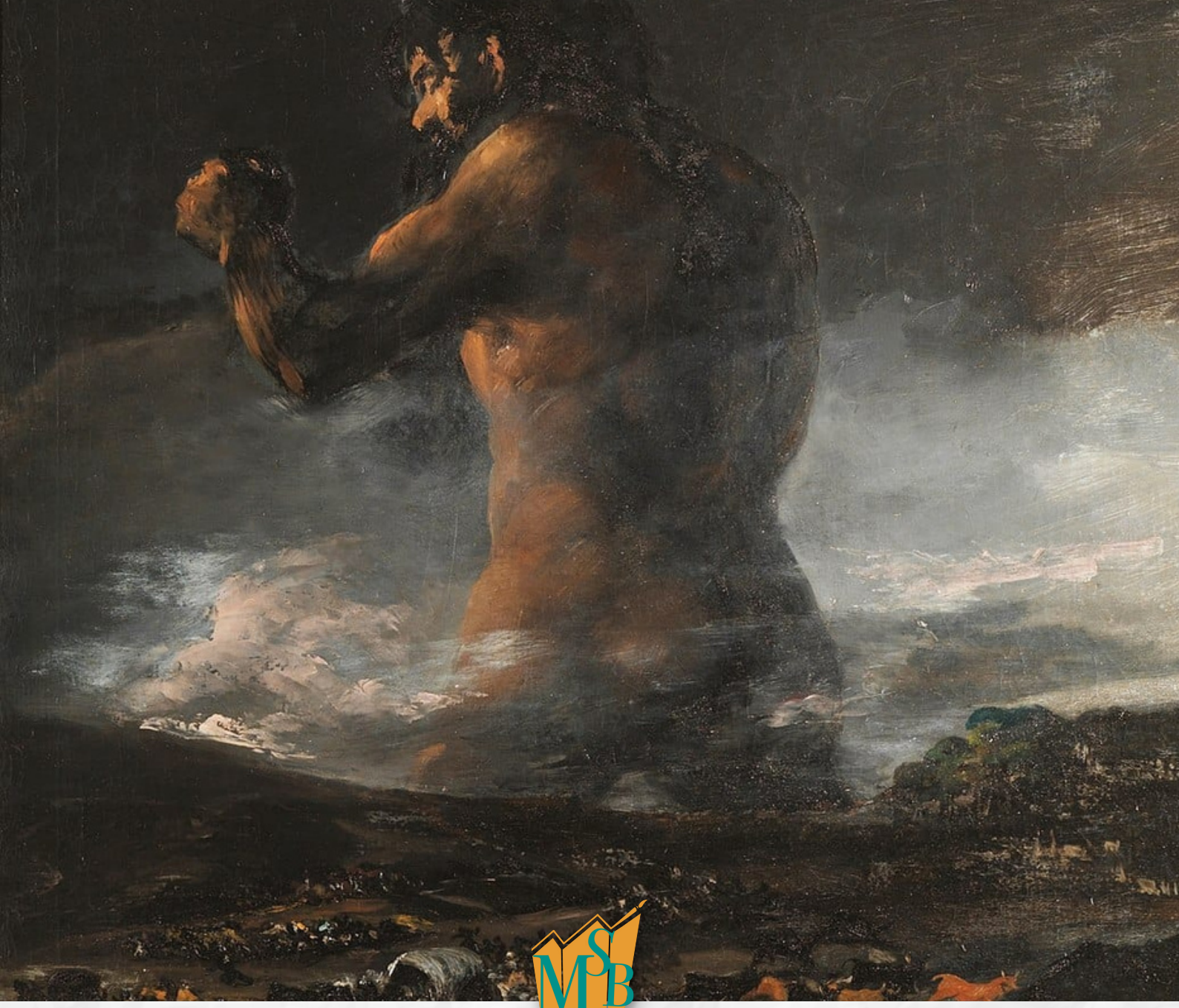


L'INFLAZIONE

#macromarkets

Febbraio
2022

INDICE

INTRODUZIONE 2

L'ORO È UN INFLATION HEDGE? 3

RELAZIONE TRA PREZZO DELL'ORO E ETF'S GOLD HOLDINGS 5

EUROZONA: L'INFLAZIONE NEL 2021 E 2022 TRA ASPETTATIVE E REALTA' 7

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA 10

Autori:

