

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Agosto 2021

EXTREME WAYS

Proprio quando sembrava che il peggio fosse passato, l'esplosione mondiale della variante Delta ci sta facendo tornare i brividi sulla schiena. Per quanto la correlazione tra contagi ed ospedalizzazioni sembri indebolita dai vaccini, occorrerà prestare attenzione al numero assoluto dei nuovi contagi che, se fosse molto più elevato delle ondate precedenti, potrebbe comunque causare un preoccupante balzo assoluto dei casi gravi. Gli scenari di BlueStar restano solo due: una crescita molto sostenuta con effetti collaterali (che il mercato però ancora preferisce ignorare) oppure una seconda grave "gamba" di debolezza economica a causa della recrudescenza pandemica. Nel breve termine temiamo inoltre che qualcuno possa cominciare a parlare di stagflazione aggravando un mood già molto incerto. Lo scenario di medio termine più probabile resta tuttavia il primo, soprattutto se gli Stati dimostreranno maggiore sensibilità politica nell'evitare i lock down a tutti i costi, compresa l'introduzione di politiche apparentemente estreme come i Green Pass. L'elevata percentuale di titoli growth/difensivi presenti sul S&P500 ci dà fiducia perché lo rende oltre che l'indice azionario leader nel mondo anche il più stabile, un SMI del nuovo millennio con i FAANG al posto di Novartis e Roche. Questa caratteristica dovrebbe scongiurare il pericolo di correzioni troppo profonde anche in fasi di risk off. Detto ciò, BlueStar resta dell'idea che il risk-reward del comparto azionario (e obbligazionario!) sia sfavorevole, che la costruzione di portafoglio debba tenerne conto e che occorra saper costruire alpha sfruttando l'elevata dispersione dei rendimenti. Restiamo ancora convintamente nel campo degli "inflazionisti" anche se è ancora troppo presto per trarre conclusioni definitive e la variante Delta costituirà una ghiotta scusa per FED e BCE di rimandare ancora qualunque "torbido" pensiero di restrizione monetaria. Non sia mai! A differenza di altre banche centrali che possono invece permettersi di essere più ortodosse e meno ipocrite difendendo così meglio, a nostro parere, il valore futuro delle proprie valute e del proprio debito. Particolare menzione positiva va alla Cina che a ogni livello sta cercando di realizzare un difficilissimo equilibrio tra crescita e sostenibilità della stessa (a livello economico, finanziario e sociale) che ci ricorda i mitici "atterraggi morbidi" orchestrati dalle autorità americane dei tempi buoni, ormai passati. La Cina, che sarà pure comunista, a modo suo sta attuando politiche dolorose nel breve ma che nel lungo termine distingueranno i vincenti dai perdenti. A mali estremi, estremi rimedi...

Mercato	Luglio 2021	Year to Date 2021
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	+1.50%	-0.82%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	+0.96%	-0.66%
S&P 500 Index	+2.92%	+18.61%
Stoxx Europe 600 Index	+2.56%	+18.74%
MSCI Asia Pacific Index	-3.76%	+1.18%
Bloomberg Commodity Index	+3.14%	+24.92%



L'esplosione della variante Delta ci ha colti di sorpresa ma l'imprinting generale resta positivo

