

## FRA UN ANNO

Stagflazione, recessione da scorte o continuazione della crescita?



Andy Warhol. Brillo Boxes.  
1964

Nel supermercato delle previsioni nella gran parte del tempo c'è un prodotto solo sugli scaffali. Goldilocks, lo scenario tiepido fatto di crescita moderata e di bassa inflazione, ha quasi monopolizzato prima le previsioni e poi la realtà durante il decennio scorso. La Grande Moderazione, una versione precedente di Goldilocks, aveva dominato il primo decennio del nuovo secolo.

La dispersione delle previsioni è circoscritta di solito alle fasi di inversione di un ciclo. Dal 2009 al 2012, sugli scaffali, oltre a Goldilocks, si poteva trovare anche Inflazione!, una teoria, quasi un culto, che sosteneva che il Quantitative easing avrebbe provocato un rialzo consistente dei prezzi. C'erano poi due prodotti apparentemente simili, Ricaduta e Millenovecentotrentasette.

Il primo, fatto soprattutto di sensazioni di pancia, sosteneva che la ripresa del 2009 era effimera e che già nel 2010 si sarebbe ripiombati in recessione. Il secondo, molto sofisticato, fu lanciato a metà decennio da Ray Dalio. Partendo dall'esperienza degli anni Trenta, con la ripresa del New Deal e la recessione improvvisa e profonda del 1937-38, si sosteneva che i cicli di ripresa dopo crisi devastanti sono forti in apparenza ma strutturalmente fragili. I policy maker tendono a sottovalutare questa fragilità, diceva Dalio, e normalizzano la politica fiscale e monetaria troppo presto, con il risultato di provocare la riapertura delle ferite mentali ancora fresche e l'attesa, che si autorealizza, del ritorno di una crisi severa.

Sappiamo come andò. L'inflazione non ci fu per via del rallentamento della velocità di circolazione della moneta e la ricaduta non ci fu perché la Fed fu straordinariamente accomodante molto più a lungo che nei cicli precedenti.

Oggi il supermercato delle previsioni ha di nuovo un assortimento molto ricco. Non solo c'è la mancanza di certezze tipica di ogni momento di svolta ciclica, ma c'è anche la sensazione di essere entrati in un nuovo paradigma del quale ancora non abbiamo preso le misure.

Le cause della dispersione delle previsioni sono tante, ma per i mercati è decisivo il vivace dibattito sui bond. Che cosa significano i rendimenti obbligazionari così bassi? Che senso hanno rendimenti reali così

profondamente negativi da dovere risalire al 1946-47 e al 1972-74 per trovare dei precedenti?

Ecco allora comparire tre tesi-prodotto, Transitoria, Recessione e Eden. La prima non richiede grandi sforzi di fantasia e sostiene semplicemente che i bond sono su questi livelli perché considerano temporanea l'inflazione e guardano avanti.

La seconda, Recessione, è più elaborata e ci dice che i mercati obbligazionari vedono dietro l'angolo, concluso il rimbalzo ciclico post-Covid e terminate o ridimensionate le spinte fiscali e monetarie, una fase di stagnazione. Il Financial Times ha lanciato anche l'idea di una recessione l'anno prossimo. Si tratterebbe di una recessione da scorte, sul modello di quelle degli anni Cinquanta e Sessanta. Oggi le scorte sono basse, per la domanda forte e per le note strozzature dell'offerta. Fra qualche mese l'offerta si normalizzerà e le imprese ricostituiranno le scorte, eccedendo come fanno sempre. A un certo punto ci si ritroverà con la domanda che scende (per effetto dell'esaurirsi dei risparmi accumulati durante la pandemia) e troppe scorte. La produzione dovrà essere aggiustata verso il basso e ci sarà quindi recessione.



Andy Warhol. Boxes. 1964.

La terza tesi, Eden, sostiene che i tassi bassi sono semplicemente l'effetto di fenomeni strutturali (l'eccesso di risparmio rispetto alla domanda di capitali per investimenti produttivi) o di repressione finanziaria da parte delle banche centrali. In entrambi i casi i rendimenti bassi non segnalano nulla di negativo e sono anzi il presupposto per una ripresa duratura dell'economia e per una continuazione del rialzo azionario.

Su un terreno diverso si trova Stagflazione, una teoria che considera strutturali le pressioni inflazionistiche e che le vede accompagnarsi a rischi di stagnazione già dall'anno prossimo. Sulla possibile persistenza dell'inflazione e sul suo mettere radici (in America, non in Europa) un punto importante è l'accelerazione dell'inflazione salariale. Jason Furman nota che le retribuzioni, misurate correttamente, stanno crescendo più velocemente che nel decennio scorso anche se siamo ancora teoricamente lontani dalla piena

occupazione. L'amministrazione Biden, dal canto suo, cerca di allontanare le critiche per la perdita di potere d'acquisto delle retribuzioni sostenendo che queste devono crescere e che devono essere i posti di lavoro a competere per trovare forza-lavoro e non il contrario. Quanto alle imprese, al momento non hanno difficoltà, nella maggior parte dei casi, a scaricare sui prodotti finali gli aumenti. Il primo giro di inflazione è quindi già praticamente completato. Resta da



Andy Warhol. Yellow Brillo Box. 1964

vedere se sia partita la rincorsa tra prezzi e salari e se la spirale avrà la forza di durare nel tempo.

Una sintesi tra queste posizioni è possibile e proviamo a formularla. La ripresa rallenterà e diventerà temporaneamente modesta nel secondo semestre dell'anno prossimo. Una recessione da scorte è teoricamente possibile ma, nel caso, sarebbe temporanea e benigna. La sua bassa probabilità è dovuta al fatto che le strozzature dell'offerta non si risolveranno tutte nello stesso momento, per cui la ricostituzione delle scorte e la formazione di eccessi sarà distribuita nel tempo.



Andy Warhol. Boxes. 1964

Lo scenario strategico può essere benissimo quello di una Goldilocks Calda (non bollente) con più inflazione ma anche più crescita rispetto al decennio scorso. In presenza di tassi di policy che continueranno a essere repressi, la Goldilocks Calda continuerà a essere tendenzialmente positiva per le borse e non provocherà troppi danni ai bond. L'inflazione alzerà per tutti (azionisti e obbligazionisti) l'asticella da superare per ottenere un ritorno reale positivo. L'aumento della pressione fiscale l'alzerà ulteriormente. Alla fine il quadro resterà comunque benigno.

L'incognita sarà la durata di questo scenario, che da metà decennio in avanti vedrà gradualmente deteriorarsi il tradeoff tra inflazione e crescita. Ma c'è tempo.

Intanto le borse faticano a uscire dal trading range stretto nel quale si sono sistemate. L'attività in opzioni è intensa e attira gli indici verso il centro del range. Alcune case (Goldman Sachs, Citi, Morgan Stanley) ritengono sempre più vicino il momento per una correzione del 10 per cento. Vedremo. Quello che conta è che ci sono i presupposti per un finale d'anno su livelli più alti degli attuali.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



#### Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone. Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (kairos@imagebuilding.it). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.