

BRIGHTSIDE CAPITAL

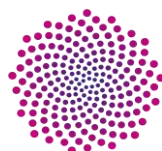
INFLATION BLUES



Hey, Mr. President
All your congressmen too
You got me frustrated
And I don't know what to do
I'm trying to make a living
I can't save a cent
It takes all of my money
Just to eat and pay my rent

B.B King, 1983

La scomoda protagonista nel panorama economico di quest'anno è con pochi dubbi l'inflazione. Gli effetti nei portafogli di tutti i risparmiatori sono sempre più evidenti, e la situazione non dimostra segnali di miglioramento nel prossimo futuro. [Diego Parrilla](#), Investment Manager di Quadriga, uno dei fondi di investimento più importanti nel mondo degli investimenti alternativi, oltre che autore di bestseller come "The Energy World is Flat" e "The Anti-Bubbles", è tra i pensatori più raffinati in questo spazio. Abbiamo avuto la fortuna di dialogare con lui sui diversi temi macro, spaziando dalla sua personale visione sugli asset digitali fino a ragionamenti legati al sistema monetario, per concludere con un ragionamento sulla Cina e lo Yuan.



Diego, qual è la tua visione sul mondo degli asset digitali? “80% bubble e 20% anti-bubble” come scrivevi qualche tempo fa in un tuo famoso articolo?

Personalmente riconosco al mondo delle crypto un merito dal punto di vista della tecnologia: questo mondo è guidato dalla tecnologia ed essere posizionati con questo angolo è fondamentale in tutti i settori. **Tuttavia, non è detto che una tecnologia vincente dal punto di vista dei volumi lo sia anche nei prezzi.** Quest’affermazione richiama il dualismo tra gas naturale e petrolio in occasione della rivoluzione energetica che ha visto come vincitore in termini di volumi ma non di prezzo il primo. Riportando il paragone al mondo delle criptovalute, non è detto che solo per il fatto che la blockchain sia considerata da molti la tecnologia del futuro allora sia anche un buon investimento.

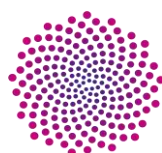
In altre parole, non è detto che 1) perché abbiamo un grosso problema con le valute Fiat e 2) le criptovalute sono una tecnologia rivoluzionaria, quindi possiamo concludere che 3) Bitcoin sia la soluzione.

In primis, fatico a credere che i governi rinuncino al signoraggio ovvero il profitto realizzato da un governo emettendo valuta, che è dato dalla differenza tra il valore nominale di una banconota (diciamo € 100) e i costi di produzione (diciamo € 0,01). Il signoraggio si applica alle monete (costo del metallo), alle banconote (costo della carta) e al digitale (nessun costo). Ecco, perciò, che una valuta decentralizzata che bypassi la Banca Centrale o i Governi non sarà tollerata. In questo caso, i governi applicherebbero il mantra di Draghi e farebbero “whatever it takes” pur di mantenere il pieno controllo e il privilegio del signoraggio e questo includerebbe anche dichiarare ufficialmente illegali le crypto.

Quindi quale alternativa c’è per il sistema monetario?

Ci sono due scuole di pensiero, due filosofie a supporto di visioni completamente diverse:

- **O abbiamo asset fisici a supporto della moneta, come l’oro durante il cosiddetto “Gold Standard”, che ha funzionato e per questo è stato rimosso;**
- **Oppure basiamo il valore dei soldi in un atto di fede slegandoli da ogni asset reale.** Ma se chi ha le chiavi per decidere se stampare o meno moneta è un dipendente del governo, quando arriva una crisi la tentazione di forzare le banche centrali a stampare e (solo temporaneamente) alleviare la crisi è alta. La conseguenza di tale *modus operandi* è la creazione di inflazione e secondo me, il sistema è progettato per creare



BRIGHTSIDE CAPITAL

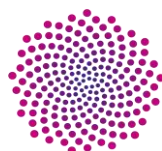
inflazione. Per cui il punto focale di questa crisi è legato all'indipendenza, credibilità ed efficacia delle Banche Centrali.

