

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Dicembre 2020

A CHRISTMAS CAROL

Alla fine di un anno terribile per tutti da un punto di vista economico, finanziario, sanitario e psicologico, si vede forse la luce alla fine del tunnel. Difficilmente il 2021 potrà essere peggiore dell'anno appena trascorso, BlueStar nutre dubbi tuttavia sul fatto che dal tunnel si sia già usciti. Temiamo infatti che i mercati stiano anticipando troppo in fretta un ritorno alla normalità che, nella migliore delle ipotesi, arriverà appieno solo nel 2022. La favola di Natale prevede già un quadretto alquanto roseo: forte ripresa economica, politiche monetarie accomodanti, tassi bassi, stimoli fiscali, normalizzazione geopolitica e commerciale, immunità di gregge grazie ai vaccini, rimbalzo potente degli utili, normalizzazione del comportamento di consumatori ed imprese. Infatti, nonostante un crollo degli utili del 20% per l'S&P500 il listino è su del 14% e in Europa nonostante il peggior rallentamento del PIL degli ultimi 50 anni l'indice perde solo il 5%. L'aspettativa di ulteriori forti rialzi per i prossimi due anni è già pienamente consensus. Niente sembra poter andare storto. Non vogliamo sminuire gli interventi a sostegno dell'economia, le enormi iniezioni di liquidità e le speranze sull'efficacia, sicurezza ed accettazione dei vaccini ma dopo il fortissimo rally preferiamo, per ora, restare prudenti ed aspettare che l'esuberanza e, in alcuni casi, la vera e propria rampante speculazione si attenui. Più a lungo termine lo scenario di BlueStar è comunque costruttivo e prevede la possibilità di un boom reflazionistico globale a tassi "controllati", ritorno di moda dei real assets e dei settori ciclici, decoupling di alcuni mercati emergenti. Ma anche rischi legati alla "respirazione artificiale" con cui si tengono in vita *zombie companies* e *zombie countries*, al debasement valutario (compreso il dollaro), a flash crash azionari più frequenti. Ci sarebbe piaciuto scrivere una lettera in pieno spirito natalizio piena di ottimismo, buoni propositi e toni melensi ma temiamo che sia ancora troppo presto per abbassare la guardia. Come nel racconto di Dickens, prima del lieto fine e di un futuro felice ci aspettiamo la visita inattesa di qualche "fantasma" che non potremo definire solo una "scempiaggine" ...

Mercato	Novembre 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	+0.3%	+3.9%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	+1.0%	+7.4%
S&P 500 Index	+10.9%	+14.0%
Stoxx Europe 600 Index	+13.9%	-3.9%
MSCI Asia Pacific Index	+10.2%	13.5%
Bloomberg Commodity Index	+3.5%	-8.1%



Diffidare sempre dalle “storie” a senso unico. Un certo grado di scetticismo costruttivo aiuta

Generalmente il pericolo sui mercati cresce, o al contrario diminuisce, nel momento in cui gli investitori accettano ciecamente una storia sia essa positiva o negativa. Lo è stato a marzo, al culmine dell'incertezza, e temiamo possa esserlo, al contrario, adesso al culmine della fiducia sulle banche centrali, governi, consumatori, vaccini, scienziati, utili. I mercati non vogliono vedere l'evidenza di una tremenda inattesa seconda ondata, a cui rischia di accavallarsi entro qualche settimana una terza, con conseguenti drastiche misure contenitive e quindi effetti economici negativi. Intanto, a differenza di un famoso slogan pubblicitario che dice “a Natale puoi”, le feste di quest'anno saranno caratterizzate invece da quello che NON potremo fare. Negli USA, lo diciamo da tempo, il peggio deve ancora arrivare. Quello che più preoccupa BlueStar, tuttavia, anche mettendo da parte il nostro scetticismo sulla velocità di inoculazione dei vaccini, è che i mercati scontano già (quasi) il migliore degli scenari e le valutazioni si trovano in molti casi ai massimi storici. Tutto giustificabile in considerazione dei tassi ultra-bassi. Ma ci sembra che il mercato canti all'unisono la medesima strenna di Natale e non vi sia spazio per sorprese negative o “incidenti” di percorso. La continuazione del rimbalzo a V dei listini si può giustificare solo con l'evidenza di una V sull'economia. Noi invece temiamo importanti vuoti d'aria. Partecipare sì ma con prudenza quindi e occhi aperti, lasciandosi munizioni sufficienti per poter entrare su correzioni che potrebbero essere non drammatiche ma significative.

