



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra: Fixed Income, Credit and Commodities Markets

L'impatto della crisi finanziaria sull'uso dell'oro
come bene rifugio e come garanzia per i prestiti personali

RELATORE

Prof. Alberto Adolfo Cybo – Ottone

CANDIDATO

Anna Tancredi
Matr. 653001

CORRELATORE

Prof. Federico Calogero Nucera

*Alla mia famiglia,
mio punto di riferimento*

Indice

Introduzione.....	1
Capitolo 1: L'oro e i bilanci delle famiglie	
Le famiglie italiane.....	4
Le famiglie indiane.....	10
 Capitolo 2: L'oro come bene di consumo durevole	
Cenni di storia.....	14
Caratteristiche dell'oro e fattori che ne influenzano il prezzo.....	16
Principali mercati dell'oro.....	19
Cina.....	19
India.....	21
Turchia.....	24
Regno Unito.....	26
America.....	29
I mercati di Zurigo e di Singapore.....	30
 Capitolo 3: L'oro come bene di investimento	
Oro fisico e oro finanziario.....	31
Gli strumenti di investimento.....	34
Lingotti.....	34
Le monete d'oro.....	35
I conti metallo e i conti corrente denominati in oro.....	37
ETF e ETC.....	38
I futures.....	41
Le opzioni.....	43

I covered warrant.....	44
Azioni aurifere.....	46
I prestiti d'uso in oro.....	47
Le operazioni a termine.....	48

Capitolo 4: L'oro come collateral nei prestiti

Diffusione del fenomeno.....	49
Il ruolo della tecnologia.....	55
L'ascesa dei Compro Oro in Italia.....	58

Capitolo 5: L'impatto della crisi finanziaria sull'uso dell'oro

Il ritorno dell'oro nello scenario finanziario.....	63
Studi empirici sul ruolo dell'oro in periodi di stress dei mercati.....	67
Crollo delle quotazioni auree.....	70
L'oro nello scenario odierno.....	74

Conclusioni	79
--------------------------	----

Bibliografia	82
---------------------------	----

Sitografia	86
-------------------------	----

Introduzione

Sin dagli albori l'oro ha rappresentato un importante strumento di ricchezza e di potere. Veniva usato, sin dall'antichità, per creare ornamenti e gioielli, nonché come moneta in Inghilterra, dove era in vigore il Gold Standard. Nel corso degli anni, vi sono state una serie di “corse all'oro”, in quanto gli investitori hanno iniziato a comprendere il beneficio da trarre dalla proprietà di metallo giallo.

L'oro viene considerato il “bene rifugio” per eccellenza ed è da sempre visto come una sorta di assicurazione del patrimonio, soprattutto nei periodi di turbolenze dei mercati. Un'altra caratteristica fondamentale è rappresentata dal ruolo che esso svolge come copertura contro l'inflazione; per questo in periodi inflattivi, l'oro è un'alternativa valida per preservare la propria ricchezza a fronte di una diminuzione del potere d'acquisto della moneta. Inoltre, il metallo prezioso svolge un importante ruolo anche nella diversificazione e nella gestione del rischio; è stato dimostrato che, includendo l'oro, si ottiene un portafoglio più equilibrato con una volatilità ridotta.

Tale commodity, oltre a rappresentare un bene finanziario, viene utilizzata anche in altri settori come l'oreficeria, l'elettronica e l'odontoiatria. Tuttavia, l'oreficeria rappresenta circa i due terzi della domanda mondiale di oro e il mercato più grande in tal senso è quello dell'India per l'importanza che il metallo giallo ricopre nella cultura di tale Paese.

L'oro è anche un bene di investimento e in quanto tale vi sono vari strumenti messi a disposizione dal mondo finanziario per investire in esso. Bisogna distinguere, però, tra investimenti in oro fisico e investimenti in oro cartaceo. Tra i primi, le principali modalità sono rappresentate dai lingotti e le monete d'oro; mentre, tra gli altri figurano ad esempio gli ETF (Exchange Traded Fund), i futures, le operazioni a termine e le opzioni.

Oltre ad analizzare i principali mercati, come quello dell'India, della Cina, dell'America, lo scopo di questo elaborato è quello di poter mostrare l'impatto

che la crisi finanziaria ha avuto sull'uso del metallo prezioso e se esso ha assunto un comportamento di bene rifugio in tale periodo, soprattutto per le famiglie. Verranno esaminati i bilanci di questi soggetti e il loro far ricorso alle attività reali, come l'oro, soprattutto durante il periodo di crisi; verranno analizzati principalmente i mercati dell'India e dell'Italia. Ovviamente, viene fatta una distinzione tra chi vive in condizioni disagiate (ed è quindi costretto a impegnare il proprio oro) e chi, invece, avendo risparmi da poter usare va ad investire nel metallo giallo in base alla propria avversione al rischio.

Inoltre, si evidenzia anche il crescente utilizzo come collateral nei prestiti personali, soprattutto in India, e si ci sofferma anche sul crescente boom che hanno avuto i negozi Compro Oro in Italia negli ultimi anni. Viene mostrato che, a seguito della recente crisi finanziaria, vi è stato un aumento dei cosiddetti prestiti garantiti e tra le garanzie offerte l'oro inizia ad avere un peso preponderante. Questo avviene soprattutto in India attraverso la diffusione dei "gold loan", ovvero prestiti al consumatore con l'oro depositato in garanzia. A differenza del resto del mondo, nel mercato indiano questa fonte di finanziamento ha un business che dura già da un decennio, quando ancora veniva effettuata dal settore non organizzato, ovvero da prestatori su pegno o usurai locali. Pian piano la situazione è ovviamente cambiata, grazie all'ingresso nel mercato di banche e società finanziarie.

Un altro fenomeno degno di nota è dato dall'ascesa dei Compro Oro in Italia nel periodo della crisi. Infatti, in uno scenario caratterizzato da continui shock sui mercati, la maggior parte degli individui è finito nella spirale dei prestiti. Il 2012 è stato l'anno dei record per questo business, con un giro d'affari medio di 500 mila euro annui. Tuttavia, con il crollo delle quotazioni del metallo prezioso, il boom dei Compro-Oro è arrivato al capolinea.

Infine, si effettuerà un'analisi del ruolo che l'oro ha assunto durante la crisi finanziaria, prendendo come riferimento il decennio 2001-2011, in cui le quotazioni del metallo giallo hanno raggiunto valori stratosferici. In questo periodo si è riaperto l'interesse ed è iniziata una nuova "corsa all'oro". Le

quotazioni del metallo giallo, infatti, sono influenzate dagli eventi geopolitici; quindi, nei periodi di tensione politica e finanziaria, i prezzi tendono bruscamente al rialzo, come si noterà nel decennio analizzato.

Capitolo 1

L'oro e i bilanci delle famiglie

1.1 Le famiglie italiane

In economia, si parla di famiglie per indicare quei soggetti economici privati, individui singoli o comunità che operano principalmente dal lato della domanda dei beni di consumo (consumatori) e dell'offerta di lavoro.

La Banca d'Italia, fin dal 1962, conduce un'indagine sui bilanci delle famiglie italiane, con lo scopo di acquisire una maggiore conoscenza dei loro comportamenti economici. Queste ricerche vengono condotte su un campione di circa 8000 famiglie e le informazioni rilevate riguardano il numero di componenti, il reddito, il consumo, il risparmio, le attività reali e finanziarie.

Si cerca di estrapolare quante più informazioni possibili da tali indagini, in modo da poter avere un quadro completo di una famiglia italiana e di come essa si comporta nelle scelte economiche.

La ricchezza netta delle famiglie è costituita dalla somma delle attività reali, quali immobili, aziende e oggetti di valore, e delle attività finanziarie (depositi, titoli di Stato, azioni) al netto delle passività finanziarie (mutui e altri debiti).

Per quel che concerne i bilanci delle famiglie, si intende qui considerare i dati ricavati da due indagini della Banca d'Italia, ovvero quelle del 2004 e del 2012, ed è possibile osservare una serie di differenze tra il periodo pre e post crisi finanziaria.

Vengono considerate le famiglie per classi di reddito, così distinte:

- (1) Fino a 10000 euro;
- (2) Da 10 a 20000 euro;
- (3) Da 20 a 30000 euro;
- (4) Da 30 a 40000 euro;
- (5) Oltre i 40000 euro.

Si procede poi per classi di reddito, poiché si intende dimostrare come, in base alle proprie disponibilità, tali operatori siano disposti ad investire nelle cosiddette attività reali, quali l'oro, per poter avere un porto sicuro dove ripararsi in tempi di crisi.

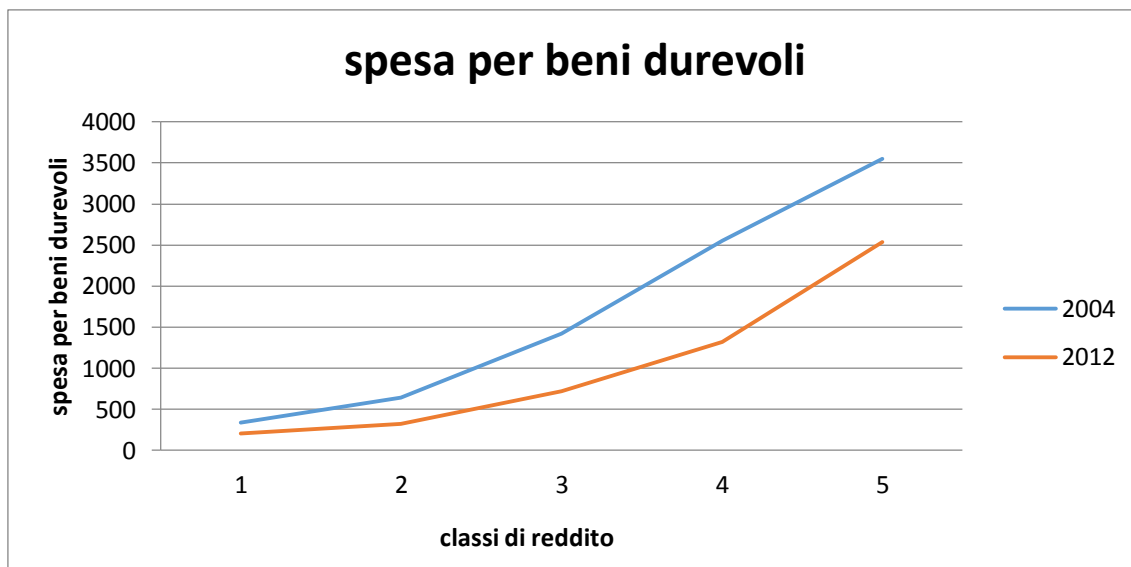
Considerando la struttura dei consumi familiari, si possono notare delle differenze sostanziali tra i due anni presi in esame.

anno 2004	spesa per beni durevoli	spesa per beni non durevoli	consumo familiare
classe di reddito			
fino a 10000	334	3159	6493
da 10 a 20000	639	13824	14463
da 20 a 30000	1418	19076	20495
da 30 a 40000	2550	23617	26167
oltre 40000	3550	33763	37313
media	1698,2	18687,8	20986,2

anno 2012	spesa per beni durevoli	spesa per beni non durevoli	consumo familiare
classe di reddito			
fino a 10000	209	11948	12158
da 10 a 20000	324	16950	17274
da 20 a 30000	723	21065	21788
da 30 a 40000	1321	27214	28535
oltre 40000	2540	41464	44034
media	1023,4	23728,2	24757,8

Si evince, in particolar modo, una diminuzione nella spesa per beni durevoli, quali lavatrici, cellulari, elettronica. Ciò perché i soggetti, soprattutto a reddito basso, non hanno più disponibilità extra da poter spendere in tali beni.

È possibile notare questo calo nella spesa per beni durevoli anche grazie al seguente grafico:



Allo stesso modo, si evince una riduzione di acquisti di tali beni anche nella classe di famiglie con un reddito medio-alto.

Per quanto riguarda, invece, le attività reali che comprendono immobili, oggetti di valore e aziende, si presenta la seguente situazione per l'anno 2004:

classe di reddito	tot attività reali
fino a 10000	3671
da 10 a 20000	29520
da 20 a 30000	75091
da 30 a 40000	140910
oltre 40000	425516

È facile dedurre che a possedere quote maggiori di attività reali sono i cittadini cosiddetti “ricchi”, con una classe di reddito superiore ai 20000 euro, ma è possibile notare che, quando della crisi non vi era nemmeno l'ombra, anche le

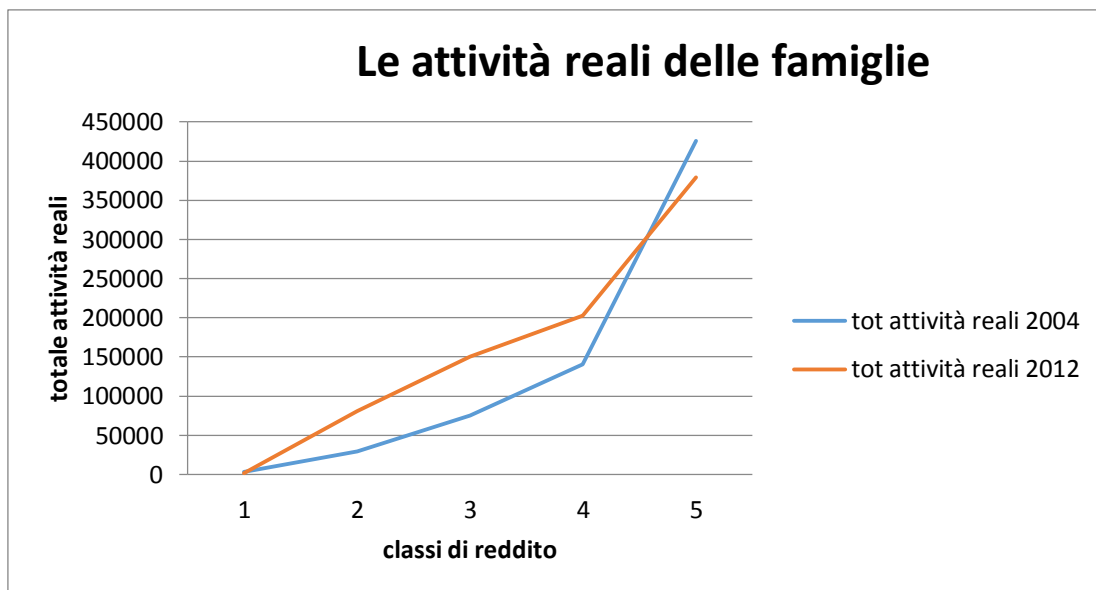
famiglie con un reddito minimo possedevano parte di attività reali, compresi oggetti di valore come gioielli in oro.

Per quanto riguarda la situazione del 2012, invece, si dimostra:

classe di reddito	tot attività reali
fino a 10000	2000
da 10 a 20000	81000
da 20 a 30000	150160
da 30 a 40000	203000
oltre 40000	379000

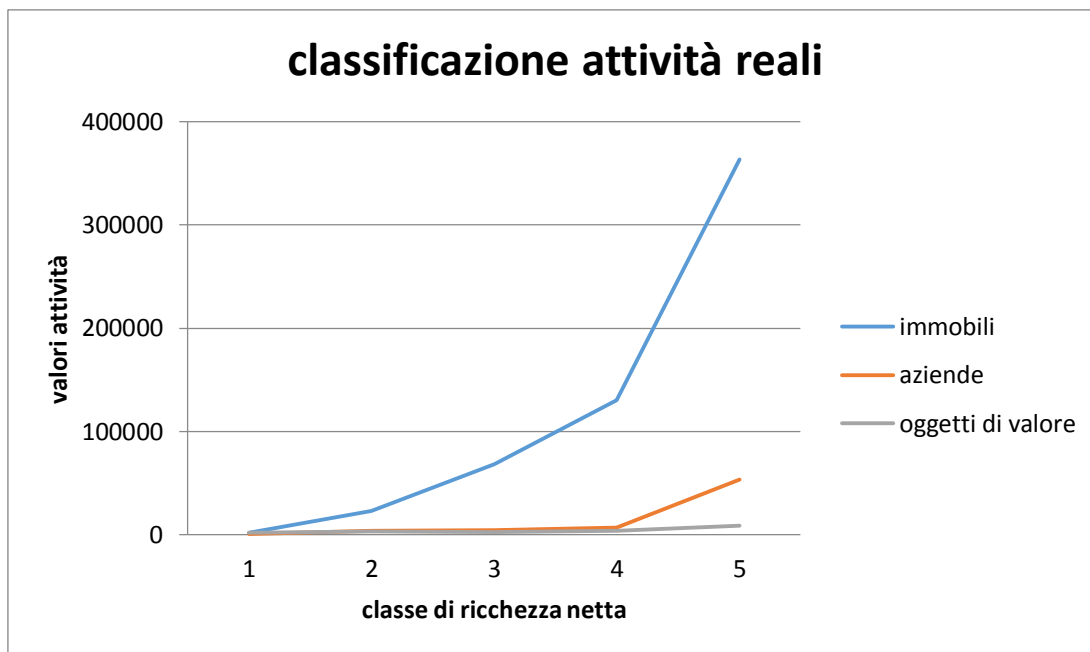
Con la crisi del 2008, lo scenario cambia. Infatti, le persone a reddito basso non hanno più fondi per investire in attività reali, siano esse una casa o un monile d'oro; anzi, si assiste ad un processo inverso. Le persone considerate “povere” utilizzano le proprietà di gioielli e beni liquidabili nell'immediato per poter ottenere denaro in prestito in caso di necessità. Mentre le famiglie benestanti, che in seguito alla crisi hanno ancora qualche risparmio da parte, investono nelle attività reali, soprattutto nell'oro, in quanto lo considerano il bene rifugio per eccellenza, il cui valore non può essere ribassato e quindi, in caso di difficoltà economiche, può risultare utile. Ovviamente, però, vi è stata una riduzione nell'investimento anche da parte di questi operatori economici, in quanto la crisi ha gravato anche sulle classi di reddito alto.

Si mostra, nel seguente grafico, il confronto tra i due anni considerati:



Si nota che le attività reali (immobili, oggetti di valore e aziende) costituiscono la parte preponderante della ricchezza netta familiare.

Nel grafico che segue, invece, viene illustrata la divisione delle attività reali, in cui è possibile notare come, alla fine del 2004, la maggior parte delle famiglie possedeva una quota consistente di immobili, i quali hanno avuto un andamento nel volume complessivamente positivo nell'anno considerato. Ovviamente, la quota maggiore di immobili è posseduta dalle persone con un reddito medio-alto (dai 50000 mila euro in su).

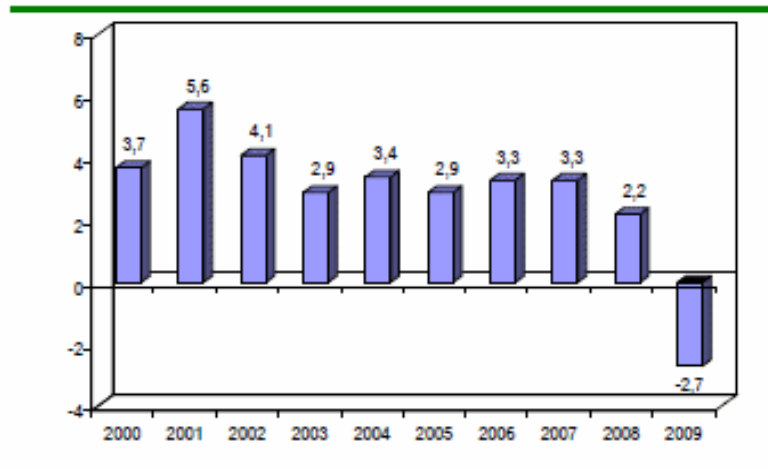


Tale situazione si è, tuttavia, invertita nel 2012. La condizione economica delle famiglie è peggiorata nella maggior parte dei casi. Infatti, molti sono costretti ad usare i propri risparmi per far quadrare i conti. Gli immobili costituiscono un serio problema, in quanto la maggior parte dei soggetti che ha contratto un mutuo ha difficoltà a pagare le rate e, di conseguenza, richiede ulteriori prestiti per le proprie esigenze di liquidità. Secondo il Rapporto Italia dell'Eurispes, un italiano su tre, ovvero circa il 33,3%, ha chiesto un prestito bancario dal 2012 al 2015 per far fronte alle spese di vita quotidiana. In seguito alla crisi finanziaria, il potere di acquisto delle famiglie si è ridotto drasticamente, tanto che vi sono stati tagli sulla maggior parte delle cose. Si pensi che per le famiglie con un reddito basso anche l'automobile è diventata un lusso, a causa dei crescenti costi del carburante e delle assicurazioni.

In uno scenario caratterizzato da forte instabilità economica, inoltre, ci sono sempre più famiglie che si rivolgono ai Compro Oro o al Monte di pietà per ottenere liquidità nel breve termine, impegnando i propri oggetti di valore, come si avrà modo di notare nel prosieguo di questo elaborato .

Il reddito disponibile delle famiglie italiane

(valori correnti; var. %)



Fonte: Istat

Come si evince da questa rilevazione dell'Istat, le famiglie italiane sono diventate più povere successivamente alla crisi. Il reddito medio per nucleo familiare, infatti, si è ridotto in termini reali del 4,9% nel 2009.

