

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Maggio 2021

MO MONEY, MO PROBLEMS

Il 2021 si sta confermando, come temevamo, molto contraddittorio. Ci troviamo chiaramente ad un punto di svolta delicato su tre fronti: economico, finanziario e pandemico. La diffusione del virus è stata anche quest'anno ben più grave e duratura di quanto si sperasse ma, a differenza di quanto temevamo, ha avuto ripercussioni molto blande su un mercato che sembra invece ormai assuefatto e si ostina a guardare avanti. Dobbiamo ammettere a questo punto che l'uscita dal tunnel sembra molto vicina grazie ad una campagna di vaccinazione che finalmente, anche in Europa, ha accelerato fortemente. L'ipotesi di un nuovo grave peggioramento economico, e pandemico, non è impossibile ma obiettivamente improbabile. Lo scenario alternativo, che BlueStar ha descritto diffusamente in passato, è quello di un boom economico iniziale e poi di una crescita strutturalmente più alta di quanto sperimentato dopo il 2008, affiancata però da taluni effetti collaterali come l'inflazione. Tutta una serie di segnali arrivati nel corso delle ultime settimane rafforza ancora di più la nostra tesi di uno storico cambiamento strutturale contraria all'ipotesi di Goldilocks che invece il mercato si ostina a voler sposare. Lo scenario perfetto di crescita alta, tassi bassi, inflazione assente, valute stabili, multipli elevati, banche centrali accomodanti, debiti pubblici gestibili non può reggere. Un reset di talune di aspettative di mercato sarà necessario, a breve, e creerà molta volatilità. Nel frattempo, nonostante indici di mercato già abbondantemente positivi, stiamo assistendo a quanto BlueStar si aspettava, vale a dire una importante rotazione fuori dai growth e a favore dei value. In particolare, la correzione ha coinvolto quei titoli "hopes and dreams-meme stocks- Reddit" grazie ai quali chiunque poteva sembrare un guru della finanza. Ci si è resi finalmente conto che pagare multipli a tre cifre per avere utili (forse) tra 10 anni può essere pericoloso. D'altra parte tuttavia, facciamo notare come anche molti ciclici comincino ad essere molto poco value, ormai, mentre sarebbero invece da recuperare alcuni growth di qualità che sono stati coinvolti loro malgrado nella rotazione. A cappello di tutto resta l'impressione che le enormi immissioni di liquidità e di spesa pubblica, improduttiva, non saranno scevre da effetti collaterali in parte peggiori dei problemi che avrebbero voluto risolvere...

Mercato	Aprile 2021	Year to Date 2021
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	-0.71%	-2.59%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	0.79%	-2.61%
S&P 500 Index	+5.34%	+11.83%
Stoxx Europe 600 Index	+2.36%	+11.01%
MSCI Asia Pacific Index	+1.41%	+3.84%
Bloomberg Commodity Index	+8.29%	+15.77%



La situazione sui mercati si fa delicata proprio quando sembra che tutto sia finalmente finito. La normalità sarà diversa da quanto sperano i mercati

Proprio quando sembra che finalmente il peggio della terribile ondata epidemica sia vicino alla fine ecco che la situazione sui mercati si fa, a nostro parere, molto delicata. Paradossalmente era più facile l'anno scorso comprare azioni (soprattutto i Covid winners) nella speranza di tempi migliori rispetto ad ora che sembra ormai già tutto risolto e siamo prossimi ad un ritorno alla normalità. Chi si illude che la normalità sarà identica al periodo pre-Covid rischia però di fare un grosso errore, a parere di BlueStar. Riteniamo, da tempi non sospetti, di essere di fronte ad un cambio di paradigma storico in alcuni equilibri economico-finanziari, già in essere ma accelerati dal Covid, che porterà con sé risvolti non solo positivi. Di certo il mercato non è ancora pronto e si ostina a voler guardare il mondo con occhiali ormai vecchi e pendendo dalle labbra di quei banchieri centrali (di nome ma non di fatto) ormai commissariati dai ministri del Tesoro dei propri paesi. Ammesso, e non concesso, che effettivamente il peggio sia passato avremo un mondo con una crescita nominale più alta ma anche con un livello di inflazione strutturale più elevato, minore fiducia sulle valute e sui titoli di stato con scarso valore intrinseco, l'affossamento di quelle società "bomba" costruite solo sui business plan, un riequilibrio degli eccessi della globalizzazione e delle disparità sociali, il ritorno di moda dei real assets e il definitivo decoupling delle nazioni emergenti con fondamentali solidi e classi politiche all'altezza. Nessuna apocalisse ma certamente un mondo diverso di cui i mercati dovranno tenere conto. Il reset non sarà indolore ed è proprio quando scenderà la marea che si scoprirà chi porta ancora il costume. Curiosi di vedere Cathie Wood nuda...?

