

19 luglio 2021

Il Sole **24 ORE**

## LA PANDEMIA ED I NUOVI EQUILIBRI DEL MERCATO DELL'ORO

di Marcello Minenna

A distanza di un anno dalla grande corsa del prezzo dell'oro del luglio 2020, è possibile uno sguardo retrospettivo che permetta di identificare meglio cosa è successo e gli effetti – temporanei e non – della pandemia sulla domanda di oro. C'è stata una corsa speculativa? I dati ci permettono di dire che sì, nel 2020 c'è stata un'importante componente di carattere speculativo che ha dato un *boost* al prezzo fino a permettergli di superare la soglia psicologica di 2.000 \$ per oncia; questo impulso nei mesi successivi è sparito, portando ad un moderato ridimensionamento del prezzo. Però non c'è stata nessuna “esplosione” della bolla: a ben vedere (cfr. Figura 1) i prezzi sono rimasti comunque molto vicini ai massimi storici.

Figura 1



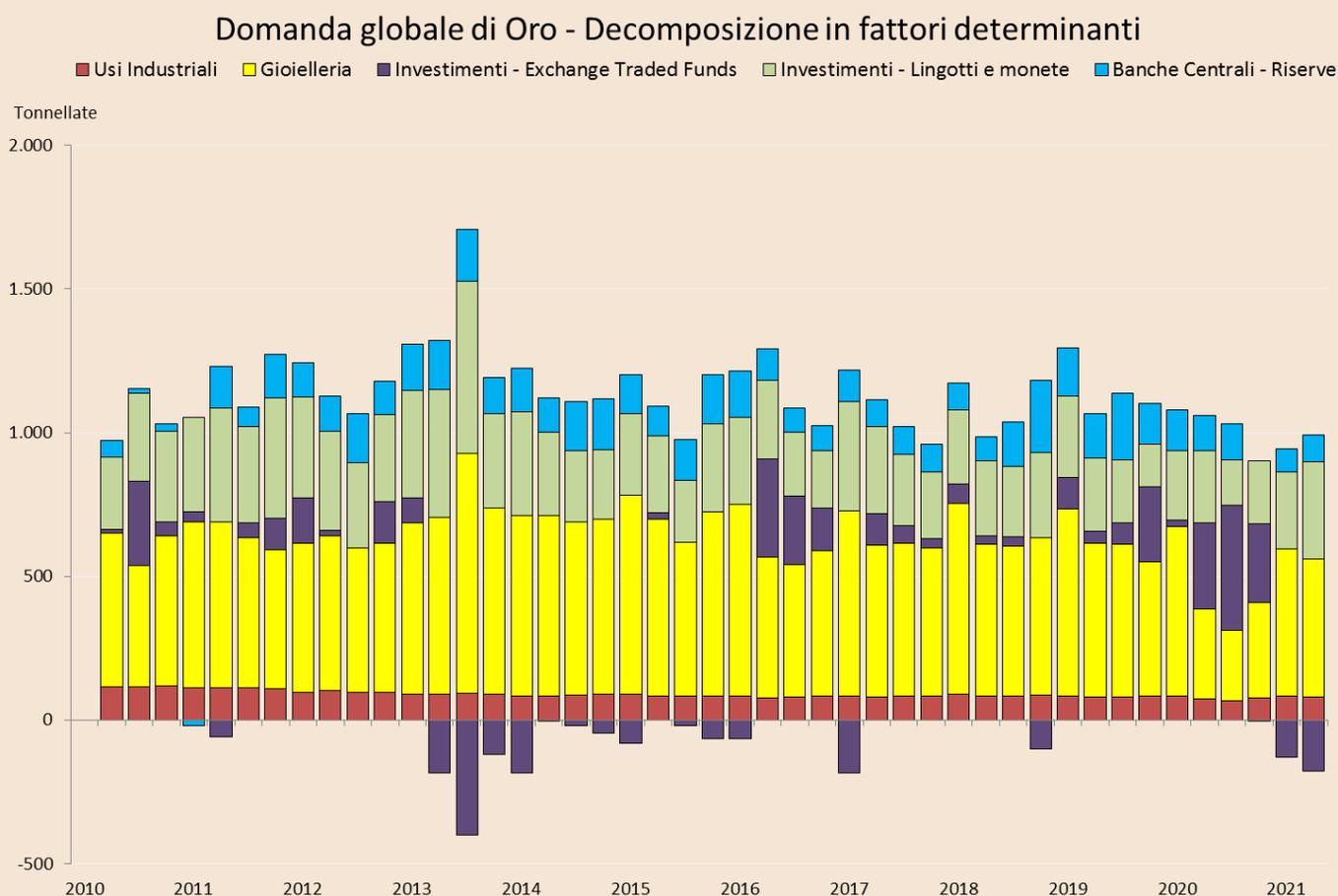
Fonte: World Gold Council

Per comprendere cosa è successo occorre analizzare l'evoluzione della domanda di oro negli ultimi trimestri, osservando l'andamento dei fattori determinanti (cfr. Figura 2). Infatti dal lato dell'offerta la nuova produzione di oro risulta stazionaria oramai da più di un decennio, assestandosi nel 2020 intorno alle 3.400 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, poco reattiva ai movimenti del prezzo sui mercati globali.

## L'EVOLUZIONE DELLA DOMANDA DI ORO DURANTE LA PANDEMIA

In un primo momento (marzo-settembre 2020) la pandemia ha indotto una riduzione modesta della domanda complessiva di oro, che era rimasta tendenzialmente stabile nei 3-4 anni precedenti.