È sempre facile giustificare i movimenti di mercato ex-post. Preferiamo ammettere invece che il forte ripiegamento dei tassi di interesse intervenuto, quindi implicitamente delle prospettive economiche ed inflattive, ci ha colti di sorpresa. Il mercato obbligazionario ci dice una cosa, quello azionario, delle materie prime e le statistiche macro ce ne dicono un'altra. Forse i sofisticati bond vigilantes anticipano cose che i rozzi equity boys ed economisti non sono capaci di vedere? Difficilmente però i primi potevano prevedere l'esplosione della variante Delta, che giustifica in parte il movimento dei tassi, anche se effettivamente il caso indiano di qualche mese fa poteva far supporre l'arrivo di quella variante ad ogni latitudine (con la differenza però che il tasso vaccinale in India è alquanto bassino...). Nonostante riconosciamo la gravità di questo rischio, e delle future possibili varianti (già si identifica una nuova variante, la peruviana o lambda, come tremenda), continuiamo ad assegnare maggiore probabilità ad uno scenario di forte ripresa economica. L'elevato tasso vaccinale, l'auspicata estensione globale del green pass, una maggiore sensibilità politica nel voler evitare i lockdown, una maggiore resilienza economica, elevate riserve di risparmio, una robusta crescita del capex depongono a favore di questa ipotesi. L'inflazione non sarà tuttavia temporanea e ad un certo punto, ma sicuramente in ritardo, le banche centrali occidentali dovranno prenderne atto mentre poche altre avranno agito in maniera preventiva e lungimirante. Chi avrà costruito portafogli che tengono conto di questa discrasia, della dispersione dei rendimenti, dell'ineluttabile reset di alcuni equilibri economico-finanziari e dell'attuale scarsa attrattività dei mercati occidentali risulterà nel lungo periodo vincente. Mai come quest'anno la parola d'ordine resta: position, position, position!

	PIL reale 2T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	6.5% ↑ *	5.4% ↑	5.9% ↑	63.7 ↓
Europa	+2.0% ↑ **	2.2% ↑	7.7% ↓	59.5 ↑
Cina	12.7% ↓ *	1.1% ↓	5.0% =	50.6 ↓
Giappone	-3.9% ↓ * (1T)	0.2% ↑	2.9% ↓	48.9 ↑

* Annualizzato Q/Q

** Q/Q

Il nostro scenario base prevede crescita forte e comunque superiore a quella del New Normal. Anche l'inflazione,

Il picco, seppur a livelli elevatissimi, raggiunto da alcuni dati macro, la forte riduzione dei tassi di interesse e la martellante attenzione mediatica riservata alla variante Delta sembrano far temere un imminente nuovo rallentamento economico che a sua volta giustifica la tesi di chi si ostina a considerare solo temporaneo il rialzo dell'inflazione. BlueStar non concorda con nessuna delle due ipotesi. Pur consci dei rischi rappresentati dalle varianti, soprattutto da quelle



**tuttavia, invertirà la
tendenza degli
ultimi 20 anni**

che dovessero dimostrarsi resistenti ai vaccini (in questo caso sarebbero dolori!), dobbiamo attenerci ai fatti i quali delineano chiaramente, per ora, una prima fase di boom economico, che non si vedeva da decenni, seguito da una fase più moderata ma pur sempre superiore al “new normal” post 2008. Dopo tutti gli interventi monetari, fiscali e con la voglia di rivivere, investire, ripartire della razza umana non potrà essere altrimenti. Abbiamo più volte ricordato come da decenni non si vedevano interventi fiscali così massicci, sia improduttivi di breve termine che, fortunatamente, produttivi di lungo termine. E per una volta l'Europa si è dimostrata unita e lungimirante con il suo Recovery Plan. Negli USA invece sono stati facilmente approvati gli “helicopter money” e le varie sovvenzioni che stanno distortendo il mercato del lavoro causando colli di bottiglia e rialzi dei prezzi mentre ancora si litiga per il piano “Build Back Better” che modernizzerebbe un impianto infrastrutturale fermo ai tempi della “Febbre del sabato sera”, per restare in tema. Se è in questo modo che gli USA intendono competere con la Cina stanno freschi. Prima o poi il piano verrà approvato, speriamo, e nel frattempo l'economia USA cresce comunque a ritmi compresi tra il 6% - 8% reale. Tanta roba. La gente vuole tornare a vivere, a consumare, dispone di un “tesoretto” di risparmio enorme (anche grazie alle suddette sovvenzioni). Le imprese dall'altra parte, dopo lo spavento del 2020 e i colli di bottiglia nella produzione, stanno tornando a ricostituire scorte e ad investire in capacità, spesso rilocalizzando parte della produzione dall'estero, per evitare rischi futuri ed aggirare possibili tariffe. Intel, giusto per fare un esempio, prevede di investire 25bn di dollari in stabilimenti produttivi in USA ed Europa, sperando tra l'altro di ricevere sovvenzioni pubbliche vista la strategicità dei semiconduttori per la Green economy e l'attuale gravissima crisi nelle forniture degli stessi. La crescita economica riguarda gran parte dei paesi, non solamente gli USA. In Europa ci si attendono ritmi di crescita molto simili, per non parlare della Cina che dopo l'eccezionale 2020 (+2.5% nonostante tutto) è attesa in crescita del 6.5%. Meno male che c'è stato il Covid! Solo un nuovo grave shock pandemico potrebbe invertire la tendenza. D'altra parte, BlueStar continua a ritenere che per l'inflazione si stia aprendo una nuova era dopo il periodo deflazionista del 1997 – 2018. Ci siamo ampiamente dilungati in passato sui motivi per i quali riteniamo che quasi tutte le forze deflative del passato diventeranno ora inflattive. A breve ne aggiungiamo un'altra che riguarda l'aumento, già visibile, degli affitti (soprattutto in USA dopo la fine della moratoria sugli sfratti) in un settore immobiliare tiratissimo, quindi con prezzi in rialzo, a causa della domanda elevata, anche da parte dei millennials, e della scarsità di offerta. L'inflazione non sarà quindi temporanea, limitata ai prezzi delle auto usate come afferma Powell, anche se ci vorrà ancora qualche mese di evidenza per convincere il mercato che ancora si affida alla presunta, ma sempre smentita, onniscienza dei banchieri centrali.



