

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Settembre 2020

FLY ME TO THE MOON

Dopo i nuovi massimi storici toccati da alcuni listini, soprattutto quelli americani più pesati sui tecnologici, la volatilità è tornata a salire prepotentemente. Valutazioni oggettivamente generose, un evidente picco di euforia, la mancanza di catalizzatori di breve, una stagionalità non favorevole e l'incertezza sulla forma della ripresa economica (dopo la V già scontata del terzo trimestre) hanno generato una discreta dose di confusione ponendo, per ora, in stallo l'andamento dei mercati. L'epidemia globale intanto non accenna ad arrestarsi e se un picco è stato finalmente raggiunto nelle Americhe, l'infezione è tornata ad accelerare in Europa. A fronte dei casi crescenti tuttavia occorre registrare un esponenziale aumento dei tamponi, molti di più che nella fase primaverile, e conseguenze sanitarie molto più contenute, per ora. Ci sembra che stando così le cose non abbia più senso parlare di seconde ondate ma di ondate continue che montano e smontano in maniera asincrona a livello globale. L'aspettativa di BlueStar su una fase cronica, dopo quella acuta, è totalmente confermata. A livello macroeconomico abbiamo assistito ad una V molto chiara che i mercati hanno correttamente anticipato. Bravi! Noi stessi, dopo essere stati obiettivamente cauti inizialmente seppur non catastrofisti come molti, abbiamo poi sposato tale eventualità. A questo punto sembra tuttavia che lo scenario più probabile sia quello di un andamento economico a "scalini", a salire. Dopo un 2Q drammatico ed un 3Q esplosivo potrebbe attenderci un 4Q di relativa stasi prima di una nuova accelerazione nel 2021. Considerando quanto già fatto dai mercati, la mancanza di sorprese particolarmente positive per il 4Q potrebbe pesare negativamente. L'unico lato positivo del Covid potrebbe essere stato quello di "svegliare" i governi sulla necessità di incrementare una spesa pubblica produttiva con la complicità mai così esplicita delle banche centrali. Tale manovra Keynesiana, se confermata, potrebbe permettere alle economie di innestare una marcia superiore rispetto al periodo post crisi finanziaria. Se tale scenario si rivelerà corretto insistiamo nel raccomandare esposizione anche su settori più ciclici, value ed old economy. La tecnologia e i growth stocks non sono in bolla, salvo rare eccezioni, grazie a fondamentali solidi e ad una crescita secolare incontrovertibile. A tutto c'è un limite però e, scomodando il grande Sinatra, la Luna potrebbe già essere stata raggiunta...

Mercato	Agosto 2020	Year to Date 2020
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	-0.5%	+1.7%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	-0.8%	+6.9%
S&P 500 Index	+7.2%	+9.7%
Stoxx Europe 600 Index	+3.2%	-10.5%
MSCI Asia Pacific Index	+5.1%	+3.1%
Bloomberg Commodity Index	+6.8%	-9.4%



Dopo la ripresa a V del terzo trimestre c'è ora incertezza riguardo il suo proseguo e le conseguenze economiche di lungo periodo. Nonostante la mancanza di catalizzatori, opportunità potrebbero esserci

Il tempo corre veloce. In soli novi mesi ne abbiamo visti, nel mondo e sui mercati, di tutti i colori (e ancora mancano le elezioni americane...). Dopo un inizio d'anno molto schioppettante ed ottimista è arrivato totalmente inaspettato lo shock esogeno per eccellenza. Sono state settimane nere, per i listini e per il morale. Mancava solo uno sbarco alieno. Con tempi molto più veloci delle più ottimiste aspettative il mondo si è poi tinto nuovamente di rosa ed abbiamo assistito ad un rimbalzo economico e finanziario tra i più forti della storia. Formulare previsioni e relative decisioni di investimento in questo continuo capovolgimento di fronti non è stato facile per nessuno. Senza voler rimarcare dove BlueStar ci ha azzeccato e dove meno, possiamo certamente affermare senza timori di smentita di essere rimasti lucidamente ancorati ai fatti. In questo mestiere distinguere i "fatti dal rumore" è fondamentale volendo avere un'ottica di lungo termine. Prevedere una V non era certo facile, noi stessi ce ne siamo convinti solo dopo un po', ma alla fine è arrivata. L'apocalisse, in cui non abbiamo per altro mai creduto, sembra essere stata definitivamente scongiurata e la pandemia, entrata in una fase cronica, appare in qualche modo più controllata. I mercati hanno reagito di conseguenza, privilegiando in particolar modo i settori più "sicuri" se non addirittura avvantaggiati dalla crisi. La parte difficile arriva ora. La forma della ripresa economica dopo la V del terzo trimestre è incerta, le conseguenze economiche di più lungo termine potrebbero vedersi solo adesso, i mercati hanno già scontato molto, gli effetti collaterali sul sistema dell'enorme ammontare di debito sono potenzialmente devastanti. Non abbiamo una risposta a tutte le domande e soprattutto ci sforziamo di continuare a fare un passo alla volta. Al di là di una possibile fase di "digestione", in assenza di catalizzatori positivi, riteniamo vi possano essere dei lati positivi di questa sciagura ammesso che si sappiano cogliere. Come diceva Rocky, noi ci proviamo...