Figura 2



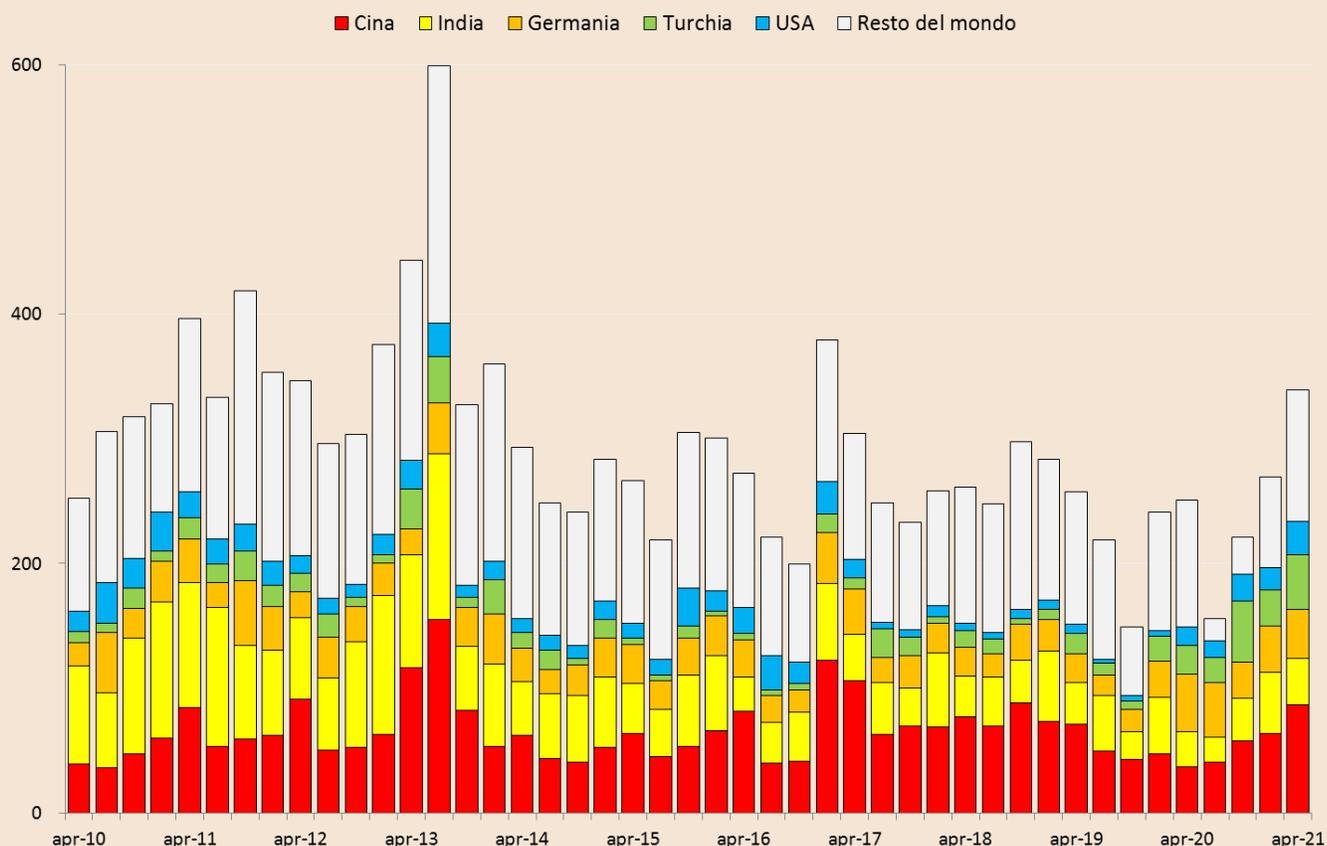
Fonte: World Gold Council

Il calo è stato contenuto nonostante l'impatto negativo di 3 fenomeni concomitanti: 1) il crollo della richiesta di gioielleria (barre gialle, -58% tra marzo e settembre 2020) connesso con il deterioramento della congiuntura economica e gli effetti diretti dei *lockdowns* generalizzati sulle grandi economie importatrici (India, Cina, Turchia), 2) il declino marcato della domanda di lingotti (barre verdi, -35%) e 3) l'azzeramento degli acquisti netti delle banche centrali (barre azzurre).

È interessante approfondire l'andamento della domanda di lingotti perché è contro intuitivo rispetto al ruolo di *safe haven* svolto da questa tipologia di investimento finanziario; c'era da attendersi un'espansione della domanda di lingotti piuttosto che una forte contrazione.

Figura 3

Domanda di lingotti e monete d'oro - Decomposizione per Paese



Fonte: World Gold Council

La decomposizione per Paese di questo elemento della domanda ci mostra come il calo sia dipeso essenzialmente dall'impatto del primo *round* di durissimi *lockdowns* sulle maggiori economie asiatiche (Cina ed India), dove la profonda incertezza ed i prezzi crescenti hanno incentivato fenomeni di liquidazione di massa delle riserve auree sul mercato; ha tenuto invece la domanda in Europa (Germania e Turchia).

L'effetto di compressione indotto dalle restrizioni è stato comunque temporaneo ed in questi Paesi dal secondo semestre 2020 si è osservato un rapido ritorno della domanda a livelli pre-pandemici complice anche il calo progressivo del prezzo. Gli ultimi mesi del 2020 hanno sperimentato un'ulteriore accelerazione della richiesta di lingotti in tutte le aree geografiche.

## **IL REBUS DELLE BANCHE CENTRALI**

Gli acquisti delle banche centrali appaiono invece scollegati dall'andamento a breve termine del prezzo durante la pandemia e più in relazione con strategie di gestione di lungo periodo delle riserve valutarie.

Si consideri l'evoluzione degli acquisti/vendite di oro ufficiali negli ultimi 18 anni (cfr. Figura 4). Si può osservare con un discreto colpo d'occhio fino al 2008 una fase di prevalenza delle vendite da parte di primarie banche centrali occidentali; a questa segue un'onda lunga post crisi finanziaria in cui Russia, Cina, India, Turchia ed altre economie emergenti accrescono le proprie riserve di oro in un'ottica di lenta ma progressiva de-dollarizzazione.