Mentre alcune banche centrali, più lungimiranti e “libere”, attuano politiche ortodosse ammettendo il rischio inflativo, FED e BCE preferiscono far finta di dormire. La Cina è alla ricerca di un difficile equilibrio tra quantità e qualità. Almeno lei ci prova

Mentre qualche banca centrale infatti, lungimirante e con le mani libere nei confronti dei ministri del Tesoro dei propri paesi, comincia a correre ai ripari con politiche più ortodosse, la FED e la BCE per motivi simili nicchiano. La prima deve poter permettere allo stato americano di finanziarsi a basso costo, comprando essa stessa una buona parte di nuovo debito secondo la dottrina ormai imperante del MMT, mentre la BCE ha impellenza assoluta di continuare a finanziare i faraonici debiti periferici mantenendo stretti gli spread. Per questo Powell e la Signora Lagarde passano notti insonni ad immaginare quale scusa possano accampare per evitare l'inizio di manovre più restrittive. Fortunatamente la variante Delta è venuta in loro soccorso, così ancora per qualche settimana possono riposare in pace, povere creature. Intanto la Cina che già aveva scelto di intervenire meno espansivamente nel 2020, si è addirittura imbarcata in politiche di controllo restrittive a 360 gradi che ha causato, come BlueStar si aspettava, un moderato rallentamento economico ed una decisa sottoperformance borsistica. In questo momento le autorità cinesi sono impegnate in un difficilissimo equilibrismo (col metodo del bastone e della carota) per conciliare una crescita decente con la sua sostenibilità futura. Ci fa specie che restino tanti preconcetti contro uno dei pochi paesi che sta da anni lavorando a rendere la propria crescita qualitativa e non solo quantitativa. Mentre noi continuiamo a concentrarci sugli squilibri, che pure esistono, in Cina non vediamo le “bombe” pronte ad esplodere in casa nostra.

La Cina sta mettendo ordine agli eccessi di casa propria prima che diventino incontrollabili. Non è solo mania di controllo ma è anche precisa volontà di attrezzarsi ad una “guerra” tecnologica, finanziaria ed economica con gli USA