Massimo Alessandra

Tito Simone

INTRODUZIONE

L'inflazione, in economia, indica una crescita generalizzata e continuativa dei prezzi nel tempo. È un indicatore fondamentale perché il livello dei prezzi condiziona il potere di acquisto delle famiglie, l'andamento generale dell'economia e l'orientamento delle politiche monetarie delle banche centrali (Borsa Italiana). Nelle economie di mercato, infatti, i prezzi di beni e servizi possono subire variazioni in qualsiasi momento: l'inflazione si ha quando si registra un rincaro di ampia portata. Nell'area dell'euro l'inflazione al consumo è misurata sull'*indice armonizzato dei prezzi al consumo*, spesso indicato con la sigla IAPC. Il termine armonizzato significa che tutti gli Stati membri dell'Unione Europea adottano la stessa metodologia, assicurando la comparabilità dei loro dati (BCE).

Il ruolo di controllo e governo dell'inflazione è in mano alle banche centrali. Questa scelta si basa su una delle caratteristiche principali delle banche centrali, ovvero quella di essere indipendenti e libere dalle pressioni politiche, e in questo modo riescono a fornire un livello di inflazione basso e stabile. Perciò, si ritiene che la politica monetaria sia lo strumento di stabilizzazione migliore, a differenza della politica fiscale che richiede lunghi processi parlamentari.

In un contesto normale, il modo in cui la banca centrale interviene è quello di alzare, mantenere costante o ridurre il tasso di policy. La scelta dipende dalle valutazioni fatte dalla banca centrale rispetto, ad esempio, il lato della domanda: se vi sono spinte inflattive dal lato della domanda, la banca centrale alzerà il tasso di policy, e viceversa. Allo stesso modo, la banca centrale dovrà tenere conto della supply side, ossia del lato dell'offerta: questo è possibile tramite il monitoraggio della curva di Phillips. Questo è lo schema tradizionale nel quale una Banca Centrale che ha un target in termini di inflazione opera.

L'ORO È UN INFLATION HEDGE?

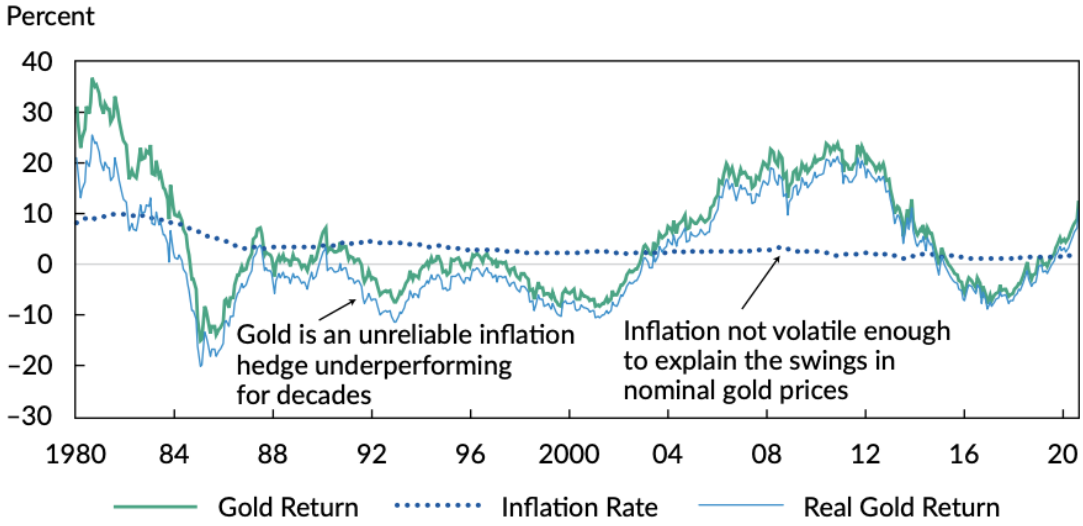
Uno dei motivi per cui l'oro viene acquistato da parte degli investitori è il suo ruolo di "protettore" dall'aumento dell'inflazione.

