

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Ottobre 2019

BIG IN JAPAN

Quando sembrava che il mercato avesse trovato nuova forza per rompere i massimi dell'anno alcune brutte notizie giunte dai dati macro ne hanno rovinato l'umore. A fronte di un timido rimbalzo dei PMI cinesi e alla conferma del momento difficile, ma stabile, in Europa, la vera "doccia fredda" è stata rappresentata dal tracollo del manifatturiero americano rimasto fino ad ora relativamente intatto. Anche il settore dei servizi, ben più rappresentativo dell'economia, alla fine ne è rimasto coinvolto creando seri dubbi sul futuro della congiuntura USA. Una recessione americana avrebbe serie conseguenze sullo scenario macro globale, già di per sé non particolarmente brillante. Nel corso di questa lettera mensile proviamo a dare risposte a due domande centrali: arriverà una recessione o un semplice rallentamento negli Stati Uniti e, nel secondo caso, quanto dovrebbe importarci nell'ottica del ragionevole andamento dei mercati? Le risposte brevi sono: una recessione vera e propria resta al momento improbabile ma è aumentata molto la possibilità di un rallentamento tanto più marcato quanto più sarà lontano un accordo commerciale con Cina ed Europa; l'effetto sui mercati anche di un semplice rallentamento non va tuttavia minimizzato ed implica una strategia di gestione molto oculata, che stiamo già implementando. Più passa il tempo più lo scenario ci ricorda molto quello "alla Giapponese" caratterizzato da una serie infinita di cicli tutti sotto potenziale, sia al rialzo che al ribasso, con movimenti di mercato molto volatili e abbastanza violenti. I tassi sono destinati a restare bassi (pur in una banda di oscillazione) con banche centrali accomodanti, loro malgrado, ed il tentativo sempre più urgente di interventi fiscali, per evitare il peggio. L'andamento dei mercati resta confinato in uno stretto trading range che per quanto abbia regalato buone soddisfazioni fino ad ora fatica a superare nuovi massimi. In assenza di buone notizie, sul fronte macro o politico, nutriamo dubbi su questa eventualità e consigliamo di restare prudenti in un mese che potrebbe rivelarsi il più pericoloso e delicato del 2019. Uno di quei mesi che potrebbe decidere le sorti di un intero anno. Noi pensiamo di essere a Lugano, Londra o New York, in realtà stiamo già da tempo volando verso Tokyo...

Mercato	Settembre 2019	Year to Date 2019
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	-0.5%	+8.4%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	-0.5%	+8.5%
S&P 500 Index	+1.9%	+20.6%
Stoxx Europe 600 Index	+3.7%	+20.3%
MSCI Asia Pacific Index	+2.7%	+9.4%
Bloomberg Commodity Index	+1.0%	+1.4%



**Sulla
compiacenza e
l'ottimismo di
settembre si sono
addensate le nubi
dell'impeachment
e della recessione
manifatturiera.**

In un canovaccio già visto altre volte, nel mese di settembre il mercato ha voluto mettere da parte ogni ansia e paura rifugiandosi nella compiacenza e realizzando una buona progressione, in un anno per altro già favorevole, sul comparto azionario. Sull'onda dell'ottimismo anche i tassi hanno momentaneamente interrotto la loro caduta libera e sono velocemente tornati a salire quasi a voler certificare il ritorno del sereno. Poi il gelo! Alcune brutte notizie, sia sul fronte economico che politico, hanno interrotto l'idillio. E ci risiamo! Da una parte si è riaffacciato il rischio politico legato questa volta al possibile avvio della procedura di impeachment del nostro amato Presidente, dall'altra è giunta inattesa, pure per BlueStar, la prova di una possibile recessione manifatturiera negli USA che sta per giunta contagiando anche il ben più rappresentativo settore dei servizi. Nulla di buono! L'ossessione della recessione, già da tempo strisciante nella mente degli investitori, è tornata così prepotente proprio alla vigilia dell'ennesimo incontro a Washington tra massimi rappresentanti cinesi ed americani sull'impasse dei dazi doganali. Nel frattempo, la questione Brexit è ancora in alto mare, Hong Kong brucia e la situazione medio-orientale peggiora invece di migliorare. Questi sono i fatti, innegabili. In uno scenario, che BlueStar ha da tempo classificato come "imprevedibile", le questioni centrali a medio termine sono tuttavia due: avremo una recessione o un rallentamento (o nessuno dei due)? E quale sarà la reazione del mercato a queste evenienze? La risposta alla prima domanda dipende purtroppo da eventi a loro volta poco pronosticabili (l'esito dei colloqui sul trade war ed il futuro politico di Trump) il che rende l'equazione difficilmente risolvibile. Due cose ci sembrano chiare tuttavia: la necessità di una gestione molto dinamica e robusta e il delinarsi definitivo di uno scenario da sindrome giapponese...

