

TENDENZE DEL MERCATO DELL'ORO

Nell'ultimo anno il prezzo dell'oro ha attirato l'attenzione di tutti. Il livello raggiunto, da quando è scoppiata la pandemia da coronavirus un anno fa, è il più elevato da dieci anni a questa parte. Certamente il clima di incertezza sul piano della salute dei cittadini e delle pesanti conseguenze economiche, ha accresciuto in modo eccezionale la domanda del metallo prezioso che costituisce il bene rifugio per eccellenza.

Attualmente (10 marzo 2021), il prezzo dell'oro fino per grammo è di 46,33 euro. Il picco dell'ultimo decennio si è verificato il 7 agosto del 2020, con un prezzo di 56,07 euro per grammo. Il punto di minimo si è registrato il 23 dicembre del 2013 con 28,04 euro per grammo. Si segnala anche il massimo relativo dell'8 ottobre 2012, con un prezzo di 43,86 euro per grammo. Quindi un prezzo non molto lontano da quello attuale che si è verificato nell'anno 2012 con la crisi dei debiti sovrani. Una crisi che aveva messo in dubbio l'esistenza della stessa moneta unica europea. Seguirono le politiche monetarie non convenzionali della Banca Centrale Europea (BCE) che salvarono l'euro. Si tratta degli ingenti acquisti di titoli del debito pubblico sul mercato secondario da parte della BCE (*Quantitative easing*), dei tassi di interesse di *policy* nulli o negativi, della politica degli annunci per orientare le aspettative del mercato.

L'oro viene negoziato sul mercato a pronti e su quello a termine. La domanda comprende essenzialmente tre componenti: gioielleria per circa il 50%, usi industriali per il 10% e motivi finanziari e di accumulo delle riserve valutarie delle Banche Centrali per il 40%. L'offerta dipende dalla produzione di miniere d'oro che è abbastanza stabile nel tempo e rappresenta una percentuale piccola dell'oro esistente.

In periodi di forte incertezza come gli attuali è aumentata molto la domanda di oro per scopi finanziari e la domanda riguardante le Banche Centrali che accumulano metallo prezioso nelle loro riserve, oltre che valute convertibili, Diritti Speciali di Prelievo e posizioni creditorie sul Fondo Monetario Internazionale (FMI).

L'investimento finanziario in oro avviene prevalentemente attraverso gli ETF. Gli ETF, acronimo di *Exchange Traded Funds*, sono fondi a basse commissioni di gestione negoziati in Borsa come le normali azioni. Si caratterizzano per il fatto di avere come unico obiettivo quello di replicare fedelmente l'andamento e quindi il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime, nel nostro caso l'oro. Nell'ultimo anno, gli investimenti in oro riferiti agli ETF hanno preso la quota maggiore.

Affrontiamo ora il problema delle determinanti del prezzo dell'oro. Ne consideriamo due: il tasso di cambio del dollaro; il tasso di interesse reale della moneta americana. Sul piano empirico, si osserva una correlazione inversa tra queste variabili. Quando si deprezza il tasso di cambio del dollaro, il prezzo dell'oro tende ad aumentare e viceversa nel caso contrario. All'aumentare del tasso di interesse reale sul dollaro diminuisce il prezzo dell'oro. Quando diminuisce il tasso di interesse reale sul dollaro tende ad aumentare il prezzo dell'oro.

L'oro viene quotato sul mercato di Londra non solo a pronti ma anche a termine. In altre parole, è possibile acquistare o vendere oro a termine ad una determinata scadenza (un mese, due mesi, tre mesi, quattro mesi e così via) fissando i prezzi oggi ed eseguendo il contratto a scadenza. Dobbiamo pertanto chiederci che cosa determina lo scarto positivo o negativo tra la quotazione a termine e quella a pronti dell'oro. Le cause fondamentali sono due: il tasso di interesse sull'attività finanziaria alternativa e le aspettative sul futuro prezzo dell'oro.

Abbiamo pertanto due gruppi di operatori: gli arbitraggisti commerciali e finanziari che si coprono sempre contro il rischio di variazioni del prezzo dell'oro; gli speculatori commerciali e finanziari che giocano sulla differenza tra la quotazione a termine dell'oro e il suo prezzo atteso alla scadenza del termine.

Facciamo due esempi riguardanti le due categorie, cominciando dagli arbitraggisti. Poniamo che il rendimento di un'attività in dollari ad un anno sia del 3% e che il prezzo a pronti dell'oro fino sia di 56 dollari al grammo. Il prezzo a termine di parità dell'oro sarà pertanto di 58 dollari con scadenza ad un anno. Con questi prezzi, sarà indifferente investire in dollari al 3% o acquistare a pronti oro e venderlo a termine ai prezzi indicati. Se invece il prezzo a termine dell'oro è per esempio di 59 dollari al grammo, all'arbitraggista conviene acquistare oro a pronti a 56 dollari e venderlo a termine a 59, con un guadagno lordo del 5,4% e netto del 2,4% (5,4% - 3%). Queste operazioni degli arbitraggisti, se sono molto intense (elevata elasticità della domanda), tenderanno ad accrescere il prezzo a pronti dell'oro e a far diminuire quello a termine, riportando la differenza alla parità del 3%.