	PIL reale 2T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	-31.7% ↓ *	1.3% ↑	8.4% ↓	54.6 ↑
Europa	-12.1% ↓ **	-0.2% ↓	7.9% ↑	51.9 ↓
Cina	3.2% ↑ *	2.4% ↓	5.7% =	55.1 ↑
Giappone	-27.8% ↓ *	0.3% ↑	2.9% ↑	45.2 ↑

* Annualizzato

** Q/Q

Netto recupero di consumo, aspettative inflazionistiche e

Dopo il disastro del secondo trimestre, con contrazione dei PIL mondiali abbondantemente a doppia cifra, nel terzo trimestre assisteremo ad un ugualmente forte rimbalzo. A dispetto di tutti i gufi questa è indubbiamente una V. Il netto recupero lo si è visto, giusto



occupazione, in particolare US, che si inseriscono in un contesto di ripresa "a scalini": forte Q3 e moderato Q4, anticipatore di un Q1 2021 auspicabilmente più forte

per fare degli esempi, sul consumo, sull'occupazione, sulle vendite di auto, sulle esportazioni cinesi e sulle aspettative inflazionistiche. Prendendo il caso dell'occupazione, quella americana perché quella europea è storicamente molto più stabile (grazie ai vari programmi di cassa integrazione), siamo passati dal minimo di 3.5% a febbraio al massimo di 14.7% dopo soli due mesi per riscendere al 8.4% di agosto. Il dato è ottimo e promette bene, non vi è dubbio. Nessuno si sarebbe aspettato, neppure noi, un recupero così veloce e fanno veramente ridere alcuni commentatori che invece di cospargersi il capo di cenere si lamentano che la disoccupazione resta comunque superiore ai minimi ante-Covid. Ogni ulteriore commento è superfluo... Possiamo invece essere solidali con i dubbi riguardanti il proseguo della crescita economica, dal 4Q in poi. I dati PMI si muovono in maniera asincrona, logicamente in linea con le ondate epidemiche dei vari paesi. In USA abbiamo assistito ad un netto rimbalzo, in Europa questo era già avvenuto e siamo ora in fase di stasi, in Cina il dato è più stabile ma crescente. L'impressione di BlueStar è che dopo aver immaginato tutte le lettere dell'alfabeto per dipingere il futuro della crescita l'ipotesi ora più probabile sia quella di un andamento a "scalini". Dopo il fortissimo rimbalzo del 3Q dovremmo così avere un 4Q più moderato, seppur positivo, seguito auspicabilmente da una prima parte del 2021 più forte. Da un lato la base comparabile, rispetto al primo semestre 2020, sarà molto facile, dall'altra più andiamo avanti più aumentano le probabilità di contenere l'epidemia, in varie forme, e di avere un qualche tipo di vaccino. Detto ciò, siamo consci che a questo punto fare previsioni è molto complicato. Paradossalmente era più semplice scommettere su una V "di rimbalzo" che immaginarsi ora come sarà l'anno prossimo. BlueStar resta comunque moderatamente ottimista.