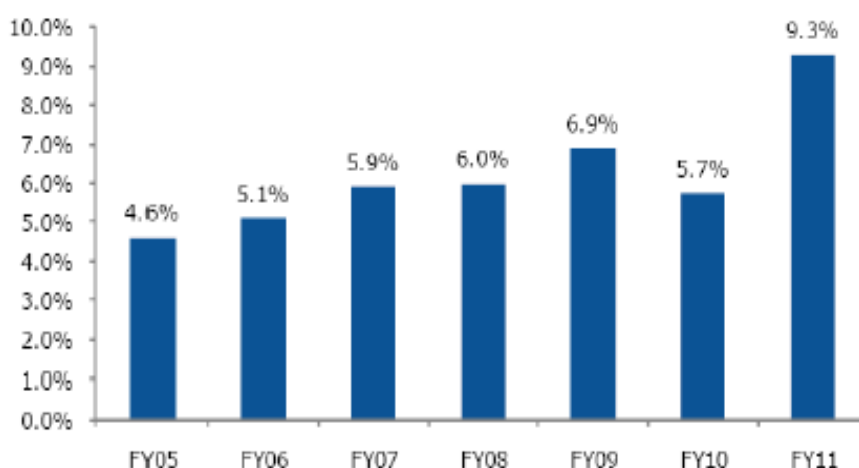
1.2 Le famiglie indiane

Il mercato indiano rappresenta un punto di riferimento molto importante per quanto concerne il metallo giallo. Infatti, esso è uno dei mercati più grandi in termini di volume, che si è espanso in modo considerevole durante il suo periodo di liberalizzazione. Inoltre, l'India è il maggior consumatore di oro. Nel 2005, ha rappresentato il 22% della domanda di gioielli e il 35% degli investimenti in monete e lingotti.

Gli indiani possiedono molto più oro rispetto ai cittadini di altri Paesi, poiché esso viene utilizzato come strumento per mostrare il benessere della famiglia, come una forma di risparmio e come assicurazione contro situazioni impreviste.

Il mercato dell'oro ha una particolare importanza soprattutto nelle zone rurali dell'India, che rappresentano il 65% della popolazione. Qui, il portafoglio delle famiglie è dominato da beni, quali terreni o immobili, che sono fortemente non liquidi e anche da proprietà di oro di varie misure. Per esempio, i risparmi finanziari delle famiglie in relazione al PIL sono crollati dal 12,5% nel 2005-2006 al 7% nel 2012-2013, mentre gli investimenti in risparmi fisici e valutabili, come l'oro, sono aumentati dal 12,5% al 14% e dal 7,5% al 16%, rispettivamente, nello stesso periodo¹.

Il grafico seguente mostra l'importanza dell'oro per le famiglie indiane:



Fonte: WGC

È evidente come, nel tempo, il metallo prezioso abbia assunto un ruolo di sempre maggior rilievo nei risparmi delle famiglie rurali, le quali possiedono portafogli di attività diversificate e, soprattutto, investono in beni finanziari a basso rischio.

Gli autori del paper *How much can asset portfolios of rural households benefit from formal financial services?*, scritto per il National Stock Exchange of India,

¹ Cfr. AA. VV., *How much can asset portfolios of rural households benefit from formal financial services?*, NSE Working paper series no. WP-2014-2

mostrano che i beni di consumo compongono circa il 54% dell'intero portafoglio delle famiglie campione e che l'oreficeria rappresenta la principale attività di investimento, stabilendosi al 44%. In particolar modo, la gioielleria e gli immobili costituiscono il 93% della ricchezza totale netta delle famiglie rurali medie.

Asset Category	Median Value (in INR)	Percentage of Total Assets
Electronics	7,000	3.49%
House	99,000	49.36%
Vehicle	1,250	0.62%
<i>Consumption assets (total)</i>	<i>107,250</i>	<i>53.47%</i>
Agricultural equipment	500	0.25%
Investment	-	0.00%
Jewellery	88,320	44.03%
Land	-	0.00%
Livestock	4,500	2.24%
Shop	-	0.00%
<i>Investment assets (total)</i>	<i>93,320</i>	<i>46.53%</i>
All assets (total)	200,570	100.00%

Fonte: NSE Working paper series no. WP-2014-2

È assodato, dunque, che in queste famiglie l'oro rappresenta un bene molto importante. Nonostante l'India sia un Paese fortemente influenzato dalle proprie tradizioni, si può riscontrare un incremento della domanda di beni provenienti dal mondo moderno. Infatti, la richiesta di oro è fortemente influenzata da un sempre crescente desiderio di beni di lusso derivanti dal mondo occidentale e dai mercati di investimento. Quindi, la sfida del metallo giallo sarà quella di mantenere un ruolo predominante e competitivo nella società indiana, che possa trascendere le generazioni. Ciò, come verrà dimostrato nel corso di questo elaborato, è un obiettivo possibile grazie alla valenza innanzitutto culturale, ma anche a ruolo di

collateral che questo metallo svolge per i prestiti personali in periodi di difficoltà economica.

Una ricerca del World Gold Council ha dimostrato che la domanda di oro è stata guidata da una rapida crescita del PIL, dall'urbanizzazione e da un aumento dei livelli di reddito e risparmio del consumatore.

Capitolo 2

L'oro come bene di consumo durevole

2.1 Cenni di storia

L'oro è stato estratto dagli artigiani sin dall'antichità. Re, sacerdoti, faraoni e imperatori hanno considerato l'oro come simbolo di potere e hanno controllato le miniere che erano sotto al loro dominio. È stato stimato che in tempi biblici venivano estratte annualmente circa 30000 once di oro per essere adoperate in ornamenti, gioielli e decorazioni delle tombe. La storia del metallo prezioso risale al quinto millennio a.C., quando esso fu usato in Mesopotamia per la produzione di strumenti sacri e a fini decorativi. Le prime testimonianze scritte in cui appare l'oro risalgono agli Egizi, all'epoca del Faraone Den nel 3000 a.C. La prima moneta ad essere considerata universale per lo scambio e il commercio mondiale fu coniata da Creso, sovrano della Lidia. La scoperta dei giacimenti più grandi, invece, avvenne solo nel XIX secolo in California e in Sudafrica. Attualmente i maggiori produttori mondiali di oro sono il Sudafrica, l'Australia e gli Stati Uniti.

Le proprietà fisiche, la lucentezza e la facilità alla lavorazione hanno dato all'oro un ruolo speciale nella storia. Infatti, sin dall'antichità veniva usato per la produzione di ornamenti e gioielleria, nonché come moneta corrente in Inghilterra, ove si adottò il *Gold Standard* a partire dal 1816. Si trattava di un sistema in cui la base monetaria era rappresentata da una fissata quantità di oro; in questo contesto il metallo prezioso era visto come denaro e le banconote potevano essere liberamente convertite in oro dalle banche nazionali. Il Gold Standard fu interrotto con i conflitti del Novecento; infatti, dopo il 1914, con solo poche eccezioni, la maggior parte delle valute nazionali non furono più scambiate in oro. Successivamente, al termine della Seconda Guerra Mondiale,

tale materia prima ebbe un ruolo di riferimento nei cosiddetti accordi di Bretton Woods, diventando un punto fermo in un mercato in cui il dollaro era ancorato all'oro. Infatti, nel 1944 i rappresentanti di 44 Paesi si riunirono a Bretton Wood, dando così luogo alla nascita del Fondo Monetario Internazionale (F.M.I) e alla Banca Mondiale. I compiti principali di tale conferenza furono quelli di creare le condizioni per una stabilizzazione dei tassi di cambio rispetto al dollaro, il quale veniva considerato valuta principale, ed eliminare le condizioni di squilibrio determinate dai pagamenti internazionali. Si trattava di una serie di accordi volti a definire le procedure idonee per il controllo della politica monetaria internazionale. Il sistema, però, venne abbandonato nel 1971.

Il primo paese a legalizzare la negoziazione del metallo giallo fu la Francia nel 1948, seguita dalla Svizzera nel 1951. Alla fine degli anni Sessanta - inizio anni Settanta si ebbe la vera e propria apertura del libero mercato aureo, periodo in cui vi fu una profonda crisi del dollaro e, quindi, molti operatori si riversarono sull'acquisto dell'oro. Fu proprio in questo contesto che vennero creati i primi strumenti di investimento legati al metallo prezioso, i quali si moltiplicheranno negli anni successivi con l'introduzione del trading telematico.

Nel periodo 1979 – 1982, in cui vi sono state la guerra in Medio Oriente, la recessione economica negli Stati Uniti e un periodo di stagflazione, si è giunti al “*flight – to- quality*”², ovvero quel fenomeno in cui gli investitori, percependo tensioni sui mercati, vendono i titoli rischiosi e comprano attività sicure, ad esempio i Titoli del Tesoro statunitensi. Gli anni Duemila, invece, sono stati caratterizzati da una cosiddetta “corsa all'oro”, che si è protratta per un decennio circa, nel quale il metallo prezioso ha triplicato il suo valore arrivando ad una quotazione di 1920 \$/oncia³ nell'estate del 2011. Successivamente, una serie di fattori, tra cui la speculazione, ha portato alla discesa dei prezzi nel biennio successivo, arrivando a toccare 1321 \$ il 15 Aprile 2013.

² Argomenti del sole, Il Sole 24 ore. Disponibile in [http:// www.argomenti.ilsole24ore.com](http://www.argomenti.ilsole24ore.com)

³ L'oncia troy è l'unità di misura ufficiale per il peso dell'oro. 1 oncia troy = 31,103476 grammi.

2.2 Caratteristiche dell'oro e fattori che ne influenzano il prezzo

Nelle varie turbolenze avute negli anni, come le crisi petrolifere e la guerra in Medio Oriente, l'oro ha assunto il ruolo di "*bene rifugio*". Non vi è una definizione univoca di cosa sia un bene rifugio, ma sostanzialmente con tale espressione vengono indicati tutti gli investimenti che conservano il loro valore nel tempo, nonostante i periodi di incertezza o di elevata inflazione. Infatti, il metallo giallo viene considerato da sempre il bene rifugio per eccellenza grazie alle sue proprietà di stabilità e universalità; in ogni epoca è stato considerato come una sorte di assicurazione sul patrimonio, essendo in grado di resistere nei momenti di crisi e, per lungo tempo, è stato preso come riferimento nelle monete nazionali. Infatti si è potuto osservare che nei periodi di forte incertezza sia finanziaria che geopolitica, gli investitori hanno accresciuto i loro acquisti in oro o in strumenti collegati a tale commodity. Questo perché molti ritengono il metallo giallo uno strumento in grado di proteggere contro eventuali perdite nei mercati finanziari. Un'altra ragione per investire in oro è la sua funzione di diversificazione all'interno di un portafoglio d'investimento o il suo agire come strumento di gestione del rischio. Mentre le azioni e le obbligazioni tendono a muoversi nella stessa direzione, l'oro invece è correlato negativamente a tali attività. Pertanto, esso può svolgere un ruolo importante come elemento di diversificazione. Infatti, l'inclusione del metallo è stata proposta per portare ad un portafoglio più equilibrato riducendo la volatilità. La diversificazione del portafoglio è alla base della teoria della finanza moderna, in base alla quale si sostiene che gli investitori dovrebbero detenere una serie di attività finanziarie nel loro portafoglio, che sono inversamente correlate, per ridurre il rischio e di conseguenza migliorare il rendimento. Ciò è possibile in quanto la presenza di attività finanziarie con caratteristiche diverse riduce la probabilità che l'intero portafoglio possa subire potenziali perdite.

Nel lungo periodo, l'oro si è dimostrato molto efficace per preservare il potere d'acquisto. Per questo motivo, esso viene considerato anche come una copertura contro l'inflazione. In media, a livelli più alti di inflazione corrispondono prezzi maggiori del metallo prezioso, in quanto gli investitori tendono ad acquistare l'oro in periodi di inflazione causando così un aumento continuo del suo prezzo. Quindi, rappresenta una buona difesa nei periodi inflattivi, poiché a fronte di una diminuzione del potere di acquisto della moneta, esso è il modo perfetto per conservare la propria ricchezza. Tra le ragioni per cui gli investitori lo comprano nei periodi di crisi vi sono l'assenza di rischio di controparte e la copertura da un'eventuale svalutazione della moneta. <<L'oro è la responsabilità di nessuno>>⁴.

Da notare anche la relazione dell'oro con i tassi di interesse: il suo prezzo aumenta quando i tassi di interesse nominali (e reali) sono in diminuzione. Nonostante la sua fisicità, esso rimane un investimento finanziario e, a differenza di obbligazioni e azioni, non produce flussi di cassa e pertanto non ha un suo valore intrinseco.

Il metallo giallo, oltre a rappresentare un bene finanziario, viene impiegato in vari settori, quali l'oreficeria e il settore industriale. L'oreficeria rappresenta circa i due terzi della domanda mondiale di oro. Il mercato più grande in tale settore è quello dell'India, dove ha una particolare importanza soprattutto nei matrimoni. Grazie ad una serie di proprietà, come l'elevata resistenza alla corrosione e alla conduttività elettrica, esso viene molto utilizzato nel settore elettronico, ad esempio nei motori jet, nei computer e in tutti gli apparecchi per telecomunicazioni. Trova anche applicazione in campo medico, soprattutto nell'odontoiatria, in campo fotografico e astronautico.

L'oro assume anche il ruolo di riserva monetaria. Infatti, è proprio tale funzione che spinge le banche centrali ad incrementare le proprie riserve auree a garanzia del denaro stampato e immesso nel sistema economico. All'inizio del 2014 gli

⁴ Cit. *An investor's guide to gold market – US edition*, World Gold Council, 2010. Disponibile in <http://www.gold.org/research/investor's-guide-gold-market-us-edition>. Trad mia.

Stati Uniti erano il primo detentore al mondo di riserve auree, con più di 8000 tonnellate, seguiti dalla Germania con 3390 tonnellate.

Il World Gold Council, un'associazione che si occupa dello sviluppo e delle problematiche legate all'oro, ha individuato sette fattori che incidono sul valore del metallo giallo:

1. *Valute.* L'oro presenta una correlazione negativa con il dollaro e altre valute di paesi sviluppati. Infatti, il metallo rappresenta una buona copertura contro la debolezza del dollaro. Ad esempio, un calo di tale valuta aumenta il potere d'acquisto dei paesi non appartenenti all'area del dollaro, facendo salire il prezzo dell'oro come accaduto alla fine degli anni Settanta.
2. *Inflazione.* Una variabile come l'inflazione condiziona il potere di acquisto delle persone e quindi incide sul consumo e sul risparmio; di conseguenza, ciò ha un forte impatto sulla domanda aurifera. Come sottolineano le ricerche di Oxford Economics (2011) e Ventura Commodities (2013), l'oro si comporta bene sia nei periodi di inflazione che in quelli di deflazione finché l'incertezza del mercato è alta. Quando i mercati si stabilizzano, invece, vi è un calo del prezzo dell'oro.
3. *Tassi d'interesse.* Il livello dei tassi di interesse reali è un altro fattore che può influenzare i prezzi dell'oro. I tassi di interesse misurano il costo opportunità di tenere il proprio capitale liquido invece che investirlo. Il costo opportunità di detenere oro aumenta con l'aumentare del tasso di interesse reale e diminuisce invece nel caso contrario.
4. *Reddito e consumi.* Una maggiore ricchezza porta ad un maggiore consumo di beni, quali lingotti, gioielli e applicazioni tecnologiche, e quindi ad una crescente domanda di metallo giallo.
5. *Rischio di coda (Tail risk).* Il rischio di coda in genere è causato da una grave crisi economica o finanziaria imprevista, creando uno shock sistemico che in poco tempo crea panico sui mercati. Ovviamente,

situazioni di stress sui mercati conducono gli investitori verso attività finanziarie molto liquide e meno esposte ai rischi.

6. *Flussi a breve termine.* Il prezzo dell'oro può essere influenzato anche dai flussi in entrata e in uscita che sfruttano il cosiddetto *momentum*.
7. *L'offerta di oro fisico.* Anche il lato dell'offerta può influenzare il prezzo dell'oro. Ad esempio, una diminuzione della capacità estrattiva delle aziende del settore potrebbe spingere al rialzo le quotazioni.

2.3 I principali mercati dell'oro

2.3.1 Cina

Tra i mercati di scambio dell'oro fisico quello di Hong Kong è il più antico, fondato nel 1910. La principale distinzione dagli altri mercati è che qui le quotazioni si sono sempre basate sulle oscillazioni tra domanda ed offerta. Inoltre, la forza di questo mercato sta nella sua posizione geografica in quanto funziona quando gli altri mercati, come quello di Londra, sono chiusi ed è anche l'unico che opera di sabato. Hong Kong ha sempre svolto un ruolo fondamentale nel mercato dell'oro mondiale, e in particolare per quello cinese. È stato il principale punto di ingresso per l'importazione di oro nel paese. Recentemente, invece, i grandi volumi di metallo giallo arrivano attraverso Shanghai.

Nel 1993, per espandere le sue riserve auree, la Cina ha allentato le regolazioni e ha aperto la frontiera alle miniere estere. Nel 2013 il Paese si è posizionato non solo come il primo produttore, ma anche come primo consumatore di oro al mondo. In questo anno, la domanda di oro in Cina è stata eccezionale, in quanto sia i compratori di gioielli che gli investitori hanno sfruttato il vantaggio derivante dalla caduta consistente dei prezzi nazionali del metallo prezioso. Gli investimenti nei metalli preziosi sono aiutati indubbiamente dalla limitata selezione di forme alternative di risparmio in Cina. In questo Paese, infatti, le

persone considerano l'oro come un incremento della ricchezza complessiva della nazione. Ed è proprio la considerazione che i cinesi hanno riguardo a tale materia prima che ha portato la Cina ad essere il primo Paese nel mercato fisico dell'oro, sia nella produzione che nel consumo di metalli preziosi. Inoltre, è anche il più grande importatore di lingotti. Nel 1950, la proprietà privata di lingotti fu vietata e l'industria aurifera venne posta sotto il controllo dello Stato. Cinquant'anni dopo circa, la Banca Popolare Cinese, che svolge la funzione di banca centrale, abbandonò il suo monopolio sull'acquisto, sull'allocazione e sul prezzo dell'oro. Da notare che la crescita della Cina dal 1980 è stata notevole. Infatti, in trent'anni circa, si è trasformata da un Paese povero in via di sviluppo in un Paese di reddito medio. Infatti, con Deng Xiao Ping nel 1978 vi è stato l'inizio di un programma di riforme economiche che ha portato allo sviluppo sempre crescente della nazione. In tale anno il reddito pro capite cinese era poco più di 200 \$ fino ad arrivare, nel 2013, a 6850 \$.

La fine del monopolio della Banca Popolare Cinese e la creazione dello *Shanghai Gold Exchange* (SGE) hanno accelerato lo sviluppo del mercato dell'oro dal 2002 in avanti. Lo Shanghai Gold Exchange ha iniziato la sua attività nell'ottobre del 2002. Un'ulteriore liberalizzazione è avvenuta nel 2003 quando il sistema di licenze per l'esecuzione di attività in prodotti d'oro e argento fu abolito e nel 2004 fu permesso al settore privato di detenere e negoziare lingotti. Nel gennaio 2008 fu negoziato il primo contratto futures sull'oro nello *Shanghai Futures Exchange*, arrivando al 2013, quando la Cina diviene il più grande consumatore mondiale di oro e il primo ETF sul metallo giallo viene lanciato nel Paese.

L'oreficeria rappresenta il settore più importante della domanda del metallo prezioso in Cina. La sua crescita è stata supportata da redditi crescenti e dal rapido processo di urbanizzazione. Nel 2013 ha superato l'India diventando il più grande consumatore e produttore orafo nel mondo. I consumatori cinesi

acquistano oro a 24 carati per proteggersi da una possibile svalutazione della moneta. Albert L. H. Cheng afferma, nel suo rapporto sull'oro e la Cina⁵, che:

<< In maniera più generale, i cinesi considerano tradizionalmente l'oro come una forma di moneta. In effetti, in mandarino il carattere *jin* per l'oro è sinonimo anche di moneta. [...] La domanda in Cina per prodotti a 24 carati è in gran parte frutto di considerazioni finanziarie e per la consapevolezza che, in situazione estreme, i gioielli in oro possono facilmente essere scambiati con la liquidità. >>

La paura di inflazione è uno dei maggiori fattori che stanno alla base della crescita nella domanda nazionale di investimenti. In un periodo passato contraddistinto da iperinflazione, infatti, oro, argento e valute estere sono stati l'unico modo per preservare la ricchezza finanziaria.

2.3.2 India

Il mercato dell'oro indiano è un mercato in cui viene acquistato e venduto prevalentemente oro fisico. L'India è il più grande consumatore mondiale di metallo giallo in termini di volume. Infatti, nel 2005 la domanda per la gioielleria era circa il 22% della domanda globale e il 35% costituiva gli investimenti in monete e lingotti.

Dal 1963 al 1990, il *Gold Control Rules* e il *Gold (Control) Act* hanno regolamentato il mercato interno. La proprietà privata di oro è stata limitata ai gioielli e alle monete già in circolazione; infatti, detenere lingotti veniva considerato illegale. Le fabbriche di gioielli e i rivenditori dovevano richiedere delle licenze per operare. Nel 1963 venne proibita soprattutto la fabbricazione di

⁵ Albert L. H. Cheng, *China's gold market: progress and prospects*, World Gold Council, 2014, pagg. 22-23. Trad. mia.

gioielli con più di 14 carati di purezza e le proprietà individuali di oro dovevano essere dichiarate. Dopo l'abrogazione del Gold (Control) Act nel 1990, il governo ha adottato politiche pragmatiche volte a incrementare la quota delle importazioni ufficiali di oro, di ottimizzare le sue entrate grazie a dazi doganali, di stimolare l'esportazione di gioielli in oro e migliorare la qualità complessiva dei gioielli fabbricati in India. Vi sono state iniziative importanti che comprendono l'introduzione di schemi ufficiali per quanto riguarda le importazioni del metallo prezioso, ad esempio il *Non-Resident Indian (NRI) Scheme* nel 1992 e l'autorizzazione delle banche nel 1997, nonché il *Gold Deposit Scheme* nel 1999. Lo schema NRI, un'iniziativa del Ministero del Commercio e dell'Industria, è stato lanciato nel marzo 1992. Esso ha permesso grandi quantità di lingotti d'oro da importare ufficialmente per il mercato interno per la prima volta da decenni. Secondo questo schema, si è autorizzati ad importare fino a 10 kg di lingotti d'oro e altri oggetti in oro approvati.

