

20 agosto 2020

Il Sole **24 ORE**

## LA FUGA IN AVANTI DELL'ORO: È TUTTA SPECULAZIONE?

di Marcello Minenna

Il mese di luglio 2020 verrà ricordato per l'impressionante *rally* del prezzo dell'Oro: +10% ottenuto con un ritmo di crescita sperimentato solo 2 volte negli ultimi 40 anni. Questo *sprint* finale rafforza un *trend* positivo che era cominciato a marzo 2020, con l'esplosione della crisi pandemica nelle principali economie occidentali. Nel complesso da inizio 2020 la *performance* del metallo giallo si attesta su un +30%, con il raggiungimento a luglio dei massimi storici espressi in Dollari (in termini nominali) attorno alla soglia psicologica di 2.000 \$ per oncia (cfr. Figura 1). Se dovessimo però tenere conto dell'inflazione, in termini reali il livello attuale dei prezzi si situa ben sotto il record assoluto raggiunto nel gennaio 1980, ed alla pari con il picco di settembre 2011. Si tratta di una classica corsa speculativa tipica della *commodities*? Certo, se dovessimo guardare alla storia, in entrambi i casi passati (1980 e 2011) dopo una crescita vertiginosa di alcuni mesi ed un classico doppio picco speculativo si è verificata una forte correzione ed un ritorno dei prezzi a livelli notevolmente più bassi.