Cina ed India prediligono acquisti di grandi proporzioni condensati in brevi periodi, mentre Turchia e Russia sono sempre presenti sul mercato con piccoli acquisti a cadenza regolare. Il declino registrato a partire da inizio 2020 è prevalentemente collegato con la decisione della Russia di sospendere in via definitiva il programma di acquisto di oro dai produttori nazionali al fine di favorire l'export da parte del settore privato. Inoltre le persistenti difficoltà finanziarie della Turchia sui mercati valutari stanno imponendo la trasformazione in Dollari di parte delle riserve auree della banca centrale nella prospettiva di sostegno alla lira turca sui mercati Forex.

Figura 4

### Acquisti e vendite di Oro da parte delle banche centrali

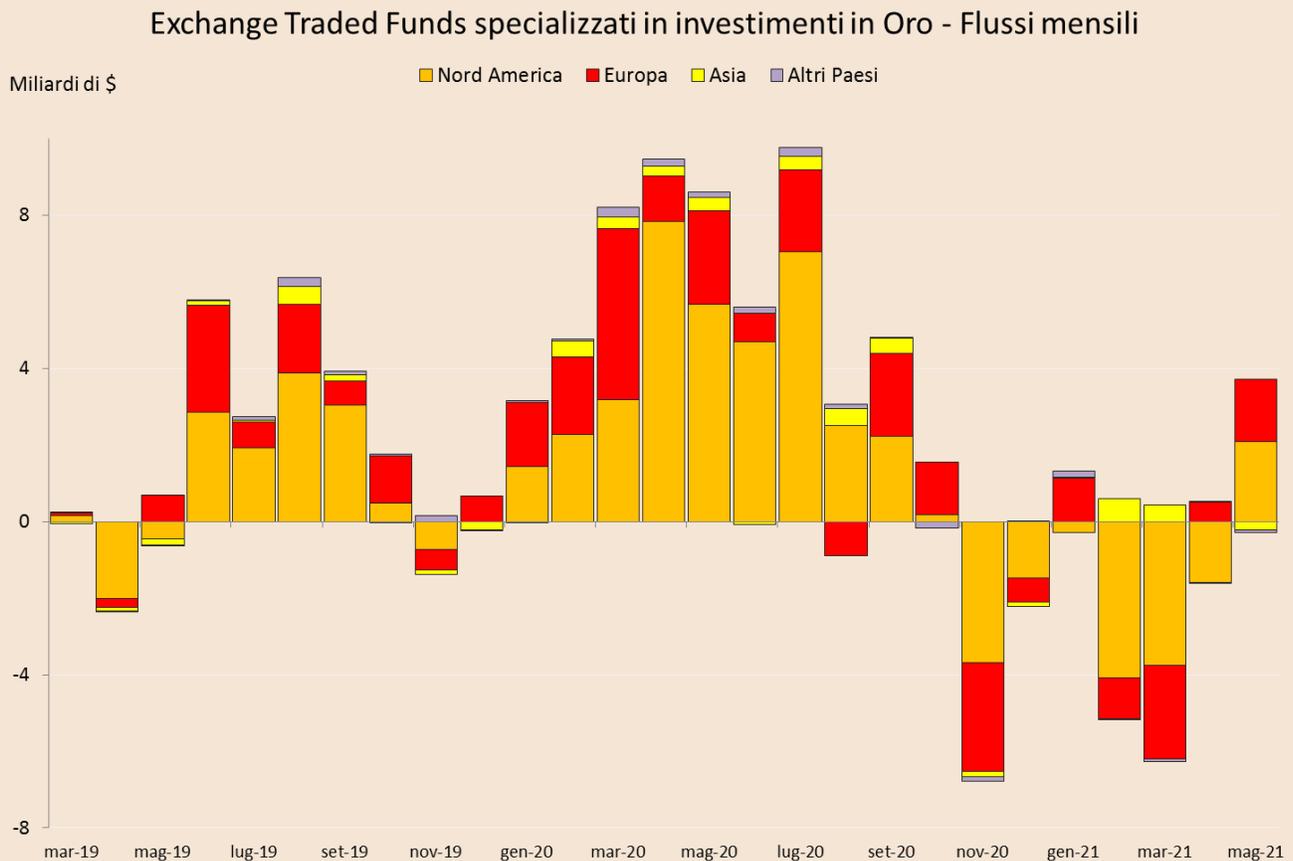


Fonte: World Gold Council

## ASCESA E RIFLUSSO DELL'ONDA SPECULATIVA SULL'ORO

Il perché della stabilità complessiva della domanda di oro va dunque ricercato nella simultanea ascesa degli investimenti di tipo finanziario (barre viola in Figura 2), nello specifico in *Exchange Traded Funds* (ETF) specializzati nelle negoziazioni in oro. I flussi sono cresciuti di 20 volte tra il quarto trimestre 2019 ed il secondo semestre 2020, 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.

Figura 5



Se osserviamo il dettaglio del massiccio spostamento di flussi verso questi veicoli di investimento (cfr. Figura 5), è possibile notare un'onda di nuovi capitali in ingresso che è partita a gennaio 2020 ed ha raggiunto il culmine a luglio, dopo il momento più critico della crisi pandemica in USA ed Europa,

per poi scemare 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 si rilevano flussi in ingresso da Europa (barre rosse) e Asia (barre gialle) ed, mentre oltre l'80% dei 9,6 miliardi di \$ investiti in aprile arriva dagli USA (barre arancioni). In ogni caso i flussi registrati sui mercati nord-americano restano largamente predominanti: nel complesso tra gennaio e settembre il 65% dei 56 miliardi di \$ raccolti dagli ETF sull'oro è arrivato dagli USA.

A partire da settembre 2020 si osserva una significativa inversione della direzione dei flussi speculativi, in correlazione diretta con il declino del prezzo sui mercati internazionali. Più che in precedenza, il calo sembra riguardare solo i mercati occidentali.

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 fatto da "attrattore" per la liquidità in cerca di guadagni in conto capitale, come nel più classico schema da bolla speculativa.