Il Gold Deposit Scheme, invece, è stato lanciato nel 1999 ed era supervisionato dalla Reserve Bank of India (RBI), la banca centrale indiana. I suoi obiettivi principali erano di ridurre l'importazione di oro, portando in circolazione solo quello detenuto privatamente e fornire al pubblico l'opportunità di guadagnare reddito per le loro proprietà auree. Il deposito minimo è normalmente di 200 grammi. Tali depositi possono durare dai 3 ai 7 anni, gli interessi annuali pagati sono all'incirca del 3-4% e sono esenti dalle imposte sul reddito.

L'oro in India viene considerato come un risparmio, un modo diverso di investire; infatti, è il secondo investimento preferito dagli indiani dopo i depositi bancari. Viene visto come l'unico modo per preservare la propria ricchezza. Il metallo giallo ha un importante ruolo nel mercato di esportazione delle gemme e dei gioielli indiani, uno dei settori in più rapida crescita nel Paese. I prezzi per il settore orafo in India variano in tandem con i cambiamenti dei prezzi del mercato internazionale.

La domanda indiana di metallo giallo è correlata anche con le tradizioni culturali e religiose. Per molti indiani esso viene considerato sacro; è visto come un

simbolo di ricchezza e prosperità nella religione Hindu, dove è considerato come un metallo di buon auspicio, che le persone amano comprare o regalare durante le feste religiose. Uno degli eventi più importanti è *Diwali*, che segna l'inizio del nuovo anno Hindu e di solito avviene in ottobre o novembre. In aprile o maggio si ha, invece, *Akshaya Thrithiya*, che è il più importante giorno per l'acquisto dell'oro, in quanto vi è la credenza che comprarlo in questa occasione sia di buon auspicio. Inoltre, svolge un importante ruolo nei matrimoni indiani, dove le spose sfoggiano gioielli in grande quantità. La dote della sposa indiana è costituita unicamente da tale metallo prezioso, il quale viene messo da parte dai familiari a partire dalla nascita della propria figlia. L'oro che viene regalato alla sposa viene chiamato "*Streedhan*" ⁶, dove "*stree*" vuol dire donna e "*dhan*" significa ricchezza.

Seppur l'India abbia una scarsa offerta interna di oro, la domanda è invece principalmente soddisfatta dalle importazioni. Infatti, circa il 90% dell'oro consumato in India viene importato dall'estero. In questo Paese, il metallo prezioso non subisce alcun trattamento speciale per quanto riguarda la tassazione sugli investimenti in oro, come i lingotti; l'unica eccezione è rappresentata dal mercato di Mumbai, dove l'oro è soggetto alla "*octroi*" ⁷, una tassa locale (dazio) sui beni in entrata e in uscita dallo Stato.

Il metallo giallo non è importante solo nei riti culturali e religiosi indiani. Esso viene visto come una sicurezza e un mezzo di risparmio facilmente accessibile dalla comunità rurale, che rappresenta circa il 70% della popolazione indiana. Essendo una buona copertura contro l'inflazione, chi ha comprato l'oro ad esempio negli anni Settanta, è stato in grado di proteggersi contro l'inflazione che si è avuta in quegli anni. L'aumento del reddito medio del Paese negli ultimi decenni e la scarsa fiducia dei cittadini nella banca nazionale hanno spinto al rialzo la domanda di oro indiana, determinando così ingenti deficit nella bilancia

⁶ N. Dempster, *The role of gold in India*, World Gold Council, Settembre 2006.

⁷ E. Ong, M. Grubb, A. Mitra, *India: heart of gold. Strategic outlook*, World Gold Council, Maggio 2011. Disponibile in <https://www.gold.org/research/india-heart-gold-strategic-outlook>.

dei pagamenti esteri. Per fronteggiare tale situazione, nel 2013, il ministro delle finanze Palaniappan Chidabaram ha alzato di continuo i dazi sull'oro importato. Ma ciò ha portato ad un calo delle importazioni ufficiali, favorendo però allo stesso tempo un attivo commercio di contrabbando. Il mercato illegale del metallo giallo era presente nel Paese sin dai decenni precedenti; infatti, si pensi che l'oro di contrabbando in India nel periodo 1968-1995 variava in un intervallo di 10-217 tonnellate per anno; la percentuale di contrabbando, però, è scesa drammaticamente durante gli anni Novanta.

Nell'ottobre del 2003 vengono istituite il *Multi Commodity Exchange of India Ltd* (MCX) e il *National Commodity and Derivatives Exchange Ltd* (NCDEX).

2.3.3. Turchia

La Turchia rappresenta un'altra economia emergente, dove l'oro gioca un importante ed innovativo ruolo. Nonostante la Turchia abbia una piccola industria di estrazione, che sta crescendo pian piano, ciò incoraggia lo sviluppo della sua economia. Questo Paese è molto simile all'India di cui si è parlato in precedenza. Infatti anche qui l'oro gioca un importante ruolo nei matrimoni e nella religione. Alle cerimonie nuziali i gioielli incarnavano i valori finanziari ed emozionali della sposa turca, la quale ha il diritto di chiedere gioielli in oro e monete. In un'antica tradizione si narra anche che le monete d'oro venivano date per celebrare la circoncisione di un ragazzo. Il metallo prezioso viene usato anche come mezzo di scambio ed unità di conto. Data la costante alta inflazione nel periodo 1980-1990, l'*Istanbul Jewellery Council* e molti membri dell'industria aurifera proposero di usare l'oro al posto della lira turca. Ad esempio, nel Grand Bazaar gli affitti venivano molto spesso prezzati in oro. Nasceva così il *Milyem Accounting System*.

<< L'oro è un piccolo ma importante ingranaggio nel sistema finanziario turco. Dalla fine del 2013 le banche commerciali detenevano circa 250 tonnellate, equivalenti a 10,4 miliardi di dollari, che sono stati messi a lavoro per supportare l'economia turca. Gran parte di questi derivavano da investitori che scambiavano la lira turca e la moneta straniera in conti d'oro>>. ⁸

A partire dal 1984, sulla base dei dati riguardanti le esportazioni e le importazioni, la *Turkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi* (TCMB), la banca centrale della Turchia, ritiene che lo stock di oro delle famiglie turche ammonta a circa 2189 tonnellate. Qui non è solo la domanda nazionale ad essere predominante; l'industria turca di oreficeria sfrutta il vantaggio proveniente dalle esportazioni e da un ampio commercio turistico. Infatti, per un periodo di tempo, il Paese ha rappresentato il secondo maggiore esportatore mondiale di gioielli in oro, esportando prevalentemente nel Medio Oriente, Stati Uniti, Russia e Germania. Mentre, i principali fornitori di lingotti alla Turchia sono le banche svizzere, che detengono la più grande quota di mercato.

Il governo turco, inoltre, ha adottato vari provvedimenti per monetizzare l'oro e ridurre il suo deficit. Infatti, ha migliorato le infrastrutture di mercato, ad esempio introducendo l' *Istanbul Gold Refinery* nel 2002, e ha incoraggiato le banche a sviluppare adeguati prodotti di investimento nel metallo prezioso.

La significativa inflazione, il deprezzamento della moneta e le crisi finanziarie frequenti hanno incrementato l'accumulo di metallo giallo da parte dei consumatori per essere usato successivamente in caso di necessità. Proprio per questo motivo la maggior parte dell'oro presente nel Paese veniva detenuto in casa e così nel 2012 le banche provarono a convincere le persone a porre le proprie proprietà nei conti di deposito in oro, mettendo a disposizione dei giorni speciali da dedicare esclusivamente a tali clienti.

⁸ Cfr. A. Hewitt, L. Street, K. Gopaul, *Turkey: gold in action*, World Gold Council, 2015. Trad. mia.

Nel 1993 la TCMB non controllò più il mercato aurifero turco e questo portò alla fondazione, nel 1995, dell'*Istanbul Gold Exchange* (IGE). Nell'aprile del 2013, l'IGE si fuse con l'*Istanbul Securities Exchange* (IMKB) e con il *Futures and Options Exchange* (BOB), creando la *Borsa Istanbul* (BIST). Il principale obiettivo era quello di creare una struttura efficiente in modo da rendere Istanbul un importante centro finanziario. La Borsa Istanbul è importante per le importazioni dell'oro; infatti è responsabile sia per la fornitura di apposite licenze da concedere agli importatori, sia per la verifica della qualità del metallo che entra nel mercato turco.

Nel 2011, nel bel mezzo di una crisi finanziaria globale, la Turchia ha affrontato la minaccia di un deficit fuori portata; questo ha reso il Paese molto vulnerabile. Così la banca centrale ha sviluppato una serie di strumenti volti a proteggere l'economia turca; una parte importante di questa politica è stata il *Reserve Options Mechanism* (ROM), i cui obiettivi principali erano quello di limitare le fluttuazioni nel tasso di cambio, nonché incentivare le banche ad un accumulo di oro e valute estere da poter sfruttare in caso di necessità. Si evince quindi che l'obiettivo della banca centrale era quello di incrementare le riserve di oro e di mobilitare il metallo giallo.

2.3.4 Regno Unito

Il principale mercato mondiale per la negoziazione dell'oro fisico è quello di Londra. Nato nel 1919, già a partire da quella data stabilì il primo fixing dell'oro, ovvero la quotazione standard sotto la quale andava scambiato. Il mercato è supervisionato dal 1986 dalla Banca d'Inghilterra, in consultazione con il *London Bullion Market Association* (LBMA). LBMA è un'associazione professionale alla base del mercato di oro e argento fisico, dove vengono raggruppati produttori di tali materie prime, raffinatori, coniatori, banche e intermediari coinvolti nella negoziazione sul mercato londinese. È un ente preposto a stilare una lista

ufficiale di fornitori autorizzati. I suoi compiti centrali riguardano la certificazione e la garanzia di determinati standard qualitativi dei lingotti, come la purezza e la forma di quest'ultimi. Infatti, il lingotto d'oro per essere accettato e venduto sul mercato di Londra deve avere un peso compreso fra 350 e 430 once e portare, oltre ad un numero di serie, anche il marchio di un raffinatore riconosciuto sull'apposita lista stilata dal LBMA.

Il London Gold Fixing

Il fixing dell'oro di Londra fu stabilito la prima volta il 12 settembre 1919.

I dealer delle maggiori banche nel mercato aureo si riuniscono telematicamente due volte al giorno per determinare il prezzo dell'oro. La composizione del London Gold Fixing, nel giugno 2014, si presentava nel seguente modo:

- Bank of Nova Scotia – Scotia Mocatta;
- Barclays Bank;
- HSBC Bank USA;
- Société Générale.

La presidenza, invece, viene assegnata annualmente a rotazione tra i membri. Il Fixing di Londra è effettuato alle 10:30 del mattino e alle 15:00, secondo l'orario inglese. La quotazione pomeridiana rappresenta il riferimento internazionale per i mercati, dato che viene rilasciato quando sia le borse europee che quelle americane sono aperte. Il fixing stabilisce il prezzo a cui la quantità lorda degli ordini di acquisto equivale alla quantità lorda di ordini di vendita, considerando gli ordini di tutte le banche partecipanti. Chi presiede la sessione, ovvero il *Chairman*, annuncia un prezzo di apertura, che di solito corrisponde a quello in cui viene scambiato l'oro sui mercati in quel momento. Le banche partecipanti inviano le quantità di ordini in acquisto e in vendita sia per conto proprio che per i propri clienti, dichiarando la quantità netta di metallo giallo che hanno intenzione di acquistare o vendere al prezzo proposto. Nel caso in cui domanda e offerta siano immediatamente bilanciate, la quotazione che viene proposta

diviene il fixing di Londra. Di solito però questo non accade ed è necessario aggiustare il prezzo al fine di avere un fixing ufficiale. Dunque, se vi è un eccesso di compratori il prezzo verrà aggiustato al rialzo, mentre se vi sono troppi venditori le quotazioni inevitabilmente scenderanno. Questo processo di solito richiede circa 10-15 minuti, ma può avere anche una durata superiore in determinate condizioni. Tra i fixing più lunghi vi è quello del 19 ottobre 1987, il cosiddetto “Lunedì nero”; infatti, servirono due ore e 15 minuti per giungere ad un accordo sul prezzo dell’oro.

Ad un primo aggiustamento ne possono seguire degli altri, in base alle richieste di acquisto e di vendita pervenute ai dealer delle banche. A tal proposito, *BullionVault* specifica:

<< Partendo dal prezzo aggiustato, le banche partecipanti esprimono nuovamente le posizioni nette; e così si procede fino a quando non si raggiunge un equilibrio. In questo modo, quel grosso insieme di ordini aperti viene eseguito ad uno stesso prezzo. Proprio perché tale insieme è vasto, la percezione di coloro che comprano e vendono attraverso il Fixing è di trattare ad un prezzo deciso in maniera trasparente ed onesta. >> ⁹

Il prezzo deciso al Fixing di Londra viene anche utilizzato da chi possiede grandi quantità di oro, come ad esempio le raffinerie e le compagnie estrattive, per valutare i propri inventari. Inoltre, la maggior parte delle banche centrali fanno riferimento al fixing pomeridiano per dare un valore monetario alle proprie riserve auree.

Nel giugno del 2014 il World Gold Council ha annunciato l’avvio di un processo di modernizzazione del London Gold Fixing ¹⁰, in cui sono stati identificati dei punti chiave che riguardano il prezzo del fixing. Ad esempio, viene evidenziata

⁹ www.bullionvault.it

¹⁰ Disponibile in http://www.gold.org/sites/default/files/press/Gold_Fix_%20Position_pr.pdf

l'esigenza di dati trasparenti e pubblicati periodicamente, nonché la necessità che tale prezzo venga determinato da un mercato liquido.

2.3.5 America

Il mercato dell'oro fisico di New York è nato per ultimo a causa del proibizionismo, che si è avuto dal 1934 al 1974. Tale mercato iniziò a svilupparsi a partire dal 1975, quando furono abolite le restrizioni che impedivano ai privati di detenere oro.

Gli investitori e gli speculatori erano interessati principalmente alla negoziazione delle monete, come la *Krugerrand*¹¹, e agli strumenti derivati dell'oro. Tuttavia, nel 1990-1991, gli Stati Uniti rappresentavano il secondo più grande produttore di metallo giallo estratto nel mondo, avendo prodotto all'incirca 300 tonnellate. Il mercato dell'oro di New York è visto come un canale tra questo oro estratto e l'industria di fabbricazione statunitense, la quale è stata la terza più grande del mondo nel 1990 (dopo Italia e India) e la quarta nel 1991 (dopo il sorpasso del Giappone). Inoltre, non ha una struttura formale; consiste in un numero di intermediari finanziari. I principali market maker sono:

1. *J. Aron & Co*, che è alleato con Goldman Sachs;
2. *Mocatta Metals Corporation*, collegato con Mocatta & Goldsmid of London;
3. *Philipp Brothers*;
4. *Republic National Bank of New York*;
5. *Sharps Pixley*.

¹¹ È una moneta d'oro sudafricana coniata per la prima volta nel 1967.

2.3.6. I mercati di Zurigo e di Singapore

In Europa, tra i principali mercati ricordiamo la Svizzera, che già dagli anni Cinquanta è diventata una delle principali piazze per gli scambi del metallo giallo. Questo è stato favorito dal fatto che il Paese non ha posto alcun tipo di barriera all'import-export dell'oro. Il più importante centro svizzero è Zurigo, nato dalla collaborazione tra l'Unione di Banche Svizzere (U.B.S), la Società di Banca Svizzera (SB.S) e il Credit Suisse, le quali erano unite in un unico consorzio detto *Zurigo Gold Pool*. Pur essendo un mercato importante, quello svizzero non è riuscito mai a imporre regole proprie e, per questo motivo, segue quelle del mercato di Londra.

La maggior parte dell'oro prodotto nel mondo transita fisicamente dalla Svizzera. Infatti, quattro delle più importanti raffinerie mondiali del metallo giallo hanno la loro sede qui ed in media in un anno il Paese raffina circa il 70% dell'oro mondiale. Inoltre, le migliori società di custodia dei metalli preziosi nel mondo hanno sede in Svizzera.

In Asia, invece, un particolare rilievo è assunto da Singapore, che rappresenta un mercato secondario nato nel 1969. Tale mercato ha più che altro lo scopo di fungere da ponte tra i mercati dell'Estremo Oriente e il mercato di Londra. Qui vi vengono scambiate modeste quantità di oro. Nel 1978 è stato creato il *Gold Exchange of Singapore*, che rappresenta uno dei più importanti mercati degli strumenti derivati in Asia.

Capitolo 3

L'oro come bene di investimento

3.1 Oro fisico e oro finanziario

La detenzione di oro fisico ha rappresentato nella storia la modalità principale di investimento aureo. Il metallo prezioso viene scambiato sul mercato delle materie prime e il suo prezzo viene fissato tutti i giorni sulle principali piazze finanziarie, ma il punto di riferimento è rappresentato dal Fixing di Londra. Esso è negoziato principalmente sotto forma di lingotti, placchette, monete d'oro e oggetti di oreficeria. I lingotti e le monete d'oro però rappresentano le due principali forme disponibili di oro fisico per investimento; entrambi sono valutati in base al loro peso e alla loro purezza. Uno dei principali vantaggi di possedere fisicamente il metallo giallo sotto forma di monete d'oro o lingotti è dato dal fatto che il mercato, dove vengono acquistati e venduti, è estremamente liquido. La proprietà di metallo prezioso è vista come una protezione della ricchezza e, quindi, come una fonte di sicurezza. Per prima cosa, il compratore deve appurare la qualità dell'oro acquistato; lo può fare verificando che vi sia la certificazione della *London Bullion Market Association* (LBMA). Successivamente deve scegliere con attenzione il luogo dove sarà custodito, privilegiando i caveau di Paesi considerati abbastanza sicuri sia sotto il profilo economico che politico.

Due dei maggiori svantaggi di investire e possedere oro fisico sono rappresentati dai costi di custodia e di deposito, ai quali vanno sommate eventuali spese di assicurazione. Infatti, i costi complessivi per la negoziazione, la consegna, il deposito e l'assicurazione variano dal 10 al 15%. L'investimento nel metallo fisico può consistere o in un deposito vero e proprio di oro oppure un deposito a

custodia, dove la differenza principale sta nel fatto di offrire l'amministrazione e la custodia del bene. Praticamente, l'oro di proprietà del cliente viene custodito in caveau e viene assicurato contro i rischi di furto, rapina, perdita o danneggiamento. In qualunque momento, il cliente è libero di vendere in tutto o in parte il metallo depositato.

A partire dagli anni Settanta il mercato è cambiato in modo radicale e così hanno iniziato a diffondersi i primi strumenti finanziari derivati, introducendo così il cosiddetto oro finanziario (o cartaceo). Tali prodotti si distinguono dall'oro fisico in quanto non vi è lo scambio effettivo del sottostante, ma vengono regolati in contanti e, inoltre, il loro valore è legato all'andamento delle quotazioni del metallo prezioso. L'oro cartaceo è caratterizzato in primis da minori costi di gestione; infatti, tramite le moderne piattaforme di trading è possibile acquistare o vendere once d'oro, evitando così la consegna fisica della materia prima.

L'oro finanziario è preferito da coloro che hanno finalità speculative o di copertura, o semplicemente da chi non può permettersi di acquistare direttamente oro fisico. Ovviamente, però, puntare sull'oro finanziario può avere i suoi rischi dato che il risultato dell'investimento dipende dal mercato. Per questo motivo, la prerogativa è diversificare. Infatti, scegliendo con attenzione dove investire, è possibile ottimizzare l'investimento minimizzando il rischio. I derivati sull'oro vengono utilizzati anche dalle aziende manifatturiere per assicurarsi contro la variabilità dei prezzi delle materie prime. Negli anni Novanta, in particolare, c'è stata una rapida crescita dei mercati che trattano opzioni su oro. Vi sono stati vari motivi come il fatto che le società manifatturiere rappresentavano una forza dominante per le oscillazioni di prezzo e molte delle operazioni di copertura messe in atto da esse erano di grandi dimensioni e molto complesse. Inoltre, hanno occupato un numero imponente nella fascia di venditori delle opzioni call sul metallo giallo.

L'oro cartaceo negli ultimi anni è divenuto sempre più importante. Infatti, da un punto finanziario, il metallo giallo è diventato una vera e propria attività con cui diversificare il portafoglio e con un minimo di capitale l'investitore può operare

nel mercato senza l'aggiunta di altri costi come quelli di deposito e di assicurazione come nel caso dell'oro fisico.