Figura 1



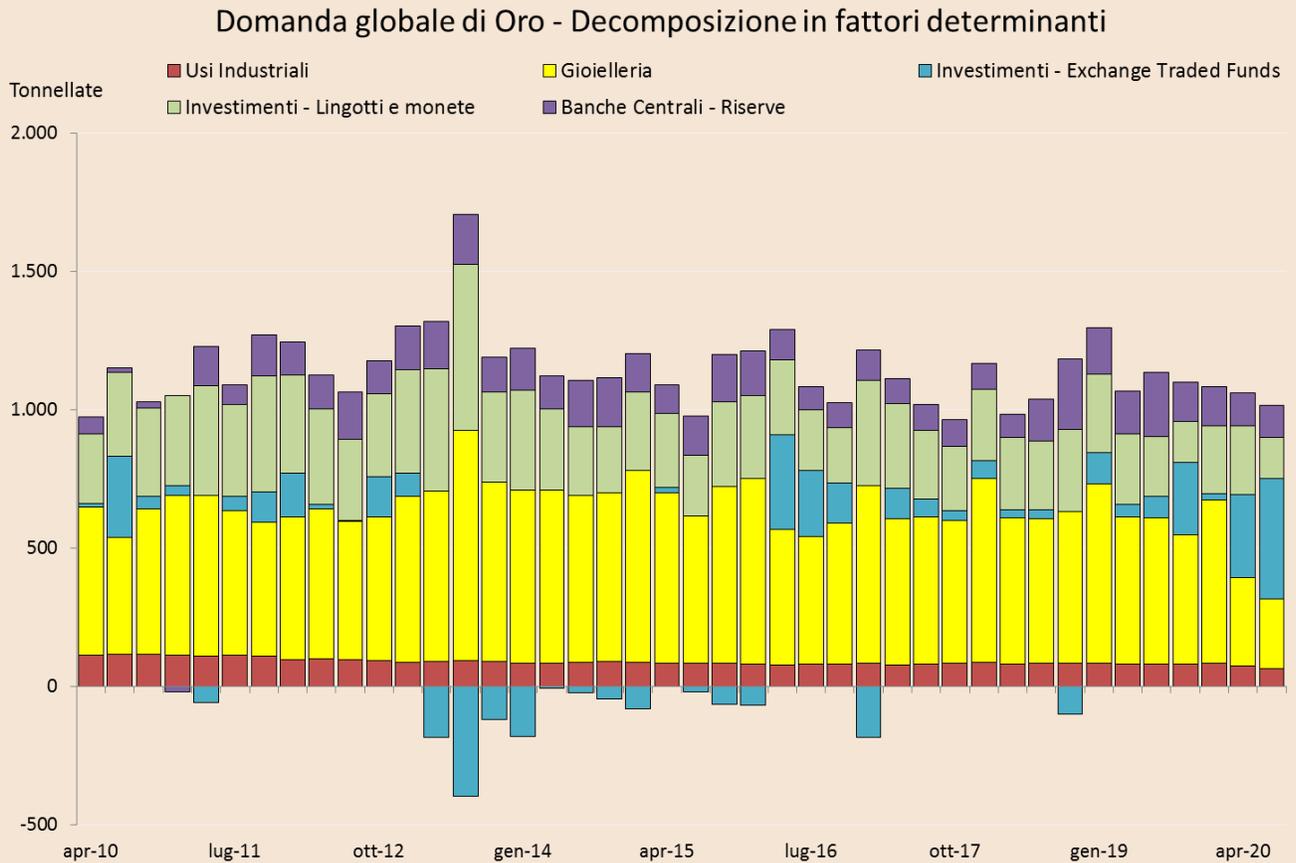
Fonte: World Gold Council

È indubbio che la forte incertezza legata alle pessime condizioni dell'economia mondiale sia un fattore determinante nelle scelte degli investitori: l'emergenza pandemica, la violenta recessione globale in atto e il rinfocolarsi delle tensioni geopolitiche tra USA e Cina rendono l'Oro, il più classico dei *safe assets*, una scelta appetibile. Peraltro non è un mistero che gli ultimi mesi siano stati caratterizzati dall'ingresso sui mercati di un enorme flusso di nuova liquidità in arrivo dalle banche centrali: i programmi straordinari di acquisto titoli della *Federal Reserve* e della Banca Centrale Europea da soli hanno contribuito a trasferire al settore privato 3.200 miliardi di \$; poi bisogna considerare le misure di supporto al credito tramite prestiti diretti e schemi di garanzia che nell'area Euro, dove sono stati usati più massicciamente, si aggirano intorno al 20% del PIL.

Ad una prima valutazione sembra che ci siano tutti gli ingredienti in grado di alimentare una bolla speculativa, ma per avere una comprensione chiara del fenomeno in atto è necessario analizzare l'andamento di offerta e domanda. Dal lato dell'offerta la nuova produzione di Oro è in lenta crescita oramai da più di un decennio, assestandosi nel 2019 intorno alle 3.500 tonnellate, mentre l'utilizzo di oro riciclato si è lievemente ridotto intorno alle 1.300 tonnellate annue; nel complesso l'offerta globale risulta sostanzialmente stabile e frenata dai limiti di capacità produttiva delle miniere, dunque poco reattiva ai movimenti del prezzo sui mercati globali.

Per quanto riguarda la domanda, si può parlare anche in questo caso di sostanziale stabilità nel corso degli ultimi 10 anni (cfr. Figura 2). Pochissime variazioni della quantità impiegata per usi industriali (barre rosse). Negli ultimi mesi risulta evidente il *trend* di riduzione della domanda di gioielleria a livello mondiale, connessa con il deterioramento della congiuntura economica e gli effetti diretti dei *lockdown* generalizzati (barre gialle, -340 tonnellate). Sono in contrazione anche gli acquisti da parte delle banche centrali (barre viola, -30 tonnellate) e gli investimenti in Oro fisico (monete e lingotti, barre verdi -100 tonnellate). Nel complesso però la domanda totale ha risentito in maniera contenuta della crisi pandemica, con una riduzione nel primo semestre 2020 di appena -70 tonnellate (circa il 6%).

