

OUT OF THE BLUE!

Lettera agli Investitori

Dicembre 2019

MAMMA HO PERSO L' AEREO!

La progressione del mercato, in un 2019 già molto positivo, è proseguito anche nel mese di novembre confermando la tradizione del cosiddetto "Christmas rally". I tassi obbligazionari hanno continuato nel loro recupero dopo i minimi estivi mentre le valute sono rimaste sostanzialmente stabili, così come le materie prime. La diminuzione dei timori recessivi in USA, dati macro globali migliori, un moderato ottimismo su un mini-accordo commerciale tra USA e Cina hanno fornito supporto al tipico buon umore di fine anno. I mercati si preparano a cantare le strenne natalizie festeggiando uno dei migliori anni dell'ultimo decennio. Per quanto non sia intenzione di BlueStar rovinare ai nostri affezionati lettori la magia di un bianco Natale è per lo meno onesto affermare che il comparto azionario ha già ben scontato molto delle buone notizie sul fronte macro, degli utili e della guerra commerciale. Agli attuali livelli di valutazione temiamo che il mercato possa essere più sensibile ad eventuali brutte notizie o per lo meno poter soffrire di un vuoto d'aria del flusso di notizie positive. Per quanto una serie di elementi ci convincono ancora di più che una recessione sia molto improbabile, è ancora da dimostrare l'eventualità di un nuovo rilevante mini-ciclo di ripresa. Le stime sugli utili sono già molto ambiziose e, seppure la fase uno dei negoziati commerciali USA-Cina si sia chiusa positivamente (finalmente!), nulla esclude che i fuochi d'artificio tra i due paesi non ripartano all'avvicinarsi della scadenza elettorale americana. Come spesso accade nelle fasi finali di un top di mercato questo sta prendendo le sembianze di una progressione esponenziale che diventa una potentissima calamita di attrazione verso chi ne è rimasto fuori, totalmente o parzialmente, e si affanna a rientrarvi nella paura di "perdere il treno". Ciò potrebbe spiegare l'ulteriore rally degli scorsi giorni ma getta un oscuro presagio sul prossimo futuro quando, in assenza di novità positive, chi era entrato prima potrebbe voler prendere profitto. BlueStar non esclude affatto la possibilità che anche il 2020 possa rivelarsi un buon anno, anzi, e scongiureremmo di non salire sul treno per partito preso. A questi livelli di valutazione tuttavia l'ansia di salire a bordo a tutti i costi potrebbe rivelarsi, nel breve, deludente...

Mercato	Novembre 2019	Year to Date 2019
Bloomberg Barclays Euro Aggr. Bond Index	-0.6%	+6.8%
Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index	-0.1%	+8.8%
S&P 500 Index	+3.6%	+27.6%
Stoxx Europe 600 Index	+2.9%	+25.1%
MSCI Asia Pacific Index	+0.5%	+14.8%
Bloomberg Commodity Index	-2.7%	+0.5%



La “paura di perdere il treno” ha contribuito a rafforzare il rally già intervenuto nel corso dell’anno. Le buone notizie ci sono state ma ci chiediamo quanto sia già scontato.

La forte tendenza positiva di questo 2019 molto fortunato è rimasta intatta nonostante chi temesse, come BlueStar, che potesse arrivare una presa di profitto. Il ricordo dell’ultimo trimestre del 2018, di dicembre in particolare, aleggia ancora come un fantasma nelle nostre menti. Al di là dei timori più irrazionali riteniamo che vi siano comunque dei rischi oggettivi da non sottovalutare che, più prima che poi, potrebbero rovinare la corsa di qualcuna delle principali asset class, tutte in forte recupero dopo il disastro del 2018. Da una parte i fondamentali sulla cui progressione è lecito per lo meno nutrire dei dubbi, considerando che fino a poche settimane fa si temeva una recessione, dall’altra un mercato il cui livello di euforia giudichiamo preoccupante. Il cosiddetto FOMO “*fear of missing out*”, che in maniera più sotto (o sopra...?) “cenerina” potremmo tradurre in “paura di perdere il treno”, ha certamente contribuito all’ultimo miglio del rally delle ultime settimane, ben oltre i fondamentali aggiungeremmo noi. Lo stesso fenomeno però rischia ora di mostrare l’altro lato della medaglia e cioè una situazione di ipercomprato o di “dopo sbornia” o di mania di prendere profitto una volta che si saranno esauriti sia i catalizzatori sia gli ultimi compratori di mercato. Lungi da BlueStar voler rovinare il clima di festa, a cui abbiamo comunque partecipato con buon successo, insistiamo tuttavia nel predicare prudenza ed una discreta dose di scetticismo. Il 2020 potrebbe rivelarsi un buon anno (anche se molto difficilmente in egual misura per tutte le asset class) ma temiamo possa sperimentare, nel breve, momenti di debolezza marcata. Con gli elementi oggi a disposizione consiglieremmo di comprare le correzioni, piuttosto che venderle. Ma fino a quando non ne avremo una meglio non affannarsi troppo a rincorrere il treno in corsa...