	PIL reale 3T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	33.1% ↑ *	1.2% =	6.7% ↓	58.6 ↑
Europa	12.5% ↑ **	-0.3% =	8.4% ↑	45.3 ↓
Cina	4.9% ↑ *	-0.5% ↓	5.2% ↓	57.5 ↑
Giappone	22.9% ↑ *	-0.4% ↓	3.1% ↑	48.1 ↑

* Annualizzato

** Q/Q

La continuazione della ripresa economica a V è già scontata dal mercato

La crescita economica del 2021 sarà più forte rispetto all'anno ormai passato. Non ci vuole un PhD in economia per prevederlo. Le vere domande, tuttavia, sono: di quanto cresceremo? La pandemia sparirà? Non avremo più lockdown? I consumatori e le aziende torneranno subito ad un comportamento “normale”? Riapriranno tutti? I debiti accumulati sono sani e sostenibili? Noi, consci di “stonare” nel coro unanime di mercato, abbiamo qualche dubbio. I mercati sono spettacolarmente saliti grazie agli interventi “ponte” di stati e banche centrali nell'aspettativa che il peggio per la pandemia fosse finito e che un vaccino sarebbe presto arrivato. Gli interventi statali tuttavia vanno riducendosi, in



molti casi sono stati insufficienti e alcuni benvenuti interventi strutturali di lungo termine sono stati annunciati ma siamo ancora lontani dalla loro implementazione. Due casi per tutti: il recovery fund europeo che dopo mesi di trattative sembra essere stato finalmente sbloccato (ma passeranno mesi/anni prima di essere effettivamente messo in atto) e il nuovo stimolo fiscale americano ancora non pervenuto (grazie Donald, grazie Nancy...). Un piano infrastrutturale USA è poi ancora solo nelle nostre fantasie più scabrose. Troppe parole, pochi fatti. Intanto la seconda ondata ha picchiato duro in Europa e gli effetti economici già si vedono (PMI dei servizi, 70% dell'economia, sotto i 45). Non è difficile immaginare lo stesso per l'economia USA.

La seconda ondata è peggio della prima e politicamente non potranno non esserci conseguenze. Quindi anche l'economia ne soffrirà

Dopo un momento iniziale di scetticismo anche BlueStar aveva sposato lo scenario reflazionistico nell'aspettativa di tre convinzioni forti: una seconda ondata sarebbe stata meno pesante della prima, non avremmo più avuto lockdown duri e nel frattempo il sistema sanitario sarebbe stato più attrezzato/pronto ad affrontare altri casi con cure efficaci grazie alle quali, qualcuno diceva, non sarebbe morto più nessuno. L'arrivo, a metà 2021, di un vaccino efficace, sicuro, sperimentato secondo tutti i crismi, avrebbe definitivamente risolto la questione. Il mercato è andato un po' oltre le nostre più rosee aspettative ma tutto ci sembrava comunque ancora accettabile fino a settembre. È evidente come le cose abbiano poi preso un'altra piega. I numeri della seconda ondata sono spaventosi e non ci voleva un epidemiologo per capire che i morti sarebbero stati ancora centinaia di migliaia. Tra Germania, Italia e Francia con una media di 500 decessi al giorno negli ultimi tre mesi mio figlio grande, bravino in matematica, mi dice che sono morte almeno 135mila morti, in tre mesi, solo in tre paesi! Altro che di Covid non muore più nessuno... E che dire poi della preparazione del sistema sanitario o delle cure: tra antivirali, antimalarici, plasma, vaccini monoclonali, eparina, cloroquina, anfetamina e chi più ne ha più ne metta quasi nulla ha funzionato o nulla che possa essere replicato, a costi ragionevoli, per un numero così elevato di malati. E mentre la gente muore noi ci preoccupiamo delle piste da sci o della messa di Natale anticipata alle 19. Cominciamo ad andarci a messa, e non solo a Natale! E mentre in Italia si organizzano spedizioni notturne in stile "Navy Seal" per recuperare qualche povera nonnina residente in un altro comune, la Signora Merkel, che ormai non è più una ragazzina ed ha acquisito un minimo di emotività senile, ha finalmente deciso un lockdown totale, brava! Lo avevamo scritto il mese scorso: se si salva il Natale si accetta l'eventualità di una terza ondata col rischio che si accavalli sulla seconda. Allo stesso tempo avevamo già chiarito un aspetto molto banale ma sottovalutato: se non si vogliono assembramenti bisogna chiudere. Punto. (<https://youtu.be/hPg4bmFRdki>). Ci pare logicamente contraddittorio offrire i cashback sugli acquisti (ma solo nei negozi fisici) e poi aspettarsi che la gente non esca di casa!



