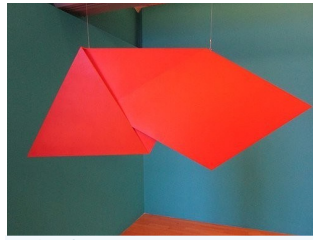


## I DESTINI DELL'INFLAZIONE

---

Che cosa prevarrà tra scarsità e sovrapproduzione?

---



Hélio Oiticica.  
*Spatial Relief*. 1970

Molto si è dibattuto, negli ultimi due secoli, sul concetto di sovrapproduzione. La disputa, semplificando molto, è stata tra chi ha sostenuto e sostiene che il capitalismo è per sua natura instabile ed esposto a rischi di sovrapproduzione e sottoconsumo (Sismondi, Marx, Keynes, Minsky) e chi ritiene invece che l'economia, a condizione di non subire le distorsioni provocate dagli errori di banche centrali o pianificatori, sia o tenda sempre a un equilibrio ottimale (Say, neoclassici, scuola austriaca).

Non entriamo nella disputa e ci limitiamo a qualche osservazione sul quadro presente, nel quale spicca uno shock negativo da offerta sull'energia ma nel quale, a ben vedere, si intravedono anche segni di sovrainvestimento e sovracapacità in alcuni settori chiave. L'inflazione, alla fine, è il risultato dell'interazione di questi fenomeni, alcuni dei quali ci portano a dire che il 2027, diversamente dal 2026, potrebbe essere un anno di graduale disinflazione.

Cominciamo dallo shock energetico, che Fatih Birol, il direttore dell'Agenzia Internazionale dell'Energia, ha definito il più grande di tutti i tempi, peggiore dei due shock del 1973 e 1979 e di quello del 2022, legato alla guerra in Ucraina e alle sanzioni. Come mai i mercati finanziari reagirono molto male allora e reggono molto bene oggi? Non conta nulla che nelle crisi precedenti mancassero all'appello 3-4 milioni di barili al giorno, mentre oggi ne mancano 14?

La grande differenza, ormai lo sappiamo tutti, è l'uso aggressivo delle scorte strategiche, che negli anni Settanta non c'erano e che nel 2022 furono usate meno di oggi. Dei 14 milioni che mancano, 8 vengono coperti attingendo alle scorte, 4 sono distruzione di domanda dovuta ai prezzi alti o alla mancanza fisica di prodotto e solo 2 mancano ancora per fare quadrare i conti, cosa che avverrà con rialzi ulteriori dei prezzi dei combustibili. La distruzione di domanda, inoltre, sta verificandosi per ora nei paesi più poveri, mentre tocca l'Europa meno che nel 2022 e non tocca per niente, o quasi, l'America.

---

Già, ma quanto possono durare le scorte? In teoria, ai ritmi di consumo attuali e ipotizzando che la guerra nel Golfo non riduca ulteriormente la capacità produttiva della regione e quello che riesce tuttora a esportare attraverso il mar Rosso, potrebbero durare ancora un anno. Nessuno stato, tuttavia, in tempi conflittuali come gli attuali vorrà utilizzare tutte le sue scorte per usi di pace quando potrebbero diventare necessarie per muovere portaerei e far volare cacciabombardieri. Supponiamo quindi che ci sia disponibilità effettiva di sei mesi e che la guerra (anche non guerreggiata, è sufficiente il blocco di Hormuz) debba finire per l'autunno se non si vuole davvero un collasso di offerta e un ritorno agli anni Settanta. In questa ipotesi, l'inflazione aggiuntiva, per ora contenuta, salirebbe gradualmente, allargandosi a tutti i settori. A conflitto terminato, i prezzi dell'energia rimarrebbero elevati ancora un semestre, ma scenderebbero rapidamente già dal secondo trimestre del 2027.



Hélio Oiticica.  
Ministério da Cultura

È stato scritto che le crisi energetiche sono come i cattivi raccolti, che fanno salire i prezzi e inducono i contadini a seminare di più per l'anno successivo, creando un eccesso di offerta che fa scendere drasticamente i prezzi. L'uscita degli Emirati dall'Opec, la nuova offerta in Guyana e Venezuela, l'aumento di produzione in Canada e Stati Uniti stanno preparando questa svolta unitamente al fatto che una parte della distruzione di domanda creata da una crisi diventa ogni volta definitiva.

Ma non c'è solo l'energia. L'agenzia cinese Caixin riporta che la concorrenza feroce tra i produttori di auto continua. Nonostante la campagna del governo contro l'involuzione e la caduta di margini e cash flow, dovuta anche al calo delle vendite domestiche, nessuna casa intende abbandonare la scena. In Cina, evidentemente, non si segue l'esempio di Henry Ford, che nel 1914 alzò il salario dei suoi operai da 2.30 a 5 dollari per permettere loro di comprare la nuova Ford T. La Cina continua insomma a esportare deflazione e solo la rivalutazione del renminbi e i dazi sempre più alti ci impediscono di apprezzare in pieno il fenomeno.



Hélio Oiticica.  
Bólides. 1963. Foto elefteria1

Un altro aspetto interessante di una possibile disinflazione all'orizzonte di medio termine lo stiamo vedendo nell'intelligenza artificiale americana. Qui i mercati si attendono da tempo un rallentamento degli investimenti, ma i dati di questi giorni mostrano addirittura un'accelerazione. Anche qui vediamo una concorrenza feroce tra gli hyperscalers, nessuno dei quali intende abbandonare la corsa. Per ora i 700 miliardi di investimenti all'anno che hanno programmato stanno tenendo in piedi l'economia americana e moltiplicano i profitti dei loro fornitori, primi tra tutti i produttori di semiconduttori, i cui prezzi sono saliti vertiginosamente. Basta però che si inceppi qualcosa in questa macchina del moto perpetuo per vederla girare al contrario. Basta che la crescita degli utili

degli hyperscalers rallenti, che i mercati chiedano conto del ritorno sui massicci investimenti o che dalla Cina arrivino alternative a basso costo per vedere un rallentamento del settore e una decelerazione della domanda di semiconduttori che, insieme a un aumento della loro offerta, ne farebbe scendere i prezzi.

Questi fattori di possibile disinflazione per l'anno prossimo potrebbero tuttavia essere intercettati da altri di segno opposto. I disavanzi pubblici potrebbero crescere ancora per effetto delle minori entrate fiscali dovute al rallentamento economico e delle maggiori uscite per la guerra e per i sussidi a consumatori e imprese. La Fed potrebbe comunque tagliare i tassi per pressioni politiche. L'inflazione nel settore energetico potrebbe poi saldarsi, a partire da giugno, con gli effetti di El Niño che quest'anno, secondo i climatologi, sarà il più aggressivo dal 1878 e provocherà siccità e inondazioni in vaste aree del mondo fino all'estate del 2027.



*H. Oiticica.  
Brumadinho. Foto Marcelo Costa*

Il quadro, insomma, è molto complesso e molto aperto. Strutturalmente, il mondo va verso la disinflazione (AI, ampia capacità produttiva, Cina, abbondanza potenziale di energia), ma le decisioni politiche (guerra, tagli dei tassi, dazi, bisogno di crescere a tutti i costi per catturare consenso) e fattori congiunturali (El Niño) possono spingere in direzione contraria. Questa situazione dovrebbe indurre gli investitori a rimanere aperti a vari differenti scenari, a rimanere non troppo esposti alla parte lunga della curva dei rendimenti e a mantenere un'ampia diversificazione per geografie e per settori sul mercato azionario.

**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 difforme 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.*