

L'inflazione è tornata... per restare?

Brevi considerazioni tra ripresa, catene globali e materie prime

A cura di Cinzia Guerrieri e Davide Serraino

Mainstream economists are currently divided between what are now widely called Team Transitory and Team Persistent. Team Transitory, myself included, has argued that we're looking at a temporary blip - although longer lasting than we first expected (Paul Krugman, 16 dicembre 2021).

Executive summary

- ◆ **Il 2021 si conferma come un anno di transizione per l'economia mondiale, nonostante l'emergenza sanitaria ancora in corso.** Il forte rimbalzo stimato (+5,7%), tale da più che recuperare la perdita del 2020, è trainato da solide condizioni di domanda e una ripresa vivace degli scambi internazionali di merci. A ciò si contrappongono, tuttavia, importanti criticità dal lato dell'offerta ascrivibili a una molteplicità di fattori, tra cui la carenza di input produttivi e difficoltà nella logistica.
- ◆ **Tali squilibri stanno generando, non sorprendentemente, notevoli pressioni al rialzo sui prezzi,** con l'inflazione mondiale in decisa accelerazione (+4,3%). Nonostante si osservi una spinta anche sull'inflazione di "fondo" (depurata da energia e alimentari), assistiamo al contempo a un ampliamento del differenziale di crescita tra i due indici.
- ◆ **Il principale responsabile del divario tra l'inflazione complessiva e quella "core" è l'aumento dei prezzi delle materie prime,** dovuto non solo a fattori legati alla pandemia, bensì anche a criticità idiosincratiche. I prezzi del gas naturale si mantengono su valori elevati, mentre il mercato petrolifero è in corso di bilanciamento. Gli effetti dei maggiori costi energetici si ripercuotono anche sulle quotazioni delle materie prime agricole. Infine, i rialzi osservati per i metalli sono ascrivibili a fattori congiunturali, ma in questo caso hanno un peso considerevole anche fattori strutturali.
- ◆ **Nel 2022, in un contesto di continua – seppur più moderata – crescita dell'economia mondiale, l'inflazione è attesa rimanere stabile (+4,2%) per poi iniziare a rallentare nel biennio successivo** (+2,8% in media) in concomitanza con la normalizzazione dell'economia. La fase rialzista stimata per il prossimo anno è alimentata presumibilmente dall'inflazione di fondo, ascrivibile al recupero dei servizi, mentre i prezzi delle materie prime energetiche sono attesi in calo.
- ◆ **L'accelerazione dei prezzi nel periodo 2021-22 può quindi essere considerata di natura "episodica", ovvero legata alla crisi sanitaria e ai suoi impatti sull'economia sia nella fase più acuta sia nella fase di ripresa.** Il livello di incertezza sull'evoluzione della pandemia rimane, tuttavia, ancora elevato, con potenziali rischi al ribasso legati sia a nuovi varianti del virus sia a una maggiore durata delle interruzioni nelle catene globali di fornitura. Anche in uno scenario alternativo peggiorativo, l'ulteriore accelerazione dei prezzi sarebbe comunque transitoria e l'aggiustamento degli squilibri tra domanda e offerta posticipato al 2023.

Il 2021 come anno di transizione...ma con squilibri

A quasi due anni dalla diffusione della pandemia Covid-19 il contesto macroeconomico globale risulta ancora fortemente condizionato dall'emergenza sanitaria. I programmi di vaccinazione di massa proseguono a velocità divergenti tra Paesi, con una netta contrapposizione tra le economie avanzate e quelle emergenti (salvo eccezioni, come ad esempio Cile, Cina ed Emirati Arabi Uniti): mentre le prime hanno, infatti, raggiunto un'elevata incidenza di immunizzazione della popolazione, nei Paesi meno sviluppati la scarsa disponibilità e capacità di somministrazione dei vaccini sta impattando severamente sull'uscita dalla crisi. Tale divergenza si riflette quindi in una diversa velocità ed entità della ripresa economica tra Paesi, con alcuni di essi che dovranno attendere il prossimo anno per un pieno recupero dei livelli di Pil e altri che invece sono già tornati ai valori pre-pandemia. **Nel complesso, il 2021 si conferma come un anno di transizione per l'economia mondiale**, caratterizzato da un forte rimbalzo del Pil (+5,7% secondo Oxford Economics¹), ben oltre la contrazione registrata nel 2020 (-3,5%), e da una ripresa vivace del commercio internazionale, soprattutto di beni (+11,5% tendenziale in volume nei primi 9 mesi, rilevato dal *Central Planning Bureau*).

Rimbalzo trainato da condizioni di domanda solide a cui si contrappongono, tuttavia, importanti criticità dal lato dell'offerta. Criticità alimentate sia dallo shock pandemico, trasversale ai vari settori industriali, sia da cause più propriamente idiosincriche, legate alla peculiarità dei singoli mercati. Nel primo caso, le cause delle interruzioni nelle catene di fornitura globali possono essere considerate presumibilmente di natura transitoria, ovvero destinate a riassorbirsi con la fine dell'emergenza sanitaria e la graduale normalizzazione dell'economia. Nel secondo caso, alcuni fattori di carattere geopolitico oppure di tipo strutturale potranno, invece, incidere sulla capacità di adeguamento dell'offerta su un orizzonte temporale più esteso; è il caso ad esempio dei cambiamenti di processo e di prodotto innescati dalla transizione ecologica e digitale per i quali si rendono necessari ingenti investimenti di lungo termine².

Tali squilibri tra domanda e offerta stanno generando, non sorprendentemente, notevoli pressioni al rialzo sui prezzi, con l'inflazione mondiale in decisa accelerazione a partire dal secondo trimestre (Fig. 1A) e stimata attestarsi a +4,3% in media d'anno (in aumento rispetto al 2,8% del 2020). Un ritmo più intenso rispetto a quello dell'ultimo ventennio (+3,8% in media nel periodo 2000-19³) e che peraltro è stato rivisto al rialzo più volte nel corso dell'anno (Fig. 1B), **alimentando il dibattito sui possibili impatti di tali spinte inflative e sulla loro durata.** Da un lato, economisti come Larry Summers hanno avvertito sul rischio che l'aumento dei prezzi possa accelerare ulteriormente a causa di fattori non esclusivamente transitori; dall'altro, il premio Nobel Paul Krugman⁴ ha ricordato invece la natura vischiosa dell'aggiustamento dei prezzi, sostenendo che le attuali fluttuazioni siano comunque prevalentemente temporanee o, prendendo a prestito le parole del Presidente della Federal Reserve di Atlanta Raphael Bostic, di natura "episodica", ossia causate principalmente da fattori legati alla pandemia e ai suoi impatti sul ciclo economico.

¹ *World Economic Prospects Monthly* (dicembre 2021). Le stime sono in linea con quelle elaborate dal *consensus*, tra cui Fondo Monetario Internazionale (ottobre 2021) e OCSE (dicembre 2021).

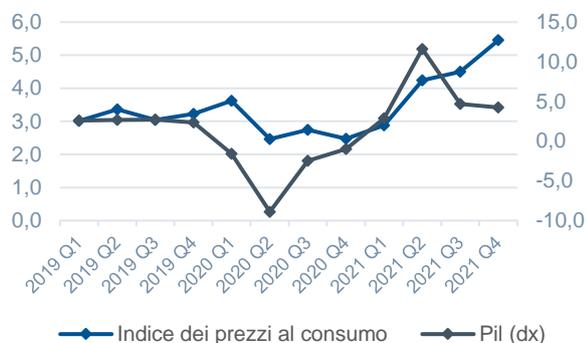
² Se da un lato tali investimenti hanno un impatto sui prezzi di alcune materie prime (ad esempio il rame e il litio) o di componenti (come i semiconduttori) nel breve-medio termine, dall'altro potrebbero generare benefici in termini di maggior efficienza produttiva con pressioni al ribasso sui prezzi più a lungo (oltre ai benefici sociali derivanti dalla lotta al cambiamento climatico).

