



A cura di **Mario Cribari**  
Head of Investment Strategy and Research, Partner

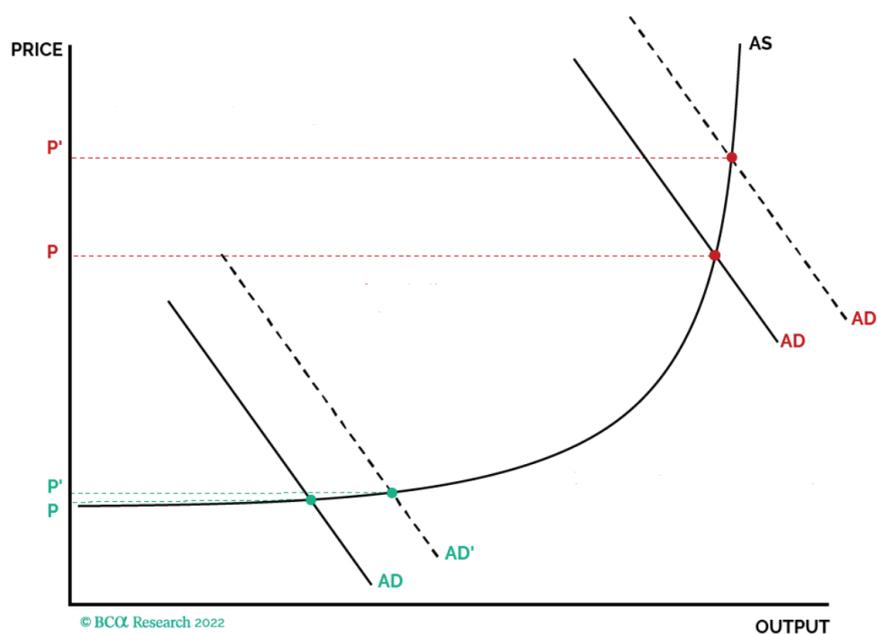


## L'ingrediente segreto per un soft landing?

Il fortissimo aumento dei prezzi degli ultimi mesi ha varie spiegazioni e, come BlueStar ripete da mesi, viene da lontano. Nello specifico, dalla guerra commerciale iniziata da Trump nel 2018 e dal nuovo trend populista della de-globalizzazione, a sua volta figlio della globalizzazione selvaggia dei precedenti 20 anni. Questo, insieme ad altri fattori secolari, rappresenta un cambiamento strutturale che difficilmente potrà invertirsi a breve: l'inflazione resterà strutturalmente più alta della media degli ultimi decenni per molto tempo.



Un fattore tuttavia più "terra terra" e, auspicabilmente più momentaneo, che ha portato l'inflazione a schizzare ben oltre al 4-5% che ci si poteva ragionevolmente aspettare è rappresentato banalmente dalla dinamica domanda-offerta. Rispolverando il mitico tomo di microeconomia di Hal Varian (di quando eravamo ragazzetti spensierati senza ipoteche, figli e mogli), ben illustrato dal grafico di BCA, in tempi normali un aumento anche importante della domanda aggregata (AD) causa solo un leggero incremento del prezzo perché le imprese sono in grado facilmente di aumentare la produzione (che è elastica) e preferiscono guadagnare sui volumi piuttosto che inceppare la domanda con prezzi più alti. La curva dell'offerta tuttavia (AS) sopra un certo livello di output diventa ripida (inelastica) perché la capacità produttiva è ai massimi, dunque anche un piccolo aumento della domanda provoca un aumento più che proporzionale dei prezzi. In questo caso la domanda aumenta molto più velocemente di quanto l'offerta sia in grado di soddisfare.



Negli ultimi due anni a causa dei lockdown, delle de-localizzazioni, della mancanza di semiconduttori, di componenti, di materie prime, di forza lavoro specializzata, della Brexit di Boris Johnson etc, la capacità produttiva è andata in stallo. Si è investito poco perché spesso le aziende hanno preferito i buy backs azionari agli investimenti oppure perché si sono addirittura disincentivati gli investimenti, come nel caso delle società di estrazione penalizzate enormemente dal Sacro Gral del marketing dell'ESG a tutti i costi, della decarbonizzazione e delle tassonomie varie di Von der Leyen e affini. Allo stesso tempo si sono sovvenzionati, addirittura tramite "helicopter money", i consumatori che non potendo tra l'altro consumare servizi a causa dei lockdown hanno dirottato la loro spesa sui beni fisici. Ed ecco quindi l'effetto di un aumento eccezionale della domanda e quindi dei prezzi, cioè dove siamo oggi.

