

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

## **RIASSUNTO TESI**

L'elaborato si pone l'obiettivo di dimostrare l'impatto che la crisi finanziaria ha avuto sull'uso dell'oro come bene rifugio e come garanzia per i prestiti personali. In particolar modo, verrà esaminato il caso delle famiglie italiane e indiane.

L'utilizzo dell'oro risale sin dall'antichità quando esso veniva usato da re e imperatori come simbolo del proprio potere. Le origini del metallo prezioso risalgono al quinto millennio a.C., quando esso fu utilizzato in Mesopotamia per la produzione di strumenti sacri e a fini decorativi. Le proprietà fisiche e la facilità di lavorazione hanno dato all'oro un ruolo importante nella storia. Esso veniva usato come moneta corrente in Inghilterra, dove era in vigore 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 primo Paese ad autorizzare la negoziazione del metallo giallo fu la Francia nel 1948, seguita dalla Svizzera. Con gli anni Settanta, però, si ebbe la vera e propria apertura del libero mercato aureo, dovuta ad una profonda crisi del dollaro e, di conseguenza, molti operatori si riversarono sull'acquisto dell'oro. Questo perché il metallo giallo è da sempre considerato il bene rifugio per eccellenza. 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, esso viene considerato come un'assicurazione sul patrimonio, poichè riesce a resistere a periodi di alta tensione negli scenari finanziari.

Tra le caratteristiche principali per cui vale la pena investire in oro vi è la sua funzione di diversificazione all'interno di un portafoglio d'investimento o il suo agire come strumento di gestione del rischio. Infatti, l'inclusione del metallo è stata proposta per il raggiungimento di un portafoglio più equilibrato, riducendone la volatilità.

Bisogna ricordare anche la proprietà dell'oro di preservare il potere d'acquisto e l'assenza di rischio di controparte; questo metallo, infatti, viene considerato come

un'efficace copertura contro l'inflazione. A livelli più alti di inflazione corrispondono, di conseguenza, maggiori prezzi del metallo prezioso.

L'oro viene utilizzato anche nel settore industriale, soprattutto in oreficeria (la quale rappresenta i due terzi della domanda mondiale) nell'elettronica e in campo medico.

Nell'elaborato vengono esaminati anche i principali mercati dell'oro, come quelli della Cina e dell'India, nonché i mercati di Londra e di New York. Tra i mercati di scambio dell'oro fisico, quello di Hong Kong è il più antico, fondato nel 1910. La sua forza sta nella posizione geografica, in quanto funziona quando gli altri mercati, come quello di Londra, sono chiusi ed è anche l'unico che opera di sabato. Nel 1993, per espandere le sue riserve auree, la Cina ha allentato le regolazioni e ha aperto la frontiera alle miniere estere. Infatti, nel 2013 il Paese si è posizionato non solo come il primo produttore, ma anche come primo consumatore di oro al mondo superando l'India. Quest'ultimo è un mercato in cui viene acquistato e venduto prettamente oro fisico, in quanto viene considerato come un risparmio, un modo differente di investire. Il metallo giallo assume una rilevanza particolare nella cultura indiana, essendo visto come l'unico modo per preservare la propria ricchezza. La domanda di oro in India è correlata anche con le tradizioni culturali e religiose. Esso viene considerato sacro da molti; 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. Inoltre, svolge un importante ruolo nei matrimoni indiani, dove le spose sfoggiano gioielli in grande quantità e la dote della sposa è costituita soprattutto da oro. Analogamente all'India, anche la Turchia, nonostante abbia una piccola industria di estrazione, sta incoraggiando sempre di più questo settore. 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.

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. 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. Il fixing viene

effettuato due volte al giorno, alle 10.30 del mattino e alle 15.00 del pomeriggio. La quotazione pomeridiana rappresenta il riferimento internazionale per i mercati, dato che viene rilasciato quando sia le borse europee che quelle americane sono aperte.