³ È bene però ricordare come l'accelerazione stimata per quest'anno sia relativamente molto più contenuta se confrontata, ad esempio, con l'impennata dei prezzi sperimentata negli anni '70 e '80. Verso la fine degli anni '90 il tasso di inflazione mondiale è calato drasticamente e si è stabilizzato su livelli piuttosto bassi come riflesso di fattori deflativi di natura strutturale legati, *inter alia*, ai cambiamenti demografici (es. invecchiamento della popolazione nelle economie avanzate con conseguente calo dei consumi), all'ondata di globalizzazione (con l'ingresso della Cina nell'Organizzazione Mondiale del Commercio nel 2001) e all'innovazione tecnologica (compressione dei costi di produzione e quindi minore pressione salariale). Un ruolo fondamentale è stato giocato anche dal cambio di paradigma perseguito dalle Banche centrali di numerosi Paesi, in particolare in quelli avanzati, orientato verso l'obiettivo della stabilità dei prezzi e una maggiore trasparenza.

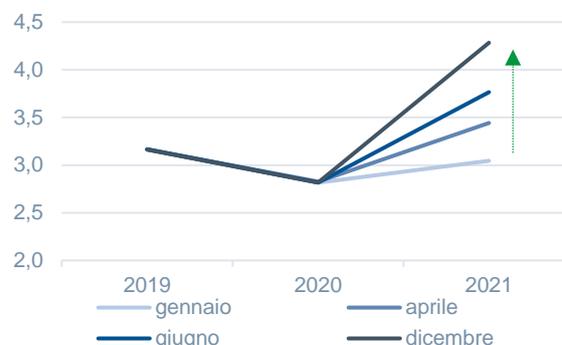
⁴ Interessante il parallelo suggerito da Krugman tra l'inflazione corrente e quella osservata all'indomani della seconda guerra mondiale. Durante il periodo 1946-48, negli Stati Uniti si registrò un forte aumento della domanda di consumi delle famiglie, sostenuta da un ambizioso programma di investimenti pubblici, a cui si contrappose la necessità di riconvertire la produzione militare in quella civile, determinando brevi episodi di surriscaldamento simili a quelli attuali (allontanando lo spettro della stagflazione degli anni '70 invocato invece da alcuni economisti).

Figura 1. Andamento e stima dell'inflazione mondiale (misurata sull'Indice dei prezzi al consumo)

A. IPC vs Pil (var. % tendenziale)



B. IPC, scenari vari (var. % annua)

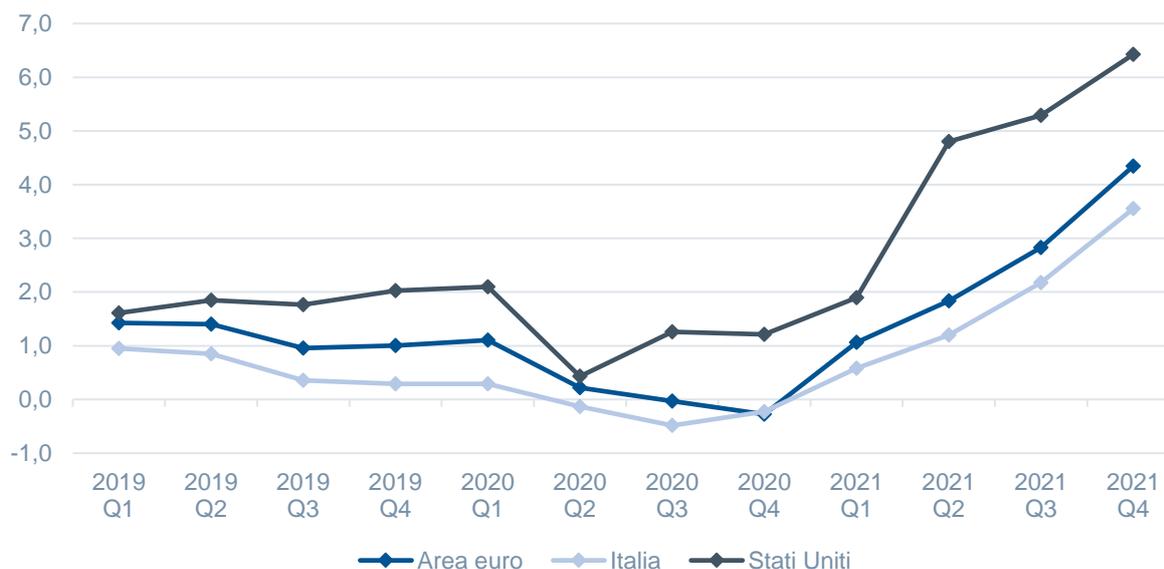


Fonte: Oxford Economics

Il *consensus* sembra essere orientato, al momento, verso la tesi secondo cui tali pressioni, sebbene si siano rivelate più persistenti rispetto a quanto atteso inizialmente, si attenueranno gradualmente nel corso del prossimo anno grazie al riassorbimento degli squilibri tra domanda e offerta.

È bene inoltre evidenziare come anche la **dinamica dell'inflazione differisca per intensità sia tra economie avanzate ed emergenti, sia all'interno dei due aggregati**. Interessante, ad esempio, il confronto **tra Stati Uniti ed Eurozona** (Fig. 2): su entrambe le sponde dell'Atlantico, si osserva un'impennata dei prezzi, sebbene più accentuata nel primo caso. In particolare, a novembre l'inflazione americana ha raggiunto il 6,8% tendenziale, ai massimi dal 1982, a fronte del 4,8% registrato nell'Area dell'euro (3,7% in Italia). Nel 2021 in media, le stime indicano un tasso di inflazione pari al 4,6% negli Stati Uniti, superiore quindi all'obiettivo del 2% fissato dalla Federal Reserve, ma "in linea" con la strategia più flessibile di *average inflation targeting* adottata recentemente; per l'Eurozona la crescita dei prezzi è attesa a 2,5% (1,9% in Italia), su livelli quindi compatibili con la definizione di stabilità dei prezzi.