Ha suscitato infatti molto scalpore la notizia degli interventi alla “cinese” da parte del governo sulle società di tutoring scolastico. Immediatamente la propaganda dei media occidentali e un'analisi superficiale ha etichettato la manovra come degna dello stato comunista e ha gettato nello sconforto gli “investitori” abituati ad inseguire ormai qualunque cosa si muova al rialzo senza alcun tipo di analisi o spirito critico. Così va il mondo. Un'analisi meno pretestuosa e più approfondita dimostra che, nel caso delle società di e-learning così come successo negli scorsi mesi su altre società tecnologiche ben più importanti, la manovra abbia un senso più profondo e lungimirante. La Cina vuole innanzitutto ammonire le società che si quotano solo sul Nasdaq e non ad Hong Kong (criticate per giunta dalle autorità americane ma inquisite dai famelici Reddit boys) e piuttosto incentivare quelle società tecnologiche che effettivamente creano un valore aggiunto di know how reale al paese. Più telecomunicazioni, semiconduttori, cyber sicurezza, spazio, robotica, intelligenza artificiale, big data e meno music sharing, Tik-Tok, home delivery (con riders pagati da fame) e taxi a basso costo. La Cina oltre ad avere grandi ambizioni deve difendersi dalla guerra dichiarata dalle autorità americane e può farlo solo con dei giovani istruiti, che vanno a scuola in presenza con carta e penna, assistono alle lezioni e capiscono a fondo la materia che studiano non memorizzando on line solo nozioni a macchinetta che per giunta solo i ragazzi più ricchi possono permettersi perché a pagamento. L'obiettivo di svecchiare



la popolazione ed aumentare la natalità passa da un sistema educativo efficiente, di qualità che tutti possono permettersi. Più gesso e meno tablet! Più contenuti e meno forma! Meno Temptation Island e più Rai Educational! Le società di e-learning hanno quindi rappresentato l'agnello sacrificale meno doloroso ed utile per dare un segnale a tutte le altre società, ben più importanti, che sono diventate dei monopolisti dominanti e che cercano di penetrare anche ambiti non di loro stretta competenza e che rischiano, così come oramai già successo in USA, di diventare incontrollabili. Se parti come social network, diventi potente e per megalomania decidi di cominciare a fare anche credito al consumo o asset management o di inventarti una crypto-currency è giusto, secondo noi, che qualcuno ti faccia qualche domanda. Così come è sbagliato, come successo fino ad ora, che sia data per scontata (con rating ingiustificati da parte delle agenzie) la garanzia dello stato sul debito emesso da colossi super indebitati dove tale garanzia in realtà non è formalizzata. Evidentemente noi siamo così abituati che qualunque cosa succeda arriva "Pantalone" (lo Stato o la banca centrale) a metterci una pezza. Non si può, neppure implicitamente, considerare un High Yield come fosse un Supra National. Quale è il capitalismo e quale è il comunismo allora...? Dove sta la vera bolla? BlueStar ritiene che con tali misure, apparentemente estreme, la Cina si stia davvero attrezzando per diventare la prima potenza mondiale. È paradossale che per batterla occorra prenderne spunto, piuttosto che fare l'esatto contrario. Esattamente quello che gli USA non ammetteranno mai.

L'elevato tasso vaccinale sembra fortunatamente aver rotto l'elevata correlazione tra contagiati e casi gravi. Il rischio varianti tuttavia resta molto serio. Nonostante le numerose contraddizioni, riteniamo che il Green Pass vada esteso il più possibile nel mondo occidentale

Gli sviluppi recenti ci obbligano a spendere qualche parola sul Covid e le politiche per contrastarlo. Per il momento l'elevato tasso vaccinale, migliorabile, sembra aver rotto la correlazione tra contagi e casi gravi. Osserveremo con attenzione lo sviluppo pandemico in Inghilterra per verificare se questo è effettivamente il caso. Quello che più preoccupa BlueStar, tuttavia, non è tanto l'efficacia dei vaccini, almeno sulla variante Delta, quanto il numero assoluto dei contagiati che se fosse molto superiore alle ondate passate potrebbe, seppur con una incidenza percentuale minore, causare comunque un elevato numero di ospedalizzazioni. La legge dei grandi numeri insomma. Nel frattempo, non possiamo non intervenire sul circo che sta causando il Green pass nei paesi che lo stanno adottando. Noi ci auguriamo che questo avvenga nel maggior numero di stati possibili perché, piaccia o non piaccia, il vaccino rappresenta davvero l'unica speranza che abbiamo. Da tempi non sospetti affermiamo che troviamo intellettualmente disonesto affermare che i vaccini sono sicuri, lo sono di certo nel breve termine ma è impossibile affermarlo con certezza nel lungo termine, per definizione. Chi afferma che siamo tutti cavie non dice il falso. Vi sono ancora molte contraddizioni, l'ultima riguarda la necessità o meno di una terza dose (diventerà una dose ogni anno come il vaccino influenzale?). Un po' di scetticismo è naturale quindi in realtà è stato coraggioso chi si è vaccinato, non il