Vediamo ora gli speculatori che giocano allo scoperto puntando sulla differenza tra il prezzo a termine dell'oro e il prezzo dell'oro atteso ad un anno. Poniamo che il prezzo a pronti atteso ad un anno sia di 60 dollari al grammo, contro un prezzo a termine di 59. Con questi prezzi, agli speculatori conviene acquistare oro a termine a 59 dollari, nell'attesa di venderlo a pronti alla scadenza del termine a 60, con un guadagno di quasi il 2%. Queste operazioni tendono a spingere il prezzo a termine dell'oro verso 60 dollari al grammo, nell'ipotesi di una domanda speculativa infinitamente elastica.

In concreto, nell'ipotesi di elasticità normali delle curve degli arbitraggisti e degli speculatori sull'oro, il prezzo a termine di equilibrio tenderà a collocarsi tra 58 e 60 dollari al grammo.

Le attuali previsioni sul prezzo dell'oro sono al rialzo, nonostante la prospettiva della riduzione dell'incertezza causata dalla pandemia in seguito all'attuazione dei piani vaccinali.

Alcune previsioni indicano per il corrente anno un aumento del prezzo dell'oro fino al 30%. E ciò per una serie di ragioni che vengono qui riassunte.

Prima ragione: continuano a dominare le incertezze geopolitiche e geoeconomiche a livello mondiale, con particolare riferimento ai difficili rapporti tra Stati Uniti d'America e Cina.

Il secondo motivo è il permanere della debolezza del cambio del dollaro che, come si è visto, spinge la domanda di oro con un rialzo del prezzo.

Terzo motivo è la politica monetaria americana che continuerà ad essere espansiva con tassi di interesse di *policy* intorno allo zero. Anche questo fattore tende a spingere verso l'alto la domanda e il prezzo dell'oro.

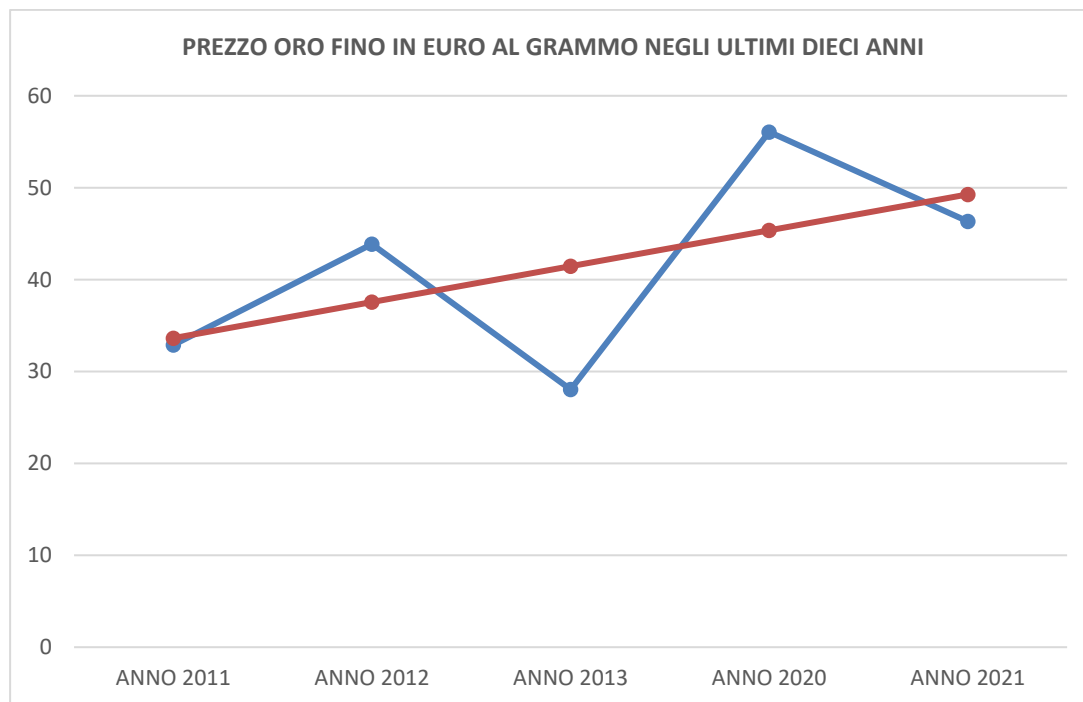
Quarto e ultimo motivo, ma non per importanza, la debolezza del ciclo economico internazionale.

Sul piano storico è interessante sottolineare la funzione dell'oro che non è mai venuta meno per ben cinquemila anni di civiltà: egizia, greca, romana, medioevale e moderna. L'oro come moneta ha favorito la crescita degli scambi commerciali tra popoli anche molto lontani tra loro, rompendo gli isolamenti e spingendo verso un'economia di tipo globale.

Il mondo dell'economia è sempre vissuto nell'incertezza, con una continua alternanza di cicli positivi e di cicli negativi. L'oro ha rappresentato e continuerà a rappresentare per l'uomo un'ancora di sicurezza contro l'eterna incertezza della vita umana.

Giovanni Scanagatta

Roma, 15 marzo 2021



N.B. Il grafico rappresenta l'andamento del prezzo dell'oro fino espresso in euro per grammo negli ultimi dieci anni: dal 2011 al 2021 (linea blu). La linea rossa indica il trend lineare rispetto al tempo del prezzo dell'oro nel decennio 2011-2021.