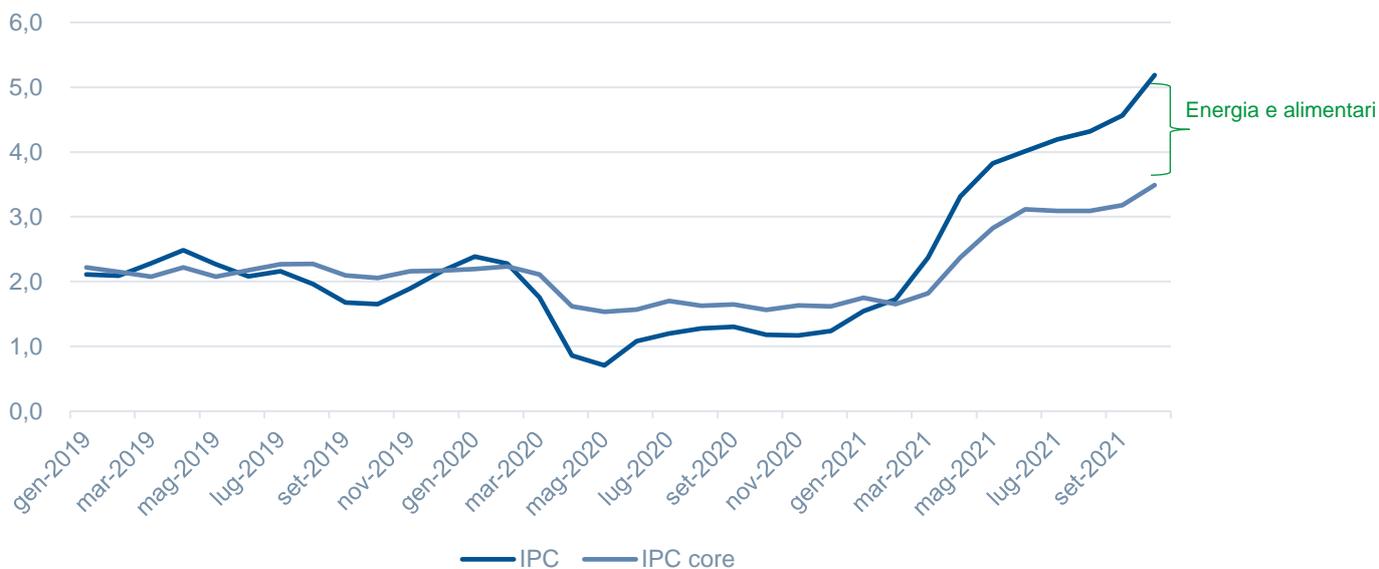
Figura 2. Indice dei prezzi al consumo, economie avanzate selezionate (var. % annua su dati trimestrali e stima IV trimestre 2021)



Fonte: Oxford Economics

Al fine di comprendere meglio la natura delle forze inflative e quindi la loro persistenza o meno, è necessario scomporre l'indice dei prezzi al consumo globale nelle sue componenti, separando quelle più volatili – notoriamente energia e generi alimentari – da quelle di “fondo”. I dati a oggi disponibili mostrano: (i) un **incremento di entrambi gli indici di prezzo**; (ii) un **ampliamento del differenziale tra l'inflazione complessiva e quella “core”** a partire dal secondo trimestre dell'anno (Fig. 3).

Figura 3. Inflazione complessiva vs “core” nei Paesi OCSE (var. % tendenziale su dati mensili)



Fonte: OCSE

Nota: L'inflazione è misurata sull'Indice dei prezzi al consumo; IPC “core” esclude i prezzi dei beni alimentari e bevande non-alcoliche e i prezzi energetici.

A spingere verso l'alto entrambi gli indicatori contribuisce una **molteplicità di fattori comuni legati alla pandemia**. Dal lato della domanda, si registra infatti una **forte ripresa dei consumi delle famiglie**, grazie anche ai risparmi accumulati – in via precauzionale e “forzata” – durante le varie fasi restrittive, in un contesto di politica fiscale e monetaria ampiamente accomodante e condizioni finanziarie favorevoli su scala globale. Dal lato dell'offerta, si osservano **interruzioni nelle catene di fornitura globali** ascrivibili a diverse componenti negative tra cui (i) carenza di alcune materie prime e fattori produttivi⁵ (inclusa la forza lavoro), (ii) shock energetici, (iii) strozzature nella logistica (specialmente per il trasporto marittimo) e conseguentemente ritardi nei tempi di consegna. Le congestioni dei porti⁶ e la scarsa disponibilità di container⁷ si riflettono, inoltre, in un aumento dei costi del trasporto marittimo (Fig. 4A), su cui viaggia circa l'80% delle importazioni mondiali, determinando quindi un ulteriore aumento dei costi degli input produttivi (anche se nelle ultime settimane si osservano segnali di rallentamento, che potrebbero indicare l'inizio di un'inversione di tendenza).

⁵ Il caso più emblematico è rappresentato dai semiconduttori utilizzati prevalentemente nel settore *automotive* ed elettronico. All'apice della prima ondata della pandemia, il taglio drastico di nuovi ordinativi da parte delle società automobilistiche ha indotto i produttori di *chip*, localizzati soprattutto nella regione asiatica, e in particolare a Taiwan, a reindirizzare parte della loro fornitura verso il settore elettronico (le cui vendite sono invece aumentate durante il *lockdown*), contribuendo alle carenze riscontrabili durante l'attuale fase di ripresa della domanda di autovetture.

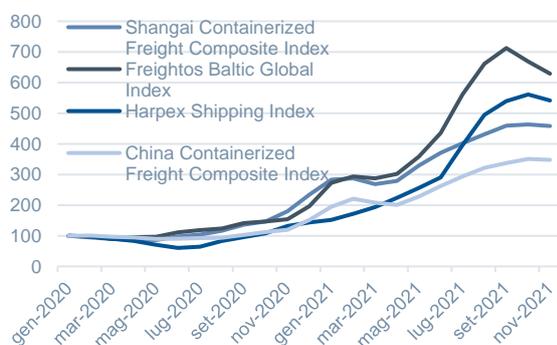
⁶ Si osservano congestioni significative in diversi porti, dalla California alla Cina. Ad esempio, la politica di “tolleranza zero” contro il Covid-19 adottata dal Governo di Pechino ha implicato, in più occasioni, la chiusura di alcuni terminal di porti strategici per gli scambi internazionali, come nel caso di Ningbo-Zhoushan, terzo al mondo per capacità di movimentazione cargo.

⁷ Le difficoltà della logistica sono ascrivibili in parte anche ai cambiamenti nei comportamenti dei consumatori innescati dalla pandemia, orientati verso un maggior consumo di beni rispetto ai servizi e al contempo a un incremento degli acquisti *online* da parte dell'utente finale. Ciò ha contribuito ad accrescere il traffico di merci, rivelando l'inadeguatezza di alcuni porti nella gestione della distribuzione.

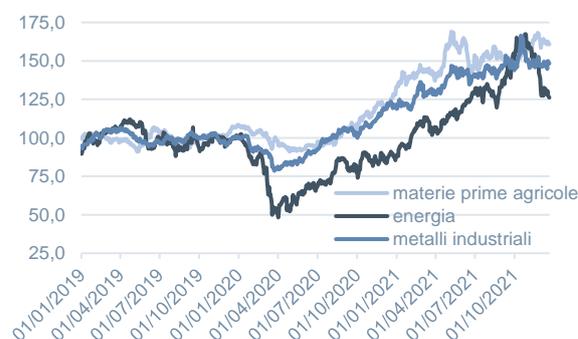
L'aumento dei prezzi delle materie prime (Fig. 4B), principale responsabile del differenziale di crescita tra i due indici, è trainato però, non solo dal rimbalzo più che proporzionale della domanda e dalle limitazioni nei trasporti, bensì anche da criticità peculiari ai singoli mercati dove ai fattori legati alla pandemia si aggiungono anche fattori geopolitici (come nel caso delle quotazioni del petrolio o del gas) e climatici (ad esempio, la maggiore frequenza di disastri naturali estremi si ripercuote sui prezzi delle *commodity* agricole). Non da meno, si osserva anche un **mercato effetto base** ascrivibile al confronto con il 2020, caratterizzato da una forte contrazione delle quotazioni, soprattutto relativamente alle componenti energetiche durante la prima ondata del Covid-19. Inoltre, vi è una **correlazione storicamente alta tra il prezzo delle materie prime e quello del petrolio**, spiegata sia dalla componente comune legata alle aspettative sull'economia mondiale sia da quella legata al costo dell'energia in quanto input produttivo.