Innanzitutto, uno strumento "*inflation hedge*" è uno strumento che permette di coprirsi dalla riduzione del potere di acquisto determinato dall'aumento dei prezzi; nel caso dell'oro, significherebbe che l'aumento dell'inflazione dovrebbe essere pari a quella del prezzo dell'oro per un periodo di riferimento a lungo termine. Ciò indicherebbe che l'inflazione sia un driver del prezzo dell'oro; ma, come andremo a descrivere successivamente, ciò non è sottoscritto da parte di tutti gli studiosi.

Storicamente, analizzando l'andamento dell'inflazione, del prezzo nominale e reale dell'oro, si evince come il prezzo dell'oro non abbia un andamento che segue sempre quello dell'inflazione. Nel 1980 probabilmente per timore di un periodo di stagflazione e nel 2011, per timore di un aumento dell'inflazione date le politiche monetarie espansive adottate dalle Banche centrali, il prezzo reale dell'oro ha raggiunto dei picchi a cui sono poi susseguiti 5 anni di forte decrescita dello stesso rispettivamente del 65% e 33%, mentre il valore dell'inflazione era in aumento. Dopo l'introduzione di politiche monetarie accomodanti per far fronte allo scoppio della pandemia, i timori di un futuro aumento dell'inflazione hanno determinato un aumento del prezzo reale dell'oro e ci si chiede se questo non possa essere accompagnato da un periodo di riduzione del valore dello stesso come avvenuto nei due periodi storici evidenziati.

Secondo la teoria del *"Golden constant"* (elaborata da Roy Jastram), l'oro è uno strumento che può essere utilizzato come copertura dal rischio inflazionistico. Tale teoria si basa sulla convinzione che il potere di acquisto dell'oro sia costante nel lungo periodo e quindi che i rendimenti dati dall'investimento in oro saranno nulli nel lungo periodo. La teoria definisce il prezzo nominale dell'oro come rapporto tra l'indice di inflazione e il valore reale dell'oro; per cui, ad un aumento dell'inflazione dovrebbe risultare un aumento del prezzo nominale dell'oro dato che il prezzo reale dello stesso è costante. Questo processo di decomposizione del valore dell'oro porta a supporre che il prezzo dell'oro sia determinato da due driver che sono l'indice di inflazione e il prezzo reale dell'oro e che a sua volta il prezzo dell'oro sia una misura dell'inflazione. Con riferimento alla media dei rendimenti dell'oro su base quinquennale, si nota come l'andamento del

prezzo dell'oro sia spiegato (almeno sul breve periodo) dall'andamento del prezzo reale dell'oro e non dal tasso di inflazione.



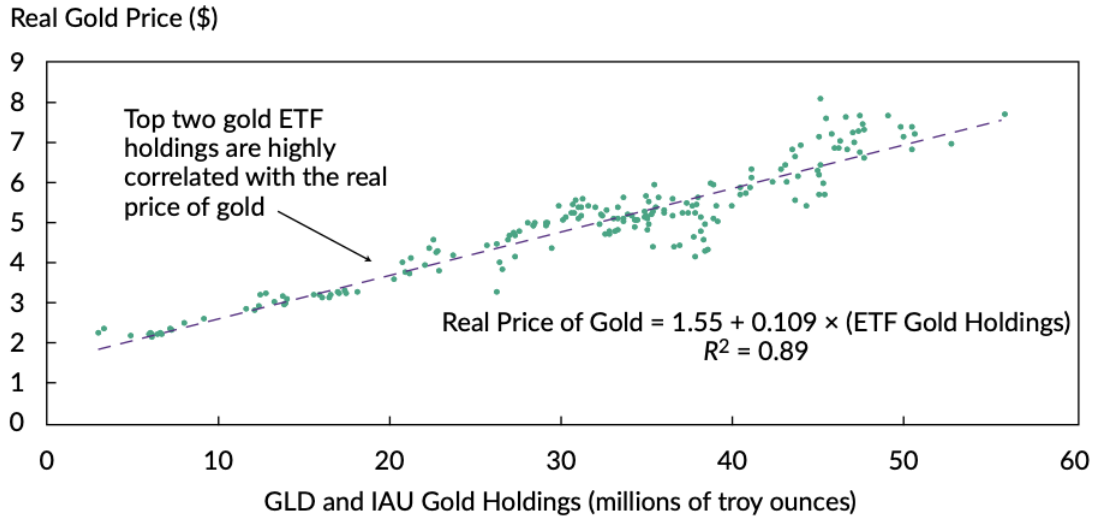
Fonte: Bloomberg

Per cui, l'oro è uno strumento che può permettere di proteggersi dall'inflazione nel lungo periodo ma le eccessive oscillazioni di prezzo rispetto all'andamento del tasso d'inflazione non permettono di definire l'investimento in oro come una copertura dal rischio inflazionistico nel breve termine. (Erb, Harvey, 2013)

