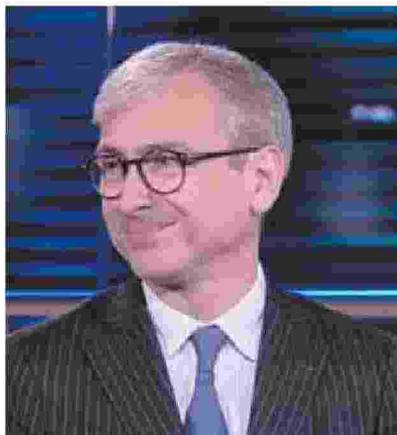


I NODI DELLA CRESCITA

# L'inflazione non fa paura ai mercati ma la stagflazione invece sì

di Gloria Valdonio



A sinistra Gian Marco Salcioli di Assiom Forex. In basso Luca Pantaloni di P&G Sgr

**Le Banche centrali prevedono un ridimensionamento degli squilibri attuali entro la seconda metà del 2022. Alla base di questa view ci sarebbe una certezza: quella attuale è una crisi 'buona' che deriva da un eccesso di domanda. Ma crescono i timori tra gli strategist di...**

**L'**inflazione non è inferiore a un'epidemia nella scala delle disgrazie. Soprattutto per gli europei, che sviluppano già sui banchi di scuola una sorta di sindrome di Weimar. E ovviamente l'aumento vertiginoso del prezzo del metano auto, raddoppiato nel giro di 24 ore il 3 ottobre, insieme a forti incrementi del gas e di altre materie prime, rende sempre più concreto lo spettro di un'inflazione a briglia sciolta. Gli esperti sono molto più cauti, ma concordano sul fatto che l'inflazione salirà oltre gli obiettivi nei prossimi mesi. Sono tanti infatti i fattori che spingono sul lato dell'offerta. La ripresa industriale, i venti di guerra commerciale (e non solo) nell'area del Pacifico, i conseguenti colli di bottiglia delle consegne di prodotti e semilavorati e infine la transizione energetica, spinta al massimo nella fase post pandemica e che crea nuova domanda di materiali ma anche ampie zone di inefficienza produttiva. L'Agenzia internazionale dell'Energia stima che il raggiungimento degli obiettivi di emissioni nette zero richiederà un extra di 2,5 trilioni di dollari di investimenti all'anno a livello globale, che rappresenta un raddoppio della formazione lorda di capitale e un impatto sostanziale sul Pil mondiale per gli anni a venire. «Ci sono interruzioni, carenze e sabbia negli ingranaggi, ma il ciclo futuro sembra lungo e probabilmente rimarrà sostenuto dalle Banche centrali, anche perché dopo l'emergenza pandemica, il mondo sta affrontando un'emergenza climatica», spiega **Tiffany Wilding**, economista esperta di America settentrionale di **Pimco**.

## Il convitato di pietra

La non neutralità economica della transizione energetica è comunque un fattore sottovalutato e messo in ombra dall'euforia

del cambiamento. «Esiste una spiegazione poco considerata nell'evoluzione dei prezzi a livello globale e riguarda le strategie di decarbonizzazione», conferma **Gian Marco Salcioli**, analista di **Assiom Forex**. Che spiega: «Le aziende e il sistema finanziario stanno producendo impatti significativi sulla dismissione di alcune centrali alimentate a carbone, e la domanda di energia si deve riorientare verso quei combustibili fossili considerati chiave per la transizione energetica, come appunto il gas». «Ecco perché», aggiunge Salcioli, «il 'convitato di pietra' è esattamente questa evoluzione che potrebbe rompere le uova nel paniere e rendere molto più complessa la gestione della politica monetaria». In ogni caso per avere una visione più chiara dell'inflazione nel lungo termine dobbiamo attendere il raffreddamento nei prezzi delle materie prime e la risoluzione dei diversi colli di bottiglia ancora presenti nelle supply chain. Ma, come spiega **Luca Pantaloni**, head of Abs/Clo management di **P&G Sgr**, la forza prevalente sarà sempre quella dettata dalla ripresa economica e occupazionale, uniche vere fonti di spinte inflazionistiche durature. «Nel prossimo trimestre andranno costantemente monitorate le possibili minacce alla ripresa, seguendo con attenzione i dati di crescita e le turbolenze provenienti dal mercato cinese, caratterizzato da rallentamento economico e regolamentazione», afferma Pantaloni.