	PIL reale 2T	Inflazione	Disoccupazione	Markit PMI Composite
USA	2.0%↓	1.7%↓	3.5%↓	51.0↑
Europa	1.1%↓	1.0%↑	7.4%↓	50.1↓
Cina	6.2%↓	2.8%=	5.2%↓	51.9↑
Giappone	1.3%↓	0.3%↓	2.2%↓	51.5↓

**PMI US ai minimi dal
2009: la recessione
del manifatturiero
americano si è
inaspettatamente
concretizzata.**

La pubblicazione del PMI manifatturiero americano a 47.8 (ai minimi dal 2009!) ha definitivamente certificato la recessione globale del settore manifatturiero, il più sensibile alla dialettica sui dazi doganali. Oggi più del 60% dei PMI manifatturieri globali infatti sono sotto la faticosa soglia di 50. Fino al mese scorso abbiamo trattenuto il fiato nella speranza che il settore dei servizi (85% del Pil mondiale) ne rimanesse immune.



Rischio di contagio anche sul settore dei servizi.

Una recessione in USA resta improbabile, ma un rallentamento è più che possibile e non ancora pienamente prezzato.

Purtroppo, invece la correzione è avvenuta anche per i principali PMI globali dei servizi i quali, pur rimanendo per ora sopra quota 50, stanno subendo il contagio del manifatturiero. Al margine questo è sicuramente un dato preoccupante che rema a favore di chi teme una recessione. Tuttavia, occorre restare ai fatti. Innanzitutto, alcuni dati Markit (in qualche modo concorrenti rispetto a quelli forniti da ISM) sono rimasti per ora stabilmente sopra 50, purché più deboli da tempo rispetto agli ISM. Occorre ricordare inoltre che il manifatturiero rappresenta in USA solo il 15% del PIL ed un sesto della forza lavoro, quindi difficilmente così determinanti per l'intera crescita americana. D'altra parte, tuttavia, si registra da tempo un chiaro peggioramento degli investimenti in capex, trasversalmente a tutta l'economia, e delle esportazioni che insieme rappresentano il 25% dell'economia USA e che potrebbero contrastare l'ancora del consumo (70% del PIL) rimasto fino ad ora stabile e positivo. Determinanti saranno quindi gli "animal spirits" delle aziende e dei consumatori il cui umore è certamente influenzato dal clima politico e dalla dialettica sulle trattative commerciali che negli ultimi mesi hanno comunque tolto ossigeno alla crescita economica. Conta poco il fatto che in Europa la situazione sembri essersi stabilizzata, pur con la Germania ormai in recessione, e che in Cina i dati stanno registrando timidi segnali di ripresa. Se gli USA rallentano il contagio sarà esteso a tutto il mondo, poco ma sicuro. E non illudiamoci che un mercato del lavoro ancora molto forte possa darci indicazioni particolarmente utili. Esso è infatti, non dimentichiamolo, un indicatore ritardato che troverà il suo picco quando la crescita sarà già nel bel mezzo del rallentamento. In assenza tuttavia dell'aggravarsi di squilibri particolari (manca infatti la miccia che potrebbe far esplodere la situazione) BlueStar è dell'opinione che si possa scongiurare un rischio recessione di medio termine. L'economia americana ha raggiunto infatti una velocità di crociera, anche grazie agli stimoli fiscali di Trump, che potrebbero salvarla dallo stallo (cosa che invece in Europa non è mai successa in questo ciclo). Visti gli elementi appena discussi è sempre più probabile però un rallentamento marcato (da fine ciclo), a cavallo tra fine 2019 e il primo semestre 2020, che non riteniamo sia nei prezzi. A meno che non si trovi un accordo soddisfacente sul fronte dei dazi, argomento "caldo" di questo mese di ottobre molto delicato...