Figura 2



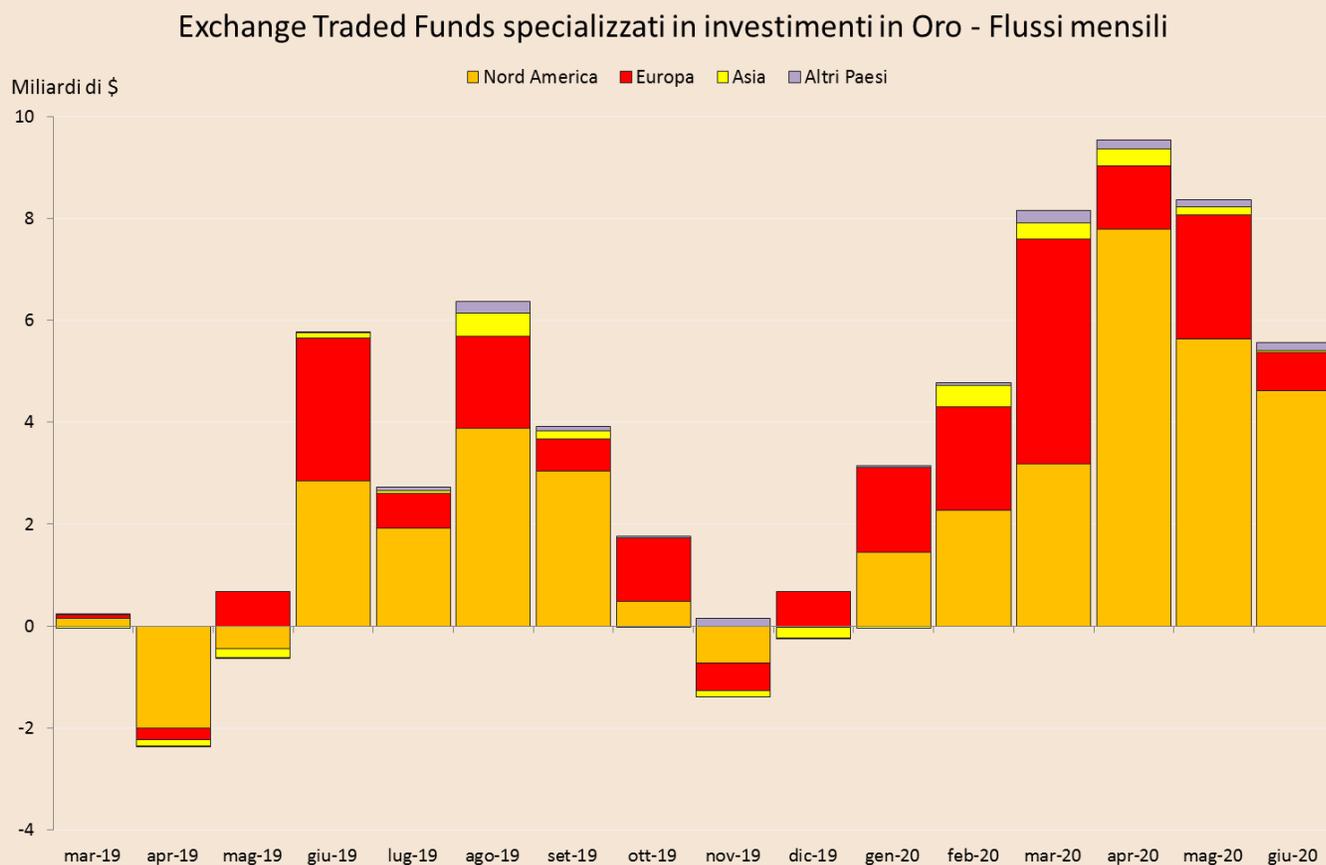
Fonte: World Gold Council

I motivi della tenuta della domanda globale sono presto chiariti se si guarda alla crescita degli investimenti di tipo finanziario (barre celesti), nello specifico in *Exchange Traded Funds* (ETF) specializzati nelle negoziazioni in Oro. I flussi sono cresciuti nel primo semestre 2020 di 410 tonnellate, per un controvalore di circa 40 miliardi di \$. Si tratta di una componente della domanda volatile, soggetta ad ampie fluttuazioni e fortemente reattiva a variazioni del prezzo, com'è ovvio data la sua natura puramente finanziaria.