La speranza di un vaccino rischia inoltre di far affrontare con ancora maggiore leggerezza la crisi pandemica.

**Vaccino efficace al 95% NON significa sicuro al 95%!
Temiamo molti negazionisti a riguardo**

Sul vaccino ci siamo già espressi: lungi da noi negarne la portata ma volendo fare l'avvocato del diavolo temiamo che visti gli enormi interessi finanziari in ballo, la storica velocità dell'approvazione e il procedimento innovativo col quale è stato realizzato (non così lontano dall'ingegneria genetica) gli argomenti in bocca agli scettici non mancheranno. Abbiamo governi che ancora in fase di sperimentazione ne avevano già ordinato milioni e milioni di dosi con contratti "segreti" e con non specificate clausole in cui qualcosa dovesse andare storto. Questi sono fatti non opinioni. Meno ipocrita, per una volta, è stata l'Inghilterra che lo ha approvato senza praticamente leggere neppure lo studio, mentre l'ente europeo preferisce seguire un iter formale, perdendo tempo, come se un mese in più o in meno facesse differenza per dare un'immagine di serietà e di indipendenza. Tanto già si sa che sarà approvato. Accettiamo scommesse. Il problema, ribadiamo, non è la sicurezza da effetti secondari blandi di corto termine ma possibili effetti collaterali di lungo che molto semplicemente non si possono appurare per definizione. Insomma, non ci aspettiamo la fila di gente in coda per farsi vaccinare. Molti non lo faranno sperando che siano gli altri a farlo per primi. Saremo smentiti? Lo speriamo vivamente, ma per ora restiamo scettici.

Vi sono dei chiari elementi di eccesso/speculazione sui mercati azionari. Possibilità concreta di "flash crash" più frequenti

I mercati azionari hanno sperimentato in novembre il miglior mese degli ultimi 45 anni dopo che già avevano corso quasi ininterrottamente da fine marzo. Vi sono tuttavia una serie di elementi che, a parere di BlueStar, depongono in favore di una correzione significativa: al già citato rischio economico e pandemico aggiungiamo un livello di compiacenza molto alto, valutazioni ai massimi storici, aspettative sulla crescita degli utili abbondantemente a doppia cifra, un livello di speculazione retail simile a quanto visto nel 1999. Il P/E forward globale si trova il 25% sopra la media storica degli ultimi 25 anni su stime degli utili per il 2021 già molto elevate (crescita tra il 20% e il 35%). La correlazione inversa tra tassi e multipli spiega in parte tale eccesso e, se tutto va bene, le aspettative sugli utili potrebbero anche essere confermate. Ciò non lascia tuttavia spazio ad errori o, d'altra parte, a significativi potenziali di rialzo. Ci permettiamo inoltre di ricordare che nel 90% dei casi le stime di inizio anno sono poi destinate ad essere tagliate nel corso dell'anno. A meno che il mercato, dopo aver ignorato completamente il 2020, non stia ignorando anche buona parte del 2021 e si proietti già nel 2022. Possibile ma un po' esagerato a nostro modo di vedere. Facciamo infine notare l'elevato livello di partecipazione del segmento retail che tramite piattaforme popolari e a costi stracciati, come Robin Hood, investono in borsa come fossero a Las Vegas, esattamente come capitava nella techmania del 1999. L'euforia legata ad una serie di IPO uscite nelle



