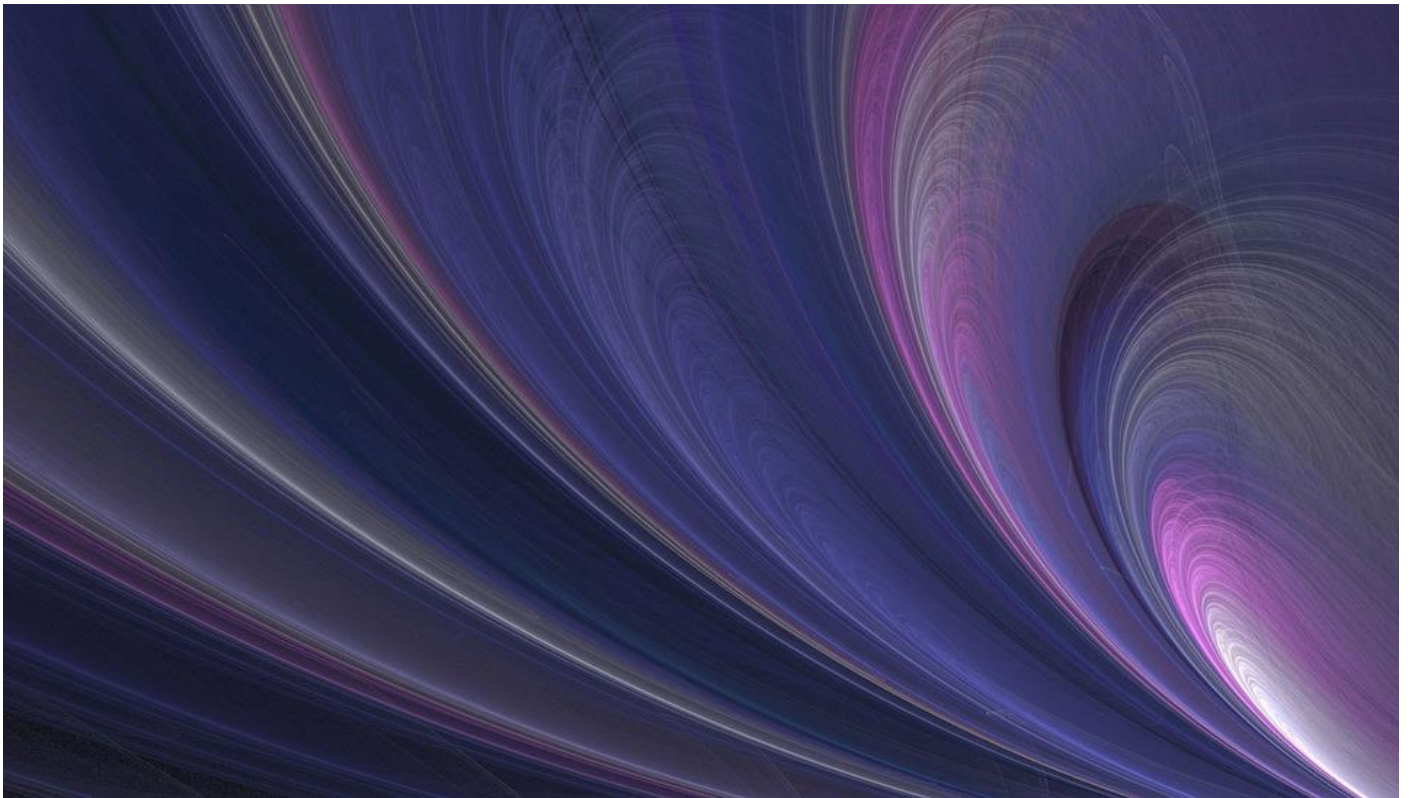


BRIGHTSIDE CAPITAL

**BLURRED LINES**

If you can't hear what I'm trying to say  
If you can't read from the same page  
Maybe I'm going deaf  
Maybe I'm going blind  
Maybe I'm out of my mind

*Blurred Lines*  
Robin Thicke ft. T.I., Pharrell, 2013

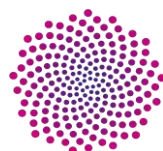


*(foto: "linee frattali sovrapposte ad un loop arabesco")*

«Penso sia un mito che le espansioni muoiano di vecchiaia. Non credo che muoiano di vecchiaia. Quindi il fatto che questa sia stata un'espansione piuttosto lunga non mi porta a credere che sia una che ha i suoi giorni contati.»