Figura 4. Andamento dei costi di trasporti e materie prime

A. Principali indicatori dei costi del trasporto marittimo (dati medi mensili, gen2020=100)



B. Bloomberg Spot Commodity Index, per macro-settori (dati giornalieri, indice 2019=100)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Refinitiv

Limitando l'analisi all'inflazione di "fondo", le attuali pressioni al rialzo sui prezzi sono originate prevalentemente da shock di offerta, e contribuiscono a determinare quella che è definita "inflazione cattiva", in contrapposizione sia a: (i) quella "buona", ossia quando la domanda è robusta, la produzione è al pieno delle sue capacità e le aspettative di aumento dei prezzi convergono verso l'obiettivo; (ii) sia a quella "brutta", ovvero quando si verifica un aumento persistente dei prezzi tale da influenzare le aspettative di inflazione e quindi la fissazione dei salari (i cosiddetti "*second round effect*").⁸ Al momento i **segnali desumibili dalle aspettative di inflazione di medio-lungo periodo non indicano un disancoraggio** e la crescita dei salari rimane ancora contenuta su scala globale.⁹

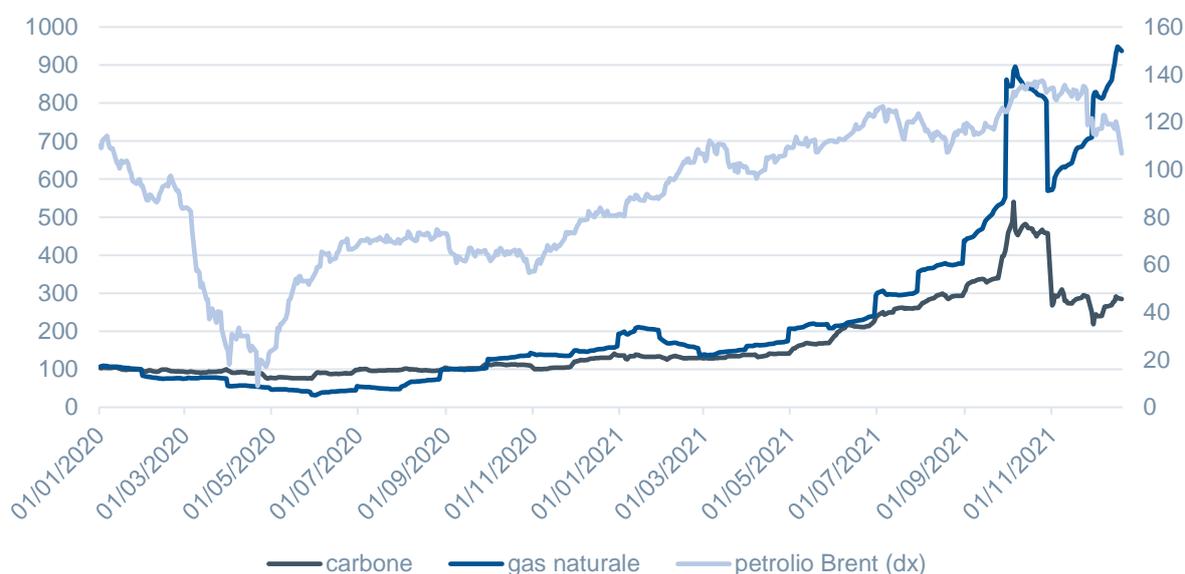
⁸ Fabio Panetta, membro del *board* della Banca centrale europea, intervista del 25 novembre 2021.

⁹ OCSE *Economic Outlook*, dicembre 2021.

Commodity energetiche tra zenit e nadir?

Se il 2020 è stato l'*annus horribilis* per le materie prime energetiche, con il Brent arrivato a un minimo inferiore ai 20 dollari al barile nel mese di aprile e il WTI americano che ha registrato, per la prima volta da quando cominciarono le rilevazioni nel 1983, addirittura un minimo inferiore a zero (\$ -37,63 il 20 aprile), nel 2021, pur tra ondate pandemiche diffuse e asincrone, il mondo ha voltato pagina e nel corso degli ultimi trimestri la domanda di combustibili fossili è stata protagonista di un rimbalzo, notevolmente più rapido rispetto alle previsioni di inizio anno. Sebbene le correlazioni tra prezzi di petrolio, carbone e gas naturale siano divenute molto più flebili negli ultimi anni, in particolare a partire dal boom nello *shale oil* americano¹⁰, il 2021 ha segnato una divaricazione ancor più marcata (Fig. 5).

Figura 5. Andamento del prezzo sui mercati internazionali delle principali commodity energetiche (dati giornalieri, gen2020=100)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Refinitiv

Nota: Per il gas naturale l'indice preso come riferimento è il TTF olandese, benchmark europeo.

I prezzi del gas naturale, in particolare, hanno evidenziato una dinamica molto accentuata a partire dalla fine del mese di agosto, specialmente quelli relativi all'*hub* del gas olandese TTF, indice di riferimento europeo, così come quelli di riferimento per i mercati asiatici. Decisamente più ridotto, ma comunque notevole rispetto a quelli di petrolio e carbone, il corso dei prezzi del gas negli Stati Uniti misurato dall'*Henry Hub*.

Un aumento così intenso e repentino dei prezzi del gas è dovuto a una pluralità di cause e una spiegazione esaustiva esula dal focus di questa analisi. **In Europa si sono sommati diversi fattori**: un inverno 2020-21 più rigido della media, che ha determinato una riduzione dei quantitativi stoccati, già limitati rispetto alle medie d'oltreoceano, con scorte ricostituite solo parzialmente durante l'estate, più torrida del solito. Ancora, al calo della produzione eolica a causa della bonaccia nei mari del Nord nei mesi estivi si sono accompagnati fermi manutentivi prolungati alle infrastrutture che trasportano il gas verso l'Europa continentale dai principali produttori – Norvegia e Russia – nonché la riduzione della produzione europea. Un ulteriore

¹⁰ Secondo la statunitense *Energy Information Administration* (EIA), ciò si deve a un mercato del gas che presenta una regionalizzazione decisamente maggiore di quello del petrolio.

fattore di rilievo è l'aumento della domanda di gas naturale liquefatto (LNG nell'acronimo inglese) a livello globale, vuoi per la vigorosa ripresa economica vuoi per fattori idiosincratici quali, per fare un solo esempio, la siccità più forte da decenni in parte del Brasile che ha fortemente ridotto la produzione da energia idroelettrica. L'accaparramento di LNG da parte delle *utility* asiatiche, spesso disposte a pagare un prezzo molto più alto rispetto ai concorrenti, ha fatto il resto. Infine, l'evidente dipendenza europea dal gas russo – cui potrebbe in aggiunta contribuire la chiusura entro metà 2022 del gas *field* di Groningen nei Paesi Bassi, il maggiore d'Europa – costituisce una leva per Mosca e un fattore di debolezza strutturale per il Vecchio Continente. Le stesse politiche europee di liberalizzazione energetica degli ultimi anni, che hanno spinto i compratori europei a costringere i fornitori più importanti ad abbandonare l'indicizzazione rispetto ai prezzi del petrolio a favore di prezzi *spot*, hanno funzionato in fase di sovra-offerta, ma si sono rivelate controproducenti nella fase attuale.¹¹