RELAZIONE TRA PREZZO DELL'ORO E ETF'S GOLD HOLDINGS

La costituzione di Exchange Traded Funds (ETF) basati sull'oro potrebbe essere un fattore endogeno che influenza sempre più il prezzo reale dell'oro. (Ben-David, Franzoni, and Moussawi,2015).

Si tratta della creazione di masse di passività da parte dei gestori di questi fondi che vanno a modificare direttamente la domanda di oro e di conseguenza il prezzo dello stesso. Basandosi su dati storici (da novembre 2004 a luglio 2020) è possibile notare la correlazione positiva a tra il prezzo reale dell'oro e le once Troy detenute da due grandi ETF a livello mondiale che sono GLD e IAU Gold Holdings; in particolare, si prendono a riferimento questi fondi perché la maggior parte della domanda di oro deriva dagli ETF sull'oro. L'andamento della curva può essere visto sulla base della teoria keynesiana della domanda, dove l'aumento della domanda di oro spinge in alto il prezzo dello stesso in un contesto per cui la domanda è più elevata rispetto all'offerta. Sembra esistere quindi un equilibrio tra ETF sull'oro e il prezzo dello stesso, tale per cui quando la domanda da parte di questi fondi cala, altrettanto farà il prezzo dell'oro.



Fonte: Bloomberg

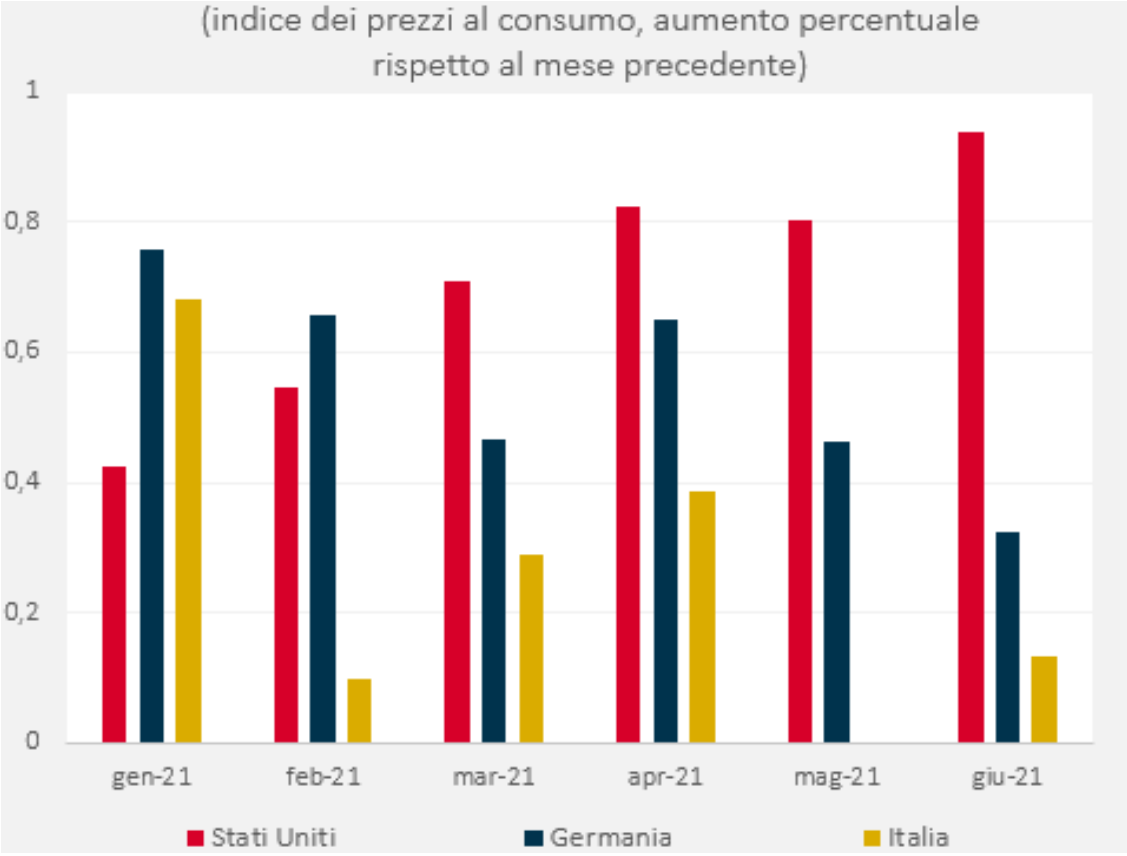
Oggi il prezzo dell'oro è a livelli che riportano alla memoria quelli degli anni '80 del secolo scorso e del 2011, però non è immediato che questo possa essere seguito da una riduzione dello stesso nei prossimi anni; un ruolo importante è giocato dalle mosse dei grandi fondi ETF sulla base anche della c.d. "euforia irrazionale". Questo concetto è stato presentato da Greenspan con riferimento al mercato azionario per descrivere la crisi del

