

12 agosto 2019

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

## **L'ORO NEI FORZIERI DELLE BANCHE CENTRALI: UNO SGUARDO GLOBALE**

di Marcello Minenna

Mentre le prospettive dell'economia globale continuano a deteriorarsi e si alza l'asticella della conflittualità commerciale tra USA e Cina in procinto di tracimare sui mercati valutari, non dovrebbe essere sorprendente constatare che la domanda di Oro connessa alla sua funzione di bene-rifugio sia in forte ripresa. In effetti la richiesta di Oro, al netto delle fluttuazioni stagionali, è tornata a crescere nel 2018 del 5,2% a 4.655 tonnellate dopo un declino di oltre il 10% durato molti anni. Nella prima metà del 2019 la crescita tendenziale è di circa l'8%. L'aspetto interessante è che a pilotare la ripresa degli acquisti stavolta non è il settore privato, ma quello istituzionale.

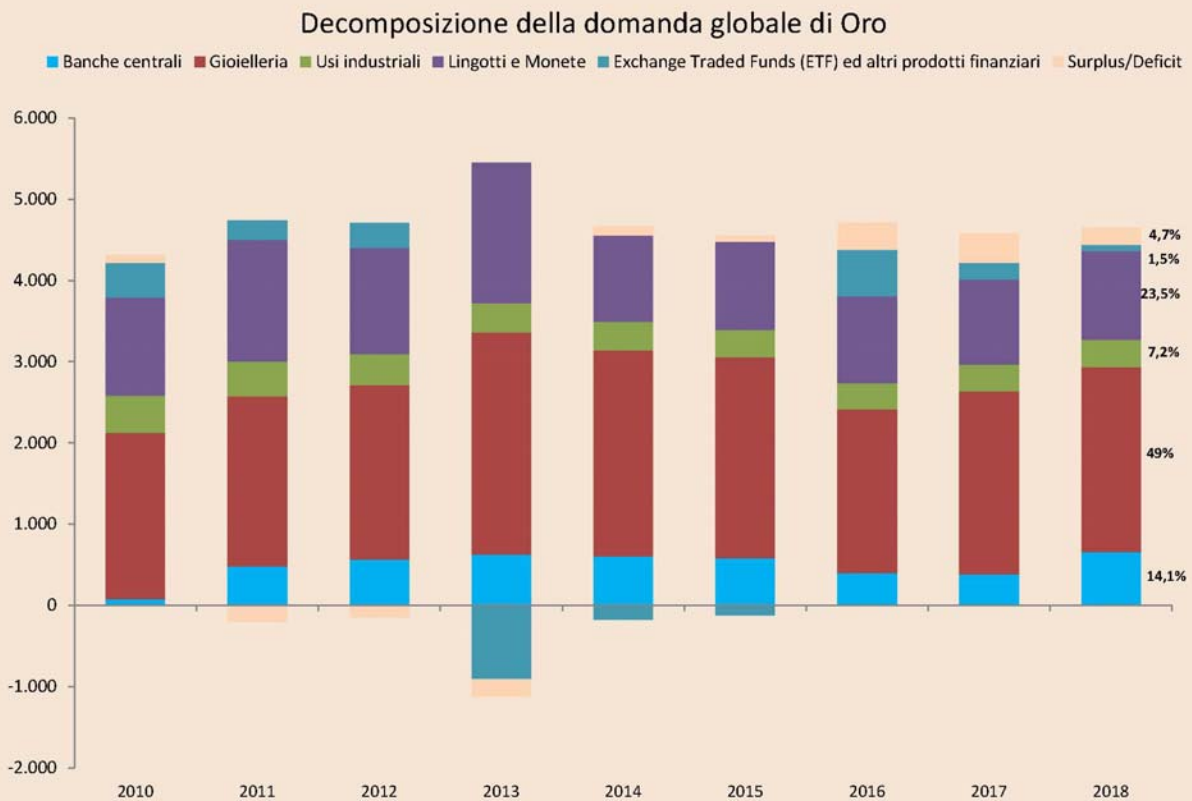
Sono infatti le banche centrali nazionali (BCN) delle economie emergenti a guidare la corsa all'oro nel 2019. Circa 374 tonnellate sono finite nei forzieri delle BCN di Russia, Cina, Turchia per un controvalore di circa 15,7 miliardi di \$. Si tratta del più grande incremento di riserve ufficiali dal 1971. La Russia è impegnata da anni in un progetto di ricostituzione delle proprie riserve auree, severamente colpite negli anni '90 dal collasso dell'Unione Sovietica; la BCN russa in circa 10 anni ha raddoppiato gli acquisti di Oro arrivando a detenere 2.168 tonnellate, una quantità oramai vicina alle riserve di Banca d'Italia (2.450 tonnellate). Cina, India ed altre economie emergenti hanno ripreso nel 2018 i propri acquisti dopo un lungo periodo di inattività, ma partendo da livelli più bassi. Numerosi analisti ritengono che le ragioni di questa nuova corsa al metallo giallo vadano cercate nel perseguimento di una