BOX. Dal Regno Unito al mondo: tempi duri per le società di distribuzione di gas ed elettricità

L'impossibilità di ribaltare completamente i maggiori costi in acquisto sui prezzi di vendita ha mietuto vittime illustri nel settore della distribuzione di elettricità e gas negli ultimi mesi. Il Regno Unito costituisce un vero e proprio caso di scuola: dal mese di agosto a oggi sono fallite ben 25 società distributrici su 50 *player* del settore, e il conto deve essere aggiornato di settimana in settimana. Andando con ordine, grazie a una serie di riforme volte a liberalizzare il mercato, nell'ultimo decennio il numero di società attive nel segmento *retail* è passato da 12 nel 2010 fino a un picco di oltre 70 nel 2018. L'obiettivo del legislatore era quello di aprire il mercato e ridurre la quota delle cd. Big Sixⁱ in modo da abbassare i prezzi per i consumatori. Da inizio 2019 inoltre, a tutela degli utenti meno abbienti (circa 15 milioni), è stato introdotto dal secondo governo May un tetto tariffario aggiornato semestralmente dal regolatore locale, Ofgem, attualmente pari a 1.277 sterline annuo. Il problema è che molti operatori di mercato sono di piccole dimensioni, con marginalità e patrimonializzazione contenuti, e l'acquisto del gas a prezzi *spot*, o comunque l'utilizzo solo parziale di tecniche di *hedging*, ha determinato una tensione finanziaria insostenibile per molte società. La riallocazione di ben 4 milioni di utenti dagli operatori falliti a quelli ancora operanti ha innescato un effetto dominoⁱⁱ. Il caso inglese non è isolato perché le elevate quotazioni del gas hanno causato il fallimento di alcune società in diversi Paesi, dalla Francia a Singapore ai Paesi Bassi all'Italia (per es. Green Network e Cura Gas&Power), ma finora solo nel Regno Unito il "fallimento del regolatore" ha innescato una vera e propria catena di fallimenti.

i. British Gas, EDF Energy, E.ON, RWE Npower, Scottish Power e SSE, le società che hanno dominato il mercato dalle prime liberalizzazioni (anni '90).

ii. La crisi finanziaria a novembre di Bulb energy, il settimo operatore di mercato con 1,7 milioni di utenti, ha determinato la necessità di porre la società in amministrazione straordinaria in continuità per limitare gli impatti negativi derivanti dalla riallocazione degli utenti su altri *player* e attenuare l'effetto domino.

Al di là delle tensioni congiunturali tra domanda e offerta, è opportuno guardare ai fondamentali di medio periodo per capire se siamo all'alba di un nuovo superciclo o meno. La domanda globale di gas naturale, che nel 2020 ha registrato una contrazione in termini assoluti di 75 miliardi di metri cubi (-1,9%), secondo l'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA nell'acronimo anglosassone), ha già superato i livelli di fine 2019 e chiuderà il 2021 a +3,2%, trainata in particolare dai mercati asiatici. Nei prossimi anni permangono margini di crescita ulteriore, pur con ritmi differenziati tra le diverse aree del mondo. Di contro, l'offerta – sia quella di gas che di petrolio, spesso estratti congiuntamente – risente della netta riduzione degli investimenti in *upstream* (Fig. 6), cominciata dalla prolungata fase ribassisti dei mercati petroliferi dopo l'ultimo picco oltre i 100 dollari al barile toccato nell'autunno del 2014.

¹¹ Considerazioni utili sul tema in *Materia Rara. Come la pandemia e il green deal hanno stravolto il mercato delle materie prime* di G.Torlizzi, Guerini e Associati, dicembre 2021.

Figura 6. Investimenti in *upstream* O&G (dati in \$ mld; 2021 stima)



Fonte: IEA, World Energy Investment (edizioni 2020 e 2021)

Il mercato petrolifero mondiale è in corso di bilanciamento e, secondo il *consensus*, il deficit di offerta – già in corso di riduzione – si trasformerà in un surplus entro i primi due trimestri del 2022. **Tuttavia permangono diverse incognite di medio periodo:** in un contesto caratterizzato da (i) domanda petrolifera in forte recupero sui livelli del 2019 e con ulteriori margini di crescita (soprattutto in quei settori che presentano un più ampio ritardo di uscita dalla pandemia, come *automotive* e aeronautico), (ii) livello subottimale di investimenti in Esplorazione e Produzione realizzati negli ultimi anni (esacerbato dalla pandemia che ha posto in stallo le *capex* dei principali operatori e reso più concreto il rischio che investimenti passati, presenti e futuri diano luogo a *stranded asset*¹²), non è da escludere che i corsi petroliferi nei prossimi anni possano nuovamente toccare la tripla cifra. Questo potrebbe accadere oltretutto prima che la transizione energetica abbia dispiegato sempre più diffusamente i suoi effetti grazie all'utilizzo massiccio delle fonti rinnovabili e ai progressi tecnologici in grado di contenerne sempre più i costi.

Considerata la tendenza rialzista dei prezzi del gas, **non desta particolare sorpresa anche la crescita della domanda di carbone**, tradizionalmente la fonte fossile meno costosa e di più semplice reperimento, soprattutto in alcuni mercati emergenti che affrontano una domanda di energia per usi civili e industriali in rapida ascesa. Il *phase down* del carbone con cui si è chiusa la Cop26 di Glasgow non equivale certo al *phase out* entro il 2050, ma è un passo importante verso una matrice energetica mondiale più pulita. La domanda di energia complessiva è prevista in ulteriore crescita del 47% entro il 2050¹³ e, per farvi fronte, sarà necessario ricorrere a una combinazione di fonti, in parte utilizzate e in parte da sviluppare, per un impiego su larga scala. **Al di là degli scenari di lungo periodo**, necessari così per i *policy maker* come per la popolazione affinché aumenti la consapevolezza su costi e opportunità della transizione energetica, per gli **operatori di mercato rileva l'*hic et nunc* di maggiori costi energetici, in particolare su quali tipologie di prodotti e filiere si ripercuotano.**

¹² Sulla possibilità che *asset* delle *major* possano diventare “incagliati” non è influente il ruolo del potere giudiziario: la sentenza di giugno 2021 del tribunale dell’Aia che ha imposto a Shell una forte velocizzazione del processo di riduzione delle emissioni inquinanti costituisce un esempio di rilievo a tal proposito.

¹³ EIA, *International Energy Outlook*, ottobre 2021.

L'intreccio tra commodity energetiche e materie prime agricole

Un esempio di rilievo viene dal settore dei **fertilizzanti**, che **costituiscono il punto di contatto tra dinamica del mercato del gas e inflazione alimentare** e sono importanti per valutare la transitorietà o meno dei fenomeni inflativi attuali. I fertilizzanti, in particolare quelli azotati e fosfatici, sono arrivati a picchi toccati l'ultima volta solo durante la Crisi Finanziaria Globale. Nel corso dell'anno mobile novembre 2020-novembre 2021 l'urea ha fatto registrare un aumento di circa il 370% ed è andata solo leggermente meglio per il fosfato di diammonio (+200%) mentre il cloruro di potassio ha registrato una dinamica decisamente più contenuta (inferiore al 10%). Perché aumenti così rilevanti dopo più di un decennio di stasi? La ragione principale è che i fertilizzanti agricoli basati su ammoniaca (urea e fosfato di diammonio, per l'appunto) sono caratterizzati da processi di sintesi in cui il gas naturale è preponderante. Qualora questa dinamica non dovesse attenuarsi, le conseguenze saranno rilevanti e durature non solo sulle filiere produttive ma potrebbero mettere a repentaglio la sicurezza stessa degli approvvigionamenti alimentari, soprattutto in alcuni Paesi in via di sviluppo, ove una quota importante della popolazione è affetta da carenze alimentari di vario tipo.