La diatriba commerciale USA-Cina è in fase di discussione in questi giorni. Temiamo un nuovo rinvio o un accordo parziale. Attenzione a non trasformare la guerra commerciale in finanziaria.

Nel corso degli ultimi mesi abbiamo più volte affrontato la questione della guerra dei dazi, a questo punto abbiamo davvero poco da aggiungere. BlueStar teme che la situazione si sia così incancrenita che sia ora difficile uscirne a testa alta, per entrambi i contendenti. Teoricamente sia Trump che Xi necessitano di un accordo ma nessuno ne accetterà uno sfavorevole. I prossimi giorni potrebbero rivelarsi decisivi oppure assisteremo al solito teatrino "siamo tutti amici, grande stima, sorrisi di circostanza" ma nei fatti un nuovo rinvio o un accordo solo parziale. Vi sono due elementi nuovi inoltre che rischiano di complicare la situazione: la procedura di impeachment e lo stolto, secondo noi, tentativo da parte americana di aumentare



L'impeachment di Trump rischia di piegarlo (ma non di spezzarlo), tutto a favore di Warren.

la pressione minacciando blocchi finanziari alle imprese cinesi. L'impeachment in quanto tale è davvero un argomento di poco interesse. Per quanto vi sarebbero cento pretesti per avviare tale procedura verso Trump (nella storia abbiamo visto impeachment cominciati per molto meno, con tutto il rispetto per la signora Lewinsky...) i democratici non riusciranno nell'intento di sfiduciare il presidente avendo una sola camera a loro favore. La procedura tuttavia, se avviata, potrebbe indebolirlo politicamente al prossimo giro elettorale (con una economia più debole?) e soprattutto potrebbe mettere fuori gioco Biden (perché Trump avrà anche agito in maniera inopportuna, ma evidentemente anche il buon Biden qualche scheletro nell'armadio lo ha!). Il risultato potrebbe essere la vittoria della Warren alle primarie democratiche. Il rischio di mercato su una possibile vittoria di quest'ultima rischia di materializzarsi ben prima della sua, pur improbabile, vittoria finale. Ma soprattutto, alla Cina converrebbe far saltare il banco degli accordi sapendo poi di dover trattare con la paladina dei diritti umani...? Ben più preoccupante è inoltre il tentativo americano di trasformare la guerra dei dazi in guerra finanziaria, minacciando l'accesso delle imprese cinesi sui mercati americani. Oltre al contraccollo finanziario (150 titoli con capitalizzazione complessiva di oltre 500bn\$, con titoli del calibro di Alibaba, Baidu, Tencent etc.) il rischio è che la Cina attui ritorsioni sullo stesso piano trasformando la guerra commerciale in guerra finanziaria. Una misura semplice semplice che verrebbe in mente anche a mio figlio, quello grande, sarebbe quella di bloccare o dismettere i Treasuries detenuti dal tesoro cinese, proprio quando gli USA si avviano verso un deficit di bilancio del 5%+! Nel frattempo, ma sono quisquillie, in Europa ancora permettono a Boris Johnson di parlare, immaginando frontiere sottomarine o spaziali con l'Irlanda per uscire dall'impasse, mentre in Italia pensano di risolvere i problemi del debito con il taglio dei parlamentari, geniale!! Conte è ormai diventato il "cocco" d'Europa, come lo definirebbe qualcuno ben più sarcastico di noi, che invece siamo sempre molto politicamente corretti.

Le banche centrali, la cui credibilità è stata certamente intaccata, si stanno dimostrando più che accomodanti; il vero sostegno all'economia reale potrebbe però necessitare di difficili manovre fiscali di emergenza.

