

## OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Novembre 2019

### TORO SCATENATO

Contrariamente alle nostre aspettative il mese di ottobre si è rivelato uno dei mesi migliori per il comparto azionario in questo 2019 apparentemente imprevedibile ma nei fatti molto positivo. Laddove il mese precedente si era chiuso con tante incertezze sul fronte macroeconomico e della guerra commerciale, nel corso di ottobre la situazione generale è andata stabilizzandosi ed il mercato ha voluto crederci e guardare al bicchiere mezzo pieno. Di conseguenza i corsi azionari sono progrediti, il dollaro si è parzialmente indebolito, i tassi sono tornati a salire dopo lo scivolone estivo, i mercati emergenti e l'Europa hanno recuperato terreno relativo, i settori più difensivi e dal profilo più growth/momentum hanno ceduto rispetto ai value/cyclicals. Tutti comportamenti tipici di un periodo di reflazione economica e di mercato. Per quanto occorre ammettere che una serie di buone notizie si è riaffacciata prepotentemente a giustificazione di un trend che pare, almeno sul breve, molto forte non è abitudine di BlueStar sposare acriticamente alcuno scenario senza aver guardato, prima che agli elementi positivi, ai rischi che proprio in questi momenti tendono ad essere pericolosamente ignorati. Per quanto, da tempi non sospetti, riteniamo molto improbabile una recessione, consideriamo altresì troppo prematuro dare per certa una nuova fase di reflazione in un ciclo economico già lunghissimo e obiettivamente stanco. La guerra commerciale inoltre, pur avendo conosciuto una tregua, almeno apparente, si avvia verso una fase di confronto più delicata ed ostica. Le stime per gli utili sull'anno prossimo ci sembrano alquanto ambiziose e solo una chiara ripresa ciclica, e della domanda finale, potrebbe giustificare un ulteriore re-rating. Le politiche monetarie accomodanti infine ci sembrano utili ad evitare eccessivi drawdown di mercato, ma difficilmente potranno portare chissà quale beneficio all'economia. Per quanto le ultime fasi di un top di mercato siano spesso nella storia diventate esponenziali non riteniamo che il risk reward sia particolarmente attraente ai livelli attuali, piuttosto il contrario. Anche il più forte dei pugili a furia di dare cazzotti, oltre a riceverne a sua volta qualcuno, si stanca e può finire KO contrariamente ad ogni scommessa...

| <b>Mercato</b>                                    | <b>Ottobre 2019</b> | <b>Year to Date 2019</b> |
|---|---------------------|--------------------------|
| <b>Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index</b>   | -0.9%               | +7.4%                    |
| <b>Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index</b> | +0.3%               | +8.9%                    |
| <b>S&amp;P 500 Index</b>                          | +2.2%               | +23.2%                   |
| <b>Stoxx Europe 600 Index</b>                     | +1.1%               | +21.6%                   |
| <b>MSCI Asia Pacific Index</b>                    | +4.4%               | +14.3%                   |
| <b>Bloomberg Commodity Index</b>                  | +1.9%               | +3.3%                    |



**Ottobre si è mosso in controtendenza rispetto al mese precedente grazie ad una serie di notizie migliori, tanto che alcuni già pronosticano una nuova fase di reflazione. Lo scenario è plausibile ma persistono una serie di elementi di rischio sottovalutati.**

Smentendo ogni nefasta aspettativa e nonostante una lunga serie di incertezze, i mercati azionari sono riusciti a scavalcare il famigerato "wall of worry" portandosi sui massimi dell'anno o addirittura nel caso americano bucando i massimi di ogni tempo. Mentre da Washington Trump, di nascosto da sotto il tavolo dell'ufficio ovale, twittava sul "tremendous deal" che stava per chiudere con Xi (in realtà solo una prima fase nei fatti abbastanza insignificante e per giunta non ancora formalmente ratificata), i dati macroeconomici globali mostravano segnali di stabilizzazione dopo i timori recessivi di solo poche settimane prima. Allo stesso tempo la pubblicazione degli utili trimestrali sanciva la crescita zero per il 2019 attestandosi comunque a qualche punto percentuale sopra le stime ed è giustificata, nel suo "piattume", dalla difficilissima base comparabile del 2018 favorito dai tagli fiscali americani. Mentre Mario Draghi, ribadendo la politica extra-accomodante della BCE, veniva salutato con commozione da tutti i capi di stato europei (mancava solo la benedizione Urbi et Orbi del Papa), la FED di Powell tagliava ancora una volta i tassi ribadendo di essere pronta a fare di più se ve ne sarà reale bisogno. Non poteva andare meglio insomma in un mese che BlueStar temeva ma che si è rivelato invece molto positivo e che viene considerato da molti solo come l'inizio della prossima fase di reflazione ciclica e di mercato. Sarà davvero così? O una volta scavallate le cattive notizie il mercato è destinato a ripiegare in assenza di ulteriori catalizzatori? Non riteniamo giustificato essere troppo pessimisti, come dicevamo anche nei momenti più difficili di questo strano 2019. Tuttavia, BlueStar intende mettere in primo piano una serie di elementi di rischio che sono a nostro parere troppo ignorati ed in ogni caso visti i livelli di mercato preferiamo restare cauti. Nella migliore delle ipotesi il toro scatenato potrebbe avere bisogno, per un attimo, di riprendere fiato...