	PIL reale 4T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	6.4% ↓ *	4.2% ↑	6.1% ↑	63.5 ↑
Europa	-0.6% ↑ **	1.6% ↑	8.1% ↓	53.8 ↑
Cina	18.3% ↑ *	0.9% ↑	5.3% ↓	54.7 ↓
Giappone	12.7% (4T) ↓ *	-0.2% ↑	2.6% ↓	51.0 ↑

* Annualizzato

** Q/Q

L'incipiente boom economico causerà effetti collaterali. L'inflazione non sarà solo temporanea

La seconda e terza ondata pandemica ha colpito duramente ancora una volta l'Europa e taluni mercati emergenti. Il bollettino di contagiati, ospedalizzati e morti è impressionante e va al di là di qualunque previsione si potesse fare solo qualche mese fa. L'economia europea in particolare ne è rimasta colpita con un doppio trimestre di crescita negativa, anche se in maniera molto meno impattante rispetto al primo lockdown. Un certo senso di assuefazione è evidente non solo nei comportamenti delle persone ma anche dei governi e soprattutto dei mercati che hanno completamente ignorato lo sviluppo pandemico, se si pensa ad esempio che nonostante le scene tragiche provenienti dall'India l'indice Sensex è ancora positivo da inizio anno. I dati macro più precursori lo dimostrano con indici PMI abbondantemente sopra 50 e addirittura ai massimi storici in alcuni paesi. La fotografia è quella di un



incipiente boom economico post pandemico. BlueStar ci aveva visto bene, purtroppo, sull'ulteriore aggravamento della pandemia, ma siamo obiettivamente stati sorpresi dalla resilienza economica e dall'enorme voglia di tutti di tornare alla normalità. Il nostro scenario alternativo a quello di un "double dip" era in effetti proprio quello che si va delineando. Prendiamo atto. Restiamo tuttavia profondamente convinti che non si possa avere la botte piena e la moglie ubriaca. Il boom economico, di breve, sarà seguito poi da crescita sostenuta per i prossimi anni, ma sarà pure accompagnato da tassi ed inflazione in rialzo. Abbiamo già più volte analiticamente illustrato i motivi per i quali riteniamo di essere di fronte ad un cambiamento strutturale rispetto al periodo 1997-2018. Tutte le forze deflative stanno diventando inflattive e francamente l'argomentazione che "tanto c'è Amazon a tenere i prezzi bassi" ci pare ormai anacronistica e insufficiente a giustificare la continuazione del lunghissimo periodo di deflazione che abbiamo sperimentato. Il mondo sta cambiando radicalmente, nel bene e nel male. Alla lunga lista di forze inflattive già illustrate in passato, aggiungiamo il serio aggravamento di alcuni supply bottlenecks (sui microchip ma non solo), la forte resilienza dei salari orari e la fine della moratoria sugli sfratti negli USA che, insieme al boom di compravendite immobiliari in un mercato con scarsissime scorte di immobili, porterà una componente importante del CPI ad aumentare. Per non parlare del fortissimo apprezzamento delle materie prime che non conosce sosta. Come ha scritto qualcuno "l'inflazione è come il dentifricio, una volta uscito è difficile rimetterlo nel tubetto" e la "temporary inflation" che Powell si ostina a dichiarare ci sembra così assurda da farci sospettare che sia in malafede, come una scusa per mantenere i tassi più bassi possibili e permettere al Tesoro, suo mandante, di continuare ad emettere debito. La somma di tutti gli interventi fiscali americani supererà il 25% del PIL e la crescita M2 si attesta ancora sopra il 20% (cifre mai viste nella storia). Una parte degli interventi sarà produttiva (di cui però ancora si attende l'approvazione) mentre molti altri rappresentano spesa improduttiva, che favorisce il consumo e di conseguenza la domanda di beni che si fa fatica a produrre. Alla fase di asset inflation post QE (dei ricchi) seguirà la goods inflation post interventi fiscali (del ceto medio basso). Ad una prima fase di recupero temporaneo dell'inflazione, per effetto base, ne seguirà un altro in cui ci si renderà conto che l'incremento è strutturale. A questo punto delle due l'una: o le banche centrali lo ammetteranno affannandosi a prosciugare in fretta e furia la liquidità in eccesso o continueranno a parlare di "temporary phenomenon" con il rischio di perderne il controllo definitivamente. In nessuno dei due casi il mercato resterà indifferente. O i tassi salgono e i multipli scendono o l'aumento dell'inflazione causerà una riduzione degli utili societari e per mantenere i multipli costanti (già elevati) dovranno scendere i prezzi di borsa. Orchestrare un atterraggio morbido non sarà semplice, anche perché la FED può fare poco per arrestare la deglobalizzazione, le supply bottlenecks, la Green economy o le politiche di sostegno alla classe media. Come dice Vincent Cassel mentre si ripete "fin qui tutto bene" cadendo dal cinquantesimo piano del palazzo in una Banlieue: il problema non è la caduta ma l'atterraggio...



