

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Ottobre 2021

NO TIME TO DIE

“Chi non cambia mai è solo il saggio più elevato o lo sciocco più ignorante” (Confucio).

Poiché non siamo nessuno dei due, da questo mese abbiamo deciso di pubblicare la nostra lettera con una formula rinnovata, nella speranza di non deludere i nostri lettori più affezionati e magari incentivare chi, spaventato dalla sua “densità” non si è mai spinto oltre il titolo, per quanto accattivante potesse essere.

Abbiamo cercato di rispondere in maniera diretta, cosa che ha sempre contraddistinto BlueStar, alle domande più “calde” del momento. Volendo fare un riassunto potremmo concludere che nessuno ha voglia di morire troppo presto: i mercati azionari, il dollaro, le materie prime, il ciclo economico e l’inflazione. Solo le obbligazioni, i governativi occidentali in particolare, versano in prognosi riservata anche se, dobbiamo ammettere, la loro morte viene invocata da anni (noi compresi) ed è finora sempre stata smentita. Il nostro scenario è sempre quello di un ciclo economico forte ma condito da un nuovo regime inflazionistico (sconosciuto da almeno 20 anni). La buona notizia è che il peggio per la pandemia potrebbe essere finito (grazie Green Pass!), salvo nuove varianti aggressive. La cattiva notizia è che il ciclo potrebbe “suicidarsi” a causa dei suoi stessi effetti collaterali (inflazione, shock energetici, colli di bottiglia). Nello scenario più benevolo e probabile, il primo, non ci aspettiamo effetto contagio dalla Cina e restiamo moderatamente costruttivi sulle azioni pur prevedendo periodi di volatilità e un potenziale di correzione superiore all’ormai scontato 5%. BlueStar consiglia di privilegiare, in relativo, settori ciclici e value in un contesto di allocazione controllata e ben bilanciata. I mercati emergenti sono una opportunità di medio-lungo termine. Una importante allocazione in materie prime, preziosi e real assets è assolutamente coerente in un mondo spinto dalla speculazione sul nulla e in cui il valore intrinseco potrebbe finalmente tornare a contare.

Nella speranza che questo esperimento abbia esito positivo vi invitiamo, senza alcun timore, a contattarci e suggerirci delle domande alle quali vorreste avere una risposta e promettiamo che, in forma anonima, risponderemo alle stesse nel prossimo numero. D'altronde, come dice il Colonnello Mortimer in “Per qualche dollaro in più”: le domande non sono mai indiscrete, semmai lo sono le risposte...

Mercato	Settembre 2021	Year to Date 2021
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	-1.07%	-2.86%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	-0.87%	-1.84%
S&P 500 Index	-4.65%	+17.12%
Stoxx Europe 600 Index	-3.25%	+17.60%
MSCI Asia Pacific Index	-1.80%	-0.89%
Bloomberg Commodity Index	+4.97%	+31.61%



Quale impatto la pandemia potrebbe ancora avere sulla crescita economica globale?

La variante Delta sta dando, ormai da settimane, chiari segnali di picco. Nonostante un elevato numero di contagi, i casi gravi, grazie alle vaccinazioni, si sono notevolmente ridotti. Il vaccino funziona e le economie sono ormai quasi completamente riaperte. Solo in Asia si adottano ancora politiche estreme di "zero Covid" ma pure lì l'aria sta cambiando. Se escludiamo l'ipotesi, assolutamente imprevedibile, di una nuova variante immune ai vaccini possiamo concludere che il peggio è passato. Il Covid si avvia a diventare endemico (cioè almeno un vaccino all'anno, ci spiace per i No Vax) ma a pesare sempre meno sull'economia. I green pass rappresentano un'arma assolutamente vincente e necessaria, i mercati dovrebbero festeggiare ogniqualvolta sono annunciate politiche restrittive in tal senso.

