici (di qualità) e difensivi è ancora consigliato

Volendo sintetizzare, ci sembra che il mercato si stia portando troppo avanti con l'ottimismo. Le presidenziali americane potevano andare molto peggio ma faremmo attenzione a guardare solo al bicchiere mezzo pieno. Lo stesso dicasi per il vaccino dove il mercato sta diventando schizofrenico. Il giorno dell'annuncio di Pfizer alcuni titoli delle crociere hanno fatto +40% (!!) mentre alcuni costruttori di case americane -10%. Perché? Perché da una parte si ritiene che dal 2021 tutti si torni in crociera (tanto c'è il vaccino) e dall'altra che nessuno sia più interessato a comprarsi una casa in periferia (collegata a Zoom in ogni stanza, pure in bagno) perché tanto l'emergenza è finita. Esagerazioni da cui BlueStar naturalmente tende a distanziarsi. Ammettiamo che il mercato potrebbe scegliere ancora di chiudere un occhio e guardare avanti ma tale atto di fede ha un prezzo che agli attuali livelli di valutazione ci sembra come uno sparo nel buio. Il valore attuale del S&P500 sconta un multiplo di ben 21 volte gli utili 2021, in crescita del 25% rispetto al 2020 (supponendo che tutta sia finito già l'anno prossimo). Entrambi i numeri ci sembrano abbondanti, per lo meno a giustificare altre sorprese positive. Settorialmente continuiamo a consigliare un portafoglio bilanciato tra titoli difensivi/growth, beneficiari di nuove situazioni di rischio, e ciclici/value che invece rappresentano valore in un'ottica di 12 mesi. Come evitare di farsi male coi ciclici in caso le nostre preoccupazioni di breve si realizzino? Semplice: selezionare titoli di elevata qualità dal punto di vista di bilancio, management e posizionamento di mercato. Sulle obbligazioni governative restiamo freddi, soprattutto su quelle occidentali che sono intrappolati tra debito elevato, tassi ridicoli e bassa crescita economica. Un esempio è l'Italia dove sono ormai saltati tutti i vincoli di bilancio (in un paese economicamente in crisi) e dove grazie al mercato artificiale creato dalla BCE si viene remunerati solo a 0.65% per 10 anni. Molto meglio le obbligazioni, come le azioni, dei paesi emergenti. Il dollaro resta, a parere di BlueStar, in forte crisi anche se a breve potrebbe continuare a costituire un discreto hedge di portafoglio.

Restiamo investiti, con una quota azionaria neutrale, in tematiche di lungo termine mantenendo una

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 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



quota di hedge importante. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off

sostenibilità ambientale, i settori favoriti da tassi bassi, alcuni settori ciclici, le infrastrutture. Abbiamo recentemente investito su un basket di titoli nell'industria del 5G. Nel comparto obbligazionario restiamo pesantemente sotto ponderati. 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

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.