## Forze divergenti

Ma quale sarà allora la forza prevalente tra ripresa economica, tapering, inflazione e penuria di materie prime? Le Banche centrali hanno dato un riferimento preciso che dovrebbe portare a un ridimensionamento degli squilibri attuali: la prima metà del 2022. Alla base di questa view ci sarebbe una certezza: quella attuale è una crisi 'buona' che deriva da un eccesso di domanda, ricostituitasi con più compattezza rispetto all'offerta. Si ritiene che le supply chain possano ritrovare linearità e ridurre le pressioni





sui prezzi. «Inoltre c'è una sorta di 'benevolenza' nei confronti di una crescita di prezzi che cancella la paura base di ogni central banker: la deflazione», dice Salcioli. Come spiega **Carlo De Luca**, responsabile asset management di **Gamma Capital Markets**, al fine di controllare, o quanto meno attenuare, gli effetti inflattivi, la ripresa economica deve però essere accompagnata da una crescita occupazionale e da una consistente crescita dei salari.

Da sinistra Carlo De Luca di Gamma Capital Markets, Marco Vailati di Cassa Lombarda, Antonio Cesarano di Intermonte. In basso Silvia Dall'Angelo di Federated Hermes

rimentavamo dagli anni '70, ancora una volta causata da uno shock dal lato dell'offerta di commodity, in questa circostanza quelle utili alla produzione di energia elettrica, ovvero gas in Europa e carbone in Cina», dice **Antonio Cesarano**, chief global strategist di **Intermonte**. «Ora», aggiunge Cesarano, «molta attenzione è sulla "flation" visti i livelli crescenti delle materie prime e di conseguenza di inflazione. Successivamente, da novembre in poi, il focus potrebbe passare sull'impatto della crescita - la "stag" - derivante dai colli di bottiglia soprattutto della catena di fornitura asiatica». E il primo campanello di allarme sul tema "stag" potrebbe arrivare non solo dai dati macro prospettici ma anche, e forse prima ancora, dalle trimestrali Usa della seconda metà di ottobre, mentre la Banca mondiale ha già tagliato le stime di crescita 2021 dal 4,2% al 4 per cento. Si preannuncia pertanto un quarto trimestre all'insegna di un possibile taglio delle guidance sul fatturato e i margini delle aziende, dovute all'impossibilità di reperire forniture di componentistica e materie prime e a costi crescenti. Gli analisti di Factset prevedono comunque per il quarto trimestre una crescita degli utili del 21,6% e dei ricavi del 11,3%, mentre per il 2022 la crescita sarà rispettivamente del 9,3% e del 6,5%. «È bene precisare, però, che i dati possono dare una erratica rappresentazione della realtà, provenendo da anni pandemici che hanno devastato non solo l'economia, ma anche i bilanci delle aziende. Solo nei prossimi anni i dati verranno depurati dagli outliers e saranno in grado di essere più rappresentativi della realtà», conclude De Luca.

### Il ciclo continua

In ogni caso, secondo **Marco Vailati**, responsabile ricerca e investimenti di **Cassa Lombarda**, sarà la ripresa economica a prevalere, «perché l'inflazione oggi è alta per un concorso di cause, alcune delle quali hanno però natura transitoria, come da subito hanno sostenuto le Banche centrali». Secondo lo strategist, anche se questa transitorietà non sarà brevissima, il fenomeno non dovrebbe essere tale da causare il deragliamento del recupero ciclico in atto. «Anche la penuria di materie prime è un fenomeno temporaneo legato alla fase di ripartenza dopo il lockdown che ha comportato riduzione di investimenti e decumulo di scorte», spiega Vailati. «La progressiva normalizzazione delle attività dovrebbe contribuire a ridurre l'attuale penuria di materie prime e i suoi impatti negativi su crescita e spinta dei prezzi». «La ripresa dovrebbe continuare il prossimo anno a un ritmo più lento ma anche meno altalenante rispetto al 2021, e l'inflazione dovrebbe cominciare una graduale discesa dopo l'inverno», concorda **Silvia Dall'Angelo**, senior economist di **Federated Hermes**. Che però aggiunge: «Naturalmente ci sono dei rischi rispetto allo scenario di base: è possibile che le dinamiche inflazionistiche intacchino aspettative e mercato del lavoro, diventando persistenti e richiedendo una stretta della politica monetaria. Continue tensioni sul lato dell'offerta e inflazione elevata trainata dai costi hanno il potenziale di far deragliare la ripresa, aprendo scenari di stagflazione».

### Mamma mia, la stagflazione

Quello della stagflazione, cioè inflazione senza crescita, è proprio lo scenario di base di diversi strategist. «Stiamo attraversando una fase congiunturale complessivamente stagflattiva, una situazione che non spe-