|          | PIL reale 3T | Inflazione | Disoccupazione | Markit PMI Composite |
|----------|--------------|------------|----------------|----------------------|
| USA      | 1.9%↓        | 1.7%↓      | 3.6%↑          | 50.9↓                |
| Europa   | 1.1%↓        | 0.8%↓      | 7.5%↑          | 50.6↑                |
| Cina     | 6.0%↓        | 3.8%↑      | 5.2%=          | 52.0↑                |
| Giappone | 1.3%↓ (2T)   | 0.2%↓      | 2.4%↑          | 49.1↓                |

**I soft data soffrono mentre gli hard data tengono. Affinché i primi convergano sui secondi sono**

Dopo i brutti dati di fine settembre, culminati con il PMI americano al livello più basso da dieci anni, la situazione si è nuovamente capovolta coinvolgendo una serie non indifferente di elementi. I PMI cinesi ed americani sono in ripresa, seppur da livelli alquanto bassi, ormai da tre mesi. Quello americano, nella componente new orders



**necessari una ripresa del capex e la tenuta del consumo.**

**Possiamo suddividere vari elementi tra positivi, neutrali e negativi che si sposano con uno scenario di ciclo "stanco". Tutto sommato molto ci sembra prezzato ed una correzione è possibile.**

e composite, mostra segnali di stabilizzazione e per alcuni di scampato pericolo. A differenza del 2018, quando i soft data erano forti rispetto a hard data più deboli, ora la situazione si è invertita. I soft data, condizionati dalle notizie negative sulla guerra commerciale, sono molto deboli, ma gli hard data ancora tengono. Affinché i primi convergano sui secondi, e non viceversa, sono necessarie due cose: che la rilevante riduzione del capex americano si arresti rispetto ai trimestri appena passati e che il consumatore, soprattutto americano, continui a mostrarsi pronò al consumo. Molto dipenderà dall'esito delle trattative tra USA e Cina che ancora una volta risultano centrali. In linea generale i dati in nostro possesso possono essere quasi equamente suddivisi in positivi, neutrali o negativi. Tra i primi registriamo: tassi di interesse molto bassi, inflazione contenuta, livelli occupazionali solidi (benché ritardati, come più volte ribadito), buona salute del consumatore medio globale. A livello neutrale vi sono: eccessi finanziari (come le valutazioni dei mercati) non esagerati ma non certo assenti, una curva dei tassi non più invertita seppure non particolarmente ripida, la già citata stabilizzazione dei PMI, una politica monetaria accomodante che sembra tuttavia abbastanza scontata e che potrebbe preservare i mercati da crolli eccessivi, ma che difficilmente potrà fornire particolare sostegno all'economia. Tra gli elementi negativi segnaliamo: una situazione geopolitica molto fragile (seppur al momento attuale apparentemente più tranquilla), un debito mondiale elevatissimo, poco spazio ed agio politico per politiche fiscali espansive di una certa rilevanza, margini societari a livelli difficilmente migliorabili e dunque di scarso sostegno ad una crescita degli utili sempre più dipendente dalla ripresa della domanda globale piuttosto che dal taglio dei costi, un ciclo economico se non già "alla frutta" per lo meno "stanco". Se mettiamo sul piatto della bilancia tutti questi elementi a BlueStar sembra ragionevole poter giustificare se non una recessione, che negli ultimi mesi abbiamo sempre escluso, per lo meno la possibilità di una pausa tanto dell'economia quanto della positività di mercato.

**Diatriba commerciale USA-Cina: un gioco di equilibri tra Fase 1 e Fase 2.**

Mentre sembra che la fase 1 (in gergo politichese il "primo raccolto") della tregua commerciale tra USA e Cina si stia concludendo positivamente siamo ancora in attesa di una firma ufficiale. Questa fase rappresenta tuttavia nei fatti solo una tregua che blocca parzialmente l'aumento delle tariffe (più che altro arresta una ulteriore escalation) in cambio dell'acquisto di prodotti agricoli americani da parte della Cina. Gli agricoltori rappresentano una parte consistente della base elettorale di Trump, necessari (ma non sufficienti) per vincere il secondo turno delle elezioni nel 2020. La successiva fase 2 avrà come principale argomento la difesa della proprietà intellettuale e sarà certamente, a parere di BlueStar, argomento più ostico e delicato rispetto alla prima fase. La difesa del IP è argomento centrale per limitare, agli occhi degli USA, il crescente livello di know in ambito tecnologico da parte della Cina. Nel mondo