	PIL reale 3T	Inflazione	Disoccupazione	PMI Composite
USA	2.1% ↑	2.1% ↑	3.5% ↓	52.0 ↑
Europa	1.2% =	1.0% ↑	7.5% =	50.6 =
Cina	6.0% ↓	4.5% ↑	5.1% ↓	53.2 ↑
Giappone	0.2% ↓	0.2% =	2.4% =	49.8 ↑

Gli ultimi dati allontanano ancor di più i timori recessivi. Tutto da dimostrare ancora la possibilità di un

I timori recessivi, dopo l’attacco di panico da curva invertita di pochi mesi fa (e riguardo alla quale BlueStar si è sempre dimostrata scettica), sono quasi del tutto rientrati. I PMI cinesi ed europei stanno recuperando terreno, soprattutto in Cina, e negli Stati Uniti, nonostante un PMI manifatturiero ancora sotto i 50 (ma non del PMI Markit), il ben più rappresentativo PMI dei servizi resta in territorio espansivo così come sembra intatta la forza del consumo americano (70% del PIL). Per quanto sia comunque tutto da dimostrare che in passato sia stato il consumo a



nuovo ciclo di ripresa che i mercati stanno però già scontando.

frenare l'economia piuttosto che il contrario, come ci sembra più evidente, dobbiamo rilevare come il consumatore americano (in aggregato più grande di tutto il PIL cinese) continui a tenere a galla la crescita US (e mondiale) e non stia dando segnali di particolare affanno. Il mercato del lavoro è molto solido, la progressione dei salari, per quanto nettamente inferiore alla sua media storica, è stabile, il debito delle famiglie, per quanto teoricamente elevato, è molto inferiore ai picchi del 2007 ed il costo di servizio di tale debito (i tassi di interesse sulle carte di credito e sui mutui) è storicamente molto basso. Conforta inoltre, e non è un caso, che il buon Powell abbia chiaramente deciso di porre un limite al rialzo dei tassi nonostante una economia non certamente debole. Negli ultimi 35 anni ogniqualvolta il settore manifatturiero si è trovato in posizione di debolezza rispetto alla tenuta del consumo ha poi rimbalzato verso quest'ultimo, mai viceversa. È parere di BlueStar quindi che i segnali negativi giunti nelle scorse settimane rappresentano quindi un "falso negativo" per la congiuntura economica la quale potrebbe più facilmente riaccelerare che incartarsi, a nostro parere. D'altronde con un GDP per il 4Q che la Fed di Atlanta stima al 2%, ogni isterismo ci pare obiettivamente infondato. Esiste tuttavia un prezzo per tutto. Quello che mettiamo in dubbio non è la tenuta generale dell'economia globale (con qualche dubbio maggiore per la Cina che dispone però di maggiori armi di risposta rispetto ad altri) ma piuttosto quanto il mercato abbia già scontato e quali ulteriori sorprese positive debbano arrivare per giustificare altri rialzi.

Mistero della finanza: anche quest'anno attesi utili in progressione del 10%. Numero magico.

Discorso molto simile vale per la crescita degli utili attesa nel 2020, in particolar modo per le società del S&P500. Per qualche sorta di incantesimo magico anche per l'anno prossimo (come succede 9 anni su 10), gli analisti si aspettano una crescita degli utili del 10%. Mille modelli di previsione, 500 incontri all'anno con le società, stime sui flussi di cassa, dividend discount models e chissà perché quasi ogni anno esce fuori una stima del 10% per gli utili. Mistero della finanza... Prendiamo atto ma ci sembra ambizioso, a meno di non prevedere un nuovo importante miniciclo di ripresa (come successo tra il 2017 e 2018). Un ciclo economico infinito insomma. Questo è un ulteriore motivo per il quale i numeri sulla congiuntura macro rappresentano la "wild card" per l'anno prossimo. In assenza di una buona crescita sul fronte degli utili un nuovo rialzo azionario implicherebbe un ulteriore re-rating dei multipli che in alcuni casi, come quello US, si trovano già ben sopra la media storica. È certamente vero che a fronte del "magico" 10% di crescita stimata le aspettative vengono poi generalmente ridotte nel corso dell'anno senza che questo implichi necessariamente un crollo borsistico. D'altra parte, tuttavia, dopo un +25% dei principali listini mondiali qualche nuovo catalizzatore serve per fornire propellente ai mercati. Semplicemente temiamo che gli utili non siano tra questi.