Il quadro sulle commodity agricole è, comunque, ben più articolato e su di esso pesano anche le dinamiche di domanda e offerta specifiche dei singoli prodotti, la cui volatilità sui mercati è amplificata da una finanziarizzazione spesso molto spinta. **Su un orizzonte temporale più esteso, diventa quindi più complesso ipotizzare un nuovo superciclo generalizzato delle materie prime agricole**, come avvenuto all'inizio del millennio. La spinta demografica che ha caratterizzato gli ultimi decenni sta rallentando in molti contesti, in alcuni casi anche marcatamente (con la notevole eccezione dell'Africa Subsahariana); inoltre, complice la pandemia, l'attuale ripresa dei consumi alimentari (la cui composizione sta peraltro variando in virtù di stili di vita più sostenibili) non sembra poter innescare un aumento strutturale della domanda tale da spiazzare l'offerta. **Non è secondario, infine, il fatto che l'offerta agro-alimentare abbia un'elasticità di risposta più ampia e rapida a sollecitazioni nella domanda rispetto ad altri tipi di produzioni.**

Metalli: superciclo in corso?

Per i metalli il discorso è ancora diverso. Il ritardo nella risposta dell'offerta a sollecitazioni della domanda è in questo caso molto più ampio: non bastano mesi, per esempio, per aprire una nuova miniera di rame oppure, più banalmente, per aumentarne la capacità produttiva. I cicli sono molto più lunghi, similmente a quanto si verifica nell'Oil&Gas. **C'è però un fattore in grado di differenziare profondamente la domanda dei metalli da quella delle altre commodity: la transizione energetica.**

La necessaria premessa è che non tutta la domanda di metalli e leghe è impattata allo stesso modo dalla rivoluzione in corso, anzi la dinamica di alcuni metalli prescinde dal cambio di paradigma. È il caso dei metalli preziosi, tradizionali "beni rifugio" e che come tali toccano i picchi massimi quando la volatilità sui mercati è più elevata, come è stato all'apice della pandemia. Nel 2021 oro e argento, ma anche preziosi dall'uso industriale più vasto come platino e palladio, hanno evidenziato corsi calanti, in concomitanza con l'apprezzamento del dollaro USA in vista dell'avvio di normalizzazione della politica monetaria americana.

Contrastato il quadro relativo ai metalli di base: se **i rialzi delle quotazioni sono stati generalizzati nel corso della prima parte del 2021 a causa dell'effetto statistico rispetto allo stesso periodo del 2020** (Fig. 7), nonché per effetto dell'aumento dei costi energetici e di trasporto, **nella seconda metà dell'anno il cambio di strategia cinese ha giocato un ruolo rilevante.**¹⁴ Il peso della domanda cinese di metalli sul totale

¹⁴ La Cina ha rinunciato a qualche decimale di crescita in modo da arrivare alle Olimpiadi invernali di Pechino 2022 con una riduzione delle emissioni di carbonio e raffreddare al contempo sia il mercato del credito sia il mercato immobiliare, in tensione dopo il caso Evergrande. Per un maggiore approfondimento, si rimanda a [SACE, Focus On, L'elefante nella stanza: peso e squilibri del settore immobiliare in Cina, novembre 2021.](#)

mondiale, soprattutto in alcuni comparti, è infatti in grado di spostare notevolmente le quotazioni di mercato¹⁵. **Un esempio rilevante è dato dalle quotazioni del minerale di ferro, utilizzato nell'industria in numerose applicazioni tra cui la più comune riguarda la produzione dell'acciaio**, di cui la Cina è il primo produttore ma anche il primo consumatore mondiale (oltre la metà del totale). Le quotazioni globali sono arrivate fino a 200 dollari per tonnellata a giugno 2021, superiori persino al picco nel superciclo di 10 anni fa, salvo poi ripiegare violentemente nella seconda metà dell'anno in seguito alla svolta del Paese del Dragone. **Per il rame, considerato il "termometro" dell'economia globale, il prezzo per tonnellata, dopo essere sceso per la prima volta dal 2016 sotto i \$5.000 a marzo 2020, ha visto un aumento molto rapido nei mesi scorsi fino a sfondare quota \$11.000 a ottobre**, superando addirittura i massimi storici del 2011.

Figura 7. Andamento delle quotazioni di metalli industriali selezionati (dati giornalieri, gen2020=100)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Refinitiv

Anche per quanto riguarda i metalli appare più utile cercare di alzare lo sguardo al medio periodo piuttosto che guardare alle sole dinamiche di domanda e offerta di corto respiro, caratterizzate da elevata volatilità, dovuta molto spesso a fattori idiosincratici. Anche in questo caso la domanda è: siamo all'inizio di un nuovo superciclo? Se l'ultimo, quello a cavallo del primo decennio del XXI secolo, era stato trainato dalla domanda cinese di materie prime, è possibile che questa volta i *driver* dell'esplosione della domanda possano provenire dai mercati sviluppati, USA e UE *in primis*, grazie agli ambiziosi programmi di sviluppo infrastrutturale? Certamente tali piani permettono di ipotizzare che **per alcuni comparti gli aumenti di domanda possano essere sostenuti nel tempo al di là della fiammata del 2021**, ma perché si verifichi un superciclo occorre guardare all'offerta e all'elasticità della stessa nel corso del tempo. E qui entra in gioco la transizione energetica. Tanto per fare solo alcuni esempi, i moduli batteria di un tipico veicolo elettrico contengono circa 8 kg di litio, 35 di nickel, 20 di manganese, 14 di cobalto¹⁶. Il rame è poi centrale per altre componenti dei veicoli elettrici così come per le infrastrutture di rete e di ricarica. Anche pannelli solari e turbine per la produzione eolica prevedono elevate quantità di metalli – a partire da acciaio, alluminio e rame – per poter funzionare, senza poi dimenticare le reti necessarie per il trasporto dell'energia prodotta.

¹⁵ La quota cinese sui consumi globali di metalli di base è compresa tra il 40% e il 60%. Si veda S&P global, *China's impact on commodities markets to continue despite structural change: LME seminar*, 11 ottobre 2021.

¹⁶ Fondo Monetario Internazionale, *Metal demand from energy transition may top current global supply*, dicembre 2021.

Tenendo conto degli aumenti di domanda previsti da qui ai prossimi decenni (fino a 20 volte quella attuale per alcune tipologie di metalli¹⁷) il problema non è solo quello, già di per sé notevole, di quanto estrarre e produrre e degli investimenti a ciò necessari. **A monte la stessa disponibilità di riserve e la loro localizzazione sono fattori cruciali.** Il rapporto tra offerta e domanda per alcuni metalli già oggi è inferiore, anche di molto, al 100% (Fig. 8A).