Nel 1972 il *Winnipeg Commodity Exchange*, in Canada, emise il primo future sull'oro e, successivamente, la prima opzione avente l'oro come sottostante. Pian piano, le principali piazze finanziarie mondiali iniziarono a trattare strumenti finanziari nel metallo giallo. La maggior parte dei volumi scambiati in oro finanziario avviene sul *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) nella sua divisione conosciuta come COMEX. È stato fondato nel 1933 ed è la principale borsa di commercio di futures sui metalli preziosi. Il 31 dicembre 1974, dopo la revoca del divieto sul possesso privato di oro in vigore negli Stati Uniti, il COMEX ha lanciato il suo primo contratto future sull'oro e, successivamente, nel 1982 ha introdotto anche le opzioni. Il COMEX offre il commercio di futures su oro di 100 once o di futures su argento da 5000 once troy. I prezzi vengono espressi in multipli da 10 centesimi per oncia o 10 dollari per contratto. Tale borsa offre agli investitori opzioni sui suoi future sull'oro; queste danno al titolare il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) una determinata quantità di futures sul metallo del COMEX ad un prezzo predeterminato ad una data stabilita. La maggior parte delle opzioni negoziate sono di tipo americano e, quindi, esercitabili prima della scadenza.

Negli anni successivi, precisamente nel 1982, il *Tokyo Commodity Exchange* (TOCOM) iniziò la sua attività in oro cartaceo, seguito dal mercato australiano, il *Sydney Futures Exchange*, che ha iniziato a trattare i futures del COMEX dal 1986. TOCOM è la più grande borsa in Asia in cui si negoziano prodotti su metalli preziosi ed è aperta a tutti gli investitori. Il mercato dell'oro è uno dei più liquidi, in quanto è possibile venderlo 24 ore su 24 in più luoghi finanziari in tutto il mondo. Le contrattazioni infatti sono aperte senza sosta dalla domenica sera, quando Sidney apre le negoziazioni, al venerdì sera europeo, quando New York conclude la sua attività.

3.2 Gli strumenti di investimento

3.2.1 Lingotti

I lingotti sono una delle principali forme di investimento in oro fisico e sono costituiti da oro fino, cioè non lavorato. Essi rappresentano la forma di metallo giallo più pura esistente sul mercato. I lingotti possono essere di diverse dimensioni; partono da 1 grammo e arrivano fino ai 12,4 kilogrammi. È consigliabile l'acquisto di questi ultimi in quanto vengono comprati nei mercati regolamentati dell'oro e rifiniti da un raffinatore autorizzato. Ciascun lingotto deve essere accompagnato da un certificato emesso dalla raffineria di origine, contenente il numero di serie, il peso dell'oro fino e il titolo di purezza. Tutti i lingotti che passano un test di verifica, detto "saggiatura"¹², sono classificati come lingotti *Good Delivery* dal mercato professionale dell'oro. I *Good Delivery* rappresentano il formato di lingotto più conveniente da detenere. Inoltre, è proprio questo il taglio conservato dalle banche centrali e scambiato nel mercato professionale di Londra. È lo scambio di questi lingotti da 400 onces, insieme a quelli da 100 onces approvati dal COMEX di New York, che crea il prezzo spot che viene pubblicato sui siti internet e sui principali giornali.

Oltre che per il peso, i lingotti si differenziano per il grado di purezza (detto anche titolo), che esprime la quantità di oro puro contenuto in un'unità di metallo e viene definito in millesimi. Sul mercato vengono negoziate diverse tipologie di lingotti:

1. *Large Bar*, detto barra standard, rappresenta l'unità di misura per la consegna di oro sul mercato di Londra, il cosiddetto *loco Londra*¹³, e

¹² Disponibile in <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-10-09/oro-bene-rifugio-093218.shtml?uuid=AbKdXlqG>

¹³ "*Loco*" sta ad indicare il posto in cui viene conservato l'oro e a cui si riferisce il prezzo di consegna. Londra è comune denominatore in tutto il mondo e rappresenta la base per il commercio internazionale di oro e argento.

deve avere un grado minimo di purezza di 995 e un contenuto di oro compreso tra le 350-400 onces di oro fino.

2. *Kilobar* del peso di un kilogrammo è il taglio più utilizzato.
3. *Small Bar*, o placchette, con un peso inferiore al chilogrammo (ad esempio 10, 50, 100 grammi) sono destinate al mercato al dettaglio.

I lingotti di piccole dimensioni più venduti sono quelli da 2 a 10 grammi, in quanto sono facilmente conservabili e anche molto semplici da rivendere. Per i grandi investimenti invece ci sono i lingotti da un kg in su; in questo caso, però, bisogna aggiungere al costo dell'oro anche quello del mantenimento nei caveau di sicurezza. La determinazione del prezzo è influenzata anche dalle tecniche di fabbricazione, che si distinguono tra coniazione per i tagli più piccoli fino ai 100 grammi, e la fusione per i restanti tipi. I lingotti conati presentano un'alta precisione nei dettagli e, quindi, il costo della manifattura incide sul prezzo finito. Ad esempio, quelli caratterizzati dal prezzo maggiore sono da 1 grammo, i quali possono avere anche un valore doppio rispetto a quello effettivo e, di conseguenza, non rappresentano di certo una formula di investimento redditizia. Quindi, più è grande il lingotto, più la spesa sarà proporzionalmente conveniente. Esistono più di trenta tipi di tali strumenti in tutto il mondo. Tale quantitativo è alimentato in Europa da cinquantacinque raffinatori autorizzati dall' LBMA, che ogni anno produce circa 150 mila lingotti da 400 onces troy. In Medio Oriente, Singapore ed India il lingotto più scambiato è quello che ha un peso di 10 tola, chiamato *Ten Tolas* ed equivale a 3,75 onces, circa 117 grammi.

Nel momento dell'acquisto di un lingotto da una banca o da un operatore autorizzato viene rilasciata una fattura di vendita, la quale deve essere conservata per attestare la provenienza nel caso di disinvestimento.

3.2.2 Le monete d'oro

Le monete d'oro rappresentano uno strumento popolare tra gli investitori che desiderano investire in oro fisico, in quanto esse combinano il valore intrinseco

con la loro bellezza artistica. Anticamente venivano prodotte per fusione o coniazione; successivamente, la moneta veniva battuta con la garanzia del sovrano che la emetteva.

Le monete da investimento si distinguono per alcune fondamentali caratteristiche:

- La purezza, che deve essere maggiore o uguale a 900 millesimi;
- L'anno di coniazione, generalmente devono risalire a dopo l'Ottocento;
- Hanno avuto o devono avere corso legale nel paese di emissione.

Le monete acquistate ai fini d'investimento seguono la quotazione di mercato; di solito, sono in oro 22 carati e valgono solo per il loro contenuto di metallo prezioso. I vantaggi di questo investimento sono innanzitutto l'affidabilità, in quanto il loro valore intrinseco è riconosciuto a livello internazionale e, inoltre, i prezzi risultano molto accessibili per le persone che vogliono investire in oro fisico. Le monete, infatti, vengono coniate in un peso conveniente come $\frac{1}{20}$, $\frac{1}{10}$, $\frac{1}{4}$, $\frac{1}{2}$ e un'oncia. Generalmente, esse hanno corso legale nel paese di emissione e il loro prezzo viene diffuso quotidianamente. Il valore delle monete auree dipende dall'oro in esse contenuto e dal prezzo giornaliero del metallo giallo. Infatti, gli elementi indispensabili per stabilire il prezzo di una moneta sono la rarità, il metallo che viene impiegato nel processo di coniazione, lo stato di conservazione e la domanda/offerta di un particolare tipo di moneta. I prezzi sono basati sul prezzo del sottostante dei lingotti d'oro più un piccolo premio del 4-8%. Il mercato delle monete è caratterizzato da un ampio numero di scambi che determina un differenziale denaro/lettera piuttosto ampio, tale da disincentivare l'investimento dato l'elevato rischio di liquidità che lo caratterizza.

La moneta d'investimento più diffusa al mondo è la Sterlina d'oro, emessa in origine nel 1489 e ancora oggi in produzione. La Sovrana fu da subito percepita come simbolo della grandezza dell'impero inglese; essa contava 23 carati con un peso di 240 grani o mezza oncia troy (circa 15,6 grammi).

La Krugerrand è la moneta d'oro del Sud Africa coniata per la prima volta nel 1967 con lo scopo di sostenere l'oro sul mercato sudafricano. A differenza della Sovrana, questa è stata la prima moneta aurea ad essere trattata al valore di mercato del suo esatto contenuto in oro. Inoltre è l'attuale mezzo di pagamento legale nel suo Paese d'origine e contiene esattamente un'oncia di oro fino.

Vi sono anche altre monete auree importanti come l'Eagle americano (o Liberty), moneta a 22 carati emessa dalla zecca statunitense, il Double Eagle (o Saint Gaudens), il Marengo italiano e quello svizzero, i marchi d'oro.

3.2.3 I conti metallo e i conti correnti denominati in oro

Una forma interessante di investimento in oro sono i conti metallo, i quali sono abbastanza simili ai conti correnti tradizionali con l'unica differenza di essere denominati in oro. Essi si distinguono in:

- *Allocated*, una tipologia di investimento in oro fisico per il quale il titolare del conto è in possesso di una determinata quantità di lingotti;
- *Unallocated*, in cui il correntista risulta proprietario di una determinata quantità di oro finanziario che non viene associata in modo diretto a specifici lingotti.

Tali conti permettono all'investitore di movimentare liberamente il metallo senza entrarne direttamente in possesso, con la possibilità di ritirarlo in qualsiasi momento. Nei conti metallo allocated l'investitore può lasciare in custodia l'oro acquistato presso i rivenditori stessi, ricevendo un certificato di deposito effettuato, evitando così la consegna fisica del metallo giallo. Il conto metallo viene gestito nella valuta del metallo specifico (in questo caso l'oro) e in once.

Il conto in oro consiste in un particolare conto corrente la cui unità di misura è espressa in once di oro finanziario. Esso presenta la caratteristica di un conto "unallocated" (ovvero non allocato) e in ogni istante il saldo corrisponderà al controvalore di una determinata disponibilità di metallo giallo. Sono destinati o

alle aziende orafe o ai privati che vogliono investire nel prezioso senza dover entrare in possesso del metallo fisico. Qualora l'investitore agisca in ottica di apprezzamento dell'oro, tale conto consente di investire in esso senza detenerlo materialmente. Ovviamente rispetto all'investimento in oro fisico, presenta alcuni vantaggi fondamentali. Ad esempio vi è l'esenzione da eventuali costi per la custodia del metallo, come il canone annuo per la cassetta di sicurezza.

3.2.4 ETF e ETC

Gli *Exchange Traded Fund*, detti ETF, sono strumenti di investimento negoziati sui mercati regolamentati, che hanno come obiettivo principale quello di replicare la performance dell'indice benchmark a cui fanno riferimento. Essi sono una particolare tipologia di fondo d'investimento a gestione passiva, negoziato in Borsa come qualsiasi titolo azionario.

Gli ETF o ETC sull'oro sono adatti a chi vuole investire nel metallo giallo tramite uno strumento che ne replichi l'andamento; gli ETF sono apprezzati dagli investitori per la loro semplicità, trasparenza, flessibilità ed economicità. Essi consentono all'investitore di essere consapevole del profilo rischio-rendimento del proprio investimento e anche del portafoglio titoli al quale esso è esposto. Il valore nominale degli *Exchange Traded Fund* sull'oro è espresso come una frazione di oncia, di solito un decimo. Questi strumenti hanno un prezzo che si aggiorna in tempo reale in funzione dell'andamento delle componenti dell'indice benchmark. Un'altra caratteristica importante è che gli ETF non hanno scadenza, quindi l'investitore può organizzare come meglio crede il suo investimento, fissando l'orizzonte temporale ad esso più consono e il lotto minimo di negoziazione è di una sola quota/azione, permettendo così anche al piccolo risparmiatore di godere dei vantaggi offerti dallo strumento. Gli ETF sono caratterizzati da un innovativo meccanismo di funzionamento definito "*creation/redemption in kind*", il quale consente una migliore replica dell'indice

e minori costi rispetto ad un fondo tradizionale. Il meccanismo di creazione e rimborso in natura richiede ai partecipanti di operare sui titoli presenti nell'indice di riferimento al fine di creare nuove quote/azioni o chiederne il rimborso. Di conseguenza si crea un legame tra la liquidità dell'ETF e quella del mercato sottostante. Per poter garantire la massima liquidità, viene richiesta la presenza continua di un intermediario specializzato che ha l'obbligo di esporre di continuo gli ordini in denaro e lettera per una determinata quantità.

L'ETF riassume in sé tutte le caratteristiche tipiche di un fondo come la diversificazione e la riduzione del rischio, nonché la trasparenza informativa della negoziazione in tempo reale delle azioni. Inoltre, come i titoli azionari, gli ETF vengono scambiati di continuo, quindi possono essere acquistati o venduti anche nell'arco della stessa giornata, in modo semplice e a prezzi noti. La gestione di tali fondi è passiva, quindi questo fa in modo che vi siano ridotti costi di gestione e le commissioni totali annue ammontano ad un massimo di 1,5% . Proprio come i fondi comuni, il patrimonio dell'Exchange Traded Fund è autonomo e completamente separato da quello dell'emittente, rendendo così lo strumento più sicuro. Infatti, anche nell'ipotesi di insolvenza delle società che si occupano della gestione e amministrazione del fondo, il patrimonio dell'ETF non viene intaccato. Quando si acquistano ETF bisogna considerare un elemento importante, ovvero il tasso di cambio tra il dollaro e la propria moneta di riferimento. Essendo le quotazioni in borsa espresse in dollari, un eventuale apprezzamento o deprezzamento di tale valuta rispetto alla propria moneta di riferimento, va ad influire direttamente sul valore dei propri ETF. Alcuni di questi strumenti però prevedono una garanzia nei confronti del cambio, che permette di annullare eventuali effetti negativi derivanti da un deprezzamento del dollaro.

Sono da considerare anche i cosiddetti *ETF Leveraged*, i quali utilizzano il noto effetto-leva. Essi hanno un moltiplicatore, ad esempio di 1.5, tramite il quale viene calcolato l'effettivo valore degli ETF in proprio possesso. Ovviamente nel caso in cui il benchmark sottostante evidenzia rialzi importanti, questi strumenti

risultano assai convenienti, ma nella situazione opposta possono indurre anche ad una perdita totale dei propri risparmi. Infatti, viene consigliato il loro utilizzo solo a coloro che intendano seguire quotidianamente l'andamento del mercato e non ai piccoli investitori che, invece, dovrebbero preferire gli ETF tradizionali.

Nel 2004 è stato lanciato al NYSE il primo ETF relativo all'oro, lo *Streettracks Gold ETF*, successivamente chiamato *SPDR Gold Trust*. Questo prodotto è stato lanciato per replicare il prezzo del metallo giallo, diventando così un'alternativa conveniente rispetto al possederlo fisicamente. Attualmente, il SPDR Gold ETF negozia una media di 24 milioni di azioni su base giornaliera rappresentando circa 2,4 milioni di once d'oro.

Gli *Exchange Traded Commodity (ETC)* consentono, invece, di ottenere la performance di una materia prima o di indici di materie prime. Un ETC consente di accedere direttamente al mercato delle materie prime e di rimanere costantemente allineati alle performance delle materie prime. Infatti, il prezzo di questi strumenti è legato direttamente o indirettamente all'andamento del sottostante.

Gli ETC vengono distinti in:

1. ETC fisici, cioè quando si è in presenza di un investimento fisico diretto nella materia prima, depositata presso i caveau di una banca incaricata dall'emittente; per questo motivo, il loro valore è strettamente legato all'andamento del prezzo spot della commodity.
2. ETC sintetici, quando l'investimento è effettuato in contratti derivati su commodities. Tale strumento è utilizzato per replicare la performance degli indici di materie prime basati sul prezzo dei contratti future quotati nei mercati internazionali.

Il principale rischio per chi investe in questi strumenti è legato all'esposizione all'andamento del valore dell'oro. Infatti, variazioni contrarie possono portare a perdite consistenti per chi investe in ETC. Inoltre, il valore di questo tipo di investimento è influenzato anche dalla volatilità del mercato e della materia

prima di riferimento. Come accade per gli ETF, le commissioni per gli ETC sono molto contenute e trasparenti.

La Deutsche Bank offre alcuni prodotti volti a replicare l'andamento dell'oro, tra i quali vi è il *db Physical Gold ETC* che segue il prezzo spot del metallo prezioso. Il sottostante viene custodito in apposite camere di sicurezza e l'emittente ha la proprietà legale sui lingotti, i quali vengono depositati a Londra presso la banca depositaria.

L'offerta più larga risulta essere quella di *ETF Securities*, tra i quali vi è l' *ETFS Gold*. Questo è un clone indicizzato al Dow Jones-UBS Gold Subindex, il quale riflette il prezzo dei future sull'oro negoziati presso il COMEX. La replica, a differenza del prodotto della banca tedesca, è di tipo sintetico, interamente garantita da collaterale e il costo è pari allo 0,49%. Vi è anche l'*ETFS Physical Gold*, che riflette l'andamento del prezzo spot dell'oro e ha come sottostante lingotti; quindi in questo caso si parla di un prodotto di tipo fisico. Infine, vi è il *Gold Bullion Securities*, anch'esso legato fisicamente al metallo giallo, il cui sottostante è rappresentato da lingotti custoditi presso le camere di sicurezza della HSBC di Londra.

3.2.5 I futures

I futures sull'oro sono una forma di contratto derivato con cui i contraenti si impegnano a consegnare e ricevere una determinata quantità di oro ad una certa data e ad un prezzo predeterminato. I contratti sono normalmente regolati in contanti senza la consegna fisica del metallo prezioso. Per le operazioni futures è richiesto un deposito iniziale, detto margine, da adeguare alle eventuali oscillazioni del prezzo del sottostante. Il margine è il deposito che generalmente viene pagato a un intermediario indipendente che funziona come garante per entrambe le parti contro un'eventuale inadempienza del contratto. Esso, a seconda delle condizioni di mercato, può variare dal 2 al 20% del valore totale

dell'accordo. Se alla chiusura del contratto future il prezzo dell'oro va in ribasso, allora il compratore dovrà pagare un margine di variazione. Pertanto, lo svantaggio di questo investimento è l'elevato rischio derivante dall'elevata volatilità a breve termine dei prezzi dell'oro.

Questo tipo di contratto viene utilizzato da produttori e consumatori per tutelarsi dal rischio di movimenti dei prezzi dei sottostanti. Il mercato dei futures, inoltre, costituisce anche un'area speculativa per gli investitori professionali, in cui poter puntare sulle future oscillazioni dei prezzi. La maggior parte dei trader che scelgono i futures usano il tempo tra la stipula del contratto e la sua effettiva esecuzione per speculare. Esistono due principali modi per ottenere un'esposizione tramite l'uso dei futures. La prima tipologia consiste nella possibilità per gli investitori di detenere i contratti futures a lungo termine fino all'avvicinarsi della data di scadenza. A questo punto, gli investitori possono assumere una posizione che neutralizza la precedente in modo da evitare la consegna fisica del bene sottostante, ovvero l'oro. L'altro modo è detenere i futures a breve termine e continuare a sostituirli con un'operazione di *rollover*, la quale consiste nella sostituzione dei contratti in scadenza con contratti a scadenza più lunga.

I contratti future sono caratterizzati da quantità e scadenze standardizzate, nonché da contrattazioni in mercati regolamentati con *clearing house*¹⁴ come controparte.

Il prezzo è determinato da una serie di fattori importanti, tra i quali:

- Il prezzo a pronti dell'oro;
- Le aspettative future del suo valore;
- I tassi di interesse;
- I costi per la custodia dell'oro e quelli di assicurazione.

Il vantaggio di tale investimento sta nella possibilità di scommettere sia su un rialzo (posizione lunga) che in un ribasso (posizione corta) dei prezzi dell'oro a

¹⁴ “Organo di mercato che è controparte automatica e speculare di tutti i contratti stipulati in un mercato, al fine di limitare il rischio di inadempimento delle transazioni”. Fonte: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Clearing%20House>

seconda delle aspettative di mercato dell'investitore. Assumendo una posizione lunga, il guadagno si avrà qualora al momento della vendita del contratto il prezzo dell'oro sarà più alto del prezzo d'acquisto; viceversa nel caso di una posizione corta. La negoziazione del future sull'oro comporta piccoli costi di negoziazione e riduce in modo significativo i costi di deposito.

Il primo future sull'oro venne emesso nel 1972 in Canada dal Winnipeg Commodity Exchange. Inoltre, il COMEX e il Futures Exchange di Shanghai rappresentano due dei principali mercati mondiali di tali strumenti.

3.2.6 Le opzioni

Le opzioni rappresentano una delle modalità di investimento con prodotti derivati maggiormente indicata per coperture finanziarie e per limitare il rischio di prezzo. Si tratta di un contratto che attribuisce all'acquirente, dietro il pagamento di un corrispettivo detto premio, la facoltà di esercitare alla scadenza il diritto di comprare o vendere una quantità di oro prefissata, ad un prezzo prestabilito. Le opzioni si distinguono in due tipologie:

- Opzioni *call*, che conferiscono all'acquirente il diritto di acquistare il sottostante (nel nostro caso l'oro) a una data prefissata e ad un prezzo stabilito detto *strike price*;
- Opzioni *put*, che danno all'acquirente il diritto di vendere il sottostante a una data prefissata e ad un prezzo stabilito.

L'investitore per l'acquisto di un'opzione deve versare un premio, il quale è una frazione del prezzo di una singola oncia moltiplicato per il numero dei contratti sottostanti. Il prezzo di un'opzione sull'oro viene influenzato da una moltitudine di fattori quali la domanda e l'offerta, l'andamento della quotazione spot del metallo giallo, il prezzo di esercizio, la vita residua, la volatilità e il tasso di interesse. Ad esempio, il valore di un'opzione call tenderà a salire con

l'aumentare del prezzo e a scendere nel caso in cui l'oro subisca un ribasso. Viceversa si avrà nel caso di una put.