1929, ma potrebbe essere traslato anche al mercato dell'oro, con uno sguardo ad un'eccessiva richiesta di oro da parte degli investitori per una preoccupazione del rischio inflazionistico negli anni a venire.

EUROZONA: L'INFLAZIONE NEL 2021 E 2022 TRA ASPETTATIVE E REALTA'

Nel primo semestre del 2021 l'inflazione è aumentata sensibilmente sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti. Nonostante ciò, fino alla fine dell'estate, le due aree stavano seguendo percorsi differenti: l'inflazione europea aveva riportato il livello dei prezzi in linea con il trend pre-Covid e stava decelerando; quella americana ha portato i prezzi ben al di sopra del trend pre-crisi e non aveva presentato ancora un rallentamento, superando le previsioni della FED. Le due aree avevano quindi due direzioni diverse, probabilmente a causa (i) della crisi economica meno grave negli Stati Uniti (crescita del PIL reale nel 2020 del -3,5%) che nell'Area Euro (-6,5%); (ii) e della dimensione dello stimolo fiscale americano (aumento medio del deficit tra il 2019 e il 2020/2021 di quasi 10 punti del PIL, contro circa 7 punti nell'Area Euro) (Cottarelli, Gottardo, 2021).

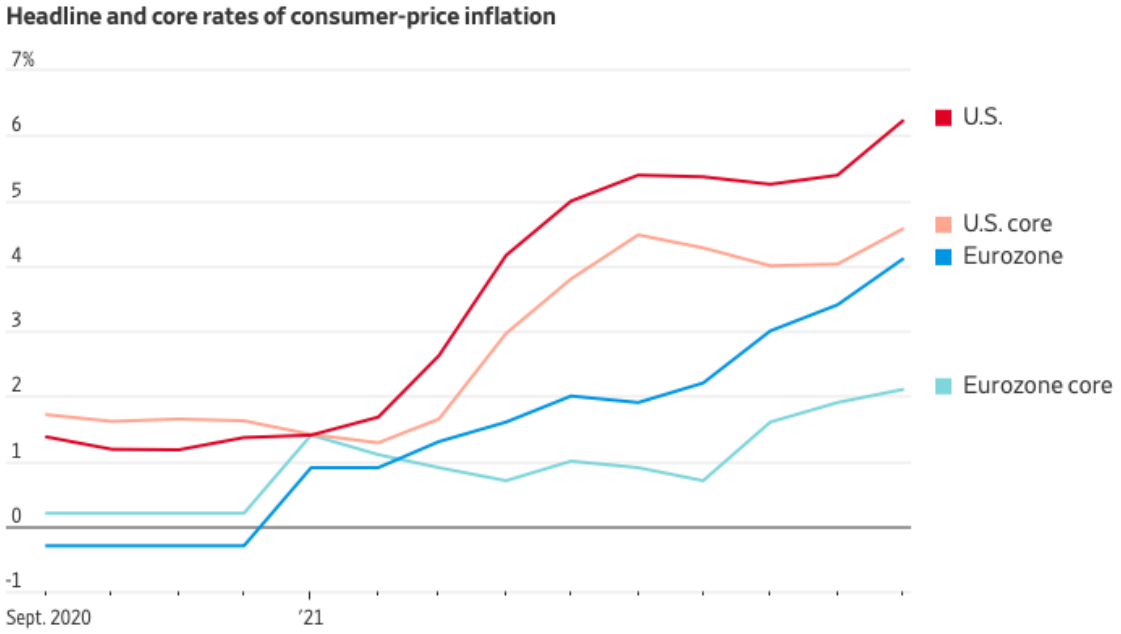
Nonostante queste differenze, sia in Europa che negli Stati Uniti i tassi di inflazione nella prima parte del 20201 erano ben al di sopra del 2% considerato normale dalle Banche Centrali.