strategia geopolitica di de-dollarizzazione, cioè di diversificazione delle riserve valutarie attraverso la riduzione dell'ammontare di Dollari detenuti.

Si tratta di un obiettivo realistico e soprattutto perseguibile attraverso l'accumulo di Oro? Se guardiamo ai dati da una prospettiva globale, si direbbe di no.

Innanzitutto gli acquisti delle BCN non rappresentano una componente fondamentale della domanda globale di Oro (cfr. Figura 1) ma nel 2019 contano solo per il 14%. Il 50% dipende dalla richiesta di gioielleria, un consumo di lusso in esplosione soprattutto in India e Cina, paesi popolosi ad alto tasso di crescita, che rappresentano di fatto il 60% del mercato. Circa un 10% dell'Oro richiesto annualmente è destinato ad usi industriali mentre il 20% è utilizzato per la produzione di lingotti e monete. Si tratta di quote consolidate che sono cambiate di poco nell'ultimo decennio.

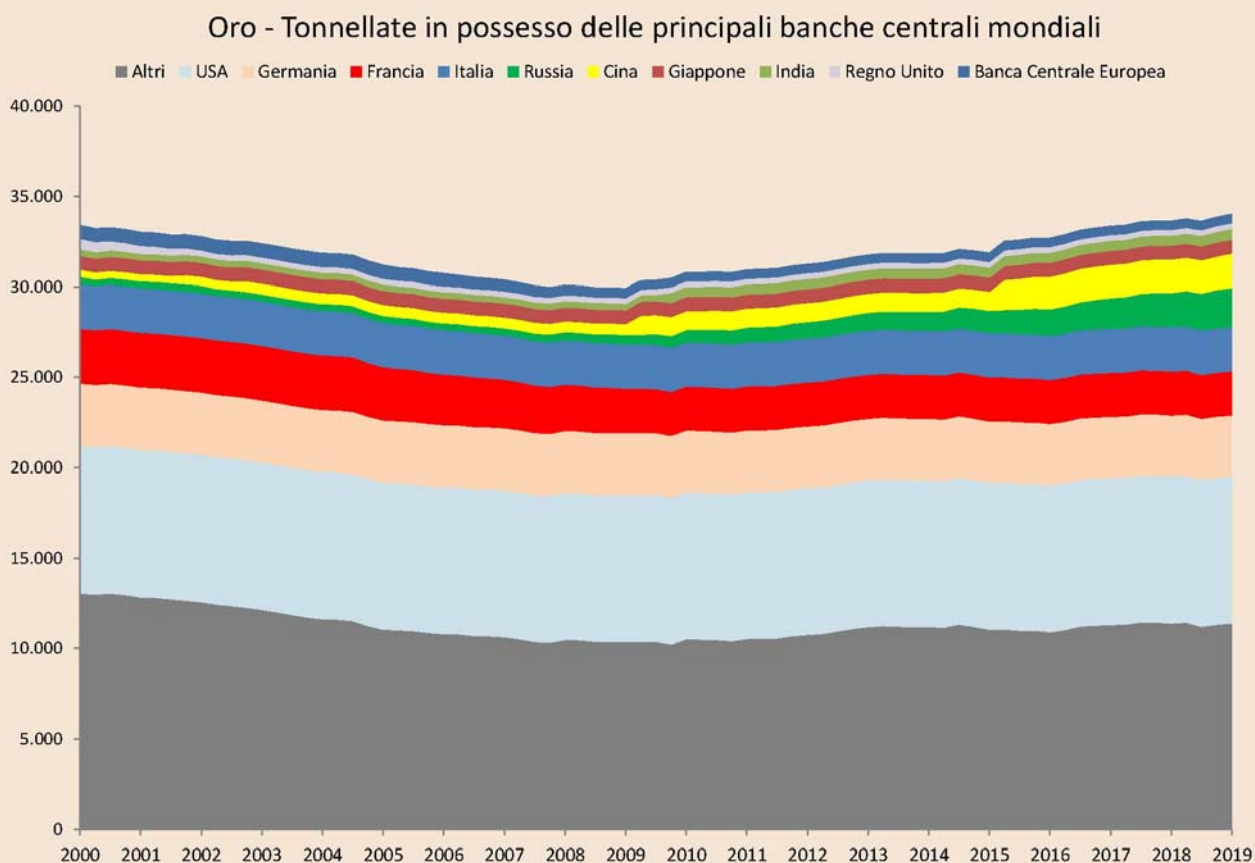
Figura 1



Fonte: World Gold Council