Se osserviamo il dettaglio di questo massiccio spostamento di flussi verso questi veicoli di investimento (cfr. Figura 3), è possibile notare un'onda di nuovi investimenti che è partita a gennaio 2020 ed ha raggiunto il culmine ad aprile, con il momento più critico della crisi pandemica in USA ed Europa, per poi

ridursi leggermente con la progressiva riapertura delle economie. Anche la decomposizione per area geografica è coerente con la progressione della pandemia nel mondo: tra febbraio e marzo flussi in ingresso da Asia (barre gialle) ed Europa (barre rosse), mentre oltre l'80% dei 9,6 miliardi investiti in aprile arriva dagli USA. Nel complesso tra gennaio e giugno il 63% dei 40 miliardi raccolti dagli ETF sull'Oro è arrivato dagli USA.

Figura 3



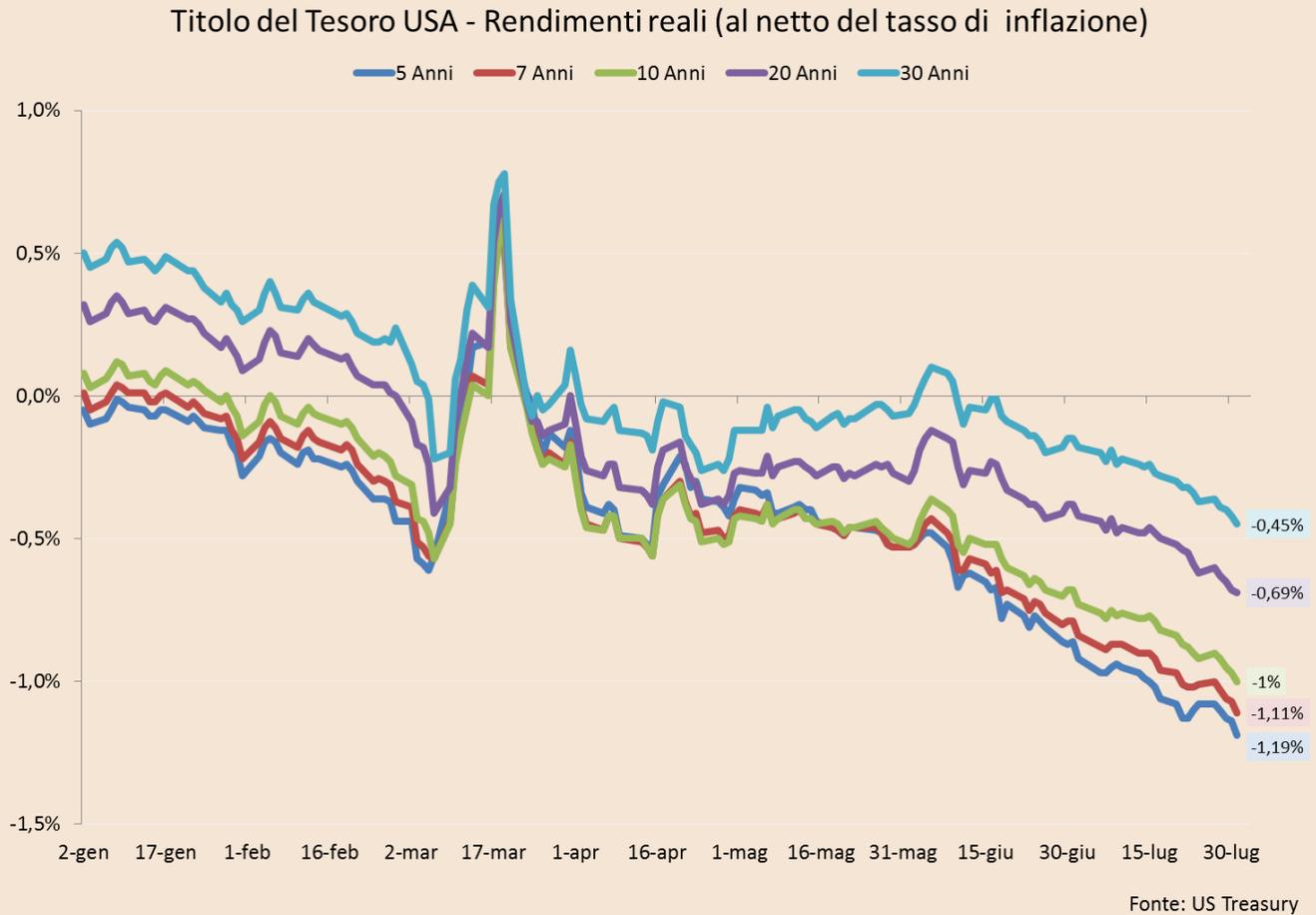
Fonte: World Gold Council

Certamente le massicce espansioni monetarie in USA e nell'area Euro hanno fornito benzina per questo trasferimento di flussi verso l'Oro finanziario, mentre la crescita del prezzo sul mercato ha funto da "attrattore" per la liquidità in cerca di guadagni in conto capitale, come nel più classico schema da bolla speculativa. Dalle prime stime sembra che il dato di luglio per gli investimenti

in ETF sia in ulteriore aumento a 7,8 miliardi, spia di un persistente afflusso di liquidità verso questi strumenti.

Ovviamente la crescita della liquidità in circolo nel sistema finanziario globale ha favorito soprattutto investimenti classici a basso rischio, quali i *bond* governativi. I rendimenti nominali degli *US Treasuries* hanno subito un crollo di 150 punti base da gennaio, un segnale di una domanda enorme di *safe assets* a livello mondiale. Tuttavia, l'investimento in titoli governativi classici non indicizzati alla crescita del livello generale dei prezzi potrebbe esporre gli investitori al rischio di un'improvvisa fiammata