Analizzando queste due alternative da un punto di vista della Teoria dei Giochi, i sistemi monetari sono destinati a fallire attraverso bolle, inflazione e debito. Il Giappone è un esempio calzante a tal proposito dato che il governo, dopo aver nazionalizzato tutto il possibile restituendo moneta con l'aspettativa che questo meccanismo generasse valore e inflazione, ha ottenuto tutt'altro effetto. Infatti, con l'inflazione si perde il potere d'acquisto e si arriva ad un punto in cui ci si rende conto che le valute sono pezzi di carta senza alcun tipo di valore e tutti vogliono la loro casa e i loro beni indietro. **La conclusione è che non ci sia un modello perfetto, ma che quello attuale, per come è disegnato, sia destinato a fallire. Dall'altro lato, un sistema sostenuto dall'oro ha dei limiti soprattutto dal punto di vista della rigidità.** Una volta ho scritto un tweet che recitava *"Il valore intrinseco del denaro è zero"*: è un intermediario a cui fare affidamento per trasformare una cosa in un'altra.

Ho invece qualche preoccupazione rispetto al mondo delle crypto come collaterale perché non sono asset fisici e perché vedo diversi punti deboli. Uno della più evidenti è che ci sono infiniti progetti crypto con supply limitata, quindi la narrativa della scarsità regge poco. Voglio dare il mio punto di vista contro la narrativa immorale che spesso ruota attorno anche a questo mondo: pensiamo a dichiarazioni tipo *"vendi casa e compra bitcoin"* *"cibo ed energia non contano, le crypto sono l'unica cosa che conta"*. **Le persone innocenti che si fidano di queste visioni, spesso promosse da persone con grande seguito sui social, rischiano davvero grosso e io mi sento in dovere di riportare la narrativa sui binari che ritengo essere giusti: questo è il bello di essere indipendenti.** Anche perché questo tipo di narrativa ho avuto già modo di vederla più volte, nel 2001 o nel 2008. Nel 2001 lavoravo in JP Morgan e ricordo che numerosi colleghi hanno dato le dimissioni per fare full-time trading di aziende tecnologiche, e la dinamica si sta ripresentando anche in questi giorni verso il mondo delle criptovalute con esodi massicci dall'industria finanziaria tradizionale.

Quindi cosa vedi come possibile collaterale rispetto alle valute fiat?

Le azioni, ad esempio, sono un ottimo collaterale in quanto rappresentano frazioni di aziende, business che generano flussi di cassa reali, soldi veri. **Le valutazioni ad oggi sono artificiali, soprattutto perché i tassi di interesse sono artificiali, ma si possiede un'azienda, una cosa vera che non si può stampare.**



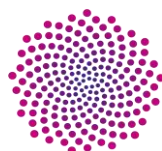
Ovviamente anche gli asset reali, tra cui l'oro, sono buoni collaterali. L'oro è preferibile agli altri metalli sia per proprietà fisiche e chimiche che per la sua storia. Ma il discorso vale per tutti gli asset reali, sempre per il motivo per cui sono fisici e non si possono stampare artificialmente.

Cash, fixed income e credito sono invece cattivi collaterali, soprattutto in un mondo in cui l'inflazione è tornata protagonista. Bitcoin è da qualche parte nel mezzo. Non credo molto nell'argomento legato alla modalità di consenso Proof of Work: puoi spendere una quantità enorme di energia per scavare una buca e riempirla di nuovo ma non hai creato valore aggiunto alla fine. Nel mondo crypto sono abbastanza sicuro che ci sia una guerra civile in corso, al termine del quale ne rimarrà solo uno. Dal momento in cui ci sono alternative come Ethereum o altre valute, se pur con tecnologie diverse e con scopi differenti, tutta la narrativa rischia di cadere, specialmente dato il passo dell'innovazione tecnologica.

Una riflessione a sfondo sociale: la nostra qualità di vita è in pericolo nel lungo periodo? Stiamo vivendo un'illusione per cui possiamo avere tutti un livello di consumo pressoché infinito?