La Cina, avanti nel ciclo, sta già tirando i remi in barca (lei può). Soft patch temporaneo su crescita EM e materie prime

Unico elemento che potrebbe temporaneamente calmierare tale tendenza è la restrizione monetaria e fiscale in atto in Cina che peserà probabilmente sull'andamento economico dei mercati emergenti e sui prezzi delle materie prime. D'altronde, a differenza degli stati e delle banche centrali occidentali, disperati nel tentativo di far ripartire l'economia e ormai sotterrati nel buco da loro stessi creati, la Cina una scelta ancora ce l'ha ed è quella di raffreddare taluni eccessi di una economia che sarà ancora una volta la prima della classe. Una pausa temporanea nella corsa economica e delle materie prime è quindi probabile, a breve, ma non riteniamo possa fermare i processi in atto. Il mondo si sta capovolgendo: prima era la Cina che necessitava di una valuta debole per esportare di più accettando maggiore inflazione interna ed esportando deflazione mentre gli USA tenevano un dollaro forte per raffreddare l'economia. Oggi la Cina è sempre più consumatrice e meno fabbrica del mondo mentre gli USA necessitano di tassi bassi, inflazione elevata per rendere sostenibile l'enorme debito accumulato. Difatti a fronte di un PPI cinese in forte rialzo, per via dei costi degli input, il CPI resta solo all' 1% mentre è ragionevole attendersi un CPI strutturale nel mondo occidentale almeno il doppio rispetto a quello degli ultimi 20 anni. La deglobalizzazione e il confronto duro con la Cina inoltre, cominciata con Trump, non finiranno con Biden. Ancora più preoccupante è l'impressione che l'Europa si stia schierando dalla parte americana, sull'altare dei diritti umani degli Uiguri si sta sacrificando la tenuta dei commerci ed equilibri mondiali...