Massicci interventi monetari e fiscali costituiscono un perfetto esempio di stimolo keynesiano. Assistiamo a progetti di spesa pubblica costruttiva di portata storica in Europa, mentre gli Stati Uniti sembrano mancare di lungimiranza e non hanno ancora annunciato un vero piano di rinascita strutturale

Insistiamo sul fatto che, nel dramma, la grossa novità di questa crisi rispetto a quella finanziaria del 2008 sia stato il massiccio intervento fiscale, oltre quello monetario. Non più solo soldi buttati nel sistema finanziario che hanno evitato il baratro ma effettivamente aiutato poco l'economia (e molto più la finanza), ma spesa pubblica, auspicabilmente produttiva, finanziata da debito comprato esplicitamente dalle banche centrali. Un perfetto esempio di stimolo keynesiano. A scanso di equivoci per spesa pubblica produttiva non ci riferiamo agli interventi tampone una tantum, il famoso ponte finanziario di breve per evitare che la gente morisse di fame durante il lockdown, ma agli investimenti pubblici di più lungo termine già annunciati in molti paesi e di cui il Recovery Fund europeo rappresenta l'emblema. Pur con tutti i distinguo del caso, anche se nutriamo dubbi per esempio sulla capacità di alcuni paesi (come l'Italia) di saper effettivamente sfruttare tali somme, non si può sottovalutarne la portata storica. Mancano all'appello ancora gli Stati Uniti, ad onor del vero, che con la lungimiranza di una talpa, capace di vedere solo i giochini strategici preelettorali, non sono ancora stati in grado di annunciare un vero piano di rinascita strutturale. La talpa



di cui prima evidentemente non si rende conto che, per contrastare la preoccupante rivalità cinese, non basta minacciare sanzioni, imporre veti, bannare social networks più stupidi che pericolosi o importanti società tecnologiche, ammettendo implicitamente la propria inferiorità, ma occorre modernizzarsi con le infrastrutture fisiche rimaste colpevolmente indietro di 30 anni.

Le banche centrali sono sempre più accomodanti e "complici" sull'emissione di nuovo debito: un nuovo standard che presenta rischi di insostenibilità nel lungo periodo, ma che nel breve può anche portare benefici positivi

In tutto ciò si inseriscono le banche centrali che come detto, secondo i dettami dell'ormai imperante MMT, sono esplicitamente complici ed accomodanti sull'emissione di nuovo debito. Queste si stanno trasformando ormai da entità indipendenti, con l'obiettivo di controllo dell'inflazione, a portafoglio illimitato dei ministri economici e finanziari dei vari paesi. Lungi da BlueStar non voler vedere tutti i rischi di insostenibilità di lungo termine di tale architettura. Per chi fosse interessato ad i possibili lati negativi dell'MMT (su inflazione, tassi, dollaro) o implicazioni geopolitiche o di asset allocation (rivalutazione dell'oro) vi invitiamo a guardare due video appena pubblicati (<https://www.bluestar-im.ch/news.html>). In questa lettera, con implicazione di più breve termine, ci soffermiamo invece sui benefici positivi di tale scenario. Paradossalmente la crisi epidemica ha accelerato la messa in pratica di una dottrina, per altro discutibile, che subdolamente strisciava da qualche tempo ma che potrebbe, se ben attuata, rappresentare un importante volano sulla crescita economica almeno di medio termine. A voler essere complottisti, cosa che di base non siamo, questo potrebbe essere il vero motivo di una creazione pilotata del virus, non l'assurdità delle antenne 5G!! Complotto o meno, riteniamo che, contrariamente a quanto ci si poteva aspettare, la crisi ha dato uno scossone - potenzialmente positivo - alle prospettive economiche stagnanti post 2008. Molte cose possono ancora andare storte, indubbiamente: il virus potrebbe tornare più forte di prima con l'inverno, un vaccino potrebbe essere molto più lontano di quanto sperato, una crisi del debito e del dollaro potrebbe palesarsi molto più velocemente di quanto BlueStar si aspetta, le forze antiglobalizzazione acuite con la crisi pandemica potrebbero accelerare drammaticamente, gli interventi fiscali potrebbero nei fatti essere stati solo annunci politici e mai vedere la luce. Un sesto senso ci dice tuttavia che vi sono buone probabilità che nel medio termine il peggio sia alle spalle.