contrario. BlueStar è ormai vaccinata quasi al 100% e pur avendo scelto per prudenza di adottare già un cucciolo di pastore tedesco lo ha fatto nella convinzione che altrimenti non se ne esce. Per quanto l'obbligatorietà del vaccino sia una misura di difficile applicazione pratica (tranne che per alcune limitate categorie, senza se e senza ma) è assolutamente sacrosanto che chi si è vaccinato, per motivi egoistici o senso civico poco importa, sia tutelato e premiato. Non capiamo perché gli aerei, per fare un esempio, debbano viaggiare al 50% di non vaccinati quando possono farlo in sicurezza al 100% di vaccinati. E che i primi siano coerenti con il loro salutismo new age camminando a piedi! La "libertà" di una minoranza non può condizionare la vita e la sopravvivenza di una nazione intera. Il big pharma guadagnerà un sacco di soldi, come è sempre stato, ed un giorno scopriremo se è stato davvero il pipistrello, le antenne 5G, i cinesi o qualche scienziato pazzo a diffondere il virus che nel frattempo va però fermato ad ogni costo!

Una correzione significativa è possibile, mentre scenari peggiori dovrebbero essere scongiurati dalla percepita difensività del S&P500 grazie ai suoi FANG. Tornano interessanti i ciclici e gli emergenti

Il 2021 si sta rivelando alquanto difficile da gestire. Occorre trovare un giusto equilibrio tra partecipazione, prudenza ed equilibrata sensibilità a scenari diversi. Restiamo convinti che, vista l'elevata dispersione dei rendimenti e le continue rotazioni settoriali, il bottom up possa rivelarsi la chiave del successo. A livello aggregato continuiamo a ritenere che il risk/reward non sia favorevole ed una correzione compresa tra 5-15% sia possibile. Escludendo varianti Covid incontrollabili, tuttavia, ci sentiamo di escludere per ora scenari peggiori viste le caratteristiche, considerate difensive, dell'S&P 500 il quale resta l'indice di riferimento globale. L'elevato peso dei titoli FANG, infatti, che sarebbero preferiti in caso di risk off pandemico, costituiscono una sorta di "freno di emergenza" implicito. L'altro lato della medaglia però non ci fa prevedere grosso potenziale a causa delle loro valutazioni elevate. Ecco perché occorre favorire, moderatamente, alcuni ciclici che sono tornati interessanti. A livello geografico l'Europa rappresenta una call sulla ripresa, ma sarebbe al contrario molto sensibile allo scenario opposto, mentre consigliamo di riaccumulare i mercati emergenti, Cina in particolare, che dopo la correzione forniscono un buon punto di entrata. Restiamo negativi sulle obbligazioni, salvo rare eccezioni, soprattutto sui governativi occidentali. Ci aspettiamo più facilmente un decennale USA al 2% piuttosto che al 1%. Coerentemente allo scenario reflattivo consigliamo ancora di diversificare su materie prime, infrastrutture, minerari, energetici, motivo per il quale una percentuale minima di dollari è giustificata in ogni caso. La debolezza strutturale della valuta e del debito americano consigliano tuttavia una diversificazione su bond e valute emergenti (o occidentali) di qualità. Debito e valuta europea non rientrano in questa categoria!

BlueStar consiglia un posizionamento prudente e

BlueStar è investita con una quota poco superiore al neutrale. Restiamo ben bilanciati tra settori e geografie diverse. La nostra componente lunga è sempre ben protetta da una quota importante



**bilanciato con una
simpatia verso lo
scenario reflattivo**

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 parte ragionevole della sostenibilità ambientale, alcuni settori ciclici. Questi ultimi sono stati incrementati insieme agli emergenti, dopo averli in precedenza ridotti. Nel comparto obbligazionario restiamo pesantemente sotto ponderati a favore di alternativi decorrelati e real assets. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off al quale abbiamo aggiunto uno short SEK. Il dollaro resta a livello neutrale, in funzione di hedge di altre posizioni.



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.