Il piano vaccinale va meglio del previsto. Il peggio della pandemia sembra ormai davvero alle spalle

Riguardo allo sviluppo della pandemia BlueStar deve ammettere di essere stata eccessivamente pessimista non sulla sua aggressività e sugli effetti sanitari ma sulla velocità di inoculazione dei vaccini, almeno nei paesi sviluppati. Dopo un inizio disastroso finalmente sia gli USA che l'Europa hanno decisamente accelerato e dobbiamo ammettere che su quest'ultima abbiamo perso una scommessa coi nostri affezionati lettori. Le scommesse si pagano e ci toccherà quindi invitare a cena Charlize Theron, faremo questo sacrificio... Scherzi a parte, ci sembra evidente che si possa ragionevolmente supporre di avere la gran parte della popolazione "sensibile" vaccinata con due dosi entro la fine dell'estate, quindi in anticipo di sei mesi rispetto a quanto temevamo. Le varianti sono dietro l'angolo e taluni effetti collaterali di lungo termine dei vaccini, per definizione, sono ancora assolutamente incerti. Ma alternative non ve ne sono e salvo sorprese negative possiamo finalmente dire che dal punto di vista sanitario la fine del tunnel sembra vicina. Finalmente.



**Un 2021 molto
difficile da gestire:
rotazioni settoriali,
bassa correlazione e
volatilità. Il ruolo dei
real assets**

L'impressione di BlueStar riguardo alla valutazione elevata dei mercati non è cambiata anche se, avendo perso di slancio la possibilità di un double dip, la view non può che essere più costruttiva sul medio termine. Come ampiamente illustrato, in ogni caso, la necessità di un reset su tassi, inflazione e percezione tra quello che è davvero "valore" e quello che è solo "fuffa" avrà implicazioni non piacevoli. Un effetto logico di tale momento catartico sarà la svalutazione di quelle che vengono chiamate "long duration equities", vale a dire titoli e settori spinti solo dal momentum e dalla speculazione che soffriranno di una contrazione dei multipli. Ci riferiamo in particolare a quei titoli che per giustificare le loro valutazioni astronomiche necessitano di scontare con tassi di interesse bassi utili molto lontani nel tempo. Tra questi includiamo molte nuove IPO di titoli tecnologici con business plan molto "fantasiosi", alcune società legate alla green economy ed in particolare alla mobilità elettrica e alcune criptovalute che di sostanziale non hanno nulla se non la sponsorship di qualche "guru" megalomane. Continuano a piacerci invece alcuni titoli growth più "tradizionali" e di elevatissima qualità, i quali continuano a crescere a ritmi impressionanti, considerando la loro stazza, e che sono stati contagiati dalla volatilità degli ultimi giorni. Ulteriori correzioni rappresenterebbero a nostro parere un punto di entrata estremamente interessante. Ribadiamo il nostro elevato livello di guardia anche su alcuni titoli ciclici che, se erano certamente interessanti qualche settimana fa, hanno ormai a nostro parere già ampiamente scontato la ripresa economica. Continuiamo a consigliare quindi di partecipare all'andamento dei mercati in misura controllata e prudente con un mix sapiente di settori e geografie cicliche/difensive o value/growth. In una fase di risk on i mercati europei potrebbero recuperare terreno, così come il Giappone, mentre i mercati emergenti potrebbero subire la politica restrittiva cinese ma sono certamente da accumulare su debolezza. Insistiamo sul nuovo ruolo dei real assets all'interno dei portafogli: in un mondo di valute e debiti super inflazionati gli asset con elevato valore intrinseco assumeranno il ruolo di nuovi hedge di portafoglio (insieme ad alcune obbligazioni emergenti di qualità) al posto dei tradizionali governativi ormai più scaduti di uno yogurt.

**BlueStar consiglia un
posizionamento
prudente e bilanciato**

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 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 sostenibilità ambientale, i settori favoriti da tassi bassi, alcuni settori ciclici. La componente di real assets è stata ulteriormente aumentata. Nel comparto obbligazionario restiamo pesantemente sotto ponderati mentre continuiamo ad aumentare gli alternativi di qualità. Sul fronte valutario restiamo ben diversificati tra valute risk on e risk off ammettendo tuttavia che negli ultimi tempi queste ultime non hanno purtroppo fornito la protezione che ci aspettavamo in momenti di



maggiore volatilità. Continua lo scarico del dollaro all'interno dei fondi a favore di GBP, CAD, MXN, valute emergenti selezionate

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.