Essendo l'oro considerato come bene di investimento, di conseguenza, sono stati introdotti una serie di strumenti idonei per investire in esso in base alla propria avversione al rischio e alla disponibilità economica. Tra le principali modalità di investimento in oro fisico vi sono i lingotti e le monete d'oro. Detenere il metallo fisico comporta ulteriori costi come quelli di 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, però, il mercato è cambiato in modo radicale e così vi è stata la diffusione dei primi strumenti finanziari derivati, andando ad introdurre così il cosiddetto oro finanziario (o cartaceo). Quest'ultimo è preferito principalmente da coloro che hanno finalità speculative o di copertura, o semplicemente da chi non può permettersi di acquistare direttamente oro fisico. Inoltre, i derivati sull'oro vengono utilizzati anche dalle aziende manifatturiere per assicurarsi contro la variabilità dei prezzi delle materie prime. Negli ultimi anni, l'oro cartaceo ha assunto un ruolo sempre più importante. Il metallo giallo, infatti, 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 costi di deposito e di assicurazione come nel caso dell'oro fisico. Tra i principali strumenti di investimento in oro finanziario vi sono gli ETF, i futures, le opzioni, le operazioni a termine e i prestiti d'uso. Ad esempio, gli *Exchange Traded Fund* 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. Sono adatti a chi vuole investire nel metallo giallo tramite uno strumento che ne replichi l'andamento.

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. Tra i vari usi vi è il suo utilizzo come *collateral* (garanzia) nei prestiti. 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 le sue quotazioni possono cadere in modo significativo. A seguito della recente crisi finanziaria c'è stato un forte aumento dei prestiti garantiti, in cui il metallo giallo inizia ad assumere un ruolo importante. In questa categoria di finanziamenti, emerge l'importanza dell'India. Infatti, qui si è diffuso il prestito al consumatore con l'oro depositato in garanzia; quello che viene comunemente chiamato *gold loan*. All'interno di questo tipo di prestito, vi è un'opzione di riscatto anticipato che è di fatto rappresentato da una *call* americana. 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.

Questi prestiti presentano una serie di benefici; infatti, nel peggiore dei casi, chi prende denaro a prestito può incorrere solo nella perdita del suo oro. Inoltre, vi sono procedure semplici ed esborsi veloci tali che permettono una durata dell'intero processo di circa 15/20 minuti e non vi è nessun deprezzamento del sottostante. 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 *collateral* per i prestiti. Si noti, però, che oltre al settore organizzato, nell'Est Asiatico viene rilevata un'alta percentuale di operatori illegali.

Analogamente, in Italia vi è il Monte dei pegni, che colloca le sue origini nel lontano 1500. Esso 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. Trascorsi trenta giorni dalla scadenza, l'oggetto viene messo all'asta per il recupero dell'importo prestato. Pian piano, però, si è sentito parlare sempre meno del Monte dei pegni, a causa di un boom improvviso dei negozi Compro Oro.

Nel 2011, anche in altri paesi del mondo si è diffuso l'utilizzo dell'oro come garanzia per i prestiti personali. Ad esempio, *J.P. Morgan*, una delle più grandi banche negli Stati Uniti, ha iniziato ad accettare l'oro come collaterale 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*.

Tornando ad analizzare il nostro Paese, si è potuto notare l'incredibile ascesa dei Compro Oro nel periodo della crisi. Questi negozi acquistano il metallo prezioso dai cittadini per rivenderlo successivamente alle fonderie. In un periodo caratterizzato da continui shock sui mercati, gli italiani hanno fatto ricorso sempre di più 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. Paradossalmente, l'Italia nel periodo della crisi è diventato un paese esportatore di oro pur non avendo miniere aurifere. Dai dati emersi dal Rapporto Italia di Eurispes, il fenomeno è diffuso soprattutto al Sud con un percentuale del 31,8% e tra le categorie maggiormente interessate vi sono soprattutto le persone in cerca di una prima occupazione e di un nuovo lavoro. La crescita esponenziale dei Compro Oro 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'avanzamento continuo delle quotazioni dell'oro. Il giro d'affari medio di un negozio si può stimare intorno ai 500 mila euro annui, il che vuol dire che il business totale è pari a 14 miliardi di euro. Il boom 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. Secondo l'Adoc, 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 soprattutto dell'esaurimento da parte delle famiglie dei beni da scambiare per ottenere liquidità. Si assiste ad un cambiamento nelle tradizioni dei popoli, che sono disposti a dar via il proprio metallo prezioso per far fronte alle spese del mese. È possibile notare che i Compro Oro sono la risposta al disperato bisogno di monetizzare le poche risorse esistenti.