Fonte: Elaborazione OCPI su dati FED, Destatis e Istat.

Inizialmente, vi erano alcuni motivi per pensare che questo aumento fosse transitorio. Anzitutto, un'accelerazione dell'inflazione è un fenomeno normale per i periodi di ripresa. Inoltre, quando terminano le crisi economiche possono verificarsi colli di bottiglia nell'offerta ("*supply bottlenecks*") perché famiglie e imprese spendono rapidamente i risparmi cautelativi accumulati durante la recessione. Tuttavia, in ottobre l'inflazione è aumentata in misura marcata sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti. il livello dei prezzi ha superato il trend anche nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti si è ben oltre il trend (Liaci, 2021).

A novembre 2021, l'inflazione dei prezzi al consumo nella zona Euro raggiunse un livello record, ma molti economisti non si aspettarono che la Banca Centrale Europea aumentasse il suo tasso di interesse chiave nel 2022, ritenendo questa impennata dell'inflazione transitoria. Molti economisti, infatti, affermarono che l'inflazione nella zona euro sarebbe diminuita significativamente all'inizio del 2022, facendo eco all'opinione della BCE. Le aziende che condivisero questo punto di vista includono UBS, Morgan Stanley, BNP Paribas e Oxford Economics (Paul Hannon, WSJ, 2021).

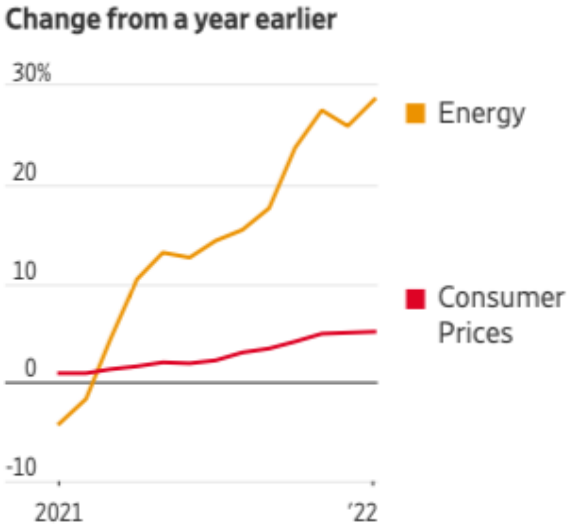


Fonte: WSJ. Dati: OECD. Note: OECD Core inflation excludes energy and food prices.

Quello che si è verificato nel 2021 segnerebbe il più veloce aumento annuale dei prezzi dall'inizio delle registrazioni nel 1997. Durante questi 24 anni, il tasso di inflazione ha superato il 4% solo in due mesi, il primo nel luglio 2008, il secondo nell'ottobre di quest'anno. Perciò, era molto improbabile che i responsabili politici annunciassero

qualche mossa per contrastare l'impennata dell'inflazione, oltre a confermare la loro visione che il tasso di inflazione dell'Eurozona scenderà fino al 2022 e sarà di nuovo sotto il loro obiettivo del 2% nel 2023 (Paul Hannon, WSJ, 2021).

Cosa si è verificato realmente durante il primo mese del 2022? Nonostante i funzionari della BCE e la maggior parte degli economisti fossero abbastanza sicuri che la prima lettura dell'inflazione dell'anno avrebbe mostrato un calo significativo, a gennaio 2022 l'inflazione dell'eurozona ha raggiunto un nuovo record. Infatti, i dati rilasciati dall'agenzia di statistica dell'Unione Europea hanno mostrato che il tasso annuale di inflazione è salito al 5,1% seguendo una nuova impennata dei prezzi dell'energia.