Ciò non implica che le BCN non abbiano il potere di influenzare il mercato e quindi il prezzo attraverso vendite massicce di Oro. La pratica era piuttosto diffusa negli anni '90 (le BCN più attive: Olanda e Belgio) e fu proprio l'esigenza di limitare questo rischio a spingere nel 1999 le principali istituzioni monetarie globali alla stipula di un accordo (il *Central Bank Gold Agreement - CBGA*) che regolava strettamente le quantità da immettere sul mercato a date predeterminate. Il punto è che questo potere dipende da riserve accumulate nel corso di diversi decenni che le BCN delle economie emergenti non hanno. A tal proposito si osservi la Figura 2, che rappresenta l'entità e l'andamento negli ultimi 20 anni delle riserve di Oro delle BCN delle prime 9 economie del mondo.

Figura 2



Fonte: World Gold Council

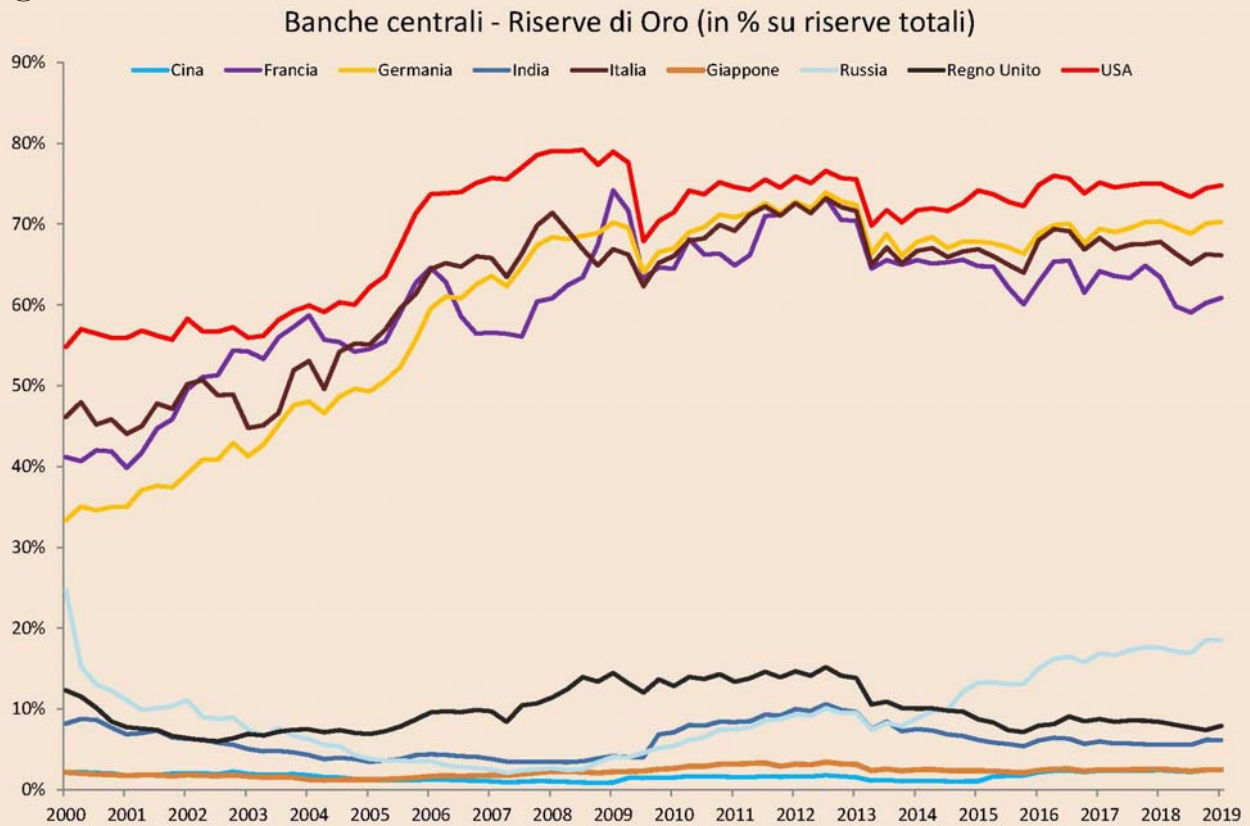
Da soli, USA, Francia, Germania ed Italia detengono il 60% delle riserve ufficiali di Oro. Questi *stock* si sono mostrati molto stabili nel tempo: negli ultimi 40 anni nessuna di queste BCN a parte alcune piccole operazioni della *Banque of France*) ha venduto Oro sul mercato. Questo è il motivo principale per cui il CBGA non è stato più rinnovato alla sua scadenza nel luglio 2019.