FOMC Chair J. Yellen

Chair Yellen's Press Conference, 12/2015



## BRIGHTSIDE CAPITAL

Che la crescita economica di un sistema non rischi di collassare perdendo impeto col passare del tempo (“*cycles do not die of old age*”) sembra esser un *adage* comunemente abbracciato dalla comunità accademica e finanziaria. Tuttavia, Gottfried Haberler (20/07/1900-06/05/1995), esponente del pensiero economico della scuola austriaca, argomentò *ante litteram* che **il sistema diventa sempre meno in grado di resistere a shock deflazionistici dopo che un'espansione si trova in fase avanzata.**

### LA SCUOLA AUSTRIACA

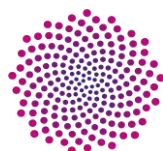
Il razionale intellettuale alla base delle dottrine di questo filone accademico è insito nella convinzione che la manipolazione dei tassi di interesse, e conseguente erogazione di credito, crei delle distorsioni insostenibili nella fitta rete di interessi tra finanza, industria, consumatori e stato: il risparmio reale, che rispecchia naturalmente il livello degli investimenti, viene artificialmente soppresso in una spirale deflattiva che si autoalimenta fino al reset del distruzione purificatorio delle recessioni. La logica alla base di questa visione, infatti, segue un'analogia con la mortalità umana: con l'invecchiamento dell'espansione, si accumulano squilibri e frizioni che rendono l'economia più fragile e suscettibile a shock sempre più piccoli.

Tuttavia, tale tesi non sembra esser stata corroborata dalla pletora di accademici del dopo guerra che ne rifiuta qualsiasi fondamento empirico, così come sostenuto dall'attuale Segretario del Tesoro americano Janet Yellen. La disamina odierna, dunque, si propone di andare a **decodificare i vettori principali che competono per la longevità del ciclo attuale**, smascherando l'operato di regolatori poco ortodossi, nonché le spinte inflattive cicliche anteposte alle forze strutturali deflattive; i dibattiti spuri, quali “inflazione transitoria vs. permanente” oppure “FED falco vs. colomba”, sono narrative sufficienti solamente a tenere in ostaggio i mercati nella perenne minaccia di una

prossima debacle, senza offrire una ponderata riflessione sui risvolti profondi del **contesto macroeconomico senza precedenti in cui ci troviamo a navigare a vista.**

Storicamente, le fasi finali del ciclo economico possono esser accelerate da:

- **Shock derivanti da esternalità**, quali guerre o epidemie, con effetti non lineari sui prezzi degli asset (i.e. petrolio);
- **Shock derivanti da crisi finanziarie** che implodono all'accumularsi degli squilibri (i.e. la Grande Crisi Finanziaria del 2008);
- **Policy mistake** da parte dei regolatori nel tentativo di innescare un *soft landing* dell'economia da livelli di sovraccarico come quelli attuali.



## BRIGHTSIDE CAPITAL

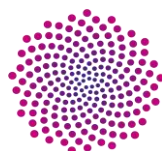
Questi fattori rischiano, infatti, di far deragliare la traiettoria di crescita potenziale in maniera netta ancora una volta, mentre **appare più ininfluyente la narrativa circa i multipli valutativi elevati del mercato azionario**, che non sembrano rappresentare realmente un catalizzatore per una fine del *bull market*, come da evidenza grafica sotto.



(Source: Compustat, FactSet, FED, Refinitiv, S&P, JPM)

Per quanto riguarda la postura adottata dalle banche centrali nel corso dell'ultimo anno, c'è ragione per chiedersi se questo **"errore di valutazione"** non si sia già verificato, piuttosto che attendersi che i vertici monetari facciano deflagrare i mercati dei capitali con una serie repentina di rialzi dei tassi: in un report della FED di St. Louis di dicembre '21, ad esempio, si afferma che *"i livelli elevati di inflazione che si sono manifestati in corso d'anno hanno colto di sorpresa i membri del board della FED"* e che *"a febbraio 2021, il Survey of Professional Forecasters prevedeva che la misura dei prezzi preferita dalla Fed, il PCE, sarebbe aumentato del 2% nel corso dell'ultimo trimestre del 2021. A metà novembre, queste previsioni di inflazione erano salite al 4.9%"*. Ed è proprio in novembre che il Chairman della FED Powell ha fatto inversione di marcia, comunicando ai mercati **che l'inflazione non sarebbe stata più da intendersi come transitoria ma maggiormente elevata e per lungo tempo.**

