

IL CONTRARIO DI STAGFLAZIONE

Come definire un'economia che accelera mentre l'inflazione cala?



Berenice Abbott. Rockefeller Center.
1932

Non fu un economista, bensì Ian Macleod (playboy, giocatore professionista di bridge e poi brillante politico conservatore inglese) a coniare la parola stagflazione negli anni Sessanta. La Gran Bretagna, spumeggiante di novità culturali e di costume, versava tuttavia in cattive acque economiche. Stagnazione, alto debito (per l'epoca) e inflazione elevata erano l'eredità delle spese di guerra, di quelle per il welfare e di quelle per il

mantenimento di un impero sempre più costoso e ormai in via di smantellamento.

Negli anni Settanta la malattia si allargò a tutti i paesi industrializzati. Il termine stagflazione divenne di uso comune e da allora viene utilizzato, ogni tanto a sproposito, ogni volta che si teme un rallentamento della crescita accompagnato da un aumento dell'inflazione.

Non ci risulta esista un termine di uso comune per indicare il contrario della stagflazione, ovvero un'accelerazione della crescita economica accompagnata da una discesa dell'inflazione. Goldilocks, molto usato in questi anni, si riferisce a uno stato stabile di aurea mediocritas fatta di crescita buona ma non eccessiva e di inflazione contenuta. Qui ci riferiamo invece a una situazione dinamica, che si è talvolta presentata nelle fasi postbelliche (quando finisce un conflitto prima c'è una breve fase di recessione e inflazione, poi una più lunga di alta crescita e disinflazione). Il Covid, trattato in Occidente come un'emergenza bellica, ebbe la stessa dinamica. Dopo le burrasche del 2022, il 2023 vide la crescita americana accelerare dall'1.9 al 2.5, mentre l'inflazione scendeva mese dopo mese.

A parte le fasi postbelliche è decisamente insolito quello che sta avvenendo in questi mesi (e che continuerà probabilmente per buona parte del 2026). Secondo il Summary of Economic Projections pubblicato dalla Fed in dicembre, l'economia americana crescerà quest'anno del 2.3 contro l'1.7 del 2025. In Europa la crescita a fine 2026 avrà una velocità quasi doppia rispetto a quella di fine 2025 (Giappone e Cina manterranno una crescita stabile). Allo stesso tempo l'inflazione scenderà per effetto della discesa dei prezzi delle case, che risentono del rallentamento dell'immigrazione.

Come corollario, esplode la produttività. Se la forza lavoro non aumenta più perché non ci sono immigrati mentre la crescita dell'economia accelera, la produttività balza a livelli che non si vedevano da molto tempo. Il tutto senza generare nessuna tensione salariale.

Qualcuno, da Musk a Trump, comincia a parlare di possibilità di crescita a due cifre con la diffusione dell'intelligenza artificiale nel mondo produttivo. Sarebbe bello, naturalmente, ma l'esperienza storica mostra che l'adozione su larga scala di tecnologie innovative richiede tempi ben più lunghi, misurabili nell'arco di uno-due decenni, non di mesi o anni.

È del resto possibile, per non dire probabile, che questo quadro quasi magico inizi a deteriorarsi verso la fine dell'anno e che la parola stagflazione torni a essere usata parlando del 2027. Sarà un uso improprio del termine, perché nel 2027 ci sarà comunque crescita e l'inflazione non salirà molto, ma i rischi riprenderanno a crescere.

Un possibile problema per il 2026 sarà il fatto che nessun governo, in un anno elettorale in cui l'inflazione scende, riesce a resistere alla tentazione di abbassare le tasse e aumentare la spesa pubblica. Tanto meno Trump, che propone un aumento del 50 cento delle spese militari e regalie di 2000 dollari a tutti. Misure di questo tipo, in linea di massima viste bene dal mercato azionario, potrebbero pesare sul dollaro e sull'obbligazionario. Per questa ragione la discesa dei tassi di policy non si trasmetterà molto alla parte lunga della curva, che continuerà quindi a diventare più ripida.

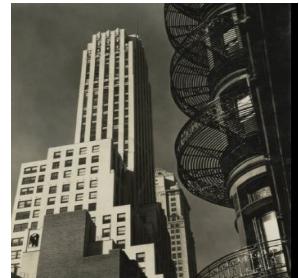
Altri problemi, magari circoscritti, potrebbero presentarsi all'azionario per effetto della crescente invasività delle politiche industriali dirigiste. Terminata la fase dei dazi (che verranno al massimo sostituiti, non certo alzati, nel caso la Corte Suprema ne dichiari la parziale incostituzionalità), è destinata ad allargarsi la sfera dell'intervento pubblico sia con nazionalizzazioni o acquisizione di partecipazioni governative nelle imprese sia con l'emanazione in stile cinese di direttive dettagliate al modo delle



Berenice Abbott.
Rockefeller Center. 1936

imprese. Ne abbiamo avuto due esempi ieri con l'annuncio da parte di Trump di voler limitare gli acquisti di abitazioni da affittare da parte di società finanziarie e di proibire all'industria militare buy-back e distribuzioni di dividendi, destinando invece i soldi agli investimenti. Sia lo spirito del tempo, che privilegia l'interesse nazionale rispetto a quello dei singoli soggetti economici, sia l'anno elettorale fanno pensare a un'amministrazione che metterà nei prossimi mesi Main Street prima di Wall Street.

Possibili sorprese potranno infine provenire dal versante geopolitico. In questi giorni i mercati hanno mostrato di apprezzare la politica muscolare di Trump verso il Venezuela. La linea di Trump non è isolazionista, come si è pensato l'anno scorso in certi momenti, ma non è nemmeno neo-con (i neo-con non avrebbero lasciato al potere il regime bolivariano). È una linea,



Berenice Murray Hill Hotel.
1934

quella di Trump, ispirata a un crudo realismo che mette da parte l'ideologia e mira a risultati concreti da conseguire nel modo più energico. Questa linea piacerà ai mercati finché sarà incontrastata, ma non possiamo sapere se rimarrà incontrastata per sempre.

In sintesi, il 2026 si apre con un quadro molto favorevole all'azionario tradizionale (con qualche punto interrogativo sulla tecnologia) e ai bond brevi. Le alte valutazioni devono però moderare gli entusiasmi, mentre i sempre possibili vuoti d'aria devono indurre a prestare molta attenzione alla gestione del rischio.



Berenice Abbott. *Financial District Rooftops I, Manhattan. 1938*

Alessandro Fugnoli
Strategist

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo differente dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.