Uno dei principali vantaggi che un investitore può trarre acquistando un'opzione è la riduzione del rischio di mercato; infatti, chi acquista tale strumento è sicuro che le sue perdite saranno limitate al premio iniziale qualora il prezzo dell'oro si muova in una direzione opposta. Per quanto riguarda l'eliminazione del rischio di credito, l'investitore deve versare un collaterale in garanzia presso la controparte. Le opzioni possono essere negoziate sia in mercati regolamentati sia OTC. Nel caso di acquisto di un'opzione OTC, l'acquirente è esposto invece al rischio di credito del venditore e in caso di insolvenza di questo non ha diritto a rimborsi. Le opzioni call sull'oro vengono di solito acquistate da tutti i soggetti con aspettative rialziste, che tuttavia richiedono una protezione al ribasso; qualora, infatti, il prezzo del metallo dovesse scendere, l'investitore incorrerà in una perdita limitata al premio pagato inizialmente. Viceversa, la put sull'oro sarà un valido strumento di protezione del capitale per l'investitore nel caso di discesa dei prezzi.

Consideriamo un esempio di opzione call acquistata al prezzo di 100\$ con un prezzo di esercizio a 1800\$ l'oncia. Se alla scadenza la quotazione dell'oro fosse di 1740\$ per oncia, l'acquirente rinunciarebbe all'esercizio dell'opzione; viceversa, se alla scadenza la quotazione del metallo prezioso fosse di 1950\$ per oncia, l'acquirente eserciterebbe l'opzione acquistando l'oro a 1800\$. In questo caso il costo netto sarebbe $(1800\$ + 100\$) = 1900$ dollari per oncia.

3.2.7 I covered warrant

Il covered warrant incorpora il diritto di acquistare o vendere un determinato sottostante ad un prezzo di esercizio prestabilito entro un periodo prefissato, se di tipo americano, oppure alla scadenza se di tipo europeo. È generalmente emesso da banche o imprese di investimento e quotato sui mercati regolamentati. Questo

strumento può essere utilizzato per realizzare strategie sull'oro, sia in presenza di aspettative rialziste che ribassiste. Essi vengono usati soprattutto per finalità di trading, in modo da trarre un vantaggio da movimenti di breve periodo del sottostante. Oltre alle finalità speculative, questi strumenti vengono utilizzati anche per proteggere il valore di singole azioni o di un portafoglio titoli. Presentano caratteristiche simili ai contratti di opzione, come l'utilizzo per finalità di copertura, rischio limitato al premio investito e un elevato effetto leva. Quest'ultimo è un elemento caratterizzante, in quanto consente di ampliare le variazioni di prezzo dell'oro garantendo così prospettive di guadagno illimitato, con un rischio invece limitato al premio investito.

Vi sono due tipi di covered: l'acquisto di un *covered warrant call* si verifica a fronte di aspettative rialziste del prezzo del sottostante, mentre nel caso di aspettative ribassiste vi è l'acquisto di un *covered warrant put*. Il valore di un covered warrant conseguente all'esercizio del diritto è detto valore intrinseco e consiste:

- Nel caso di un covered warrant call, nella differenza tra il prezzo spot dell'oro e il prezzo di esercizio;
- Nel caso di un covered warrant put è dato dalla differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo spot dell'oro.

In estrema sintesi, quindi, per il tipo call, il valore intrinseco è maggiore di zero se, al momento dell'esercizio, il valore del sottostante è maggiore dello strike price; viceversa, nel caso del tipo put.

Il valore intrinseco però non rappresenta l'intero valore di un covered warrant. Questo è dato dalla somma di due componenti: il valore intrinseco e il valore temporale. Quest'ultimo è il valore speculativo che il covered warrant liquida all'investitore nel caso di un andamento favorevole dell'oro durante la vita dello strumento. Il valore temporale è dato quindi dalla differenza fra il prezzo del warrant e il valore intrinseco.

Fra gli elementi che concorrono alla determinazione del prezzo del warrant vi è da considerare la volatilità del sottostante. Infatti, tanto più si muovono

velocemente i prezzi, tanto maggiore è la volatilità. Di conseguenza, aumenti o diminuzioni della volatilità corrispondono ad aumenti o diminuzioni del prezzo dei covered warrant. Per quanto riguarda il tasso di interesse si può affermare che esso ha un impatto marginale sul valore dello strumento. Infatti, basti sapere che l'aumento del tasso influisce positivamente sul valore del call, mentre negativamente su quello del put. Si può affermare che i covered warrant sono strumenti finanziari speculativi e di conseguenza sono riservati a investitori esperti con un profilo di rischio elevato.

3.2.8 Azioni aurifere

Le azioni aurifere rappresentano una modalità per investire in oro finanziario in modo indiretto. Questo vuol dire che, acquistando azioni di società minerarie, non si effettua un investimento in oro, ma in società la cui attività principale è quella di estrarre il metallo prezioso. In questo tipo di investimento bisogna valutare la situazione patrimoniale, le caratteristiche finanziarie e la crescita prevista per la società mineraria. Rispetto all'acquisto diretto di metallo giallo, l'investitore con tali prodotti finanziari può sfruttare i corsi sia dell'oro che della Borsa. Al contrario dell'oro fisico, l'investimento in società aurifere presenta rischi molto più elevati. Oltre ad essere influenzati dalle quotazioni auree, i prezzi delle azioni sono condizionati anche da altri aspetti come la gestione societaria, la scoperta di nuovi giacimenti auriferi, la popolazione, l'ambiente e tanti altri. Inoltre, bisogna considerare anche il rischio di insolvenza e di fallimento della società mineraria, per cui in questo caso chi possiede titoli azionari si ritrova con un capitale nullo. Tuttavia, le azioni aurifere vengono considerate degli investimenti aggressivi di tipo *growth* (crescita). Ciò in quanto, grazie alla leva operativa, gli utili delle società tendono ad aumentare più del prezzo dell'oro in presenza di mercati rialzisti, ma vanno incontro anche a rischi

maggiori di ribasso nei momenti di decremento della domanda di oro. Per un piccolo risparmiatore, dunque, è sconsigliabile investire in titoli auriferi.

Nel mondo esistono circa 700 società aurifere in gran parte quotate in mercati regolamentati. Tra le più importanti vi sono la canadese *Barrick Gold Corporation*, la statunitense *Newmont Mining Corporation* e l'australiana *Newcrest Mining Corporation*.

3.2.9 I prestiti d'uso in oro

I prestiti d'uso in oro sono un fenomeno che ha avuto origine negli anni Ottanta. Essi sono una forma di finanziamento mediante la quale chi commercializza o trasforma il metallo prezioso riceve fisicamente un quantitativo d'oro fino da impiegare all'interno del processo di produzione. Sono specificamente rivolti alle aziende manifatturiere del settore, ai commercianti dell'oro e agli orafi. Il metallo giallo, che resta di proprietà della banca, viene consegnato all'azienda con l'emissione di un documento di trasporto; la fattura verrà emessa solo nel caso in cui il prenditore decida di estinguere il prestito scegliendo l'opzione dell'acquisto dell'oro anziché procedere alla restituzione di esso. Le banche finanziatrici ottengono tale oro sia prendendolo in prestito dai grandi investitori o dalle banche centrali sia acquistandolo sul mercato spot e contemporaneamente procedendo con una vendita a termine. Le caratteristiche di un prestito d'uso sono varie; innanzitutto lo scopo economico è quello di fornire all'azienda la materia prima senza dover avere immediatamente un esborso di denaro. Inoltre, il soggetto che intende usufruire di questo prestito dovrà godere di una linea di credito specifica per la tipologia in questione e potrà ricevere metallo sino alla concorrenza del fido accordato. A fronte del prestito vengono pagati gli interessi e le commissioni in via posticipata alla scadenza del trimestre solare di riferimento. L'importo degli interessi viene calcolato in dollari statunitensi sull'importo dell'oro al prezzo risultante dalla media del fixing di Londra nel

periodo di riferimento. Vi sono due forme di estinzione del prestito d'uso: si può procedere all'acquisto dell'oro da parte del cliente oppure restituire il metallo giallo nella stessa quantità di quella ricevuta in prestito.

In Italia attualmente solo le banche sono autorizzate ad emettere prestiti d'uso in oro; il quantitativo minimo che si può richiedere è 1000 grammi e non esistono tetti massimi.

3.2.10 Le operazioni a termine

Con le operazioni a termine sussiste per l'investitore l'impegno irrevocabile di acquistare o di vendere una certa quantità di oro ad una scadenza stabilita e ad un prezzo concordato al momento della stipula del contratto. Quest'ultimo non può essere annullato, ma può essere liquidato in qualunque momento prima della scadenza, tramite l'apertura di un'operazione di segno inverso per la stessa scadenza. Questa operazione è interessante per i soggetti che non devono disporre subito di un controvalore monetario e per le aziende operanti nel settore estrattivo che intendono vendere le estrazioni future ad un prezzo predeterminato. A differenza dei contratti future, un contratto forward è negoziato OTC, ossia al di fuori dei mercati regolamentati.

Capitolo 4

L'oro come collateral nei prestiti

4.1 Diffusione del fenomeno

Numerosi studi hanno recentemente dimostrato come l'oro abbia conosciuto una maggiore popolarità negli ultimi anni, essendo stato utilizzato come asset di investimento in modo estensivo sia da famiglie che da imprese. Nel momento in cui crisi di liquidità hanno interessato gli individui nonché la comunità stessa, si è sviluppato un mercato secondario dell'oro capace di attrarre diverse tipologie di investitori, indipendentemente dalla loro avversione al rischio.

Tra i vari usi dell'oro vi è il suo utilizzo come *collateral* (garanzia) nei prestiti. Per collateral si intende un bene dato in garanzia dal debitore al creditore fino a quando un prestito non viene rimborsato. Se il debitore non adempie o fallisce, allora chi ha concesso il prestito ha diritto di venderlo per pagare il debito. Ponendo il metallo giallo come garanzia, si può ottenere denaro che può essere utilizzato per effettuare investimenti più redditizi. Un creditore che accetta l'oro come collateral affronta un rischio maggiore rispetto a chi prende a prestito, in quanto il prezzo del metallo può cadere in modo significativo. Infatti, in passato alcuni creditori concedevano soltanto il 75% delle quotazioni dell'oro al fine di proteggersi contro un calo dei prezzi.

A seguito della recente crisi finanziaria c'è stato un forte aumento dei prestiti garantiti. Ovviamente tra i tipi di garanzie comunemente accettate dalle istituzioni finanziarie vi sono i titoli di Stato e le azioni, ma anche l'oro comincia ad essere utilizzato in vari Paesi.

Il metallo giallo come ben sappiamo è sempre stato tra le attività più liquide ed è accettato come moneta universale. Tra i mercati più grandi al mondo vi è quello dell'India con circa il 10% dello stock mondiale di oro a partire dal 2010. L'India rappresenta un esempio importante in questa categoria di finanziamenti. Infatti, qui si è diffuso il prestito al consumatore con l'oro depositato in garanzia; quello che viene comunemente chiamato *gold loan*. Solitamente questi contratti hanno scadenze brevi e spread piuttosto elevati. All'interno di questo tipo di prestito, vi è un'opzione di riscatto anticipato che è di fatto rappresentato da una *call* americana¹⁵. Questa fornisce al debitore l'opportunità di poter riscattare anticipatamente l'oro dato come collateral dietro il pagamento di un prezzo d'esercizio, che è dato dalla somma del finanziamento ricevuto più gli interessi maturati.

Vi sono vari benefici che derivano dai gold loan. Innanzitutto, un prestito d'oro viene regolato sia dal rimborso o, in caso di inadempienza, dalla vendita del titolo impegnato; quindi, nel peggiore dei casi, chi prende denaro a prestito può incorrere solo nella perdita del suo oro. Un altro vantaggio è che vi sono procedure semplici ed esborsi veloci tali che permettono una durata dell'intero processo di circa 15/20 minuti. Inoltre, non vi è nessun deprezzamento del sottostante a differenza di altri prestiti garantiti. Questa forma di finanziamento è adatta soprattutto per gli occupati del settore informale (il cosiddetto lavoro nero) che non hanno documenti per poter dimostrare il loro reddito e, quindi, non possono ricorrere a prestiti personali tradizionali. Si stima che il 90% dei lavoratori indiani fa parte di questo settore.

A differenza del resto del mondo, infatti, in India questo tipo di mercato dei prestiti rappresenta un grande business già da dieci anni a questa parte quando esso veniva condotto dal settore non organizzato attraverso i cosiddetti prestatori su pegno oppure dagli usurai locali. Questo scenario però ha subito una trasformazione nel corso del tempo grazie all'ingresso di operatori come banche

¹⁵ Un'opzione americana è quell'opzione che può essere esercitata in qualsiasi momento prima della scadenza.

e società finanziarie, che ora detengono più del 25% del mercato. Si noti che le famiglie indiane, in genere, hanno un attaccamento emotivo e un senso di appartenenza per l'oro di loro proprietà, ma nonostante questo impegnare i propri gioielli o altri beni in oro ad un prestatore su pegno per ottenere i prestiti ha avuto un'ampia diffusione, soprattutto nelle zone rurali indiane.

Innanzitutto, un *pawnbroker* (prestatore su pegno) è colui che concede prestiti sulla base di un collateral. Ciò che li differenzia dagli altri prestatori è il fatto che esso assume il possesso fisico della garanzia.

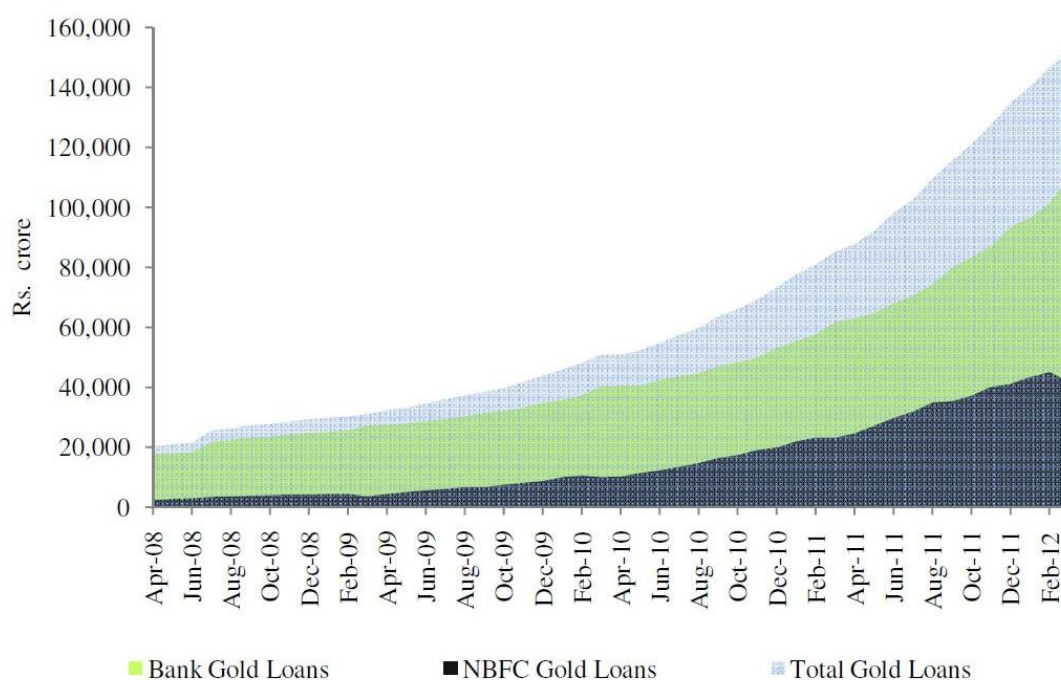
In India, ad esempio, vi sono percentuali di prestito molto ampie; mentre le banche non danno più del 75% del valore dell'oro dato in garanzia, le altre società finanziarie non bancarie potrebbero prestare fino al 95% in caso di un'elevata purezza del metallo giallo. Infatti, proprio per questo, la maggior parte della popolazione indiana sembra preferire tali società, in quanto concedono una somma più elevata con minori atti burocratici, in modo da ricevere l'importo nel minor tempo possibile. Questo è uno dei modi più chiari in cui l'oro è stato monetizzato dal consumatore indiano, che ha utilizzato la sua proprietà nel metallo prezioso per sostenere la crescita economica, ad esempio acquistando attrezzature agricole o per l'istruzione. In pratica, l'intento è di mettere in moto una catena che stimoli la domanda e i consumi nell'economia in generale. Proprio questo obiettivo dimostra l'avanzata che i gold loan hanno avuto in India, raggiungendo un tasso di crescita del 70% circa. Anche il governo indiano vede tali prestiti d'oro come un mezzo efficace per soddisfare la domanda della micro-finanza ¹⁶.

Durante il periodo che va dal 2001 al 2012, la domanda annuale per l'oro è rimasta abbastanza stabile intorno alle 700-900 tonnellate, nonostante un costante aumento dei prezzi del metallo prezioso nel corso dell'ultimo decennio. Ed è proprio con questa crescita dei prezzi, che chi prende a prestito ha scoperto di poter ottenere più denaro pur avendo la stessa garanzia avuta in tempi peggiori.

¹⁶ Per micro-finanza si intendono tutti quei prodotti finanziari che vengono offerti a clienti reputati non solvibili.

Toccando livelli senza precedenti nel periodo della crisi, molti hanno pensato bene di sfruttare la potenza del metallo prezioso per usufruire dei prestiti, anziché tenere i propri beni di valore chiusi in un cassetto. Questo tipo di finanziamento ha avuto un forte successo soprattutto all'interno della classe media in India, in quanto molte persone lo hanno scelto per le loro esigenze a breve termine. Si è stimato, infatti, che il 10% dello stock di oro del Paese viene impegnato come collaterale per i prestiti.

Con il grafico che segue viene mostrato l'eccezionale crescita dei gold loans nel mercato indiano, suddiviso tra i prestiti concessi dalle banche e quelli concessi dalle società finanziarie non bancarie (NBFCs, *Non-banking financial company*):



Fonte: Reserve Bank of India¹⁷

¹⁷ Reserve Bank of India, "Report of the working group to study the issues related to gold imports and gold loans NBFCs in India", 2013, pag 111. Disponibile in <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/RSIS060213FLS.pdf>

I prestatori su pegno sono dotati di una licenza, ma ciò non esclude che vi siano anche altri operatori che non ne sono in possesso e forniscono comunque servizi finanziari analoghi. Ad esempio, in Indonesia tale servizio di prestiti su pegno viene fornito dallo Stato, che ne detiene il monopolio legale. Tuttavia, qui i banchi dei pegni operano anche senza licenza, e quindi illegalmente, in concorrenza aperta con la controparte governativa attraverso negozi di gioielli e oro. Alcuni studi come quelli di Bastiaanssen (1986), Harriss (1983) hanno tutti trovato una forte presenza di operatori illegali nel Sud-Est Asiatico. Inoltre si evince che la maggior parte dei clienti sembra preferire questi prestatori per una serie di fattori, quali una maggiore privacy, un maggiore importo prestato e meno formalità.

Viene considerato un caso pratico per rendersi conto della situazione. Ad esempio, supponiamo che una persona voglia prendere in prestito denaro da un pawnbroker. Essa deve presentare nel modo più efficace possibile l'oggetto dato in pegno al prestatore in cambio di una somma in contanti. A questa bisogna aggiungere, inoltre, un'opzione call di riacquisto dell'oggetto ad un prezzo prestabilito e a una data futura. Quindi il valore dell'oggetto dato in pegno è dato dalla somma dell'importo del prestito e il valore dell'opzione call.

Rifacendosi un po' al passato, è possibile notare che da prima del 1800 la Cina ha avuto ben 25000 banchi dei pegni ed è proprio da questo periodo che si sono largamente diffusi in Asia. Il più conosciuto banco dei pegni si trova in Thailandia, il *Jek Heng*, è stato fondato nel 1866. Allo stesso modo, il *Chun Yuen Pawnshop* a Hong Kong fu fondato nel 1800.

Gli oggetti principali dati in pegno nel mondo asiatico sono i gioielli in oro, data la loro preferenza per il metallo giallo puro. Ciò ha contribuito e continua a contribuire in larga parte a garantire a questo settore un'attività regolare.

Anche in Italia il Monte dei pegni colloca le sue origini nel lontano 1500. Nel nostro Paese la presenza è diffusa soprattutto nel meridione. Il Monte dei pegni eroga contanti a fronte della presentazione di oggetti di valore, in particolare in oro e argento. L'erogazione del prestito può durare dai tre ai sei mesi ed è

rinnovabile in caso di mancata liquidità per riscattare il bene dato in pegno. Il tasso di interesse rimane fisso per tutta la durata del finanziamento. Trascorsi trenta giorni dalla scadenza, l'oggetto viene messo all'asta per il recupero dell'importo prestato. Come si evince da alcuni articoli online¹⁸, il vantaggio principale di questo tipo di prestito è il fatto di avere un tasso di interesse competitivo e, per questo, molti consigliano a chi è in possesso di un oggetto di valore ed è disposto ad impegnarlo, di utilizzare quest'alternativa che risulta spesso conveniente rispetto al solito prestito bancario. Le abitudini degli italiani però cambiano con la crisi. Infatti, mentre prima essi si recavano al Monte dei pegni a lasciare gioielli e pellicce per ottenere un prestito per una vacanza ad esempio, ora invece impegnano tutti i propri averi per riuscire a coprire le spese del mese. Rivolgersi al Monte dei pegni non è molto conveniente; ad esempio se l'oro, a prezzo di mercato, viene venduto circa 40 euro al grammo, qui viene valutato solo un quarto del suo prezzo e l'interesse che viene applicato sul prestito ammonta circa al 10.40%, come sottolineato da Patrizia del Pidio nel suo articolo¹⁹.