	PIL reale 2T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	6.7% ↑ *	5.4% ↑	4.8% ↓	55 ↓
Europa	2% ↑ **	3.4% ↑	7.5% ↓	56.2 ↓
Cina	7.9% ↓ *	0.8% ↓	5.1% ↑	51.4 ↑
Giappone	1.9 ↑ *	-0.4% ↓	2.8% =	47.9 ↑

* Annualizzato Q/Q

** Q/Q

Recentemente abbiamo assistito ad un rialzo dell'inflazione ma pure ad un certo indebolimento economico. Quanto ritenete probabile uno scenario di stagflazione?

BlueStar ha da tempi non sospetti sposato un nuovo regime inflazionistico per i prossimi anni. Gli interventi a sostegno dell'economia durante la pandemia hanno evitato il disastro e reso la recessione del 2020 la più veloce della storia. Ma tutto ha un prezzo e non esiste free-lunch. È come se si fosse intervenuti artificialmente ad invecchiare un nuovo ciclo appena nato passando quasi istantaneamente da recessione a boom economico. Gli effetti secondari degli stimoli uniti alla de-globalizzazione, alle nuove tecnologie, alla corsa agli investimenti sostenibili ristabiliranno un punto di equilibrio dell'inflazione ben più elevato rispetto a quanto successo dal 1997 al 2019. Dall'altro lato, tuttavia, "l'elettrshock" subito dal ciclo lo renderà più vigoroso spinto da investimenti e consumi. I forti aumenti dei costi energetici e i colli di bottiglia nelle forniture (così come gli effetti delle politiche di stabilizzazione cinesi) rischiano indubbiamente di rallentare, nel breve termine, la crescita globale. L'incognita non è da sottovalutare, ma nessuna recessione in vista: tali elementi di disturbo dovrebbero infatti ridursi nel corso dei primi mesi del 2022. Il grosso rischio, piuttosto, riguarda l'accelerazione di una spirale inflazionistica che parte dalle componenti energetiche a monte e finisce a valle in un aumento dei salari, a causa dell'evidente squilibrio tra domanda-offerta di lavoro causato, tra l'altro, dalle politiche assistenzialiste implementate negli ultimi anni. Di certo l'intera impalcatura economico-sociale sta mutando, in una



frase potremmo dire che stiamo passando dall' età della globalizzazione e dell'abbondanza, all'età della regionalizzazione e della scarsità. Ciò avrà importanti implicazioni finanziarie che molto lentamente i mercati stanno cominciando a digerire.

Con un effetto base più favorevole e la fine del rialzo delle materie prime perché l'inflazione dovrebbe essere permanente?

I fattori alla base del rialzo sono numerosi e rappresentano un vero e proprio cambiamento secolare (in questo articolo lo analizziamo nei dettagli https://www.bluestar-im.ch/documents/Oss_TM.pdf). Alcuni, in effetti, potrebbero andare a normalizzarsi ma di certo non ad invertirsi completamente. Il rialzo dei prezzi delle materie prime, ad esempio, non continuerà con questo ritmo ma il loro livello resterà elevato. Le aziende non possono permettersi di traslare al consumatore tutto l'incremento dei prezzi alla produzione one-off in un solo anno ma lo faranno gradualmente e costantemente nei prossimi anni. I prezzi inoltre hanno una certa rigidità soprattutto al ribasso. Se poi a ciò dovessero aggiungersi, tra le altre cose, anche pressioni salariali è evidente come il ciclo inflattivo sia destinato a cambiare decisamente rotta rispetto al passato.

Le banche centrali mondiali sembrano muoversi in odine sparso in relazione ai nuovi rischi inflattivi. Quale saranno le conseguenze?

