

Il ritorno della stagflazione

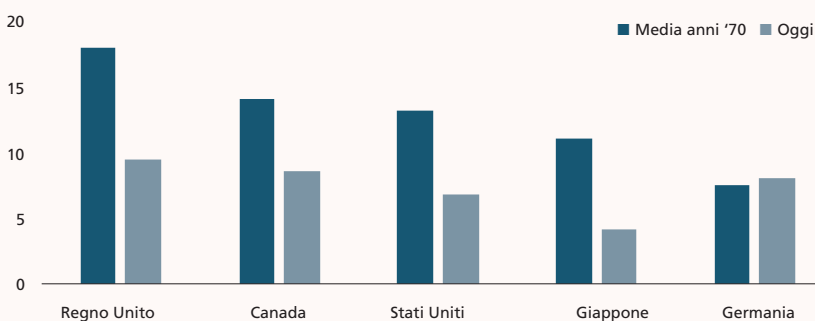
È un rischio, non una certezza, ma in quanto tale è qualcosa di cui tener conto nella gestione del portafoglio. Cosa fare, e come posizionarsi nell'attesa di conferme o smentite?



Paola Nisoli, Analyst di Lagom Family Advisors. Stando al Misery Index le differenze con gli anni Settanta nel caso di molte economie avanzate sono ancora importanti, in Europa l'analisi si fa più sottile.

Stagnazione

Il Misery Mix: la somma di inflazione e disoccupazione



Fonte: Lagom Family Advisors 2026

Negli ultimi decenni l'economia globale ha vissuto quella che gli economisti hanno definito "Grande Moderazione": un lungo periodo caratterizzato da inflazione contenuta, crescita relativamente stabile e tassi d'interesse bassi. Oggi quello scenario sembra appartenere almeno in parte al passato. Negli ultimi anni è tornato al centro del dibattito un termine che molti consideravano ormai archiviato: stagflazione.

Alcuni Paesi appaiono più esposti a dinamiche potenzialmente stagflazionistiche. Ciò dipende, in generale, da diversi fattori, tra i quali: infrastruttura energetica, crescita dell'economia pubblica e privata e comportamento e obiettivi della Banca Centrale. Queste variabili potrebbero creare contesti delicati per imprese, famiglie e investitori. Per wealth manager, Family Office e investitori istituzionali comprendere queste dinamiche è diventato essenziale per la protezione del capitale reale e per la costruzione di strategie di lungo periodo capaci di adattarsi a contesti più instabili rispetto al passato.

La stagflazione è una condizione macroeconomica caratterizzata dalla contemporanea presenza di tre fattori: crescita economica debole, inflazione elevata e deterioramento del mercato del lavoro. È uno scenario particolarmente difficile perché mette in crisi i tradizionali strumenti di politica economica. In condizioni normali, infatti, inflazione e disoccupazione tendono a muoversi in direzioni opposte, come suggerisce la Curva di Phillips. Tuttavia, forti shock dal lato dell'offerta, soprattutto energetici, possono provocare simultaneamente aumento dei prezzi e rallentamento economico.

Le conseguenze sono pesanti. Per le famiglie, l'inflazione riduce il potere d'acquisto e comprime i consumi reali. Per le imprese, invece, l'aumento dei costi energetici, salariali e finanziari esercita pressione sui margini operativi e sulla capacità d'investimento. Anche i Governi si trovano in difficoltà: con l'aumento del costo del debito pubblico si riduce lo spazio fiscale disponibile proprio nel momento in cui sarebbero necessari interventi di sostegno all'economia.

Il precedente storico più noto risale agli anni Settanta. L'embargo petrolifero del 1973 e la rivoluzione iraniana del '79 provocarono un forte aumento del prezzo del petrolio, che passò da circa 3 a oltre 35 dollari al barile. Lo shock colpì economie già sostenute da politiche monetarie e fiscali molto accomodanti. Negli Stati Uniti l'inflazione superò il 13% nel 1980, mentre la crescita rimaneva debole.

La crisi venne affrontata con il cosiddetto 'Volcker Shock': Paul Volcker, allora presidente della Federal Reserve, portò i tassi di interesse oltre il 20% tra il 1979 e il 1981. La misura provocò una forte recessione, ma riuscì infine a spezzare la spirale inflazionistica.

Oggi il rischio di stagflazione non è distribuito in modo uniforme. Gli Stati Uniti beneficiano di maggiore indipendenza energetica e di una domanda interna ancora robusta. L'Eurozona, invece, appare più vulnerabile per ragioni strutturali: elevata dipendenza energetica, dinamiche demografiche sfavorevoli e una politica monetaria spesso costretta a bilanciare esigenze nazionali molto diverse.

Inoltre, questo rischio si inserirebbe in un contesto economico molto diverso rispetto agli ultimi decenni. Per anni la globalizzazione ha contribuito a contenere l'inflazione grazie a produzioni delocalizzate, costi del lavoro contenuti e catene di fornitura efficienti. Attualmente, però, geopolitica, minore integrazione commer-

ciali e maggiore attenzione alla sicurezza energetica e industriale stanno rendendo il sistema globale più costoso. Transizione energetica e politiche climatiche potrebbero aumentare temporaneamente, nel medio termine, l'inflazione con energia più cara, il costo delle materie prime critiche e nuovi costi regolamentari.

A questi elementi si aggiunge una crescente frammentazione geopolitica. Le tensioni tra le varie potenze, il progressivo ritorno a politiche industriali nazionali e la ricerca di maggiore autonomia strategica stanno modificando le dinamiche del commercio internazionale. Processi come reshoring e friend-shoring potrebbero aumentare la resilienza dei sistemi produttivi, ma riducendo parte delle efficienze che avevano contribuito a comprimere l'inflazione durante la fase più intensa della globalizzazione.