Anche la Banca Centrale Europea prevedeva a marzo dell'anno scorso un livello di inflazione (HICP) pari al 2% per l'ultimo trimestre, ma i dati ufficiali si sono rivelati più prossimi al 4.5%. Tutt'altro che una svista, **questa lettura ha permesso di innescare una svalutazione mascherata del debito accumulatosi presso i bilanci statali e degli istituti di credito centrali.**



# BRIGHTSIDE CAPITAL

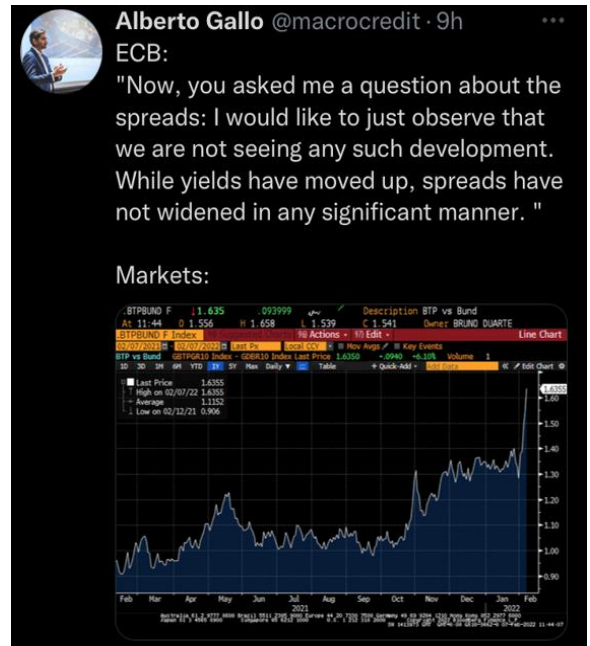
Eric Peters, CEO di One River Asset Management, afferma con sagacia che *“se continuassimo a crescere per un decennio al 4% di crescita reale del PIL con un tasso di inflazione del 6%, il debito verrebbe sensibilmente ridimensionato. (...) Ecco in cosa consiste la repressione finanziaria: i politici faranno finta di frenare la spesa mentre i banchieri centrali si mostreranno risoluti nel frenare l’inflazione, a scapito del nervosismo degli investitori che, però, non avranno altra scelta a fronte di un super ciclo di debito pluridecennale”*.

Da un certo punto di vista, le misure e la comunicazione delle banche centrali fino ad ora è stata auspicabile in quanto tarata per far fronte allo spettro deflattivo dettato da:

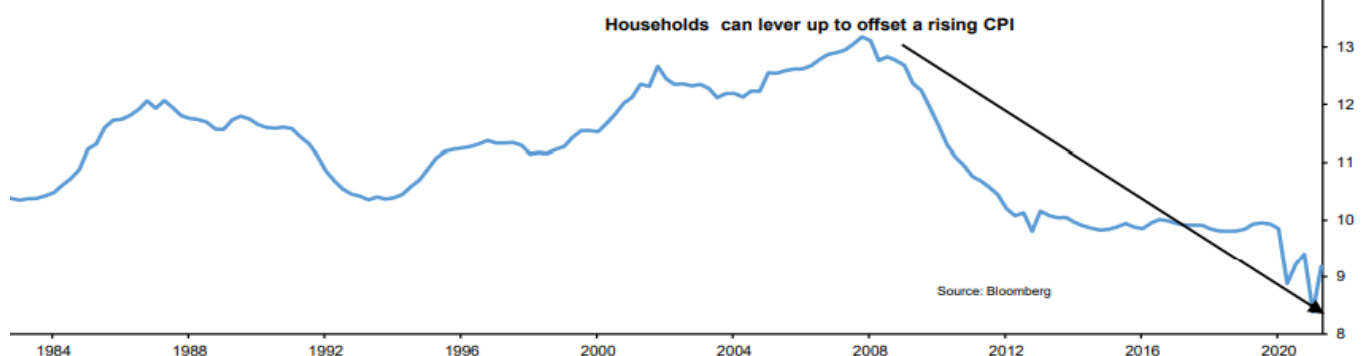
- L’inefficacia crescente dell’utilizzo del debito nel generare sufficienti flussi di cassa per ripagare interessi e anticipo
- La crisi demografica lato fertilità
- L’innovazione tecnologica

Tuttavia, vale la pena riflettere se, anche in questo caso, il Rubicone sia già stato attraversato irreversibilmente e se il *bluff* monetario rischi conseguentemente di rivelarsi un *flop*.