Figura 8A. Rapporto offerta/domanda metalli (%)

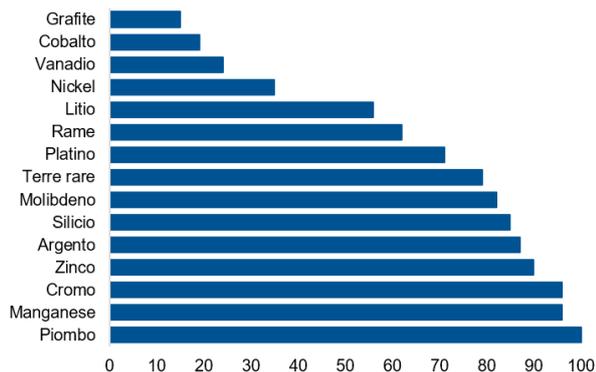
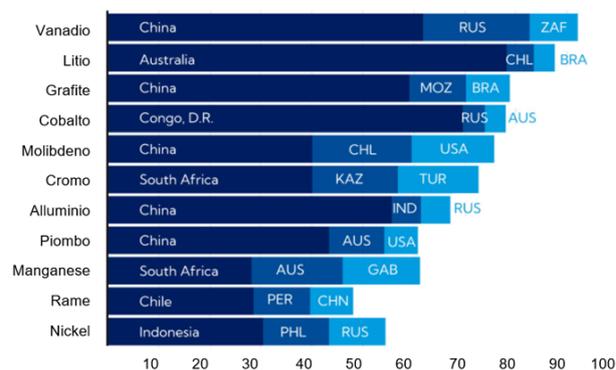


Figura 8B. Riserve di metalli per paese



Fonte: Fondo Monetario Internazionale su dati IEA e US Geological Survey.

Note: nella figura 7B AUS=Australia, BRA=Brasile, CHL=Cile, CHN =Cina, COD=Congo, GAB=Gabon, IDN=Indonesia, IND=India, KAZ=Kazakistan, MOZ=Mozambico, PER= Perù, PHL= Filippine, RUS=Russia, TUR=Turchia, USA=Stati Uniti, ZAF= Sud Africa.

Un fattore di attenzione è quello per cui, se in alcuni casi l'utilizzo delle riserve esistenti può essere sufficiente a ridurre o addirittura annullare le pressioni di domanda (per es. per vanadio e grafite), **in altri casi le riserve esistenti sono limitate¹⁸ e solo nuovi avanzamenti tecnologici potrebbero essere in grado di chiudere il divario tra domanda e offerta**, e il fattore costo sarà cruciale per effettuare gli investimenti necessari. Sarà parimenti essenziale procedere sempre più verso la circolarità e il riciclo dei metalli, anche perché le **incognite geopolitiche sono destinate a rimanere rilevanti**, probabilmente ancor di più che in passato visto che le riserve di molti metalli presentano una concentrazione geografica superiore a quella di combustibili fossili e *commodity* agricole (Fig. 8B). Da ultimo, andranno tenuti sempre più in considerazione gli aspetti socio-ambientali che impattano, più o meno direttamente, sulle popolazioni coinvolte.

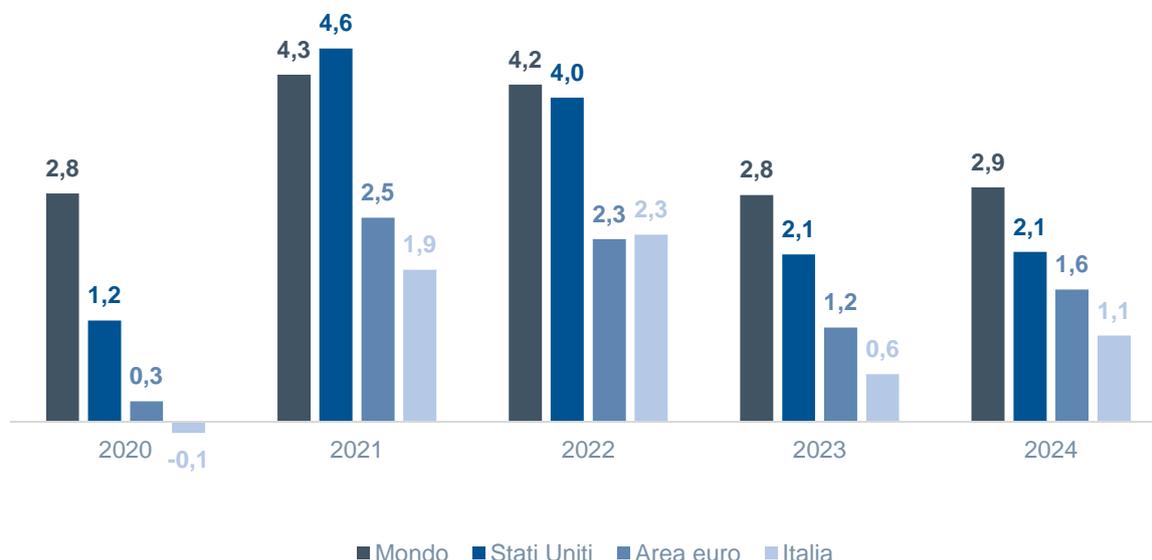
Pressioni al rialzo ancora nel 2022... ma non oltre

A partire dal prossimo anno, in uno scenario base – ossia a maggiore probabilità di accadimento – caratterizzato dal graduale superamento dell'emergenza sanitaria, **la crescita del Pil mondiale è attesa proseguire a un ritmo sostenuto (+4,3%)**, seppur più moderato, per poi stabilizzarsi su ritmi simili a quelli osservati prima dello shock pandemico (+3,2% nella media 2023-24). **L'inflazione è attesa rimanere stabile nel 2022 (+4,2%)** e iniziare a calare nel biennio successivo (+2,8% in media), in concomitanza con la normalizzazione dell'economia (Fig. 9).

¹⁷ Fondo Monetario Internazionale, *Energy Transition Metals*, ottobre 2021.

¹⁸ Un caso emblematico è rappresentato dal rame: prima che una nuova miniera possa essere sfruttata commercialmente non passa meno di una decina d'anni (2-3 minimo in caso di espansione di un sito esistente) e in un Paese come il Cile, di gran lunga il primo produttore mondiale con una quota superiore a un quarto del totale, non è rimasto molto rame "semplice" da estrarre.

Figura 9. Previsioni su andamento dell'inflazione, per economie selezionate (%)



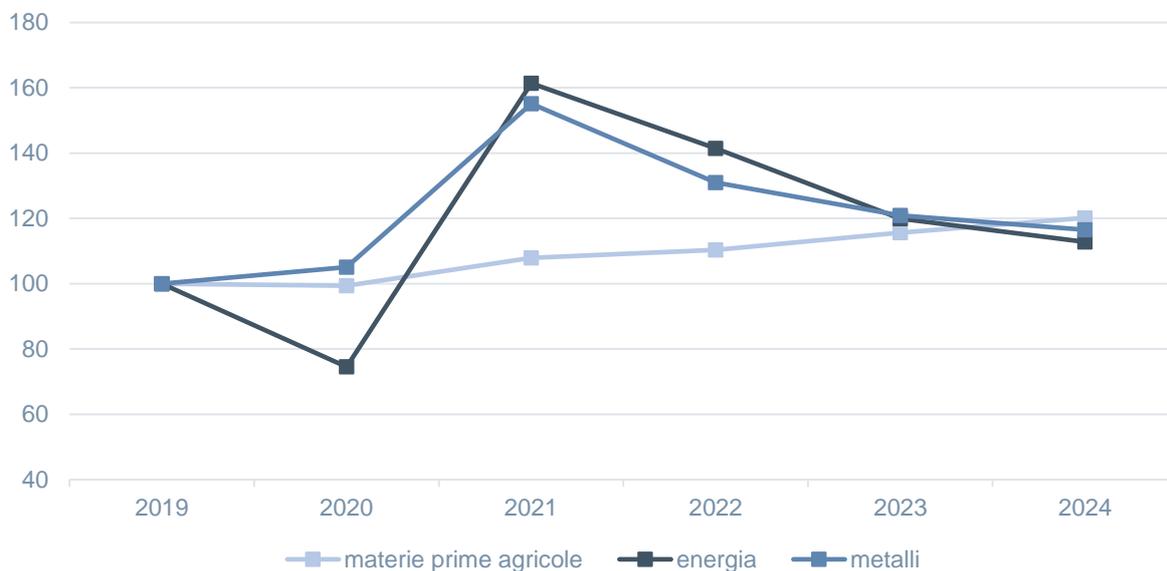
Fonte: Oxford Economics

Nota: inflazione misurata sull'Indice dei prezzi al consumo.