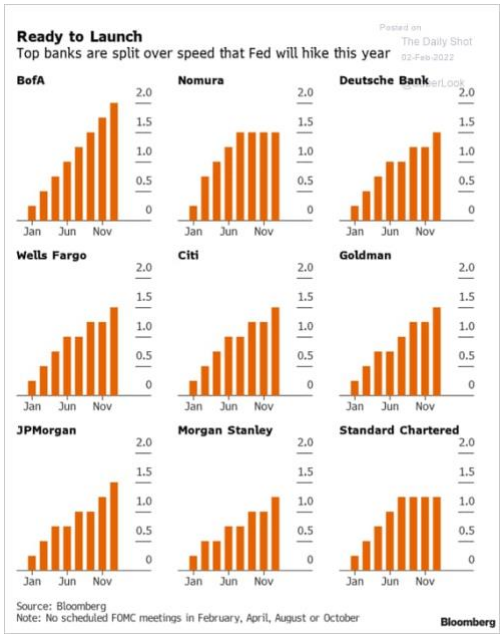


Fonte: WSJ. Dati: Eurostat 2022

Nella sua ultima riunione per dicembre, la banca centrale ha aumentato le sue previsioni di inflazione per quest'anno, ma ha detto che si aspetta che l'aumento dei prezzi al consumo rallenti con l'avanzare del 2022. Si aspetta che l'inflazione scenda di nuovo sotto il suo obiettivo nel 2023, e ha detto che in queste circostanze è improbabile che aumenti il suo tasso di interesse chiave quest'anno.

Al contrario, la Federal Reserve ha indicato che probabilmente alzerà i tassi d'interesse un certo numero di volte quest'anno, probabilmente a partire da marzo (Paul Hannon, WSJ, 2022).

Concludendo, possiamo affermare che le aspettative dei policy maker e degli economisti non si sono realizzate. Ciò ci fa comprendere come questo periodo storico, segnato in particolar modo dal Covid-19 e dall'aumento dei prezzi dell'energia, sia di difficile narrazione e comprensione anche per i più abili osservatori dell'economia e dell'inflazione.



Fonte: Bloomberg

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Cottarelli Carlo, Gottardo Giulio, "*L'aumento dell'inflazione in Europa e Stati Uniti e i rischi per l'Italia*", in www.osservatoriocpi.unicatt.it, 15 luglio 2021.

Liaci Salvatore, "*Un aggiornamento sull'aumento dell'inflazione*", in www.osservatoriocpi.unicatt.it, 12 novembre 2021.

Hannon Paul, "*Eurozone Inflation Likely Hit Record High In November*", in www.wsj.com, 28 novembre 2021.

Hannon Paul, "*Eurozone Inflation Rises To Fresh Record, Against Expectations"*, in www.wsj.com, 02 febbraio 2022.

Claude B. Erb, Campbell R. Harvey & Tadas Viskanta, *"Gold, the Golden Constant, and Déjà Vu",* 06 ottobre 2020.

Claude B. Erb, Campbell R. Harvey, *"The golden dilemma"*, gennaio 2013.

www.ecb.europa.eu

Francisco Goya, “El Coloso”, Museo del Prado, Madrid

L’inflazione è il tema più caldo degli ultimi mesi, e pertanto merita un quadro che ne raffiguri l’impatto sui mercati e sulla vita delle persone.

Davanti a questo quadro, si aprono un’infinità di temi. Dalla mancata certezza nell’attribuire il quadro a Goya piuttosto che all’allievo Asensio Julià potremmo ricavare un collegamento non scontato. Dalla figura dell’asino che sul fondo del quadro sembra non curarsi di ciò che gli accade attorno, altrettanti.

Ma il punto focale del nostro parallelismo tra quadro e inflazione rimane comunque la povera gente. Perché alla fine si sa, che sia per la guerra d’indipendenza spagnola o che sia per la gestione dell’inflazione su paesi massacrati da due anni di pandemia, a soffrirne maggiormente saranno sempre i più deboli.

E allora chi sarà mai quel colosso che monopolizza l’attenzione nel quadro?

G.D.