La vastità delle riserve auree delle BCN occidentali è spiegata parzialmente dall'adesione di questi Paesi nel periodo antecedente al 1915 al regime valutario del *Gold Standard*, basato su un cambio fisso tra Oro e divise nazionali. Questo sistema imponeva un adeguamento continuo delle riserve auree mentre la base monetaria si espandeva per via della crescita dell'economia, al fine di garantire la piena convertibilità della valuta in Oro. Gli USA hanno mantenuto da soli la convertibilità con l'Oro ad un cambio fisso fino al 1971 nell'ambito degli accordi di *Bretton Woods* e questo giustificerebbe il livello enorme delle loro riserve, che raggiunsero un picco di oltre 20.000 tonnellate nel 1957. Nei 25 anni di piena convertibilità tra Dollaro ed Oro, Italia, Francia e Germania hanno peraltro continuato ad accumulare Oro a ritmi accelerati fino ai livelli attuali.

Tuttavia ci sono notabili eccezioni: il Regno Unito ed il Giappone, entrambi aderenti al *Gold Standard* detengono oggi modeste quantità di Oro. La BCN britannica liquidò gran parte delle sue riserve (circa 2.000 tonnellate) a seguito della rottura degli accordi di *Bretton Woods*, mentre le riserve giapponesi, azzerate dopo la sconfitta della Seconda Guerra Mondiale, sono state ricostituite molto lentamente. Peraltro anche le riserve auree tedesche furono liquidate completamente dal regime nazista e ricostituite ed aumentate di 6 volte solo nel corso della ripresa economica post-bellica.

Un tassello ulteriore utile alla comprensione è fornito dal confronto delle riserve di Oro rispetto al totale delle riserve valutarie di un Paese (cfr. Figura 3).

Figura 3



Fonte: World Gold Council

Si nota immediatamente l'esistenza di un doppio regime di gestione delle riserve valutarie: da un lato i *big 4* detentori della maggioranza delle riserve auree hanno un peso preponderante delle stesse, che è crescente nel tempo e raggiunge circa l'80% nel caso degli USA. Questo dato non sorprende, visto che gli USA emettono direttamente la valuta di riserva globale che rappresenta l'*asset* principale alternativo all'Oro a sua volta detenuto dalle altre BCN.

Per gli altri Paesi (Regno Unito, Giappone ed economie emergenti) si evidenzia un regime diverso in cui le riserve di Oro sono solo una piccola parte, spesso decrescente, delle riserve valutarie. Per Cina e Giappone il *ratio* molto basso dipende dall'enorme entità delle riserve totali, accumulate in periodi relativamente recenti per via di *surplus* commerciali persistenti con il

resto del mondo. In media, circa il 70% delle riserve valutarie è in Dollari, il 20% in Euro ed il resto è in Yen giapponesi.

Soltanto la Russia, grazie ad una strategia decennale di acquisti sistematici di Oro da parte della BCN è riuscita a modificare sensibilmente questo *ratio* dai minimi del 2007 (2,4%) al 18,5% del luglio 2019; in questo caso è dunque apprezzabile un moderato effetto di diversificazione verso *asset* diversi dal Dollaro, che è divenuto quasi obbligatorio per la Russia dopo le dure sanzioni economiche da parte delle economie occidentali a seguito dell'annessione della Crimea nel 2014.

Per gli altri *big player* come Cina ed India, sperare di ottenere attraverso l'accumulo di Oro un'apprezzabile de-dollarizzazione è pia illusione, realizzabile semmai solo su tempi lunghissimi. I livelli di preponderanza che l'Oro ha nelle riserve delle banche centrali occidentali inoltre sono irraggiungibili per il resto del mondo.

Ce n'è di strada da fare per fuggire dalla dominanza del Dollaro all'interno del sistema finanziario globale.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna