

# Come, dove e soprattutto perché

In quali modi un investitore può acquistare oro? Con quali costi, vantaggi e rischi? E soprattutto quali motivazioni potrebbero spingerlo a farlo?

**C**he tipo di investitore fa bene ad avere dell'oro in portafoglio? «Concretamente vediamo che sono più spesso gli anziani che i giovani a manifestare interesse nell'oro», nota Chloè Koos Durand, economista di Pictet Wealth Management, «in realtà noi non vediamo nell'età quanto invece nella avversione al rischio un elemento che gioca a favore dell'acquisto di oro». Un investitore ottimista e pronto a prendere rischi generalmente non investe in oro se non in certe situazioni.

Un secondo elemento è l'orizzonte di investimento. Secondo la maggior parte degli operatori, a livelli più vicini a 1.200 che a 1.000 dollari l'oncia l'oro non si presta molto ad operazioni di breve termine. Viceversa su un orizzonte lungo possono manifestarsi quelle situazioni speciali nelle quali l'oro potrebbe divenire molto richiesto o addirittura insostituibile.

Il terzo elemento è l'ampiezza del portafoglio. L'oro non dovrebbe trovare posto in portafogli molto concentrati o di piccola stazza. Su un portafoglio invece ampio e di lungo termine «l'oro ha mostrato di essere un elemento capace di aggiungere diversificazione in un portafoglio ed è questa la ragione per la quale spesso lo consigliamo ai nostri investitori», afferma Roger Keller, chief investment advisor delle attività di international wealth management di Bnp Paribas.

Un quarto elemento ovviamente è il rischio geopolitico percepito dal cliente, ma questo è un aspetto che in Europa ormai non conta più quasi nulla dalla ca-

duta del socialismo sovietico.

Ciò detto, perfino gli interlocutori più ottimisti, quelli di Ubs, affermano che «visto che su un orizzonte temporale multi-decennale l'oro non offre rendimenti adeguati, un'allocazione superiore al 10-15% compromette il profilo storico rischio/rendimento; si consiglia a chi investe in franchi svizzeri un'allocazione sul lungo periodo non superiore al 5-10%».

**Paura dell'inflazione?** Le ragioni per investire in oro una quota significativa del patrimonio sono al momento tre: il timore di una importante ripresa dell'inflazione, la paura di un crollo del dollaro e più in generale il timore per la solidità dei bilanci pubblici, non solo dei paesi periferici ma anche di altre nazioni. Il quarto motivo, il timore di un collasso completo del sistema, non può essere oggetto di una trattazione razionale.

«Le attese relative all'inflazione e ai tassi di interesse sono una delle principali

variabili nella determinazione del prezzo dell'oro», nota **Nicola Lafranchi**, responsabile dell'area mercati di **Cornèr Banca a Lugano**. Ma quale è esattamente la correlazione fra inflazione e prezzo dell'oro?

Nelle fasi di inflazione bassa, la relazione fra oro e rincaro non è semplice. «C'è una relazione indiretta: una inflazione bassa è spesso indice di una economia debole con tassi di interesse bassi e in questi contesti può svilupparsi da parte degli investitori la ricerca di approdi sicuri», ragiona Chloè Koos Dunand, «c'è anche una relazione diretta: lo svantaggio principale dell'oro è che non offre rendimenti ma solo potenziali capital gain e questo svantaggio è meno percepito in quelle fasi in cui gli altri prodotti finanziari offrono tassi ridotti».

Questo spiega perché nel contesto attuale - poca inflazione, grande liquidità, qualche rischio a medio termine - l'oro ha



Nicola Lafranchi, responsabile dell'area mercati di **Cornèr Banca a Lugano**.