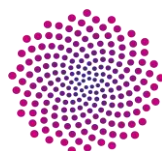
Differentemente rispetto alla fine dell’ultimo ciclo culminato con la crisi del 2008, il consumatore americano appare oggi molto meno indebitato e più in grado di sostenere gli aumenti di prezzo intrapresi dalle aziende americane dopo 4 decenni di concentrazione monopolistica.



## Household Debt Service Payments as a % of Personal Income



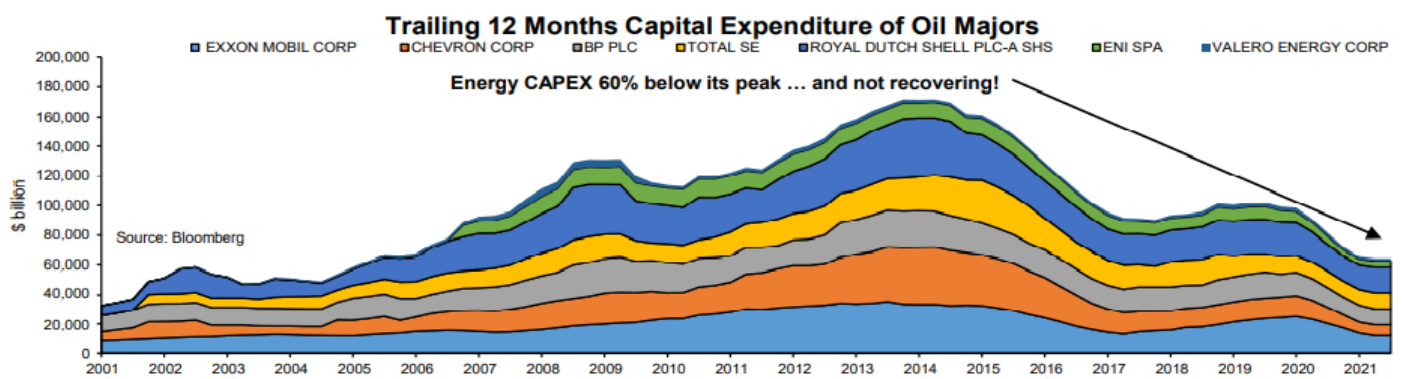
(Source: StoneX)



# BRIGHTSIDE CAPITAL

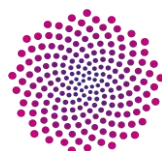
Il cartello della Silicon Valley ha infatti accumulato un enorme potere di determinazione dei prezzi nei confronti dei consumatori e appare decisa ad applicarlo, come nel caso di Amazon che ha aumentato i prezzi dell'abbonamento *Prime* di quasi il 17% la settimana scorsa.

Il mercato dell'energia, inoltre, appare un altro fattore determinante e diametralmente opposto rispetto alle condizioni vigenti nel 2014, quando la rivoluzione dello shale negli US e la scarsa conformità da parte dei membri dell'OPEC hanno innescato un ciclo di sovrapproduzione e spinto le scorte a raddoppiare in due anni. Oggi, la produzione di petrolio degli Stati Uniti è ferma a 11 milioni di barili al giorno, la capacità inutilizzata dell'OPEC è limitata e dovrebbe tornare al suo livello medio storico in primavera con le scorte di petrolio scese ai minimi da cinque anni.



(Source: StoneX)

Infine, è improbabile che il lato dell'offerta sia tempestivo nel rilanciare gli investimenti nel settore dopo anni di austerità segnati da crollo innescato dallo shale, ripagamenti agli azionisti e tendenze ESG: nel 2014, la fornitura di petrolio era perfettamente elastica mentre oggi, a fronte di prezzi più elevati, la fornitura di petrolio addizionale rimane marginale, come evidenziato dal grafico sotto che mette in relazione i prezzi del petrolio (arancione), rispetto al numero di piattaforme petrolifere in funzione negli US (bianco).