Le politiche fiscali e monetarie molto creative stanno per presentare il loro conto. Prima o poi i nodi vengono al pettine. Mentre alcune banche centrali, meno dipendenti dai ministri del Tesoro dei rispettivi paesi, possono permettersi politiche più ortodosse altre, in primo luogo la FED e la BCE, sono ormai intrappolate nel loro ruolo di prestatori di ultima istanza del debito nazionale e/o di difensori degli spread di credito di alcuni paesi periferici. Mentre la FED ha per lo meno cominciato a parlare di Tapering e qualche dubbio, non ufficiale, trapela sulla natura non transitoria dell'inflazione, per la BCE qualunque manovra di disimpegno è assolutamente tabù. Non meraviglia quindi la forza dollaro degli ultimi giorni. D'altronde è vero che le banche centrali poco possono nei confronti dei rialzi delle materie prime, dei supply bottlenecks o shortage di componenti oppure degli effetti degli investimenti in green economy. L'insistenza sulla natura temporanea dell'inflazione ha piuttosto l'obiettivo di mantenere ancorate le aspettative inflazionistiche di lungo termine che altrimenti rischierebbero davvero di innescare una pericolosa spirale. È altamente probabile quindi che le due banche centrali manterranno un atteggiamento molto lasco finché potranno, col rischio però di dover poi velocemente rincorrere senza dare tempo alle aspettative di aggiustarsi gradualmente. L'atteggiamento più ortodosso invece di altre banche centrali, con paesi dai fondamentali più solidi, dovrebbe favorire la forza delle rispettive valute e la natura più solida dei propri mercati obbligazionari. La banca centrale cinese in particolare può ormai essere considerata la "Bundesbank" del nuovo Millennio. Voci di corridoio danno Weidmann in cerca di asilo politico a Shangai...

Cosa sta succedendo in Cina tra regolamentazioni e

Come già ampiamente illustrato in passato, BlueStar ritiene che la Cina stia facendo quello che serve per salvaguardare, e per



interventismo statale?

accrescere, la sua posizione dominante a livello economico, finanziario, militare, politico, tecnologico. Il prezzo da pagare è certamente un sacrificio nel breve-medio termine che tuttavia è ben chiaro nella mente di tutti i cinesi, non solo dei loro politici. D'altronde a differenza di quelli occidentali che devono preoccuparsi dei sondaggi per le prossime elezioni, la Cina può permettersi un orizzonte di manovra ben più ampio. Il paese ha avuto il vantaggio di poter vedere, come in una macchina del tempo, tutti gli errori che i maggiori paesi capitalisti hanno compiuto negli ultimi 30 anni e non vogliono certamente ripeterne l'esperienza. Dopo una prima fase di crescita forte e incontrollata è ora necessario rimettere la piazza al centro del villaggio e tramutare quantità in qualità. Riteniamo che tale approccio possa essere vincente. Il tempo della megalomania di alcune società è finito (vedi Huarong o Evergrande) così come la penetrazione incontrollata di alcuni colossi tecnologici in ambiti non di loro stretta competenza, con effetti sociali a volte deleteri per le future generazioni. La Cina vuole fare il salto di qualità in termini di percezione della propria solidità, frenare gli eccessi e incentivare gli investimenti in settori ad alto valore aggiunto considerati strategici a livello nazionale (TikTok e videogames non lo sono di certo). A differenza di quanto successo in alcuni paesi occidentali, capitalisti con gli utili e socialisti con le perdite, è tempo che tutti si prendano la loro parte di responsabilità.

Il fallimento di Evergrande potrebbe contagiare l'intero sistema finanziario o immobiliare globale?

Il caso Evergrande potrebbe avere effetti piuttosto negativi sull'immobiliare cinese ma non contagerà né il suo sistema finanziario né quello mondiale. L'immobiliare globale è spinto ormai da tendenze secolari molto forti, la casa è ormai divenuta il centro del nostro mondo, posto dal quale grazie alla digitalizzazione possiamo fare ed avere tutto. La tecnologia potrebbe teoricamente sostituire (quasi) qualunque cosa mentre l'abitazione è l'unica forma di old economy a restare intatta ed anzi valorizzata. L'ultimo baluardo di umanità.