di oggi chi comanda i dati comanda il mondo, quindi è ovvio che su questo la dialettica tra le due potenze sia accesa e dall'esito non scontato. Riteniamo quindi che su questo punto la discussione sarà più complicata ed incerta. In linea generale è chiaro che il Donald voglia un accordo, sia per portare a casa il risultato (con tanto di tweet roboanti, Trump-style), sia per evitare impatti negativi sull'economia in un anno elettorale. È stato infatti calcolato che se tutte le tariffe annunciate fossero implementate, ciò costerebbe al consumatore americano circa 100bn USD, pari all'intero vantaggio della riforma fiscale del 2018! Anche la Cina vuole un accordo (ma non a tutti i costi) per tre motivi: 1. L'economia cinese non brilla (con un export verso gli USA crollato del 22% su base annua) 2. La Cina, benché leader in molti ambiti tecnologici, ha ancora disperatamente bisogno di molti fornitori IT americani (come semiconduttori o nel caso di Huawei del software Android e di tutte le app annesse) 3. Un deal con Trump lo può fare adesso o mai più. Se Trump vince nel 2020 egli avrà minore incentivo a chiuderne uno dopo la sua vittoria, se perde la Cina non si troverà di fronte un personaggio malleabile come Biden ma molto probabilmente un personaggio altrettanto ostico (seppur per motivi diversi) come la Warren paladina dei poveri e degli oppressi. L'ipotesi più probabile è che non avremo alla fine un accordo definitivo e onnicomprensivo visto che, come più volte ribadito, gli screzi commerciali rappresentano solo la "foglia di fico" di un confronto molto più strategico tra la vecchia e la nuova super potenza. Un armistizio sarebbe da considerare neutrale rispetto all'andamento di mercati ed economia. In caso tuttavia ci fosse un accordo molto più strutturato, con conseguente annullamento di tutte le tariffe imposte fino ad oggi, e non ancora ritirate, allora certamente ciò rappresenterebbe un game changer importante di cui BlueStar non potrebbe non tenere conto nella sua politica di investimento. Non ci siamo ancora, comunque.

**Meno ottimisti sul dollaro, opportunistici sui tassi, cauti sui corporate e disciplinati sull'oro.**

Siamo da qualche tempo più prudenti sul dollaro visto che la velocità di crescita relativa dell'economia americana rispetto al resto del mondo sta rallentando; restiamo convinti che i tassi siano destinati a restare confinati in un trading range sostenuti da una parte da banche centrali accomodanti e limitati dall'altra da chiari sintomi di giapponesizzazione delle economie globali; cauti sui prodotti a spread che trattano già a livelli molto stretti rispetto alle loro medie storiche; ottimisti ma disciplinati sull'oro la cui tesi di investimento si sta avverando e potrebbe beneficiare di ulteriori crisi di mercato; prudenti sulle azioni che presentano un risk reward non particolarmente favorevole per quanto ammettiamo che spesso nelle ultime fasi di un bull market si registrino accelerazioni esponenziali dei corsi borsistici (ma non dimentichiamo che stiamo per chiudere un anno con guadagni di oltre il 20% su molti listini!).



**Attendiamo ulteriori conferme riguardo la possibilità di una nuova fase di reflazione. Se ciò fosse nel 2020 dovremmo ricalibrare le esposizioni a settori/stili.**

Se la crescita dovesse effettivamente stabilizzarsi o ripartire dovremmo assistere (così come già evidente nel mese di ottobre) a: indebolimento del dollaro, sovraperformance di Europa ed EM, ripresa dei settori ciclici rispetto a quelli difensivi, correzione degli stili growth e momentum, ripresa dello stile value (finanziari in particolare). Cominciando già a pensare al nuovo anno che ci aspetta siamo pronti ad implementare questo tipo di switch che avrebbe solo senso tuttavia in caso di effettiva stabilizzazione della congiuntura globale. Per ora considerate le incertezze, il momento dell'anno e le performance fin qui accumulate (con una buona tenuta nei momenti di drawdown) preferiamo mantenere un approccio barbellato tra settori più difensivi e tematiche di lungo termine più cicliche, con degli hedge diretti ed indiretti, pronti semmai a sfruttare opportunisticamente eventuali correzioni di mercato che potrebbero giungere inaspettate.

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

Di conseguenza preferiamo mantenere una quota azionaria neutrale ma protetta: dopo aver ben partecipato al recente rally di mercato, abbiamo preso parziali profitti sul comparto azionario in attesa di un nuovo punto di ingresso. 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. Sul comparto obbligazionario abbiamo iniziato a ricostruire posizioni su governativi a media e lunga scadenza (che rimangono ancora sottoponderati) in seguito all'aumento dei tassi di interesse. Restiamo presenti su governativi USA (inclusi agency MBS), Spagna, Grecia con una duration corta che aspettiamo di incrementare su ulteriore debolezza. 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](http://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.