dell'inflazione, un'eventualità tutt'altro che remota in condizioni di sostenuta espansione monetaria ed un'economia globale potenzialmente soggetta a nuovi imprevedibili *shock* nella domanda e nell'offerta. Un investimento in ETF sull'Oro invece protegge da questo rischio. Se si osservano i rendimenti degli UST al netto dell'inflazione, i motivi della corsa verso l'Oro e della sua accelerazione nel mese di luglio diventano più chiari (cfr. Figura 4).

Figura 4



Dai dati è possibile apprezzare una riduzione dei rendimenti reali degli UST di 100 punti base per i titoli a medio-lungo termine e di 120 per quelli a lunghissimo. I rendimenti diventano negativi a partire da aprile 2020, cioè gli investitori iniziano a vedere il proprio capitale eroso dall'inflazione (nonostante questa sia in forte contrazione). Nel mese di luglio i rendimenti scendono ulteriormente anche per via di una ripresa dell'inflazione, addirittura sotto la soglia del -1% per i titoli con durata superiore a 10 anni. È evidente che, a parità di fattori, è stata la crescita di questo costo-opportunità nella detenzione di titoli governativi che ha favorito lo spostamento di nuovi flussi di liquidità verso gli ETF in Oro, protetti dal rischio di inflazione.

In definitiva, ci sono tutti gli elementi per qualificare una nuova bolla speculativa sull'Oro, che di riflesso trascina con sé anche altre *commodities* tra cui quelle digitali come *Bitcoin*. L'abbondante liquidità in circolo e le aspettative di inflazione in moderato rialzo sembrano creare le condizioni per una sua prosecuzione nel breve periodo, nonostante i fondamentali della domanda di oro fisico siano in contrazione. Quanto breve, è il punto chiave: con la pandemia in corso, *shock* improvvisi che possono ribaltare il quadro sono sempre dietro l'angolo.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*