Le tensioni geopolitiche internazionali non accennano a diminuire. Questo può rappresentare un rischio di cui tenere conto?

Assolutamente! La globalizzazione ha portato degli svantaggi ma pure dei vantaggi, in termini di aumento del commercio mondiale in uno scenario di relativa pace. Quei tempi sono finiti. L'antagonismo USA-Cina sarà il leitmotiv dei prossimi anni in quanto la prima sente sgretolarsi il proprio dominio incontrastato e la seconda ambisce a diventare la prima potenza mondiale. Ognuno dei due blocchi cercherà di arruolare alla propria causa il maggior numero di paesi "satelliti" sia dal punto di vista politico e militare ma anche economico e finanziario. La Russia si è ovviamente già schierata così come il Medio Oriente (salvo poche eccezioni di peso), i paesi asiatici sono abbastanza divisi mentre l'Europa deve ancora decidere cosa fare da grande. Il goffo e tardivo tentativo di creare finalmente un esercito unico europeo potrebbe rappresentare un segnale di svolta e di profilazione come terzo polo di peso nello scacchiere mondiale. L'Europa dovrebbe finalmente capire che il centro di interesse degli USA si è spostato nel Sud Pacifico e sarebbe quindi molto meno



tutelata. Questo quadro estremamente frammentato è coerente con il nostro scenario di nuovo regime inflattivo, rialzo delle materie prime, inefficienza di alcune economie di scala nella filiera produttiva globale, aumento del premio per il rischio per le obbligazioni governative occidentali, tendenza positiva per il RMB cinese, rivalutazione dei real assets così come di alcuni settori come la difesa, la cybersicurezza, i metalli preziosi.

La classe politica mondiale ha certamente deluso negli ultimi anni. Vedete cambiamenti all'orizzonte e quali politici possono essere ancora definiti dei fuoriclasse?

Il 2021 potrebbe rappresentare, lo speriamo, la fine degli eccessi populistici cominciati nel 1991 con Boris Yeltsin e culminati con Trump. A supporto di questa tesi manca solo l'esito delle prossime elezioni italiane e francesi per finire poi con la auspicabile defenestrazione di Bolsonaro in Brasile. Vogliamo quindi essere ottimisti, anche se il non essere populista non implica certo essere anche un buon politico. I due colossi attuali sono certamente Mario Draghi e Xi Jinping. Entrambi utilizzando abilmente bastone e carota stanno permettendo ai propri paesi di fare un salto di qualità notevole. A livello più nostrano la nostra grande ammirazione va al Consigliere Federale Alain Berset, che contro ogni nostro pronostico ha avuto il coraggio di imporre il Green Pass (e tamponi a pagamento!) e all'immenso Manuele Bertoli che ha fatto i salti mortali per tenere aperte le scuole con un approccio estremamente pragmatico e lungimirante. Il nostro outsider è il monumentale Ministro della Transizione Economica Roberto Cingolani che sposando in pieno lo spirito del suo ministero prova a far sentire la sua voce controcorrente (quella appunto della transizione) contro le posizioni utopiche dell'ambientalismo dogmatico e fazioso che rischia davvero, sull'altare di Greta, di provocare la peggiore stagflazione dagli anni '70.

I mercati salvo brevissimi momenti di volatilità continuano nella loro corsa. Cosa possiamo aspettarci dalle principali asset class nei prossimi mesi?