Attualmente sono circa 40 le banche che in Italia offrono denaro in prestito a fronte di un pegno; esse sono tutte soggette al controllo della Banca d'Italia. La maggior parte di questi istituti accetta in pegno solo oggetti preziosi quali gioielli d'oro, platino, argento. Ovviamente per chi ha difficoltà di accesso al sistema di credito bancario, il credito su pegno continua a rappresentare una importante fonte di finanziamento in tempo di crisi. È un metodo veloce per ottenere denaro con un iter burocratico semplice. Infatti, sono sufficienti un documento d'identità, il codice fiscale e l'oggetto da impegnare per ricevere i soldi subito. In Italia, il credito su pegno può essere concesso sia dalle finanziarie iscritte nell'elenco generale dell'ex art.106 del Testo unico bancario, sia dalle banche (ex. art. 48 Tub).

¹⁸ Ad esempio <http://lavoroefinanza.soldionline.it/>

¹⁹ Disponibile in <http://www.investireoggi.it/attualita/litalia-al-monte-dei-pegni-per-sopravvivere/>

Nel 2011, anche in altri paesi del mondo si è diffuso l'utilizzare dell'oro come garanzia per i prestiti personali. Ad esempio, *J.P. Morgane*, una delle più grandi banche negli Stati Uniti, ha iniziato ad accettare l'oro come garanzia su alcuni finanziamenti a partire da febbraio 2011. In seguito al suo annuncio, anche altre banche e operatori finanziari hanno seguito l'esempio, come *Intercontinental Exchange*, che rappresenta il secondo mercato più grande dei futures in America. Ad esempio, un hedge fund che vuole in prestito denaro per un breve termine può mettere l'oro come garanzia e utilizzare il finanziamento per investire altrove, scommettendo su un rendimento migliore. John Rivett di J.P. Morgane ha affermato in una sua intervista che ormai molti clienti detengono il metallo giallo nei loro bilanci per coprirsi contro l'inflazione ed essi stanno cercando di rendere questi assets produttivi per loro come collateral.

4.2 Il ruolo della tecnologia

Un fattore importante che ha contribuito in maniera significativa alla rapida crescita del mercato dei gold loan è il ruolo svolto dalla tecnologia per quanto riguarda le informazioni disponibili. Infatti, questa nuova categoria di finanziamento utilizza dei software tecnologicamente sofisticati in grado di estrapolare informazioni dai mercati ed impiegarle in un lasso di tempo estremamente breve per trarne profitto. La fornitura di informazioni in tempo reale ha portato a decisioni prese con maggiore velocità e ad una riduzione dei tempi di consegna del prestito. Inoltre, la tecnologia ha ridotto in modo significativo l'intervento umano e, di conseguenza, i processi di approvazione ed esborso sono diventati molto più veloci e semplici. È da notare che la trasparenza dei processi e la riduzione dei costi operativi sono tra i principali benefici che si sono ottenuti.

Se da un lato è ampiamente condivisa l'idea che tale pratica migliori l'efficienza del mercato e ne aumenti la liquidità, dall'altro appare necessario porre delle

regole ben specifiche per evitare situazioni di instabilità e di dissesto dei mercati finanziari. Alla luce del crescente interesse dell'utilizzo dell'oro come collateral per i prestiti personali, numerosi studiosi nel mondo accademico indagano su questo fenomeno, che è tuttora *in fieri* ovvero in continua evoluzione. Ovviamente, esiste un vivace dibattito all'interno del mondo finanziario tra chi appoggia e sostiene questa forma di finanziamento, riconoscendo in essa molti vantaggi e al contrario chi ritiene che il fenomeno vada regolamentato in modo comprensivo. Molti si interrogano sui potenziali benefici o danni per i mercati finanziari che possono derivare dall'utilizzo del metallo prezioso come garanzia nei prestiti. Numerosi esperti riconoscono come le nuove forme di finanziamento, in particolare la funzione dell'oro come collateral, abbiano in un certo qual modo migliorato i mercati finanziari in termini di maggiore liquidità ed efficienza. Infatti, la possibilità di effettuare operazioni di finanziamento in pochi giorni, se non in pochi minuti, grazie alle numerose innovazioni tecnologiche che sono intervenute nei mercati stessi, hanno aiutato i principali attori operanti nel mercato finanziario a bilanciare meglio i portafogli e a mettere in atto strategie di investimento in modo celere ed efficace. L'innovazione dell'uso dell'oro come garanzia per i prestiti ha seguito un percorso finanziario da un lato e tecnologico allo stesso tempo. È stato possibile inoltre verificare come l'oro abbia contribuito a rendere più omogenea e capillare l'azione di market making in numerosi ambiti. Come si può notare da varie pubblicazioni del *CFA Institute*, anche i volumi delle transazioni sono aumentati grazie all'introduzione del metallo giallo usato come collateral per i prestiti, con una maggiore possibilità per i vari players finanziari di mettere in atto strategie di finanziamento con maggiore immediatezza. Inoltre, questo tipo di prestito ha permesso di determinare il rischio derivante da esso in tempo reale in modo più efficiente e repentino che in passato. Ciò si riflette anche nel modo in cui le materie prime sono state prezzate e scambiate in modo continuativo, così come anche gli strumenti derivati. Come detto in precedenza, mentre alcuni sostengono che tale fonte di finanziamento abbia reso i mercati più efficienti, allo stesso

modo secondo altri l'introduzione dell'oro a garanzia dei prestiti ha contribuito a rendere fragili i mercati finanziari e ad aumentare la volatilità degli stessi. Infatti molti studiosi sostengono che eventuali disallineamenti tra le quotazioni di un asset finanziario possono rendere i trend dei prezzi molto instabili, con conseguenze negative in termini di social welfare. Tuttavia, una maggiore comprensione di questo fenomeno dell'oro come collateral per i prestiti e delle sue implicazioni nel mercato finanziario si avrà nell'immediato futuro, essendo questo settore ancora considerato come un'innovazione che si è affermata soprattutto negli ultimi anni. Infatti, fattori quali da un lato l'introduzione di mezzi di comunicazione più efficienti all'interno delle istituzioni finanziarie capaci di trasmettere dati più velocemente, e la rinnovata necessità di attuare forme di copertura del rischio e di gestione del rischio in un mercato caratterizzato da un'accresciuta volatilità nel periodo della crisi, hanno permesso a nuove forme di finanziamento di trovare una maggiore applicazione.

La determinazione in tempo reale del prezzo dell'oro ha permesso quindi l'utilizzo di questa commodity come collateral per i prestiti in modo più estensivo. La possibilità di inserire determinate operazioni e creare automaticamente strategie che proteggono il prestito attraverso un collateral in oro in seguito al verificarsi di condizioni sfavorevoli, hanno via via permesso a istituzioni finanziarie di poter prestare denaro con maggiore sicurezza. Il finanziamento con il metallo prezioso dato in garanzia è ampiamente utilizzato dalle banche d'affari, dal momento che questa forma di prestito è automatica e comporta costi inferiori, nonché permette maggiore velocità di esecuzione delle operazioni. È pertanto ragionevole dedurre come esso sia una modalità di finanziamento che fa della velocità e dell'alta tecnologia i suoi punti di forza. Si è dimostrato il suo utilizzo abbia migliorato la liquidità dei mercati finanziari e ridotto i costi di transazione; è da considerarsi una forma di prestito professionale in grado di far leva su una maggiore sicurezza sia per il creditore che per il debitore. Per quest'ultima categoria di soggetti, tale forma di esborso del denaro è emerso come uno dei migliori mezzi di raccolta del capitale a breve termine.

4.3 L'ascesa dei Compro Oro in Italia

Paradossalmente, nel periodo della crisi, l'Italia è diventato un paese esportatore di oro pur non avendo miniere aurifere. Questo è avvenuto in seguito al boom dei negozi Compro Oro, i quali acquistano il metallo prezioso dai cittadini per rivenderlo successivamente alle fonderie. Il 60% degli italiani va ad intaccare i propri risparmi per poter arrivare a fine mese. Pertanto, risparmiare in un periodo di crisi, come quello che ha vissuto e sta vivendo il nostro Paese, è diventato impossibile. Proprio per questo si ricorre sempre di più, rispetto al passato, ai prestiti. Infatti, nel 2013, diciassette milioni di persone, secondo le stime di Unioncamere, hanno venduto i propri beni ai Compro Oro, per un ammontare di duecento tonnellate circa del metallo giallo, pari a 8 miliardi di euro. Questo fenomeno ha iniziato ad avere una crescita esponenziale già dal 2011, quando l'8,5% degli italiani, come risulta da un rapporto Eurispes, si era rivolto a questi negozi. Essi hanno avuto un ruolo rilevante nel far sì che l'Italia divenisse un forte esportatore di metallo giallo: le esportazioni, infatti, sono passate dalle 40 tonnellate del 2008 alle 193,7 del 2012.

Ovviamente, in una situazione di crisi, aumenta il numero di coloro che finiscono nella spirale dei prestiti. Si stima che negli ultimi anni quasi il 35% degli italiani ha chiesto un prestito bancario. Gli italiani vendono i gioielli e i preziosi di famiglia per poter affrontare la crisi e ottenere liquidità nell'immediato. Nel 2013, più di un italiano su quattro si è rivolto ad un Compro Oro. Il fenomeno è diffuso soprattutto al Sud, con un percentuale del 31,8% ²⁰, e tra le categorie maggiormente interessate vi sono soprattutto le persone in cerca di una prima occupazione e di un nuovo lavoro.

Solo nel 2012 vi erano circa 28mila operatori, inclusi i gioiellieri che svolgono tale attività. I Compro Oro hanno sfruttato l'incremento di valore del metallo giallo che è passato da 1420 dollari l'oncia nel 2011 a circa 1550 dollari nel

²⁰ Dati emersi dal Rapporto Italia dell'istituto Eurispes.

2012, con un picco raggiunto il 6 settembre 2011 quando si è arrivati ad un vertiginoso 1900 dollari l'oncia.

Si osserva anche un cambiamento nelle tradizioni dei popoli. Mentre un tempo il metallo giallo doveva essere solo conservato e tramandato da una generazione all'altra, oggi è diventato maggiormente oggetto di scambio e di guadagno. Al di là di questo, la crescita esponenziale di questi negozi è dovuta a due fattori differenti: in primo luogo la crisi economica, che ha costretto molte famiglie ad una crescente ricerca di liquidità e in secondo luogo l'ascesa continua che le quotazioni dell'oro stanno attraversando ormai da circa un decennio.

L'anno peggiore è rappresentato dal 2012, in cui milioni di italiani vendevano i propri preziosi per coprire le spese. I margini di profitto sono altissimi: si acquista a prezzi molto più bassi di quelli che poi vengono applicati alle fonderie. Il giro d'affari medio di un negozio si può stimare intorno ai 500 mila euro annui, il che vuol dire che il giro d'affari totale è pari a 14 miliardi di euro²¹.

Affinché un Compro Oro sia considerato legale, è obbligatoria la sua iscrizione al registro degli operatori di compravendita di oro, consultabile sul sito della Banca d'Italia. Purtroppo solo 514 (nel 2013), in tutta Italia, sono gli operatori autorizzati; tutti gli altri spesso vengono gestiti dalla criminalità. Infatti, un controllo effettuato dalla Guardia di finanza su circa 3000 negozi ha fatto emergere circa 113 milioni di euro non dichiarati e Iva evasa per 37 milioni.

Il boom dei Compro Oro però sembra già finito. La diminuzione è dovuta principalmente al crollo delle quotazioni del metallo puro, le quali da marzo 2013 ad ottobre 2014 sono calate di circa 14 euro al grammo. Alla fine del 2013, i negozi hanno registrato un crollo del 40 per cento del loro giro di affari. Secondo l'Adoc²², infatti, l'escalation dei Compro Oro è finita, con una chiusura del 60% circa delle vetrine a causa sia di un abbassamento delle quotazioni dell'oro, ma

²¹ AIRA-ANOPO, "Dossier sulla diffusione dei negozi compro oro sul territorio nazionale", Aprile 2012, pag. 5

²² L'associazione per la Difesa e l'Orientamento dei consumatori.

soprattutto dell'esaurimento da parte delle famiglie dei beni da scambiare per ottenere liquidità.

Quindi, si desume che i Compro Oro sono la risposta al disperato bisogno di monetizzare le poche risorse esistenti. Oggi il far ricorso prevalentemente a tali negozi piuttosto che ai Monti di Pietà conferma il fatto che il prestito-pegno viene sostituito prettamente con la cessione definitiva dell'oggetto prezioso senza nessuna possibilità di riscatto.

Dopo una sostanziale stabilizzazione nella seconda metà del 2013, l'economia italiana poi è tornata ad indebolirsi. Oltre la diminuzione del reddito disponibile si può notare anche un'importante perdita d'acquisto e un calo significativo della spesa per consumi. Proprio la riduzione del potere di acquisto delle famiglie nel giro di pochi anni ha portato ad un cambiamento radicale nelle priorità degli individui, i quali sono passati da una mentalità legata al risparmio ad un'altra volta alla sopravvivenza e, quindi, anche alla vendita dei propri oggetti di valore per poter andare avanti.

Nella tabella ²³ che segue viene mostrato il fenomeno dei compro oro nell'arco di tre anni (2011-2013):

	Percentuale crescita negozi	Punti vendita	Giro d'affari
2011	---	20000	6 miliardi
2012	8,5%	28000	8 miliardi
2013	28,1%	30000	9 miliardi

²³ La fonte da cui sono stati presi i dati della presente tabella sono disponibili in <http://espresso.repubblica.it/archivio/appoggio/2013/09/10/news/compro-oro-il-boom-e-il-giro-d-affari-1.125655>

La classificazione per regioni in base alla presenza nel territorio di Compro Oro, facendo riferimento ai dati di google trends²⁴, è la seguente:

Compro oro nelle varie regioni	
Lazio	100
Lombardia	86
Piemonte	78
Sardegna	76
Sicilia	73
Marche	72
Abruzzo	72
Toscana	71
Emilia-Romagna	70
Umbria	68
Veneto	64
Calabria	63
Puglia	61
Friuli-Venezia Giulia	57
Liguria	57
Campania	56
Trentino Alto Adige	29
Valle D'Aosta	0
Molise	0
Basilicata	0

Il Lazio rappresenta la regione italiana con maggior numero di negozi nel territorio. Infatti, dal seguente grafico si può notare il boom che tali operatori hanno avuto sulla superficie laziale.

²⁴ Disponibili in <http://www.google.it/trends/explore#q=compro+oro&geo=IT>



È possibile notare un incremento notevole nel periodo che va dal 2011 al 2013, mentre il 2014 ha visto chiudere la maggior parte di questi negozi con una caduta maggiore del 50%, in seguito alla riduzione delle quotazioni dell'oro e, soprattutto, a causa dell'esaurimento delle riserve auree delle famiglie che hanno impegnato tutti i loro averi in precedenza.

Si può concludere che il boom dei Compro Oro rappresenta lo specchio di una crisi economica che porta sempre di più le persone a cercare metodi alternativi ai classici prestiti bancari per ottenere la liquidità necessaria.

Capitolo 5

L'impatto della crisi finanziaria sull'uso dell'oro

5.1 Il ritorno dell'oro nello scenario finanziario

Come ben sappiamo, circa un decennio fa vi è stato l'inizio del mercato rialzista dell'oro (2001-2011); un periodo che ha portato ad un ritorno di interesse verso questo metallo prezioso e ad un forte aumento delle quotazioni dopo una fase di stabilità. Infatti, da un ruolo quasi inesistente, dal 2001 in cui era quotato a circa 300 dollari per oncia, l'oro è tornato alla ribalta facendo parlare nuovamente di sé e delle sue caratteristiche di bene rifugio nei periodi di turbolenza finanziaria, tanto che i prezzi a inizio 2008 hanno varcato la soglia dei 1000 dollari/oncia. Con l'inizio del nuovo millennio è cominciata una nuova “corsa all'oro”, dovuta ad una serie di conseguenze; in particolare, la svalutazione del dollaro e la continua ricerca di nuove forme di investimento, che hanno portato ad un rialzo dei prezzi del prezioso. Infatti, l'oro tende a funzionare bene quando il dollaro invece non lo fa. Se il prezzo del biglietto verde perde valore, il prezzo nominale dell'oro tenderà ad aumentare. In questo modo, quindi, il metallo giallo può agire come una copertura contro il rischio di cambio per gli investitori con riserve nella valuta americana. Ma non sono le uniche ragioni; basti pensare alla crisi finanziaria degli ultimi anni, che ha avuto origine negli Stati Uniti a seguito dello scandalo dei mutui subprime²⁵, derivante dallo scoppio della bolla immobiliare americana. Con il trascorrere degli anni tale crisi si è infiltrata anche

²⁵ I subprime sono quei prestiti erogati a clienti con scarse garanzie di solvibilità, i cosiddetti clienti ad alto rischio.

nell'economia reale di tutti i Paesi sviluppati, andando così ad intaccare i consumi, che hanno avuto un drastico calo, e gli investimenti.

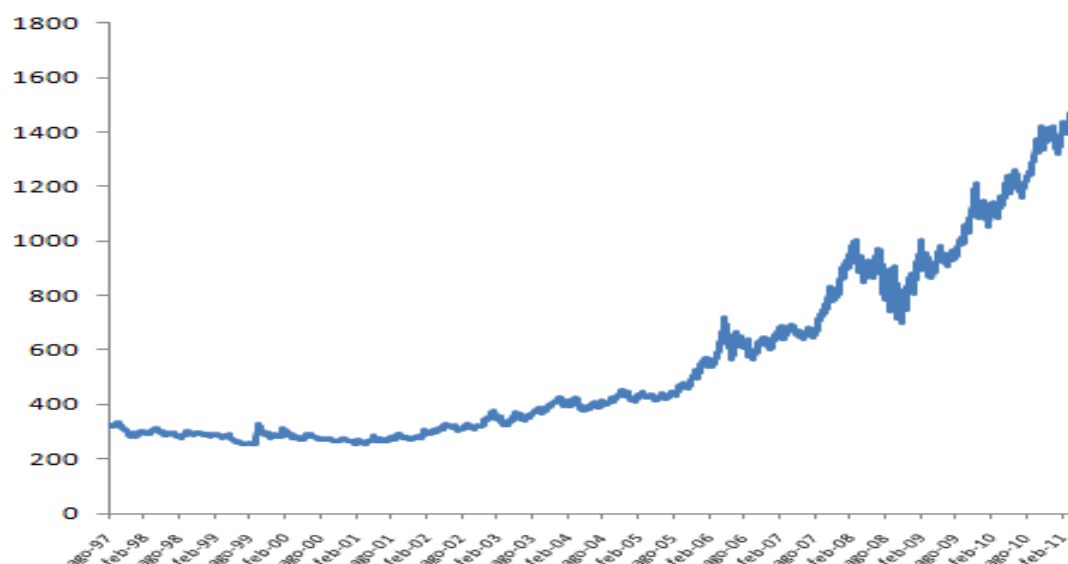
Proprio in situazioni di instabilità come queste che l'oro è tornato a far parlare di sé. Questo aumento repentino del trend delle quotazioni del metallo prezioso ha suscitato anche qualche reazione negativa nel mondo economico, tanto che alcuni parlano di “bolla speculativa”, ovvero una particolare fase dell'economia in cui un mercato è caratterizzato da un ingiustificato aumento dei prezzi di un bene conseguente ad un aumento sostanzioso della domanda²⁶. L'incremento della domanda è arrivato principalmente da tre fonti: dalla speculazione finanziaria attraverso gli ETF e strumenti simili, dall'acquisto di lingotti e monete (circa 1256 tonnellate nel 2012) e dalle banche centrali. Come si sa, però, ogni bolla speculativa è destinata a cadere e così è stato anche per l'oro. La stessa situazione si è avuta negli anni Settanta, caratterizzati da ripetuti shock petroliferi, da un contesto di inflazione elevata e di tensione sui mercati finanziari, tali che hanno spinto gli investitori a puntare sul metallo giallo come porto sicuro contro eventuali perdite, determinando così una rapida crescita delle quotazioni. Nel 1978 l'oro veniva scambiato a 226 dollari l'oncia per poi, nel 1979, concludere a 512 dollari. Successivamente, con le varie tensioni politiche avute nello scenario internazionale, l'oro ha raggiunto nel gennaio del 1980 un record storico di 850 dollari/oncia. Anche in questo caso, all'attenuarsi delle tensioni, iniziò un trend ribassista di lungo periodo, il quale è durato fino al 2000. Questa discesa dei prezzi fu dovuta ad un calo sostanzioso dell'inflazione che, di conseguenza, ridimensionò il prezzo dell'oro. Infatti, negli anni Novanta si è giunti ad una stabilità delle quotazioni del metallo prezioso, il quale si è attenuto in un range di 250-300 dollari l'oncia.

Alcuni economisti sostengono che vi sia una forte analogia tra i due rialzi dell'oro, ovvero la tendenza dei tassi di interesse reali ad andare sotto zero. Infatti, alla fine degli anni '70 c'era l'iperinflazione e di conseguenza vi sono

²⁶ Si ricordi ad esempio la bolla dei tulipani in Olanda nel XVII secolo, quando la domanda di bulbi di tulipano raggiunse livelli altissimi e, di conseguenza, ogni singolo bulbo raggiunse prezzi enormi.

stati tassi reali negativi. Attualmente, invece, i tassi reali negativi arrivano dalla deflazione.