Le banche centrali, conscie del momento di generale difficoltà, hanno confermato il loro sostegno: la BCE addirittura con un nuovo programma di QE a tempo indeterminato (ufficialmente fino a quando l'inflazione europea non tornerà sopra il 2%, cioè mai!) e la FED che continua ad abbassare i tassi molto (troppo...?) proattivamente. Mentre la credibilità delle banche centrali è stata certamente intaccata, nutriamo anche seri dubbi sulla loro efficacia. Certamente potranno mettere una rete di protezione ai mercati, evitando (si spera) il peggio, ma sul sostegno che possono dare all'economia reale BlueStar nutre seri dubbi. Ecco allora che si parla sempre più insistentemente di manovre fiscali di emergenza, non politicamente facili tuttavia da adottare vista la situazione di generale indebitamento.



Temiamo che una significativa espansione fiscale possa arrivare solo in caso di peggioramento sostanziale dell'economia, non prima. Se non fa nulla la Germania (più virtuosa di Papa Francesco) che è già quasi in recessione, immaginiamo cosa possano fare gli altri.

**“Giapponizzazione”:
nessuna mega-crisi,
ma lo scenario di
difficile lettura
impone prudenza.**

Quello che è evidente è che il mondo si sta “giapponizzando”: tassi sempre più bassi, debiti sempre più alti, cicli economici veloci ma sotto potenziale, violente reazioni di mercato. Ma nessuna mega-crisi. Avessimo questa certezza, allo stato attuale, saremmo disposti a metterci una firma! Ciò significa tuttavia che pur in assenza di una recessione anche un semplice rallentamento avrebbe un effetto negativo sui mercati, cosa che non speriamo ma temiamo. In quest'ottica, ed in mancanza di uno scenario minimamente ragionevole o prevedibile, agli attuali livelli di mercato (sia per azioni che spread di credito) BlueStar preferisce restare prudente ma agile nell'obiettivo di costruire portafogli robusti, ben bilanciati e con una dinamica strategia di copertura che ci ha ben servito nel corso del difficile terzo trimestre.

**Cautela sul dollaro,
sui tassi e sul
comparto azionario
che potrebbe subire
scossoni di breve
termine. Ottimisti ma
disciplinati sull'oro.**

Dopo essere stati costruttivi sul dollaro siamo da qualche tempo più cauti sullo stesso visto che molte cattive notizie sull'Europa ci sembrano già state scontate mentre affiorano nuove incertezze sulla crescita US; siamo vigili sui tassi che per il momento sono tuttavia destinati a restare confinati in un trading range basso viste le nubi che si addensano sull'economia globale; molto cauti sui prodotti a spread che scontano già i prossimi due anni di rendimento; ottimisti ma disciplinati sull'oro la cui tesi di investimento si sta avverando e potrebbe beneficiare di ulteriori crisi di mercato; molto prudenti sulle azioni che potrebbero chiudere l'anno comunque con decenti performance ma che potrebbero nel breve farci passare “un brutto quarto d'ora” dal quale preferiamo proteggerci.

**Sui nostri fondi
abbiamo ridotto la
quota azionaria,
approfittando su
correzione per
incrementare
opportuniticamente
l'esposizione, pur
restando investiti in
tematiche di lungo
termine. Sul fronte
obbligazionario
stiamo accorciando
le scadenze.**

Di conseguenza abbiamo provveduto a ridurre significativamente la quota azionaria sia direttamente (tramite prese di profitto su posizioni in utile e incrementando la quota short future) sia indirettamente con protezioni put.

Restiamo investiti in maniera convinta in tematiche di lungo termine quali: la difesa, la sicurezza, la tecnologia innovativa, la cyber-sicurezza, la robotica, la fintech, la farmaceutica, la biotecnologia, il nuovo consumo (asiatico ed occidentale), la sostenibilità ambientale, i settori favoriti da tassi bassi. Il comparto obbligazionario resta sotto ponderato in termini assoluti con posizioni controllate su EM, HY, ibridi, corporate che abbiamo ulteriormente ridotto. Sul fronte obbligazionario manteniamo una duration corta sui governativi, mentre rimaniamo investiti in maniera neutrale su prodotti a spread, debito emergente e convertibili; in particolare, restiamo presenti su governativi USA (inclusi agency MBS), Spagna, Grecia. Sul fronte valutario abbiamo ridotto ancora l'esposizione sui



USD, siamo sempre coperti su GBP, restiamo corti di AUD e lunghi di JPY e CHF (in ottica di hedging), lunghi PLN.



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.