Certamente molta volatilità. Il nostro scenario base implica una view costruttiva sulle azioni nel medio termine ma allo stesso tempo la necessità di un doloroso periodo di reset delle aspettative in ambito valutario e obbligazionario che non potrà, a sua volta, non sortire effetti sulle azioni. Ancora peggio se il nuovo regime inflazionistico dovesse diventare più grave o avere ripercussioni economiche. Un rialzo dei tassi avrà conseguenze sulle valutazioni azionarie, di alcuni settori e titoli in particolare, e potrebbe causare la definitiva rotazione settoriale a favore dei segmenti più ciclici/value. Nessuna bolla sui big cap tecnologici ma ci attendiamo un recupero relativo importante, in parte già realizzato, dei settori più old economy. Nei momenti di volatilità, che potranno essere ben peggiori di quelli appena sperimentati, non riceveremo sollievo alcuno dalla detenzione delle solite obbligazioni statali, di certo non di quelle americane o europee. In un periodo di inflazione la correlazione tra bond e azioni torna infatti generalmente ad essere positiva. Consigliamo di restare presenti ma prudenti, con hedge di portafoglio diretti o indiretti tramite put, valute risk off o alternativi non direzionali. Privilegiare i real assets a sfavore delle obbligazioni, ad eccezione di nicchie particolari o dei governativi (e corporate di qualità) cinesi o dei mercati emergenti. Le



materie prime si trovano in un nuovo superciclo di crescita ma vanno trattate con attenzione. Il dollaro è destinato a svalutarsi ma una alternativa di valore non è certamente l'euro.

Il peggio è finito per i listini dei mercati emergenti e la Cina?

Difficile dirlo. Sul breve potremmo ancora avere momenti negativi, vista l'incertezza che ancora aleggia sulle prossime mosse del governo cinese e le dure politiche di controllo del Covid. In un'ottica di medio-lungo termine, tuttavia, riteniamo che molti di questi mercati, Cina e Brasile in particolare, si possano accumulare perché presentano un rapporto rischio rendimento molto interessante. Molti di questi mercati sono poi caratterizzati da listini con un peso preponderante in settori ciclici, value o legati alle materie prime.

In uno scenario inflattivo perché l'oro non sale?

La correlazione positiva dell'oro con l'inflazione non è poi così forte, a differenza di altre materie prime non preziose. Le variabili che guidano l'oro sono principalmente tre: i tassi reali (di cui l'inflazione è solo una delle due componenti, insieme ai tassi nominali), il dollaro e gli aggregati monetari. Uno scenario inflattivo potrebbe risultare favorevole solo se avessimo allo stesso tempo banche centrali in netto ritardo nel rialzare i tassi nominali e quindi tassi reali in caduta libera. In tale scenario, nel caso della FED, assisteremmo anche a debolezza dollaro, quindi a maggior ragione a forza oro. D'altro canto, in un mondo finanziario dominato sempre più da algoritmi e da "investitori" retail la direzione dei flussi conta più di tutto. Ultimamente, l'attrazione verso ciò che viene, erroneamente, definito come la nuova riserva di valore, le criptovalute, ha distolto i riflettori dal metallo giallo. A nostro parere, in ogni caso, a sostenere teoricamente l'oro dovrebbe essere invece la ricerca di valore intrinseco inconfutabile rispetto ai "pagherò di carta" promessi all'infinito da parte di stati stra-indebitati, ormai sepolti da una montagna di debiti ed intrappolati da tassi di interesse bassi.

Come state difendendo la performance realizzata fino ad oggi in questo momento molto incerto?

Come abbiamo sempre fatto: nell'impossibilità di controllare il vento cerchiamo per lo meno di aggiustare le vele! La nostra gestione è sempre stata improntata alla ricerca di valore e alla difesa dei drawdown con lo scopo di partecipare alle tematiche secolari più promettenti evitando, nei limiti del possibile, la *volatility drag* che peggiora la crescita composta del patrimonio. Nel corso dell'anno abbiamo dinamicamente aggiustato la quota azionaria netta con un utilizzo oculato di hedge diretti ed indiretti, restando tuttavia investiti in temi di lungo termine e con una certa prevalenza di settori ciclici, per altro aumentati nel corso della correzione estiva.



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.