ultime settimane (vedi Airbnb, Snowflake, Doordash, Palantir) con rialzi vicini o superiori al 100% nel primo giorno di quotazione riporta la memoria alle varie Ciena, Infineon, Infospace del dot-com boom. Nessuno di questi elementi singolarmente può rappresentare un'evidenza di chi sa quale eccesso ma messi tutti assieme rischiano di provocare, anche per un nonnulla, dei flash crash violenti sui mercati da cui ci si può difendere solo tramite portafogli ben bilanciati e con strumenti di protezione dinamica. Questo resta il DNA di BlueStar.

**Le nostre principali
aspettative a 12/18
mesi: non è tutto
consensus!**

Volendo fare uno sforzo di proiezione oltre i prossimi sei mesi BlueStar ha individuato un numero di tendenze che sono solo in parte consensus. Al di là delle difficoltà imminenti riteniamo che ci aspetti una ripresa economica forte la cui durata dipenderà però dalla strutturale degli stimoli fiscali (infrastructure spending in primis). Questo sarà accompagnato da un processo di reflazione, o per lo meno di fine della deflazione, che se associato al controllo sui tassi di interesse (obbligato visto l'enorme ammontare di debito in circolazione) condurrà al ritorno di moda dei real assets. Questo implicherà anche un processo di *debasement* delle valute dei paesi super indebitati a favore di quelle dai fondamentali più forti. I casi estremi, facili da fare, sono l'Italia e la Svizzera. La prima è artificialmente tenuta in vita dalla BCE visto che con l'indebitamento mostruoso che sta accumulando dovrebbe avere un rating non superiore a "B" e quindi un rendimento a 10 anni ben superiore all'attuale ridicolo 0.5%! Al contrario la Svizzera che pur di restare, a nostro parere erroneamente, nella comfort zone della AAA super blindata preferisce adottare restrizioni Covid molto leggere pur di non passare alla cassa dei ristorni all'economia. Non ci meraviglia quindi che il CHF non si schiodi da 1.08 anche in momenti favorevoli. Difficile poi non concordare sul fatto che vi è una necessità implicita per i gestori di dover assumere livelli crescenti di rischio. Questo include ovviamente una quota significativa di azioni dove potremo assistere ad una fase di forza relativa di settori ciclici, value e di geografie più esposte ad essi come Europa e Giappone. Il "mondo virtuale" tuttavia è nel lungo termine vincente sul "mondo reale" per cui un mix bilanciato tra growth/value, difensivi/ciclici resta il nostro migliore consiglio. La classe obbligazionaria è passata da essere *risk-free return* a *return-free risk*. I governativi sono inguardabili e saranno incapaci di agire da hedge di portafoglio come erano un tempo. Molto più interessanti da questo punto di vista gli emergenti (di qualità), in ambito sia azionario che obbligazionario, finalmente pronti a realizzare quel decoupling dal mondo occidentale di cui si parla da anni. Occhio di riguardo particolare alla Cina che è pronta a scalfire definitivamente la supremazia americana a livello economico, tecnologico e finanziario. Da questo punto di vista insistiamo sul fatto che il dominio incontrastato del dollaro quale



unica valuta di riserva globale è seriamente messo in discussione e ci avviamo verso un mondo multi-polarizzato e più sfaccettato.
(<https://youtu.be/MmOd4HIF56s>)

Il DNA di BlueStar non cambia: temi, valore e risk management

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 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 e oro. 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.

Nel ringraziarvi ancora una volta per aver letto questa lunga lettera a cui dedichiamo sempre un impegno non indifferente e che ci sforziamo di rendere rigorosa, utile, professionale ma anche piacevole da leggere, un po' fuori dalle righe e distintiva rispetto alla montagna di carta che già ricevete, auguriamo di cuore a voi e alle vostre famiglie un sereno Natale ed un 2021 pieno di salute e di successo personale e professionale. L'OMS ha dato via libera al sorvolo di Babbo Natale, a quanto pare immune da Covid, che non mancherà di portare un po' di normalità in questo anno che faticheremo a dimenticare...



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.