Le buone notizie, sforzandoci anche con un po' di immaginazione, sono ora due: da una parte il miglioramento dei bottlenecks, della produzione di chips e, facendo corna, la fine dei lockdown, quindi una capacità produttiva un po' più elastica in caso la domanda resti forte; dall'altra parte, in caso contrario visto il livello comunque "tirato" della prima, è necessaria solo una piccola diminuzione della domanda per far scendere di molto l'inflazione. Oppure detta in altri termini: una qualunque riduzione della domanda aggregata avrebbe come effetto una diminuzione più che proporzionale dei prezzi e solo una leggera diminuzione dell'output (quindi del mercato del lavoro). In pratica un soft landing o, con un termine che oggi va di moda, una "recessionary growth". Un "bingo" per le banche centrali. Infatti queste ultime a fronte di un deciso calo dell'inflazione, seppur lontano dal loro 2% di target ufficiale ma unito ad aspettative inflazionistiche di lungo termine ancorate intorno al 2.5-3%, potrebbero a quel punto fare quel "pivot" in cui molti sperano senza che nel frattempo il PIL sia crollato o che il mercato del lavoro si sia disintegrato. Questa rappresenterebbe la "magia" (che oggi è ancora troppo prematuro svelare) usata dalle banche centrali per uscire dall'angolo in cui si trovano. Questo scenario, forse, è proprio il motivo stesso che spiega l'apparente mistero di aspettative inflazionistiche a 5 anni abbastanza ancorate a livelli accettabili nonostante tassi di inflazione di breve termine ben oltre l'8%. Non è un mistero invece che siano proprio queste il vero obiettivo della recente aggressività delle banche centrali, quando invece fino ad un anno fa Powell affermava di "non pensare nemmeno di pensare di alzare i tassi" e il Gentiloni, Commissario europeo per l'economia, a Cernobbio ripeteva a pappagallo che "l'inflazione è transitoria" ...

Nel frattempo l'immobiliare americano pur in forte declino è partito però, a differenza del 2008, da una situazione molto più benigna di undersupply di case e, a differenza di allora, i proprietari di casa non hanno utilizzato la porzione equity della proprietà per finanziare il loro consumo. Inoltre la drammatica crisi energetica europea potrebbe ricevere sollievo nel 2023 da fonti alternative, dal cambio di "spacciatore" (Algeria, USA o il Congo di Di Maio), dallo sviluppo dell'LNG, dal nucleare francese, dall'utilizzo massivo dei giacimenti europei (Olanda e Norvegia, ma anche USA, perché tanto a loro il price cap non lo mettono...). Se poi, per miracolo, dovesse finalmente intervenire la diplomazia a de-scalare l'attuale stallo ideologico della guerra il circolo vizioso diverrebbe circolo virtuoso.

Il calo della domanda lo abbiamo già visto, con crescita globali già più che dimezzate e addirittura due trimestri negativi negli USA. Se dovessimo assistere nelle prossime settimane anche ad un chiaro top nei tassi di inflazione vorrebbe dire che questo scenario "benigno" ha gambe per correre. BlueStar si è schierata nettamente contro consensus sul campo inflazionista almeno 2 anni fa, dunque lungi da noi voler vedere il bicchiere mezzo pieno a tutti i costi e trarre conclusioni operative di brevissimo termine ma la storia insegna che proprio nei momenti di maggiore panico e preoccupazione occorre saper guardare "al di là del guado" e cercare opportunità. In questo scenario i vincitori assoluti sarebbero: obbligazioni (soprattutto govies ed emergenti), l'euro, lo yen, le valute EM, le azioni (soprattutto growth e ciclici) e l'oro, mentre i perdenti sarebbero il dollaro, il CHF, il NOK, l'AUD, il settore energetico e i difensivi. Esattamente l'opposto dell'attuale opinione prevalente. I tassi tornano ad essere interessanti e i governativi di qualità (tra cui includiamo assolutamente quelli cinesi) riconquistano, almeno parzialmente, il loro ruolo di hedge. Ciò rappresenterebbe la "vendetta" dei fondi multi-asset dopo la totale debacle di quest'anno.

Sul Global Thematic Absolute Allocation, che resta in ogni caso un multi-asset sui generis molto ben bilanciato e prudente nonché ancora (da anni) sottoponderato in obbligazioni a favore di asset alternativi, stiamo effettivamente già da tempo montando in maniera crescente, su debolezza, posizioni che guardano con speranza a tale scenario che difficilmente si concretizzerà a breve ma che dobbiamo sforzarci di cogliere se vogliamo, nei fatti e non solo a parole, accumulare valore.