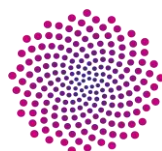
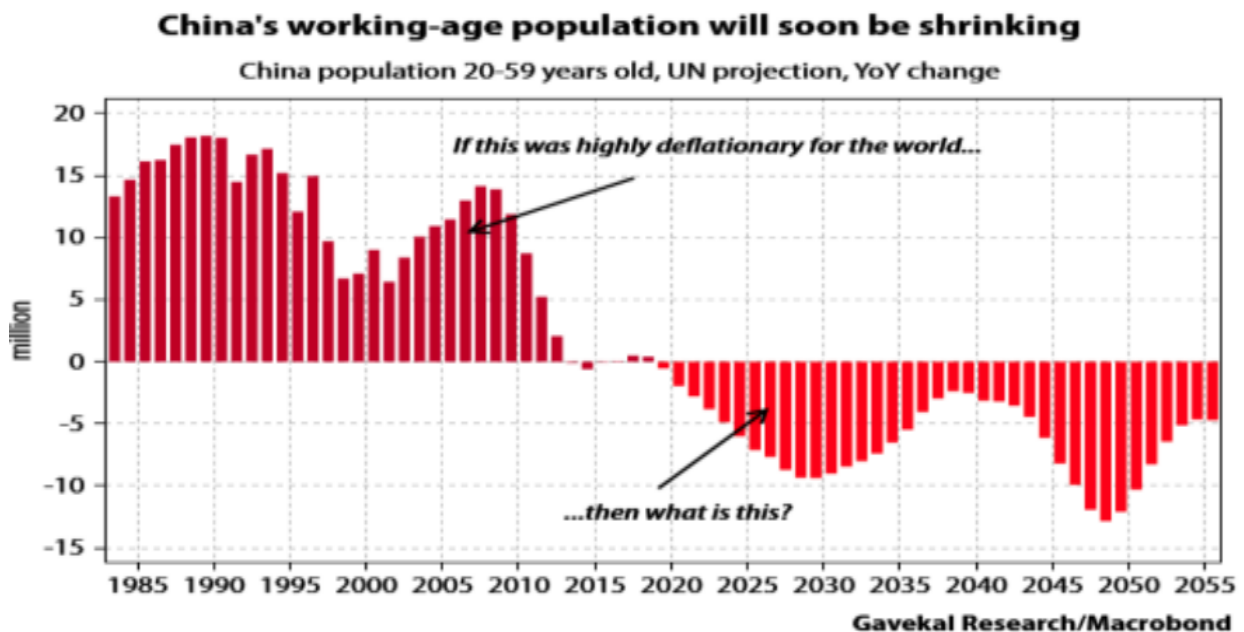


## BRIGHTSIDE CAPITAL

Anche la finanza ha puntato i riflettori su questo spazio, ad esempio;

- Pierre Andurand, trader veterano di commodities, afferma che i pozzi perforati ma non completati sono storicamente su livelli minimi e che nuovi pozzi richiedono tempo, alludendo alla possibilità di un prezzo del petrolio oltre i USD 150 al barile;
- Jeff Currie, capo dipartimento strategico delle commodities di Goldman Sachs, ha affermato di recente che in 30 anni di carriera non ha mai assistito ad un mercato così in bilico e suscettibile a dislocazioni repentine.

Infine, oltre alle suddette evidenze lato consumi ed energia, è **ragionevole attendersi un'inversione o, perlomeno, un attenuarsi dell'effetto deflattivo delle politiche condotte dalla Cina sino ad ora**: se da una parte decenni di credito smisurato e sussidi governativi hanno portato ad uno stato di sovrapproduzione che ha soppresso i prezzi industriali, nel corso dell'ultima decade, grazie anche ad una crescita della forza lavoro di 10 milioni di persone all'anno, l'esportazione di deflazione da parte della Cina potrebbe giungere presto al capolinea. La forza lavoro sta infatti diminuendo di circa 7 milioni di persone all'anno, e la bolla del settore immobiliare rischia di porre un limite alla crescita economica del paese nel medio termine. A questo proposito, la casa di ricerca economico-finanziaria Gavekal basata a Hong Kong suggerisce che la crisi demografica cinese rappresenterà una spinta ulteriore verso livelli di inflazione più elevati.