Tali previsioni sembrano quindi sostenere la tesi condivisa da molti che **l'accelerazione dei prezzi nel periodo 2021-22** possa essere considerata di natura "episodica", ossia **legata alla crisi pandemica** e destinata quindi a riassorbirsi con la graduale stabilizzazione dell'economia globale. Come per la dinamica del Pil, anche per la variabile inflazione le previsioni indicano una divergenza di intensità tra i vari Paesi. In particolare, è atteso persistere un differenziale di crescita tra il tasso di variazione dei prezzi negli Stati Uniti e quello nell'Eurozona, alla base della divergenza di politica monetaria prospettata dalle relative Banche centrali nei rispettivi incontri di dicembre. Inoltre, mentre nell'Area dell'euro l'inflazione è attesa scendere leggermente, per l'Italia le previsioni indicano invece un'accelerazione a +2,3% (per poi rallentare nuovamente a +1,7% in media nel biennio successivo).

In questo contesto, **i prezzi delle materie prime energetiche e dei metalli sono attesi in calo nel corso del prossimo anno**, pur rimanendo al di sopra dei livelli pre-crisi (Fig. 10), suggerendo come il divario tra l'inflazione mondiale complessiva e quella "core" osservato nel 2021 si dovrebbe ridurre. In altri termini, a fronte di un'inflazione totale attesa stabile nel 2022, **ci attendiamo un aumento dell'inflazione di "fondo" presumibilmente ascrivibile a una maggiore diffusione dell'aumento dei prezzi soprattutto al settore dei servizi.**

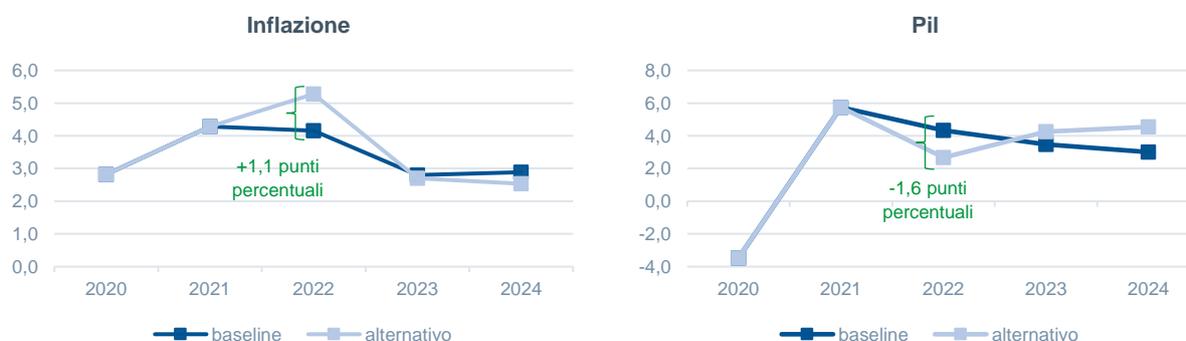
Figura 10. Previsioni su andamento dei prezzi delle materie prime (indice 2019=100)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Oxford Economics

Lo scenario rimane tuttavia esposto a significativi rischi al ribasso, legati all'incertezza sull'evoluzione della pandemia a fronte di nuove varianti, come nel caso della "Omicron" che si appresta a diventare dominante e le cui caratteristiche in termini di trasmissibilità e letalità sono ancora note solo in parte. Inoltre, non si possono escludere ulteriori interruzioni nelle catene di fornitura globali, rispetto a quanto ipotizzato nello scenario base. In uno **scenario alternativo di disruption più persistenti** (ma comunque limitate al 2022) e a cui è associata – a oggi – una probabilità di accadimento contenuta seppur non trascurabile, si segnalerebbero **ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi** con impatti negativi consistenti sulla crescita dell'economia mondiale nel prossimo anno (Fig. 11). La stessa variante Omicron potrebbe esacerbare gli squilibri tra domanda e offerta, qualora l'effetto della carenza di input produttivi e forza lavoro fosse più che proporzionale rispetto all'impatto del rallentamento dei consumi dovuto a nuove restrizioni.

Figura 11. Pil e inflazione mondiale, scenari a confronto (%)



Fonte: Oxford Economics

Conclusioni

Dopo una lunga assenza l'inflazione è tornata: le forti spinte sui prezzi, che si stanno verificando su scala globale seppur con tempistiche e intensità variabili, sono l'effetto di **un'accelerazione della domanda più intensa di quanto anticipato nei mesi scorsi a cui si contrappongono molteplici vincoli di offerta**, riconducibili a interruzioni nelle catene di fornitura e aumenti dei prezzi delle materie prime.

Ridurre il dibattito a una logica meramente dicotomica tra transitorietà o persistenza di tali pressioni inflative sarebbe tuttavia riduttivo. Una maggiore comprensione del fenomeno richiede, infatti, un'analisi delle componenti dell'inflazione nonché la **distinzione tra dinamiche congiunturali, legate alla pandemia, e quelle più strutturali, ascrivibili al cambiamento epocale innescato dalla transizione ecologica.**

Per il 2022 si prevede il persistere dell'inflazione mondiale complessiva su livelli alti simili a quelli osservati nel corso di quest'anno. Tuttavia, mentre i prezzi delle materie prime – in particolare quelle energetiche – sono previsti in calo, l'inflazione di fondo (depurata dalle componenti più volatili) dovrebbe continuare ad aumentare, come riflesso presumibilmente di un rialzo dei prezzi in quei settori che non hanno ancora recuperato i livelli pre-crisi, come nel caso dei servizi.

A partire dal biennio successivo, l'inflazione è attesa però in rallentamento in concomitanza con la stabilizzazione dell'economia in un contesto di superamento dell'emergenza sanitaria. Ciò suggerisce quindi una risposta negativa al quesito posto nel titolo del presente lavoro: **l'inflazione, o meglio la sua accelerazione, non è tornata per restare.** Se questa risposta è valida in termini generali, è necessario però **non sottovalutare la fase rialzista che interesserà i prezzi dei metalli industriali cosiddetti di "transizione"** su un orizzonte temporale di più lungo termine.

Non da ultimo, lo scenario rimane caratterizzato ancora da una notevole incertezza, con rischi al ribasso legati all'evoluzione della pandemia e a possibili interruzioni delle catene di fornitura più durature del previsto che potrebbero rallentare la ripresa economica e al contempo alimentare ulteriormente le pressioni inflazionistiche il prossimo anno. **Anche in questo scenario alternativo peggiorativo, lo shock sui prezzi sarebbe comunque transitorio, o più propriamente "episodico".**

I dati e le informazioni storiche provengono da fonti ufficiali e attendibili e fanno riferimento a quanto disponibile alla data del 21 dicembre 2021.