Di seguito un grafico in cui viene mostrato l'andamento crescente delle quotazioni dell'oro dal 1997 al 2011, espresse in dollari americani, per oncia:



Fonte: Bloomberg ²⁷

Come si può notare da tale grafico, le quotazioni hanno avuto un trend sempre crescente, toccando un picco di 1920 dollari l'oncia nel settembre del 2011, tanto che il 2011 è considerato l'anno dei record per il metallo prezioso. Questo andamento, però, è destinato a invertirsi; infatti, nel 2013 ad esempio si è passati ad una quotazione di 1180 dollari l'oncia e, pian piano, il mercato è entrato in una fase ribassista.

Ormai è cosa nota che il prezzo del metallo prezioso è influenzato da eventi geopolitici che hanno un forte impatto a livello internazionale. Esso non ha rischio di controparte ed è, quindi, capace di preservare in maniera efficiente il patrimonio nell'arco del tempo. Il noto banchiere J.P. Morgan disse: "*L'oro è*

²⁷ Grafico disponibile in <http://it.adviseonly.com/blog/investire/mercat-finanziari/il-grafico-della-settimana-la-lunga-cavalcata-delloro/>

denaro, tutto il resto è credito"; infatti, egli era convinto che il metallo giallo fosse l'unico investimento sicuro nel lungo termine.

L'oro è da sempre considerato un bene rifugio, al quale ci si rivolge soprattutto quando tutte le altre forme di investimento non sono particolarmente redditizie. Investire nel metallo prezioso offre dei risultati migliori rispetto ad altre attività in tempi di crisi. Inoltre, non può essere svalutato con l'inflazione e, proprio per questo, la maggior parte delle banche centrali ne detiene una quantità abbandonante. Si pensi, infatti, che esse possiedono circa 31000 tonnellate di oro; questi, però, non sono dati ufficiali in quanto paesi come la Cina²⁸, ad esempio, comunicano solo una minima parte dei loro possedimenti totali e altri, invece, non li rendono affatto noti. Le banche centrali fino al 2009 hanno svolto un ruolo di venditrici di oro, ma nel 2010 tutto è cambiato. Si pensi che, solo nel 2012, esse hanno acquistato circa 500 tonnellate di metallo giallo. La banca centrale americana è in vetta con il maggior quantitativo (in tonnellate), seguita dalla Germania, dall'Italia, dalla Francia e dalla Cina, la quale continua ad acquistare sempre più tale commodity. Infatti, la Cina è il Paese che sta incrementando più di tutti le proprie scorte auree e le importazioni di oro cinesi negli ultimi anni ammontano all'incirca al 10% dell'offerta totale. Ciò è dovuto ad una potenziale perdita di fiducia nel dollaro quale riserva internazionale.

È facile pensare, inoltre, che per Paesi come gli Stati Uniti o l'Unione Europea è molto semplice influenzare il prezzo dell'oro, in quanto ne possiedono una quota enorme e, quindi, il loro ruolo geopolitico ha un forte impatto sulle quotazioni. Dal 2008 è possibile osservare anche un'accelerazione degli acquisti da parte dei cosiddetti paesi emergenti, che ha destabilizzato ancora di più il sistema internazionale. Purtroppo, la maggior parte delle loro riserve sono custodite al di fuori delle frontiere del proprio paese, prettamente negli Stati Uniti. Ovviamente ciò non risulta molto conveniente; ad esempio il Portogallo, durante la crisi del 2008 e il fallimento della Lehman Brothers, ha perduto tutto l'oro che aveva

²⁸ L'ultimo dato ufficiale sulle riserve cinesi risale al 2009 quando le autorità hanno dichiarato di detenere 1054 tonnellate in lingotti.

prestato. Chiaramente, molti economisti sostengono che in periodi o di guerra o di crisi è fondamentale avere il pieno possesso dell'oro fisico, perché le alleanze possono cambiare e, di conseguenza, si può perdere tutto o una buona parte.

Come ben sappiamo l'oro è una moneta reale che non può essere svalutata tramite la monetizzazione del debito. Proprio per questo, quando il sistema monetario internazionale è prossimo al tracollo, con un indebitamento massiccio, gli investitori affluiscono verso le cosiddette “monete reali”, come ad esempio i terreni, le case, l'oro, l'argento e tutti i beni che mantengono il loro valore nel tempo. Durante una crisi finanziaria, l'oro in particolare viene accettato come garanzia per ottenere liquidità (ad esempio i prestiti garantiti di cui si è parlato nel capitolo precedente). Si sa che durante questo periodo di rischio sistemico e di incertezza, il metallo giallo ha assunto un ruolo preponderante rispetto agli altri assets di investimento.

E' possibile confermare, quindi, che questa commodity presenta due caratteristiche di base:

- La capacità di mantenere o addirittura aumentare il proprio valore nei periodi di turbolenza dei mercati;
- Offrire la liquidità necessaria in uno scenario caratterizzato da difficoltà di accesso ad altre attività di investimento.

5.2 Studi empirici sul ruolo dell'oro in periodi di stress dei mercati

Secondo una analisi condotta da N. J. Johnson (Pimco)²⁹, emerge che le quotazioni del metallo giallo sono state fortemente influenzate dal livello dei rendimenti reali statunitensi a 10 anni. Si è giunti a tale conclusione conducendo una regressione del prezzo dell'oro (dal 2006 al 2013), prendendone il logaritmo,

²⁹ N. J. Johnson, *Demistificare le quotazioni dell'oro*, Gennaio 2014. File originale disponibile in https://media.pimco.com/ITDocuments/14-0125-IT%20Viewpoint%20Jan%202014_Final%20Secured.pdf

rispetto al rendimento reale decennale osservato nel mercato dei TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*)³⁰. I risultati di questa analisi hanno mostrato che, a parità di condizioni, un aumento di 100 punti base dei rendimenti reali decennali ha storicamente determinato un calo del 26,8% del prezzo dell'oro corretto per l'inflazione. Di conseguenza, l'autore afferma che, negli ultimi sette anni, l'oro ha avuto una duration reale di 26,8 anni, che tenderà sicuramente a cambiare in quanto è solo un dato empirico. Egli inoltre dice che la percezione dell'oro come bene rifugio esercita anch'essa una certa influenza sui corsi del metallo prezioso. Infatti, fa notare che il prezzo del metallo prezioso corretto per i rendimenti reali è aumentato ampiamente dopo il fallimento di Lehman Brothers. Concludendo, si può dedurre da questa analisi che, quando i rendimenti reali salgono di conseguenza i prezzi dell'oro dovrebbero scendere per mantenere un dato livello di domanda finanziaria rispetto ad altre opportunità di investimento. Viceversa nel caso contrario.

Baur e Lucey (2009)³¹, invece, definiscono un bene rifugio come un asset che riduce le perdite in periodi di stress dei mercati o di crisi finanziaria e prevedono che una tale attività produca dei benefici per la stabilità dei mercati riducendo la durata di condizioni estreme. Essi affermano che l'oro serve come bene rifugio nei mercati finanziari e, pur non esistendo teorie che ne spieghino il motivo, pensano che questo sia dovuto al fatto che il metallo giallo sia stato tra le prime forme di denaro ed è stato sempre utilizzato come copertura contro l'inflazione. Hanno condotto un'analisi econometrica, che si basa su un modello di regressione³² in cui i rendimenti dell'oro sono regrediti sui rendimenti azionari e

³⁰ Essi sono un tipo speciale di titoli il cui capitale viene rivisitato in base all'inflazione.

³¹ Dirk G. Baur, Brian M. Lucey, *Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold*, Febbraio 2009.

³² Di seguito viene mostrato il modello di regressione utilizzato da Baur e Lucey:

$$r_{gold,t} = a + \sum b_{0(i)} r_{gold,t-i} + \sum b_{1(i)} r_{gold,t-i} + \sum b_{2(i)} r_{gold,t-i(q)} + \sum c_{1(i)} r_{gold,t-i} + \sum c_{2(i)} r_{gold,t-i(q)} + e_t$$

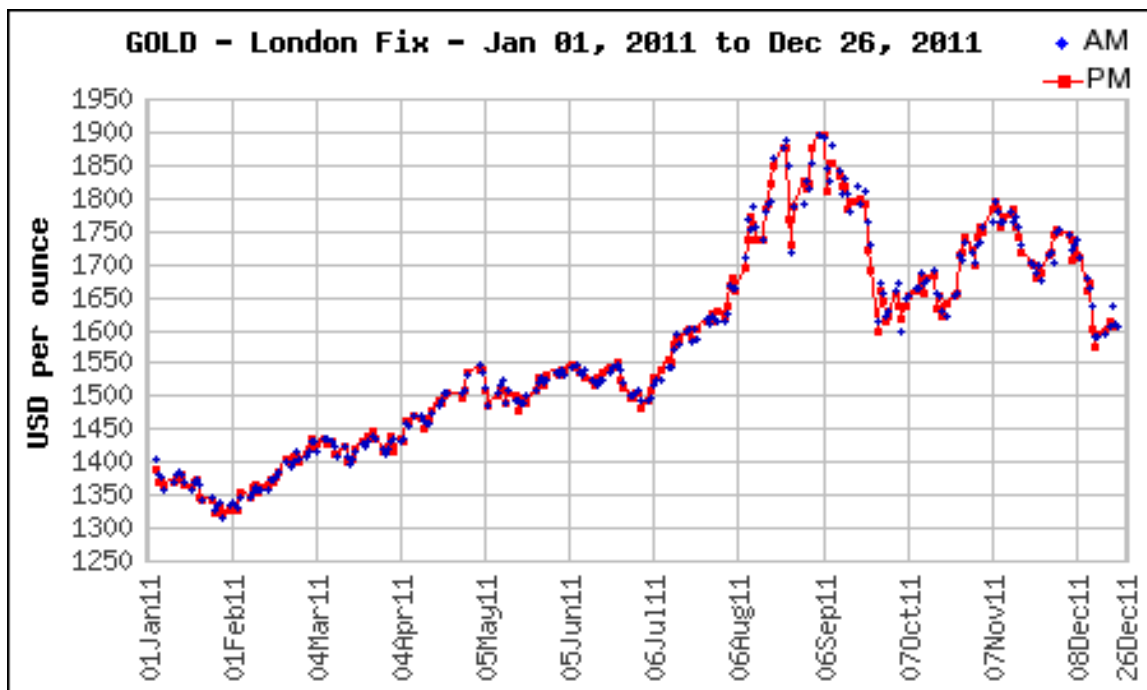
Dove r_{gold} , r_{stock} , r_{bond} sono rispettivamente i rendimenti dell'oro, delle azioni e delle obbligazioni rispettivamente, mentre $r_{stock,t(q)}$ e $r_{bond,t(q)}$ riguardano le asimmetrie derivanti da ipotetici shock nei mercati azionari e obbligazionari.

obbligazionari, per mostrare se effettivamente il metallo prezioso serve come un rifugio sicuro quando i mercati azionari e obbligazionari crollano improvvisamente in seguito a shock o mostrano eventuali rendimenti negativi. Tale analisi viene focalizzata principalmente su tre grandi mercati finanziari (Stati Uniti, Regno Unito e Germania), in modo tale da poter notare le differenze del ruolo dell'oro in questi mercati. Baur e Lucey dimostrano in questa analisi empirica che è vantaggioso per gli investitori sia comprare che vendere oro in periodi di turbolenze dei mercati. Infatti, essi evidenziano che l'utilità di un investitore aumenta qualora si aggiunga al portafoglio un bene considerato rifugio sicuro, nel nostro caso l'oro. Tale modello assume che i prezzi delle azioni e delle obbligazioni possono influenzare il prezzo del metallo prezioso, derivante dall'ipotesi di safe haven. Tuttavia, dimostrano che se azioni o obbligazioni presentano rendimenti non convenienti, gli investitori allora comprano il metallo giallo e fanno di conseguenza salire il prezzo di tale bene. Un'importante considerazione che gli autori fanno è data dal fatto che l'oro si presenta come un safe haven solo nel breve termine, ma non nel lungo periodo. In una pubblicazione del Ministero dell'economia francese³³, a seguito di un'analisi econometrica, si evince che il prezzo dell'oro ha comportamenti diversi a seconda del grado di stress finanziario. Infatti, in periodi di stress moderati, il metallo giallo si comporta come un bene rifugio con rendimenti correlati negativamente con quelli azionari. Mentre, in situazioni di crisi estreme, si evidenzia una correlazione positiva tra i rendimenti azionari e quelli dell'oro e gli autori pensano che questo sia dovuto al fatto che, per coprire le perdite sugli altri assets, gli investitori sono costretti a ridurre le loro posizioni nel metallo giallo. Tuttavia, in quest'ultima condizione, l'oro sembra che non si comporti più come un safe haven.

³³ *"Is gold still a safe haven?"*, Trésor-Economics, No.101, Aprile 2012. Pdf disponibile in <https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/371782>

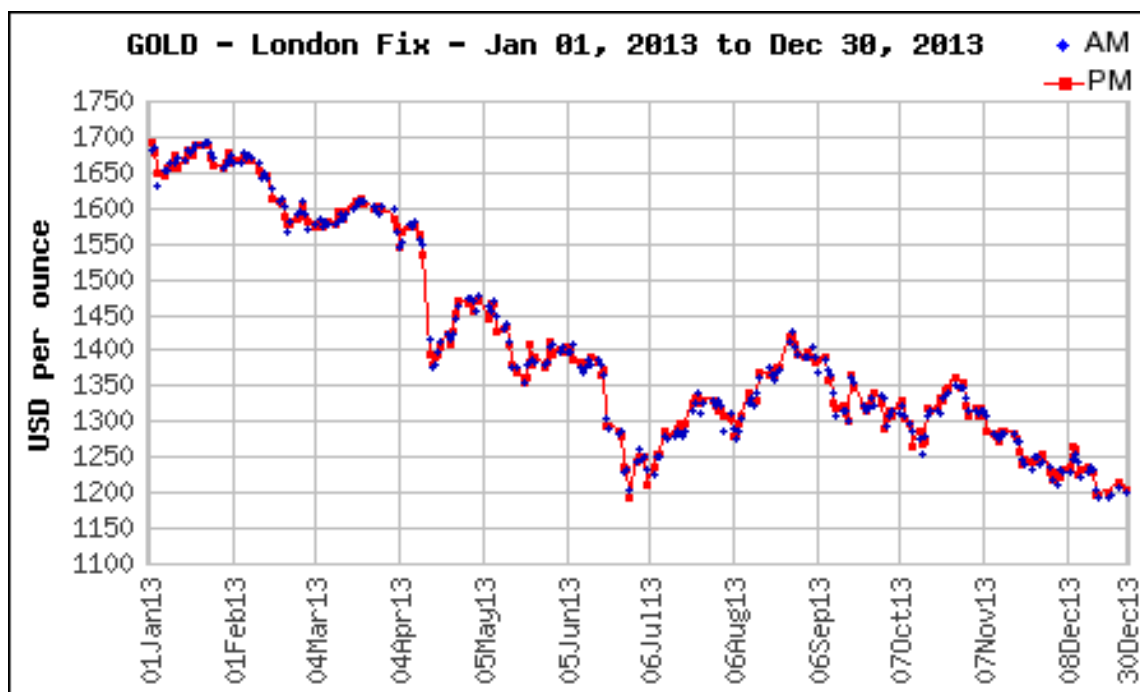
5.3 Crollo delle quotazioni auree

Mentre il 2011 è stato l'anno dei record per l'oro, toccando i 1900 dollari l'oncia, il 2013 ha rappresentato l'anno del declino. Nei grafici che seguono, infatti, si può notare una sostanziale differenza tra i due anni, con un'inversione nel trend dei prezzi dell'oro derivanti dalle due sedute giornaliere del fixing di Londra:



Fonte: Kitco³⁴

³⁴ Grafico disponibile sul sito web http://www.kitco.com/scripts/hist_charts/yearly_graphs.plx



Fonte: Kitco³⁵

Il periodo 2011-2012 è stato caratterizzato da una vera e propria corsa all'oro. Infatti, in questi anni il trend è stato sorprendente; le richieste di oro fisico da parte dei privati sono cresciute ogni mese di circa il 30 per cento. La crescita della domanda arriva anche dalle banche, le quali hanno assistito ad una propensione maggiore dei propri clienti ad investire nel metallo prezioso, soprattutto attraverso l'acquisto di lingotti e monete d'oro. Pian piano, però, la situazione è cambiata. Una prima avvisaglia si è avuta con il crollo del prezzo del petrolio, il quale ha tirato giù anche quello dei metalli. Infatti, sui mercati finanziari si ritiene che gli indici e i titoli legati alle materie prime siano entrati in una fase caratterizzata da una tendenza al ribasso (*bear market*).

Per molti studiosi, il 2013 rappresenta lo scoppio della bolla. Ne è la dimostrazione la giornata del 15 aprile che ha segnato un nuovo record; il prezzo dell'oro è calato dell'8% andando a segnare quindi il maggior ribasso giornaliero dal 1983, arrivando a quota 1321 dollari circa. Alcuni esperti di commodities

³⁵ Grafico disponibile sul sito web http://www.kitco.com/scripts/hist_charts/yearly_graphs.plx

attribuiscono questo calo delle quotazioni principalmente ad una riduzione della domanda derivante da Pechino e dall'India. Infatti, nel 2013 è emerso un rallentamento della crescita cinese rispetto agli anni precedenti, mentre l'India ha contratto di molto la domanda di oro a causa della decisione del governo locale di aumentare del 50% la tassazione sulle importazioni di metallo giallo nel Paese e, di conseguenza, per gli investitori l'oro è diventato decisamente più costoso rispetto ad altre fonti di investimento.

La rapida discesa delle quotazioni, però, non possono essere attribuite solo alla situazione dei cosiddetti paesi emergenti. Infatti, le politiche monetarie espansive hanno aiutato a risollevare il mercato finanziario americano con una conseguente ripresa di Wall Street. Questa crescita ha implicato un minor interesse nell'accumulo di beni considerati "rifugio". Inoltre, la stagnazione europea e la ripresa dell'economia reale a livello globale hanno frenato l'inflazione andando ad eliminare così l'accanimento degli investitori verso il metallo giallo.

Il 2013 si è concluso con un calo esorbitante. Si pensi che, ad inizio anno, la quotazione dell'oro si attestava a 1693,75 (2 gennaio 2013)³⁶, mentre alla fine dell'anno il prezzo del metallo prezioso era di 1204,50 dollari. Sul crollo delle quotazioni auree, oltre ad una decelerazione generale dell'inflazione e una ripresa dell'economia globale, hanno pesato anche le paure per un rafforzamento del dollaro statunitense, il quale è correlato negativamente con l'andamento dei prezzi del metallo giallo. Questa paura di rafforzamento del dollaro è scaturita in seguito all'annuncio da parte della Federal Reserve, nel dicembre 2013, del cosiddetto *tapering*, ovvero una riduzione degli stimoli monetari con cui ogni mese la banca centrale americana ha immesso liquidità nel sistema attraverso l'acquisto di Treasury e bond garantiti da mutui (il cosiddetto *quantitative easing*).

Con l'inizio del 2014 le quotazioni hanno subito un piccolo rialzo raggiungendo circa 1390 dollari/oncia, ma ciò ha avuto vita breve. Infatti, il prezzo è

³⁶ Dati disponibili in http://www.kitco.com/scripts/hist_charts/yearly_graphs.plx

nuovamente sceso intorno ai 1300 dollari nel mese di maggio. Mantenendosi su questi livelli, l'oro si trova in un periodo di riposo profondo, ma nonostante questo molti economisti credono che questa situazione è destinata a cambiare.

Si assiste ad una corsa frenetica al metallo giallo da parte delle banche centrali e, tra di esse, spicca quella di Pechino. Infatti l'oro, da sempre considerato un garante della stabilità dei prezzi, svolge da tempo un ruolo importante nella politica monetaria di molti Stati. Le ragioni per cui una banca centrale vuole possedere più oro possibile sono soprattutto tre: diversificazione delle riserve in valuta, liquidabilità e sicurezza. Il metallo prezioso è considerato da tempo come strumento di conservazione della ricchezza e, quindi, in tempi di crisi anche le banche centrali lo preferiscono rispetto ad altre alternative che potrebbero risultare inaffidabili. Solo nel 2014, gli acquisti netti da parte delle banche centrali ammontano a 477 tonnellate, che rappresenta il dato più alto degli ultimi decenni dopo le 544 tonnellate acquistate nel 2012. Il caso più importante è rappresentato dalla Banca di Russia che possiede circa il 36% del totale netto delle banche centrali. Il 2014, però, è stato un anno pessimo per la Russia, segnata da una svalutazione del rublo, da un'inflazione che è esplosa al 11,4% (fino a toccare il 15% a gennaio di quest'anno) e dal calo delle quotazioni del greggio che si sono dimezzate in un solo semestre. Di conseguenza, la banca centrale russa è dovuta intervenire vendendo riserve valutarie per complessivi 88 miliardi³⁷, ma nonostante questo, essa allo stesso tempo ha acquistato metallo giallo tanto da ricoprire la sesta posizione mondiale con 1208,3 tonnellate possedute.

Molti economisti, esaminando il caso russo, credono che la maggior parte delle grandi economie nel mondo stanno rifornendo le proprie riserve auree per poter allentare la dipendenza dal dollaro e legare la forza delle proprie valute al metallo prezioso. Si noti che anche le banche centrali di Kazakistan e Iraq hanno acquistato il metallo giallo con circa 48 tonnellate a testa, mentre l'Ucraina lo ha

³⁷ Dati disponibili in http://www.investireoggi.it/economia/il-mondo-fugge-dal-dollaro-e-la-russia-fa-incetta-di-oro-ecco-chi-e-perche-compra-lingotti/?refresh_ce

venduto. Quindi, oggi si assiste ad uno scenario differente rispetto al passato; l'Occidente vende oro e l'Est lo compra.