Assolutamente sì. L'inflazione è il mezzo attraverso il quale ci svegliamo dall'illusione in cui siamo tutti benestanti. La verità è che non lo siamo. Ogni anno vai a fare spesa e lo stesso paniere di beni ti costa sempre di più, lo stesso per affitto o benzina della macchina. Quindi si è forzati a cambiare le proprie abitudini di consumo, fare una cena fuori in meno, fare delle scelte. Ci si rende conto che si è meno ricchi anche se di fatto si lavora sempre di più. All'inizio la gente non realizza che stampare denaro porta a questo tipo di problema. Un mio amico in Argentina mi ha detto che il problema non è vivere con un livello di inflazione pari al 5% annuo. Lì i problemi ci sono perché il 5% è su base mensile, e temo che si stia andando in quella direzione. E non parlo dei numeri ufficiali, quelli che vengono divulgati al pubblico. Quelli sono facilmente manipolabili e sottostimano lo stato reale della situazione. Ci sono infatti 3 diversi livelli di inflazione dal mio punto di vista:

- Il primo è proprio legato all'inflazione ufficiale, rappresentato da un insieme di beni sempre diverso e modificato per tenere questo numero basso;
- Il secondo livello è rappresentato dall'inflazione di "breakeven". Non ci sono indici da manipolare per cui riflette meglio la realtà. È l'inflazione istituzionale, nel senso che riflette le attese inflattive in base al posizionamento di investitori istituzionali;



BRIGHTSIDE CAPITAL

- La vera inflazione è rappresentata dall'inflazione di breakeven più un valore x , che dipende da ognuno di noi. Le decisioni di tutti dovrebbero essere basate su quest'ultimo livello di inflazione.

Riprendendo la metafora delle rane nell'acqua che si scalda, alcune rane sono fisicamente legate al brodo della politica monetaria, e resteranno lì fino a morire bruciate (ad esempio gli investitori istituzionali, chi investe su fixed income ecc, loro pagheranno per tutti). Altre invece inizieranno a saltare fuori al crescere della temperatura, creando così pressione sui rendimenti: le banche centrali dovranno finanziare quindi sia la spesa per il debito che queste uscite.

E questo è quanto sta succedendo in Giappone, dove lo Yield Curve Control (YCC) è il meccanismo automatico tramite il quale contieni il livello dei rendimenti, evitando la bancarotta: puoi evitare questo scenario solo tramite la stampa di più moneta.

Quindi cosa aspettarsi? Secondo me tasse sul patrimonio. Su questo consiglio a tutti di mettere la testa. Dobbiamo a mio avviso iniziare a ragionare su 3 diversi livelli di ricchezza sui quali misurarsi:

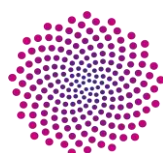
- Ricchezza in termini nominali;
- Ricchezza in termini reali;
- Ricchezza in termini reali dopo aver pagato le tasse.

Siamo ora nel secondo livello e ci stiamo muovendo velocemente verso il terzo punto.

Come pensi che il settore bancario sopravviverà allo scenario che abbiamo descritto?

Penso sopravviverà bene e questa è la mia principale critica alla finanza decentralizzata. Perché credete che i settori regolamentati siano regolamentati? Perché quando non erano regolamentati è saltato tutto per aria.

Prendiamo il mondo dei giornali come esempio. La tecnologia ha democratizzato l'accesso alle informazioni e virato tutti i modelli di business verso la pubblicità, in cui sappiamo bene che *"se il prodotto è gratis il prodotto sei tu"*. C'è sempre maggior bisogno dal mio punto di vista di giudizi indipendenti e sui quali poter fare affidamento. E le persone sono disposte a pagare per questo. Come faccio a sapere che le news non sono manipolate? Come faccio a fidarmi altrimenti?



BRIGHTSIDE CAPITAL

E allo stesso modo mi chiedo: servono le banche? È necessario siano regolamentate? E la mia risposta è “sì” ad entrambe le domande, proprio per il discorso legato alla fiducia.

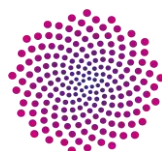
Non voglio fare di tutta l'erba un fascio, ma prendiamo come esempio il caso di Terra-LUNA. In Spagna diciamo che *“non esiste nessun posto al mondo in cui si legano i cani con la salsiccia”*. Torniamo alle basi della finanza per analizzare il punto. Come funzionano i bond? Se presto soldi al governo spagnolo ho la prospettiva di riceverne di più: se mi promettono il 20% di interessi, secondo la prospettiva del fair value (assumendo un recovery value = 0) c'è il 20% di possibilità di non ricevere indietro il denaro che ho prestato.

Nel 2012 BBVA, una banca spagnola, se ben ricordo offriva interessi dell'8% sui depositi alla condizione che i nuovi clienti venissero da Santander. Sembrava una mossa per rubare clienti a Santander dimostrandosi una banca solida, ma nascondeva il fatto che la banca si stava finanziando all'8%, e cercava così di risolvere i problemi di liquidità nei quali potevano incorrere. Una trovata di marketing geniale che rende bene l'idea di come può essere l'altra faccia della medaglia. Quindi tornando al discorso della regolamentazione, è necessario che sia così per evitare che l'intero sistema fallisca, tutelando gli investitori dalla situazione che i soldi investiti spariscano non si sa dove e non si sa con chi.

Un pensiero finale sulla situazione cinese e sullo Yuan?

Lo Yuan è uno dei casi estremi in cui quando si è in difficoltà si abusa del potere monetario e fiscale per i propri interessi. **La Cina ha preso la decisione impopolare di tenere lo Yuan forte nella volontà di posizionarsi come antagonista al dollaro. Abbiamo sentito che ad esempio in Russia sono stati venduti bond americani per comprare oro e Yuan.**

Il fatto che poi il sistema cinese sia chiuso aggiunge un'ulteriore chiave di lettura: se gli Yuan non possono uscire dalla Cina per volontà del governo e non possono essere scambiati a livello commerciale, si genera una dinamica inflattiva, perché i soldi che restano in Cina vengono spesi come in Spagna nel 2007: troppi investimenti in real estate ed infrastrutture, che portano a una situazione di squilibrio in seguito ad allocazioni non produttive di capitale. **Non sarei sorpreso se anche i numeri legati alla Cina fossero in qualche modo poco affidabili, e il fatto delle compagnie onshore-offshore forse è un segnale in questa direzione, per cui parte della moneta stampata è per finanziare i margini negativi che le compagnie cinesi hanno per tenere bassi i costi nella dinamica di import di materie prime ed export di prodotti finiti.**



BRIGHTSIDE CAPITAL

La mia visione è che la moneta sia il grado di libertà di una nazione, l'ultima variabile da aggiustare. E visto che le valute sono un relative-game, se oro e bitcoin sono ascrivibili a questa categoria, sono ben posizionati.

Stampare soldi di per sé non è una brutta cosa: se sono stampati per buone ragioni, per evitare il collasso del sistema (ricevendo azioni di aziende in cambio) e stabilizzarlo, l'uso è positivo. Se si cade invece nella trappola di stampare moneta ogni volta che c'è una micro-crisi, si è poi mal posizionati nel momento in cui la situazione diventa veramente difficile.

Per questo dal mio punto di vista, il Quantitative Easing (QE) 1 era necessario, il QE2 giustificato e il QE3 (che io chiamo QE infinity) un errore, trascinando i tassi europei in zona negativa. Adoro Draghi ma penso sia stato un errore vedere la deflazione come il nemico, quando c'erano forze macro che puntavano in quella direzione: demografia, tecnologia, overcapacity ecc. Sono tutti driver di deflazione. La tecnologia porta più produttività, vera creazione di ricchezza, migliori standard di vita per tutti, generando pressioni al ribasso sui prezzi.

Lugano, 02/10/2022