Si passa da una gestione macro della crisi pandemica (hard lock down) ad una micro, fortemente delegata all'attenzione individuale del cittadino

Non riteniamo utile spendere troppe parole sui possibili sviluppi della pandemia. I nostri lettori non hanno certo bisogno di una previsione in più fra le mille che già si sentono, per altro meno affidabili di quelle meteorologiche. BlueStar resta con convinzione dell'idea che molto si sia imparato, dopo la fase acuta primaverile, su tutti i fronti. Gli Stati inoltre hanno ormai dichiaratamente deciso di passare da una gestione macro della crisi, con i lockdown quale misura più emblematica, ad una gestione micro delegata ai singoli individui con protezioni individuali, distanza, auto-osservazioni, test. Non ci aspettiamo altri hard lockdown. Sarebbe un disastro difficilmente



recuperabile. Sul fronte del vaccino è palese la volontà dell'amministrazione americana di annunciare qualcosa prima delle elezioni di novembre. Speriamo che non si curi la malattia con qualcosa che fa ancora peggio ma per evitare di fare populismo ci rincuora il fatto che la sperimentazione di Astra Zeneca si sia fermata dopo un solo caso avverso...

Osservato speciale è il settore tecnologico, le cui aspettative sono prezzate per la perfezione. Un'ulteriore correzione è probabile, ma un altro bear market è meno giustificabile

Un cenno finale lo merita la recente correzione del settore tecnologico verso il quale BlueStar, da tempi non sospetti, non si è dimostrato tenero. Quando in poche settimane un titolo come Apple ha aumentato la propria capitalizzazione fino ad avere da sola quella dell'intero Russell 2000 o quando nel giorno di uno stock split un titolo come Tesla guadagna un ulteriore 10%, in assenza di altre notizie, è evidente che ci troviamo dinnanzi ad un eccesso di euforia, per usare un eufemismo. Senza scomodare la parola "bolla" (ingiusta, se non in casi specifici, come quello appena accennato) possiamo come minimo concludere che le aspettative sono prezzate per la perfezione. Quando ci sono più soldi che "fessi" ecco che si creano taluni eccessi che ad un certo punto devono sgonfiarsi. I motivi per i quali riteniamo che la correzione in questo ambito non sia ancora conclusa sono: la fine definitiva dei lockdown (e l'auspicabile arrivo di un vaccino) dovrebbe riportare il consumo più sul "fisico" e meno sul virtuale; i tassi di interesse così bassi (e che in parte giustificano le elevate valutazioni del settore) non hanno ulteriore spazio di discesa ed anzi, se il nostro scenario reflazionista si rivelasse corretto, potrebbero "significativamente" risalire; le valutazioni sono indubbiamente elevate (in alcuni casi assolutamente folli, sempre Tesla...); alcune capitalizzazioni sono diventate davvero eccessive; i politici si stanno rendendo conto dell'enorme potere implicito che tali società posseggono e stanno già ponendo talune restrizioni. Non illudiamoci tuttavia: una correzione del settore tecnologico, e dell'intero stile growth, non potrebbe che buttare giù tutti quei listini fortemente pesati su di essi, S&P500 in primis, con un possibile effetto valanga globale. Detto ciò ribadiamo, coerentemente allo scenario di BlueStar, che una correzione è più che possibile, anzi probabile, ma un altro bear market è meno giustificabile. Insistiamo sul fatto di voler essere investiti in maniera bilanciata tra settori e geografie value/growth, difensivi/ciclici. Se è vero come è vero che alle azioni, volenti o nolenti, non ci sono alternative, almeno preferiamo avere un piede su quei settori dove riteniamo che vi sia ancora valore e dove è più alta la probabilità di avere sorprese positive.

Restiamo investiti, con una quota azionaria non aggressiva, in tematiche di lungo termine e sotto ponderati

BlueStar è investita con una quota azionaria rilevante ma non aggressiva e ben bilanciata tra settori e geografie diverse. La nostra componente lunga è sempre ben protetta da una quota importante di hedge diretti ed indiretti (oltre ad una quota rilevante di cash), che tuttavia ci ha recentemente pesato negativamente. Restiamo investiti in maniera convinta in tematiche di lungo termine quali: la difesa, la sicurezza, la tecnologia innovativa, la cyber-sicurezza, la robotica, la



**nell'obbligazionario,
puntando su alcune
nicchie di mercato.
Sul fronte valutario
restiamo ben
diversificati tra
valute risk on e risk
off**

fintech, la farmaceutica, la biotecnologia, il nuovo consumo (asiatico ed occidentale), la sostenibilità ambientale, i settori favoriti da tassi bassi. Abbiamo recentemente aggiunto altri settori value come industriali, costruzioni e 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, il CHF lo Yen. Siamo sempre corti AUD. Siamo lunghi MXN, PLN e recentemente aumentato le valute emergenti locali.



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.