Per gli investitori, la stagflazione rappresenta probabilmente uno degli scenari più complessi. Il motivo principale è la rottura dei tradizionali meccanismi di diversificazione. In fasi normali, azioni e obbligazioni tendono a muoversi in modo opposto; in contesti stagflazionistici, invece, la correlazione può diventare positiva al ribasso, penalizzando contemporaneamente entrambe le asset class.

Le azioni 'growth' e i titoli con valutazioni elevate soffrono l'aumento dei tassi d'interesse, che riduce il valore attuale dei flussi di cassa futuri. Allo stesso tempo, le obbligazioni nominali a tasso fisso vengono penalizzate dall'inflazione persistente.

In questo contesto, la priorità diventa quindi la protezione del capitale reale più che la semplice ricerca di rendimento. Qualità degli asset, gestione disciplinata del rischio e maggiore attenzione agli asset reali assumono quindi un ruolo centrale nella costruzione dei portafogli.

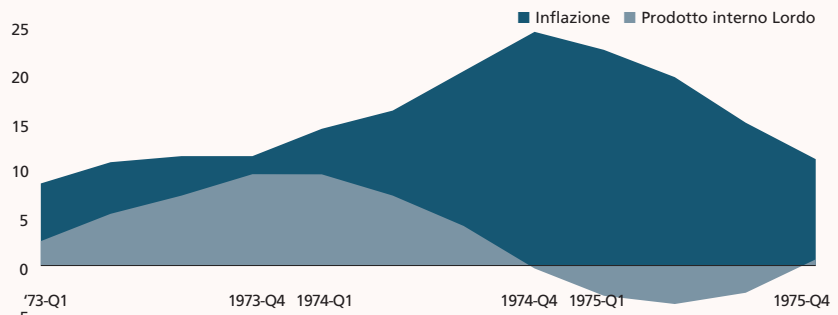
Diverse istituzioni finanziarie internazionali, tra cui J.P. Morgan e Julius Baer, hanno recentemente approfondito il tema individuando alcune strategie potenzialmente più resilienti in un tale scenario. In generale, emerge la necessità di privilegiare diversificazione, coperture contro l'inflazione, titoli azionari difensivi e, con riferimento alle obbligazioni, riduzione di quelle a lunga durata.

Storicamente, in questo contesto, alcuni asset hanno mostrato maggiore resilienza:

- Materie prime e metalli preziosi, come l'oro, utili come copertura dall'inflazione;
- Obbligazioni indicizzate all'inflazione;

Gli inizi anni Settanta

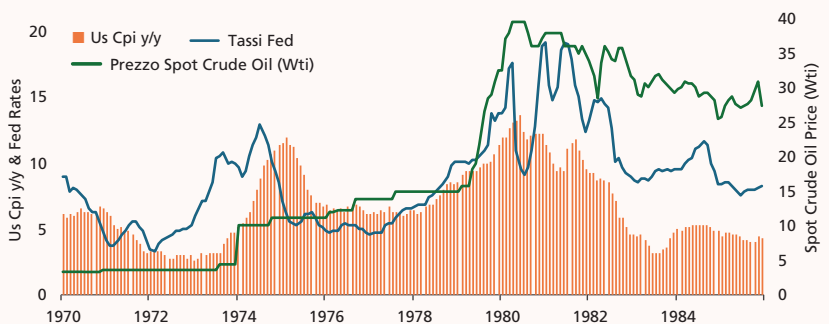
Tassi tendenziali trimestrali di Pil e inflazione tra il 1973 e il 1975 (in %)



Fonte: Lagom Family Advisors 2026

15 anni intensi

Confronto tra inflazione, energia e politica monetaria negli Stati Uniti (1970-85)



Fonte: Lagom Family Advisors 2026

- Strumenti obbligazionari a breve durata o a tasso variabile, meno sensibili al rialzo dei rendimenti;
- Settori azionari difensivi, come beni di consumo di base, sanità, servizi di pubblica utilità e alcuni settori industriali;
- Titoli 'value' e società con dividendi elevati, spesso caratterizzate da bilanci solidi e flussi di cassa più stabili e resilienti;
- Investimenti immobiliari e infrastrutturali, che possono offrire redditi relativamente resilienti e maggiore protezione.

Per wealth manager e Family Office, il punto centrale potrebbe quindi non essere quello di assumere un approccio difensivo in modo assoluto o quello di uscire dal mercato, ma piuttosto riconoscere che il contesto economico e finanziario potrebbe cambiare. Dopo anni in cui tassi estremamente bassi hanno sostenuto in modo diffuso i mercati, gli investitori potrebbero trovarsi ad affrontare una fase caratterizzata da maggiore dispersione, volatilità più elevata e rendimenti meno uniformi tra settori e aree geografiche.

Più che inseguire il rendimento, l'obiettivo potrebbe quindi diventare quello

I Settanta sono stati anni molto complessi da un punto di vista macroeconomico, ma le somiglianze con il presente stanno aumentando, con l'inflazione da energia che in maniera ricorrente emerge.

di costruire strategie capaci di preservare il valore reale nel tempo, mantenendo sufficiente flessibilità per adattarsi a un contesto macro in continua evoluzione.

Comprendere la stagflazione, quindi, non significa necessariamente prevedere un ritorno agli anni Settanta o anche immaginare uno scenario permanentemente negativo per i mercati finanziari. Significa piuttosto prendere atto che il regime economico degli ultimi decenni potrebbe non rappresentare più la normalità e che, in una fase ipotetica di trasformazione strutturale dell'economia globale, resilienza, disciplina e capacità di adattamento potrebbero diventare elementi sempre più determinanti nella gestione del patrimonio.