Infine, nell'elaborato viene analizzato il decennio 2001-2011, caratterizzato da una grave crisi finanziaria, che ha avuto origine negli Stati Uniti a seguito dello scandalo dei subprime, che è andata ad intaccare l'economia reale della maggior parte dei Paesi sviluppati. In questo periodo si assiste ad una ribalta dell'oro, il quale è tornato a far parlare di sé e della sua caratteristica di comportarsi come bene rifugio nei periodi di stress sui mercati. Infatti, 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. 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. Si conferma, quindi, che l'oro è influenzato dagli eventi geopolitici. Infatti, investire nel metallo prezioso offre dei risultati migliori rispetto ad altre attività in tempi di crisi. Inoltre, esso non può essere svalutato con l'inflazione e, proprio per questo, la maggior parte delle banche centrali ne detiene una quantità abbandonante. Quest'ultime hanno svolto un ruolo di venditrici di oro fino al 2009, ma successivamente la situazione si è ribaltata. Si pensi che, solo nel 2012, 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.

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.

E' possibile confermare, quindi, che questa commodity presenta due caratteristiche di base; innanzitutto, la capacità di mantenere il proprio valore nei periodi di crisi e offrire la liquidità necessaria in uno scenario caratterizzato da difficoltà di accesso ad altre forme di investimento.

Negli anni sono state condotte una serie di analisi empiriche volte a studiare il ruolo dell'oro in contesti di instabilità dei mercati. Ad esempio, Baur e Lucey (2009) affermano che l'oro serve come bene rifugio nei mercati finanziari e, pur non esistendo

teorie che ne spiegano 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. Essi evidenziano che l'utilità di un investitore aumenta qualora si aggiunga al portafoglio un bene considerato rifugio sicuro. 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.

Da un periodo di continua crescita, il 2013 rappresenta invece l'inizio del declino. 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. Tra le principali cause di questo ribasso delle quotazioni emerge la situazione dei paesi emergenti; si evidenzia, infatti, un rallentamento della crescita cinese rispetto agli anni precedenti. Allo stesso modo, 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. Ovviamente, le cause possono essere ricondotte anche ad altri fattori, come la stagnazione europea e la ripresa dell'economia reale a livello globale che hanno frenato l'inflazione andando ad eliminare così l'accanimento degli investitori verso il metallo giallo. Sul crollo delle quotazioni auree ha avuto un particolare rilievo anche la paura di un rafforzamento del dollaro statunitense, il quale è correlato negativamente con l'andamento dei prezzi dell'oro. 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.

Da notare la corsa frenetica al metallo giallo da parte delle banche centrali e, tra di esse, spicca quella di Pechino. 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. Molti economisti credono che la maggior parte delle grandi economie nel mondo stiano rifornendo le proprie riserve



auree per poter allentare la dipendenza dal dollaro e legare la forza delle proprie valute al metallo prezioso.

Attualmente ci troviamo in uno scenario dove 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.

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 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.

Un segnale importante arriva anche dall'India, che ha rimosso quasi del tutto le limitazioni alle importazioni di oro introdotte due anni fa. Dopo tale annuncio si pensa che le quotazione del metallo potrebbero salire in quanto il Paese ha una forte influenza, essendo il secondo importatore di oro al mondo.

Contrariamente alle aspettative, si evidenzia, nel primo trimestre del 2015, un calo nella domanda di investimenti in oro in India, 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.

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. Successivamente, nel marzo 2015, il calo dell'oro è stato particolarmente marcato, in quanto il dollaro ha subito un forte rafforzamento sull'euro, in seguito alla decisione della banca centrale americana di aumentare i tassi dopo un periodo in cui essi sono stati praticamente nulli.

Oggi si assiste ad un prezzo che si aggira intorno ai 1100-1200 dollari l'oncia. Molti credono che questo abbassamento delle quotazioni sia 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. 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, tra i quali emerge un rallentamento della crescita del PIL, che è andato ad impattare sulla fiducia dei consumatori cinesi e, di conseguenza, è possibile notare anche un indebolimento nella domanda di gioielli in oro.

Un ulteriore evento, a cui si fa riferimento nell'elaborato, è il crollo della valuta turca. La Turchia è stata caratterizzata da un'instabilità politica, un calo della crescita economica, una crescente disoccupazione e, di conseguenza, questo scenario ha condotto al crollo della lira. Ovviamente, il prezzo locale dell'oro ha raggiunto livelli quasi da record nel mese di marzo. Ancora una volta si evince la funzione chiave svolta dal metallo giallo come attività altamente liquida che può essere rivenduta nei momenti economici difficili, così come hanno fatto i consumatori turchi in questo periodo.

Infine, nel primo trimestre del 2015 si evidenzia un aumento della domanda di investimenti nel metallo prezioso, derivate soprattutto dagli 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, la quale ha avuto un leggero rialzo solo in Europa.

Si può concludere che, 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.