## **IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE IN USA ED EUROPA**

C'è un ulteriore livello di analisi. 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 medio di 100 punti base da gennaio 2020 al minimo di febbraio 2021, 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 espone gli investitori al rischio di un'improvvisa fiammata dell'inflazione, un'eventualità che si sta mostrando tutt'altro che remota nelle presenti condizioni di ripresa economica globale alimentata da una sostenuta espansione monetaria e fiscale. 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 progressiva inversione dei flussi nel 2021 diventano più chiari (cfr. Figura 6). 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 130 per quelli a lunghissimo. I rendimenti diventano negativi a partire da aprile 2020, quando gli investitori hanno iniziato a vedere il proprio capitale eroso dall'inflazione (nonostante questa fosse in forte contrazione). Nei primi mesi del 2021 i rendimenti sono scesi ulteriormente sotto la soglia del -1% per i titoli con durata superiore a 10 anni anche per via di una ripresa dell'inflazione. È evidente che, a parità di fattori, la crescita di questo costo-opportunità nella detenzione di titoli governativi ha favorito lo spostamento di nuovi flussi di liquidità verso gli ETF in oro, protetti dal rischio di inflazione.

Figura 6

Titolo del Tesoro USA - Rendimenti reali (al netto del tasso di inflazione)



Fonte: Federal Reserve

La riapertura dell'economia USA a seguito della riuscita campagna di vaccinazione e le pressioni al rialzo sui tassi di interesse nominali hanno poi gradualmente ridotto questo costo-opportunità, rafforzando la tendenza al ridimensionamento dei flussi speculativi.

Nel breve termine, vista la tendenza ad un riequilibrio dei flussi finanziari nel comparto degli ETF, si prospetta una completa normalizzazione della struttura della domanda di oro in un assetto che potremmo definire “pre-pandemico”. Nel frattempo il prezzo sembra avere subito uno *shift* persistente su livelli più alti, in accordo con la generale tendenza ad un rialzo dei prezzi delle *commodities*.

Ma se le banche centrali dovessero muoversi nella direzione di un prossimo rialzo dei tassi di interesse, lo scenario potrebbe cambiare. E in fretta.

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

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*