Un altro aspetto su cui è importante focalizzarsi è rappresentato dal consiglio dato dal World Gold Council³⁸ in merito alle possibili misure da adottare per alleviare la crisi che sta vivendo l'Eurozona. Si parla di un possibile utilizzo dell'oro a garanzia parziale per l'emissione di bond collateralizzati con il metallo fisico. Ciò porterebbe ad una riduzione del rendimento dei bond, alleggerendo di conseguenza il peso del debito alle nazioni che si trovano in una crisi importante. Il World Gold Council afferma che ciò si propone come alternativa alle politiche di austerità che, secondo l'associazione, ostacolano la ripresa europea. L'utilizzo dell'oro come collaterale non è una novità per l'Italia come viene evidenziato da BullionVault nel suo articolo³⁹. Infatti, il 1974 il governatore di Bankitalia Guido Carli diede in pegno una parte delle riserve auree del Paese al fine di garantire un prestito di due miliardi di dollari concesso dalla Bundesbank. A tal fine furono impegnate 500 tonnellate delle riserve auree di Bankitalia.

5.4 L'oro nello scenario odierno

Tra i principali fatti riguardanti il mercato del bene rifugio per eccellenza spicca lo scandalo che ha coinvolto l'importante fixing dell'oro. Infatti, dieci banche sono sospettate negli Stati Uniti di aver manipolato i prezzi di tale commodity e di altri metalli preziosi. Nel mirino delle autorità americane ci sarebbero importanti istituti di credito, quali Hsbc, Bank of Nova Scotia, Barclays, Credit Suisse, Deutsche Bank, Golman Sashes, Jp Morgan, Société Générale, Standard Bank e Ubs. Tuttavia, nessuna ha confermato tali indiscrezioni come si evince da

³⁸ Disponibile in <https://www.youtube.com/watch?v=4Q4jNBpkUiY&feature=youtu.be> o sul sito www.gold.org

³⁹ Disponibile in <https://oro.bullionvault.it/notizie-oro/Oro-Riserve-Bankitalia-Collaterale>

un articolo del Sole 24 Ore⁴⁰, tranne che Hsbc. Dallo scandalo al cambiamento; infatti, cambia lo scenario del fixing dell'oro. Così come accaduto per il platino e l'argento, anche per il metallo giallo si passa ad un sistema di aste elettronico, più trasparente rispetto al meccanismo in vigore dal 1919. Il nuovo benchmark è l' *Lbma Gold Price*, il quale è frutto di un'asta elettronica con ordini bid e ask visibili a chiunque su un apposito portale, che vengono aggiornati ogni trenta secondi fino a quando non si raggiunge il prezzo di equilibrio. Per la gestione la London Bullion Market Association ha scelto l' *Ice Benchmark Administration (IBA)*⁴¹, dipendente da Intercontinental Exchange. Questo nuovo sistema di fissazione del prezzo dell'oro coinvolge sette partecipanti, quali: Barclays Bank, Goldman Sachs International, HSBC Bank, JP Morgan, Société Générale, Bank of the Nova Scotia-ScotiaMocatta e UBS.

Oggi si assiste ad uno scenario in cui l'ipotesi di un rimbalzo dell'oro entro massimo un anno si fa sempre più insistente. Infatti, alcuni esperti del settore sostengono che, in mondo finanziario dominato dalle svalutazioni delle valute e dall'incubo della deflazione, aumenta anche il nervosismo delle principali Borse; inoltre, si assiste ad una "bolla obbligazionaria" con tassi negativi su molti titoli di Stato dell'Eurozona. Questo rappresenta un periodo in cui si ci interroga anche sulla reale efficacia delle misure di quantitative easing varate dalle banche centrali e, per questo, molti investitori si stanno muovendo verso il metallo giallo. Come spiega Michael Hewson di CMC Market UK⁴², detenere oro in uno scenario deflazionistico non costa praticamente nulla e, inoltre, egli sostiene che il prezioso rappresenta un'ottima copertura contro eventuali scelte sbagliate delle banche centrali. Ovviamente, in contrapposizione a chi punta ad un rialzo delle quotazioni, vi sono altri che invece hanno un certo scetticismo al riguardo. Ad esempio, Goldman Sachs sostiene che l'oro si posizionerà a nuovi minimi storici

⁴⁰ Disponibile in <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-02-24/oro-usa-dieci-banche-indagate-manipolazione-prezzi--213642.shtml?uuid=ABOWWxzC>

⁴¹ L'IBA è la società inglese con sede a Londra che amministra i prezzi dell'oro LBMA sul mercato.

⁴² Articolo originale disponibile in <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-01-27/il-rimbalzo-oro-metallo-giallo-torna-bene-rifugio-213751.shtml?uuid=ABNRf6kC&nml=2707&fromSearch>

nel 2016. Dello stesso parere è UBS, la quale sostiene che un ipotetico rialzo del metallo giallo verrà frenato dal rafforzamento del dollaro Usa e da una prospettiva di rendimenti reali in aumento.

Per quanto riguarda i paesi emergenti, è da notare un cambiamento da parte dell'India, che ha rimosso quasi del tutto le limitazioni alle importazioni di oro introdotte due anni fa. Dopo tale annuncio si pensa che le quotazioni del metallo potrebbero salire in quanto l'India ha una forte influenza su questo mercato, essendo il secondo paese importatore di oro al mondo. Infatti, per gli investitori "bullish", ovvero che scommettono sul rialzo delle quotazioni, l'annuncio da parte della banca centrale indiana potrebbe avere un importante impatto. Per quanto riguarda l'India, si evidenzia nel primo trimestre del 2015 un calo nella domanda di investimenti in oro, dovuto soprattutto ad un aumento delle prestazioni di altre attività nei mercati azionari indiani che hanno spinto gli investitori ad allontanarsi momentaneamente dall'oro verso tali assets.

Recentemente si è potuta notare un'inversione nel trend. Infatti, dopo quotazioni stazionarie negli ultimi mesi, l'oro il 14 Maggio 2015 è arrivato a 1225 dollari l'oncia sul Comex, segnando uno dei valori più alti dei precedenti tre mesi. Dall'inizio del 2015, il metallo prezioso sta avendo un progresso di quasi il 2% su base annua. Da segnalare che il picco maggiore si è avuto in data 21 gennaio quando le quotazioni sono schizzate a 1301 dollari in vista dell'annuncio da parte della BCE del quantitative easing europeo, ovvero gli stimoli monetari consistenti nell'acquisto di bond governativi, titoli cartolarizzati (Abs) e obbligazioni garantite (covered bond) per un totale di 60 miliardi di euro al mese fino al settembre del 2016. Si tratta quindi di una misura volta a rilanciare l'economia dell'Eurozona, facendo scendere il costo del debito degli Stati e i tassi di interesse con l'intento di rilanciare il mercato del credito e di fermare la deflazione.

Nel marzo 2015, invece, il calo dell'oro è stato particolarmente marcato, in quanto il dollaro ha subito un forte rafforzamento sull'euro. Questo vantaggio preso dal dollaro su così tante monete, in particolare sull'euro, è probabilmente

dovuto al fatto che la Federal Reserve sembra che si voglia allontanare dalla prolungata politica monetaria a tassi praticamente nulli. Infatti, dopo un decennio di tassi molto ridotti, la banca centrale americana ha deciso di aumentarli e, di conseguenza, si pensa che ciò rafforzerà ulteriormente il dollaro. Tale notizia di un rialzo nei tassi a New York ha spinto il dollaro in alto e giù invece le monete di molte economie, non solo emergenti, ma anche quelle di Cina, Unione Europea e Giappone. Tuttavia, questo rafforzamento del biglietto verde porta senza dubbio ad un indebolimento dell'oro, data la sua relazione inversa con il dollaro.

Oggi si assiste ad un prezzo che si aggira intorno ai 1100-1200 dollari l'oncia. Molti credono che questo abbassamento delle quotazioni è stato influenzato anche da una scarsa domanda d'investimento nell'ultimo periodo. Ovviamente, non è possibile prevedere cosa succederà in futuro, essendo l'oro una materia prima che varia in base agli scenari politici ed economici. Molti investitori facoltosi, però, continuano ad investire includendolo nel proprio portafoglio, in quanto credono che presto il metallo giallo entrerà di nuovo in una fase rialzista. Gli analisti, dal canto loro, non sembrano avere dubbi riguardo il destino del metallo prezioso per eccellenza. Se in passato vi era il timore dell'inflazione, soprattutto dopo che le principali banche centrali hanno inondato i mercati di liquidità per combattere la crisi del 2008, adesso l'attenzione si è spostata decisamente sul rischio di deflazione. Questa tendenziale discesa dei prezzi potrebbe essere certamente individuata nel crollo dei prezzi. Ovviamente, però, questo scenario di deflazione è dovuto anche al rallentamento della crescita delle economie più grandi come la Cina. Infatti, la domanda per i gioielli in oro in Cina è calata del 10% per una serie di motivi, quali: una crescita in continuo rallentamento del PIL, un rally dei mercati azionari e una prospettiva prudente per le quotazioni dell'oro. Una crescita lenta del PIL ha impattato sulla fiducia dei consumatori cinesi e, di conseguenza, la domanda di gioielli si è indebolita. Tale fenomeno può essere quindi la spia di un eccesso di debiti privati, che porta ad una riduzione delle risorse per i consumi e mantiene bassa la domanda. Infatti,

famiglie e imprese in vari paesi, dall'America all'Europa così come la Cina, appaiono molto indebitate con conseguenti ripercussioni sulla crescita dell'economia mondiale.

Un evento degno di nota è il crollo della valuta turca, in cui si è evidenziato ancora una volta il ruolo dell'oro. In un contesto caratterizzato da instabilità politica, un calo della crescita economica, una crescente disoccupazione, hanno condotto al crollo della lira. Di conseguenza, questo scenario ha spinto il prezzo locale dell'oro a livelli quasi da record nel mese di marzo. La domanda di gioielli in Turchia, ad esempio, è stata abbastanza debole, la più bassa dall'ultimo trimestre del 2012 a 10,4 tonnellate. Molti consumatori turchi hanno rivenduto le proprie proprietà di oro per far fronte a tali circostanze economiche difficili. Ancora una volta, quindi, viene dimostrato il ruolo chiave che il metallo giallo svolge in qualità di attività liquida che può essere facilmente rivenduta nel momento di necessità.

Nel report del World Gold Council⁴³ relativo al primo trimestre del 2015 si evidenzia, per quanto riguarda il lato degli investimenti, che vi è stato un aumento del 4% anno dopo anno e ciò è derivato soprattutto dai flussi degli ETF. Infatti, l'aumento di 11 tonnellate della domanda per investimenti dal primo trimestre del 2014 è dovuto soprattutto a tali fondi, mentre si osserva un calo nella domanda in lingotti e monete d'oro. Quest'ultima ha avuto un leggero aumento soprattutto in Europa (circa il 16%), in quanto è emerso un mercato europeo di tali strumenti che prima della crisi non ha avuto nessuna rilevanza.

Nello scenario attuale molti concordano sul fatto che il mercato dell'oro per tutto il 2015 resterà "bearish", cioè continuerà sull'onda della fase ribassista che è scaturita dagli ultimi mesi (le quotazioni resteranno in un intervallo di 1000-1200 dollari/oncia), ma non escludono una possibile inversione di trend negli anni successivi.

⁴³ AA. VV., *Gold Demand Trends. First Quarter 2015*, World Gold Council.

Conclusioni

Il presente elaborato ha voluto dimostrato come l'oro abbia avuto un ruolo importante nel corso degli anni, soprattutto in periodi di crisi e stress dei mercati finanziari e il suo comportamento all'interno dei bilanci delle famiglie, considerate per classi di reddito.

L'oro assume un comportamento di bene rifugio in periodi di crisi finanziaria e questo è stato dimostrato attraverso l'analisi effettuata sul decennio 2001-2011, nel quale le quotazioni del metallo prezioso sono giunte a livelli altissimi e hanno preservato la ricchezza di molti individui. Quest'ultimi, investendo nell'oro, hanno ottenuto rendimenti elevati, ma soprattutto nel breve termine, in quanto pian piano le quotazioni sono scese e la "corsa all'oro" si è spenta. Tra le principali caratteristiche che il metallo prezioso possiede vi è l'assenza di rischio di controparte, che lo rende appetibile non solo agli occhi di chi investe, ma anche alle banche centrali. Quest'ultime, nel periodo di turbolenza del mercato degli ultimi anni, hanno iniziato ad accumulare tonnellate di oro; si pensi che gli Stati Uniti, primo detentore al mondo di riserve auree, ne possiede circa 8000.

È risaputo che, in tempi di crisi, gli investitori sono orientati verso attività finanziarie molto liquide e meno esposte ai rischi; quindi, il metallo giallo rappresenta lo strumento ideale per questi individui. Tuttavia, investire in esso è molto semplice in quanto nel corso degli anni sono stati messi a disposizione vari strumenti di investimento per i soggetti sia interessati al mercato dell'oro fisico sia per quello cartaceo. L'oro, essendo condizionato da eventi geopolitici, assume un ruolo fondamentale in presenza di shock sui mercati e, nel corso degli anni, si è sviluppato un nuovo utilizzo di tale commodity. Infatti, essa viene usata come collateral nei prestiti personali e, come si è potuto notare nell'elaborato, tale fenomeno si è esteso nel tempo. Gli investitori, in continua ricerca di liquidità, hanno fatto ricorso sempre di più a questi prestiti garantiti, in quanto ponendo l'oro in garanzia, essi hanno la possibilità di prendere in prestito denaro

da utilizzare in investimenti più redditizi. Dall'analisi si evince che tale settore si è diffuso maggiormente durante il periodo di crisi finanziaria, in quanto chi prende a prestito ha scoperto di poter ottenere più denaro pur avendo la stessa garanzia posseduta in precedenza, dato che le quotazioni dell'oro hanno raggiunto livelli molto elevati. Quindi, gli individui hanno pensato di sfruttare la potenza del metallo giallo per poter richiedere prestiti e ottenere una liquidità in tempi veloci e con minori atti burocratici. Come dimostrato, la tecnologia ha svolto un ruolo importante nella diffusione dei cosiddetti gold loan. Infatti, tale forma di finanziamento utilizza dei software sofisticati in grado di estrapolare informazioni dai mercati ed impiegarle per trarne un profitto in tempi ridotti. L'intervento umano si è ridotto drasticamente e ciò ha condotto verso tempi di approvazione ed esborso dei prestiti minori rispetto al passato.

D'altro canto il picco delle quotazioni ha portato all'affermazione dei cosiddetti Compro Oro nel nostro Paese, i quali acquistano il metallo prezioso dai cittadini per poi rivenderlo alle fonderie. Con i dati disponibili, si è potuto constatare che l'Italia, paradossalmente, nel periodo della crisi è diventato un paese esportatore di oro pur non avendo miniere auree. Ciò deriva dal fatto che le persone, per ottenere liquidità nell'immediato, si sono rivolte maggiormente a questi operatori, dando via la maggior parte delle loro proprietà di metallo prezioso per coprire le spese del mese. In molti casi, però, questi negozi sono stati gestiti dalla criminalità; infatti, una serie di indagini condotte dalla Guardia di Finanza hanno portato a galla molte irregolarità, con miliardi di euro non dichiarati ed Iva evasa. Si può desumere che il boom dei Compro Oro rappresenta lo specchio di una crisi economica che porta sempre di più gli individui a cercare forme alternative per ottenere liquidità in minor tempo possibile rispetto ai prestiti bancari tradizionali.

Nell'elaborato, soprattutto nell'analisi dell'influenza che la crisi finanziaria ha avuto sull'oro, si è evince che il metallo giallo è tornato alla ribalta nel periodo 2001-2011. Una svalutazione costante del dollaro in questi anni e la crisi dei subprime che è andata ad intaccare anche l'economia reale di molti Paesi

sviluppati hanno portato ad un rialzo repentino delle quotazioni e si evidenzia ancora una volta il suo comportamento di bene rifugio in periodi di turbolenza dei mercati, così come era avvenuto negli anni Settanta in seguito alle crisi petrolifere. Il suo comportarsi come safe haven, ha fatto dell'oro la maggiore attività finanziaria in cui investire in periodi di crisi. Viene confermato, quindi, che il metallo giallo riesce a mantenere o addirittura ad aumentare il proprio valore nei periodi di shock sui mercati e ad offrire la liquidità necessaria a chi non riesce ad ottenere fondi attraverso le forme di finanziamento tradizionali.

Dall'analisi si conferma che l'oro assume il ruolo di bene rifugio soprattutto nel breve termine, così come era stato dimostrato in precedenza da Baur e Lucey nel loro studio. Infatti, in seguito ad un rafforzamento del dollaro, ad una decelerazione generale dell'inflazione ed ad una parziale ripresa dell'economia globale, l'oro ha iniziato la sua fase ribassista. Ad oggi, si assiste ad un marcato calo delle quotazioni del metallo prezioso (1100-1200 dollari/oncia) , ma fin quando l'ambiente economico sarà caratterizzato da un'inflazione sempre decrescente e da immissioni di liquidità, difficilmente si potranno vedere rialzi strutturali. Tuttavia, qualcuno scommette che l'oro tornerà alla ribalta.

Bibliografia

A. Churiwal, A. Shreni, *Surveying the Indian Gold Loan Market*, Cognizant 20-20 insights, 2012.

A. Deaton, *The financial crisis and the well-being of American*, Princeton University, 2011.

A. Hewitt, L. Street, K. Gopaul, *Turkey: gold in action*, World Gold Council, 2015.

A. Ilmanen, *Expected Returns*, Wiley Finance, 2011.

AA. VV., *An investor's guide to gold market, US edition*, World Gold Council, 2010.

AA. VV., *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2004*, Banca d'Italia, 2006.

AA. VV., *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2012*, Banca d'Italia, 2014.

AA. VV., *Is gold still a safe haven?*, Trésor – Economics, No. 101, 2012.

AA. VV., *Report of the working group to study the issues related to gold imports and gold loan NBFCs in India*, Reserve Bank of India, 2013.

AA. VV., *The impact of inflation and deflation on the case for gold*, Oxford Economics.

AA. VV., *The importance of gold in reserve asset management*, World Gold Council, 2010.

AA. VV., *Gold demand trends. First quarter 2015*, World Gold Council, 2015.

AIRA – ANOPO, *Dossier sulla diffusione dei negozi compro oro sul territorio nazionale*, 2012.

Albert L. H. Cheng, *China's gold market: progress and prospect*, World Gold Council, 2014.

A.Bhatia, N. Dempster, *Gold as a source of collateral*, World Gold Council, 2011.

C. A. De Casa, *I segreti per investire con l'oro*, Hoepli, 2014.

C. B. Erb, C. R. Harvey, *The gold dilemma*, 2013.

D. Poto, *L'oro d'Italia. Il fenomeno dei Compro Oro, tra emergenza economica e illegalità*

D.G. Baur, B.M. Lucey, *Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold*, 2009.

D.G. Baur, T.K. McDermott, *Is gold a safes haven? International Evidence*, 2009.

E. Ong, M. Grubb, A. Mitra, *India: heart of gold. Strategic outlook*, World Gold Council, 2011.

F. Cappio, A. Guardone, F. Vedana, *La guida del Sole 24 ore agli investimenti in oro*, Gruppo 24 ore, 2012.

G. O'Callaghan, *The structure and operation of the World Gold Market*, International Monetary Fund, 1993.

H. Sipkova, J. Sipko, *What are the real drivers of gold prices?*, International Journal Of Business and Social Science, 2014.

J. Brenson, *A study on saving habits of households in gold ornaments in India*, Asia pacific journal of research, 2014.

J. Cross, *Gold derivatives: the market view*, World Gold Council, 2000.

J. Ha Jun, *Global financial crisis and Gold Market*, The Korea Department Bank, 2009.

J. Jagerson, S.W. Hansen, *All about investing in gold*, McGraw Hill, 2011.

J. Katz, F. Holmes, *The Goldwatcher: demystifying gold investing*, John Wiley & Sons Ltd, 2008.

M. Arayssi, *Price drivers and investment strategies of gold*, MPRA, 2013.

M. Camelia, B. Zanaboni, *Investire in oro nel private banking: come individuare lo strumento più adeguato alle proprie esigenze*, Gruppo 24 ore, 2012.

M. Hart, *Gold*, Simon & Schuster, 2013.

M. T. Skully, *The development of the Pawnshop industry in East Asia*.

N. Demidova-Menzel, T. Heidorn, *Gold in the investment portfolio*, Frankfurt School-working paper No.87.

N. Dempster, *The role of gold in India*, World Gold Council, 2006.

N. J. Johnson, *Demistificare le quotazioni dell'oro*, Pimco, 2014.

T. Warnick-Ching, *The international gold trade*, Wodhead Publishing Ltd, 1993.

V. Prasad, A. Sahasranaman, S. Sadhu, R. Khaitan, *How much can asset portfolios of rural households benefit from formal financial services?*, NSE, 2014.

Y. V. Reddy, *Gold in the Indian Economic System*, WGC, 1996.

Sitografia

www.bancaditalia.it

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.bullionvault.it

www.commodityonline.com

www.ecb.int

www.finanzaeinvestimenti.it

www.ft.com

www.gold.org

www.goldinstitute.net

www.ilfattoquotidiano.it

www.ilsole24ore.com

www.imf.org

www.infoinvestimenti.com

www.istat.it

www.italpreziosi.it

www.kitco.com

www.lbma.org.uk

www.theaureport.com

www.thegoldbroker.it