## BRIGHTSIDE CAPITAL

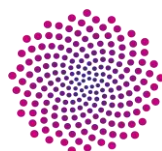
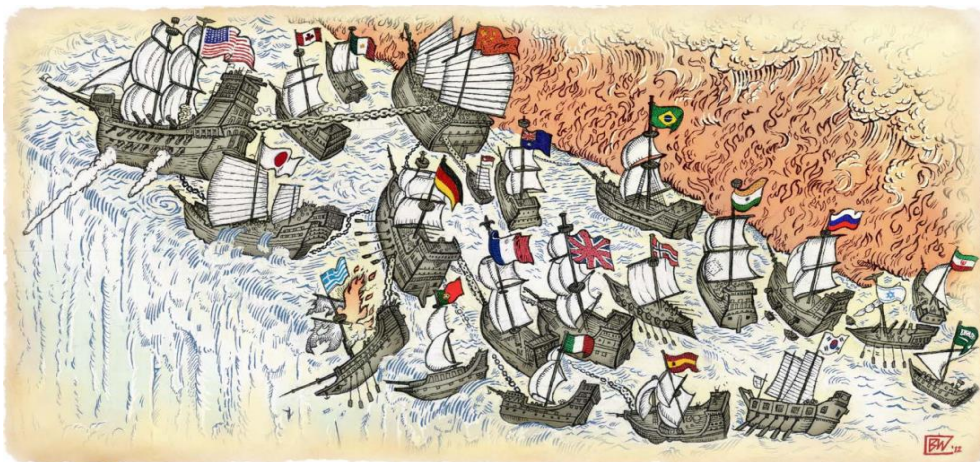
### Losing Faith

A growing number of European Central Bank policy makers are losing faith in the institution's current inflation forecasting, emboldening their shift toward hiking interest rates later this year, according to officials with knowledge of the matter. While Chief Economist Philip Lane robustly defends the ECB's projections and insists his staff's modeling is reliable and state-of-the-art, several governors are cautioning against depending too much on them in a quickly changing, uncertain environment where the recent run of price increases has persistently confounded expectations.

In base a quanto analizzato, dovrebbe risultare evidente che il rischio principale di una modificazione dello status quo non derivi necessariamente da un'inflazione fuori controllo, ma da una fase di stallo dettata dall'impossibilità delle autorità monetarie di contenere gli sprazzi inflattivi del "new normal", come ad esempio sostenuto dall'ex-Segretario del Tesoro US Larry Summers in una recente intervista all'Harvard Gazette: *"È chiaro che l'inflazione stia contribuendo in modo significativo alla sfiducia nelle istituzioni e al pessimismo sul futuro. (...) E sono alquanto scettico sul pensare che un ciclo di rialzi di interessi che*

*comunque lascerà i tassi reali negativi (i.e. tassi di interesse inferiori all'inflazione), sia sufficiente a contenere l'inflazione".* A supporto di questa crescente narrativa, riportiamo un estratto delle "5 things you need to know to start your day" di Bloomberg del 10/02/2022.

Nel gioco del poker, il mito vuole che l'origine della parola che designa l'ultima carta scoperta sul tavolo, il river, risalga alle partite giocate a bordo delle navi sul fiume Mississippi nel corso del 1800. Durante queste partite, i bari solitamente servivano un river che migliorava il punto che avevano in mano, e quando venivano colti con le mani nel sacco finivano letteralmente nel fiume. Dopo anni di "bluff" e "raise" da parte delle banche centrali, ci apprestiamo finalmente alle fasi finali del gioco (ciclo?): riusciranno a rimanere "chip leaders" al tavolo della finanza liberal mondialista, o saranno costrette ad un "bagno in canale" essendo impossibilitate a contrastare questa minaccia senza far sgonfiare sensibilmente le valutazioni degli asset finanziari (i.e. innescando una spirale deflattiva), ed avendo permesso che il livello dei prezzi aumentasse a fronte di un livello di domanda sopra tendenza?



# BRIGHTSIDE CAPITAL

Fonti:

<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/february/will-economic-recovery-die-of-old-age/>

<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/fomcpresconf20151216.pdf>

[https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/fourth-quarter-2021/inflation-wild-card-us-gdp-outlook-2022#:~:text=For%20example%2C%20in%20February%202021,2021%20\(Q4%2FQ4\).](https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/fourth-quarter-2021/inflation-wild-card-us-gdp-outlook-2022#:~:text=For%20example%2C%20in%20February%202021,2021%20(Q4%2FQ4).)

[https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202103\\_ecbstaff~3f6efd7e8f.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202103_ecbstaff~3f6efd7e8f.en.html)

<https://news.harvard.edu/gazette/story/2022/02/pandemic-only-partly-to-blame-for-record-inflation-says-lawrence-summers/>

Lugano, 13/02/2022