La Fase 1 della trattativa commerciale

Discorso simile vale per la guerra commerciale. Fiumi di inchiostro sono stati scritti al riguardo e, anche per noi, riparlarne diventa ogni volta più noioso (quasi come per la Brexit che chissà, forse per miracolo, si è



USA-Cina è apparentemente conclusa (così come finalmente – forse – la saga Brexit). La Fase 2 sarà tuttavia molto più complicata, lunga e foriera di brutte sorprese. La guerra commerciale è solo la punta dell'iceberg della dialettica tra USA e Cina.

finalmente risolta e ne siamo felici come fosse la fine di una malattia venerea). Al momento in cui scriviamo sembra che la Fase 1 della trattativa commerciale USA-Cina si sia finalmente conclusa con lo stop di ulteriori dazi in cambio dell'acquisto di prodotti agricoli. Ci sembra paradossale, e ci preoccupa, il fatto che dopo più di due mesi dall'annuncio di un accordo sulla parola e dopo più di un anno di "bisticci" (mesi durante i quali i mercati hanno già a lungo festeggiato) sia finalmente giunta la firma ufficiale. A maggior ragione se consideriamo che questa doveva essere la parte più facile della trattativa visto che escludeva argomenti spinosi come la difesa del IP, l'apertura finanziaria cinese, le sovvenzioni di stato... Se è stato così difficile mettersi d'accordo su un blocco momentaneo di ulteriori dazi (quelli precedenti sono stati confermati) in cambio di qualche tonnellata di carne suina e soia americana immaginiamo come sarà difficile trattare sul 5G, sull'intelligenza artificiale, sull'apertura cinese a capitali stranieri ecc... Detto ciò, se molto di positivo è stato già scontato dai mercati, non è altrettanto vero il contrario. Un ulteriore allungamento della fase di escalation commerciale, all'avvicinarsi delle elezioni presidenziali americane, potrebbe avere effetti permanenti sulla crescita (anche americana) in un momento dove il manifatturiero, come scritto, sta cercando a fatica di risollevarsi. Un rischio politico forse troppo alto per il Presidentissimo che ormai, dopo avergli probabilmente fatto dei disegni esplicativi, lo avrà probabilmente capito. Ma con Trump mai dire mai... Considerando che, come detto, la Fase 2 si alzerà di livello e sarà certamente ben più complicata e lunga da gestire. La guerra commerciale non è finita purtroppo. In ogni caso (a meno di una vittoria di Bloomberg sulla cui effettiva partecipazione alla corsa elettorale crediamo come a Babbo Natale) il mondo è molto più isolazionista e protezionista rispetto a pochi anni fa e ciò avrà certamente un impatto sulle decisioni di investimento delle aziende e di conseguenza in aggregato sulle potenzialità, già ridotte, dell'economia globale.

Attenzione al dollaro; più rischi che opportunità sui tassi e prodotti a spread; disciplinati sull'oro; costruttivi sulle azioni ma aspettiamo una salutare presa di profitto per tornare più aggressivi.

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 a questi livelli rappresentano più un rischio che una opportunità; ottimisti ma disciplinati sull'oro; prudenti al momento sulle azioni che, come ampiamente illustrato, presentano un risk reward non particolarmente favorevole e che potrebbero soffrire della mancanza sia di catalizzatori che di nuovi investitori. Certamente per il 2020 se vorremo prendere rischio preferiremo farlo sulle azioni piuttosto che sulle obbligazioni e tuttavia, anche senza voler prevedere un anno funesto, abbiamo comunque difficoltà ad immaginarci rialzi particolarmente significativi dai livelli attuali. Motivo per il quale ci piacerebbe vedere una correzione che pulisca taluni eccessi e ci possa far ripartire, più aggressivamente, da livelli più interessanti. Se la crescita dovesse poi effettivamente ripartire



**In vista una
rotazione
settoriale.**

siamo già pronti a sfruttare un indebolimento del dollaro, un rimbalzo (deciso ma non drammatico) dei tassi, una decisa sovraperformance di Europa ed EM, una ripresa dei settori ciclici rispetto a quelli difensivi, la vendetta dello stile value rispetto al growth (e del settore finanziario ed energetico in particolare).

**Posizionamento
moderatamente
più costruttivo
sulle azioni con
un occhio di
riguardo agli
hedge di
portafoglio.**

In conseguenza delle ultime notizie, sui fondi preferiamo adottare un posizionamento più costruttivo sulla quota azionaria, non molto distante dal livello neutrale in ogni caso, ancora protetta con i nostri book di equity overlay e cross asset hedge. 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. Abbiamo recentemente rafforzato le tematiche della sostenibilità e del consumo con un fondo sulle smart cities e uno sui premium brands. Abbiamo altresì riaperto una mini-tematica sui beneficiari americani degli acquisti agricoli da parte cinese ed incrementato il settore azionario energetico. Il comparto obbligazionario resta sotto ponderato in termini assoluti con posizioni controllate su EM, HY, ibridi. Restiamo presenti su governativi USA (inclusi agency MBS), Spagna, Grecia con una duration corta che continuiamo ad incrementare su ulteriore debolezza. Sul fronte valutario restiamo debolmente esposti su USD, corti di AUD e lunghi di JPY (in ottica di hedging), lunghi PLN e CAD opportunisticamente.

Il 2019 è stato certamente un anno complicato da gestire, seppur positivo. L'intero team di BlueStar augura a voi e alle vostre famiglie un sereno Natale ed un 2020 ricco di salute e soddisfazioni lavorative e personali. Finché Greta e le normative ESG ci permetteranno ancora di farlo, godiamoci l'albero di Natale...



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.