## Gli Etf e i fondi quotati a Zurigo

Nome	Codice ISin	Fee di gestione annua
ComStage ETF NYSE Arca Gold BUGS	LU0488317701	0,65%
ComStage ETF NYSE Arca Gold BUGS	LU0488317701	0,65%
CS ETF II (CH) on Gold	CH0104136236	0,30%
CS ETF II (CH) on Gold - hedged CHF	CH0104136285	0,35%
CS ETF II (CH) on Gold - hedged EUR	CH0104136319	0,35%
Julius Baer Physical Gold Fund (CHF) A - optional redemption in kind	CH0044781232	0,40%
Julius Baer Physical Gold Fund (CHF) AX - no redemption in kind	CH0044821731	0,40%
Julius Baer Physical Gold Fund (EUR) A - optional redemption in kind	CH0044781174	0,40%
Julius Baer Physical Gold Fund (EUR) AX - no redemption in kind	CH0044821699	0,40%
Julius Baer Physical Gold Fund (GBP) A - optional redemption in kind	CH0103447766	0,40%
Julius Baer Physical Gold Fund (GBP) AX - no optional redemption in kind	CH0103447790	0,40%
Julius Baer Physical Gold Fund (USD) A - optional redemption in kind	CH0044781141	0,40%
Julius Baer Physical Gold Fund (USD) AX - no redemption in kind	CH0044781257	0,40%
UBS Index Solutions - Gold (CHF) hedged ETF A	CH0106027128	0,35%
UBS Index Solutions - Gold (CHF) hedged ETF I	CH0106027136	0,30%
UBS Index Solutions - Gold (EUR) hedged ETF A	CH0106027144	0,35%
UBS Index Solutions - Gold (EUR) hedged ETF I	CH0106027151	0,30%
UBS Index Solutions - Gold ETF (USD) A	CH0106027185	0,35%
UBS Index Solutions - Gold ETF (USD) A	CH0106027185	0,35%
UBS Index Solutions - Gold ETF (USD) A	CH0106027185	0,35%
UBS Index Solutions - Gold ETF (USD) I	CH0106027193	0,30%
ZKB Gold ETF	CH0024391002	0,40%
ZKB Gold ETF (EUR)	CH0047533523	0,40%
ZKB Gold ETF (GBP)	CH0104493298	0,40%
ZKB Gold ETF (USD)	CH0047533549	0,40%
ZKB Gold ETF hedged (CHF)	CH0103326721	0,40%
ZKB Gold ETF hedged (EUR)	CH0103326762	0,40%
ZKB Gold ETF hedged (GBP)	CH0104493306	0,40%

acquisito attrattività come bene di investimento.

Nelle fasi in cui l'inflazione pare fuori controllo gli investitori corrono ad acquistare asset reali e l'oro è una delle più liquide e facili da comprare e vendere. Viceversa, nelle fasi di deflazione la moneta 'mantiene valore' meglio di ogni asset.

Ma attenzione: una ripresa dell'inflazione non è necessariamente un segnale di acquisto per l'oro. Tutto dipende dalla maniera con la quale le banche centrali risponderanno a una eventuale ripresa dell'inflazione. Se le banche centrali rispondessero aumentando i tassi di inte-

resse nominali in misura superiore all'inflazione, il rendimento reale dei titoli diverrebbe significativo e il prezzo dell'oro potrebbe subire un crollo. Soprattutto oggi che "gli investitori finanziari detengono importanti posizioni in oro, tramite Etf e contratti futures, gli effetti a cascata sarebbero incommensurabili. Interessi reali elevati potrebbero provocare importanti uscite di denaro dal mercato dell'oro. Il prezzo dell'oro crollerebbe, forse addirittura fino a circa 880 dollari l'oncia", ammonisce il Focus report scritto da Ubs e intitolato 'Oro - la moneta per eccellenza'. Col tempo questo calo

L'oro potrebbe salire ulteriormente in uno scenario di inflazione bassa e aumentati rischi di credito così come in uno scenario di inflazione fuori controllo. Viceversa, se le banche centrali sembrassero in grado di rispondere con efficaci manovre restrittive a una ripresa dell'inflazione, l'oro potrebbe crollare.

verrebbe probabilmente controbilanciato: poche miniere possono lavorare a questi prezzi e l'offerta di oro nuovo così come di oro vecchio si ridurrebbe: si vedrebbe una ripresa degli acquisti da parte delle gioiellerie e delle banche centrali.

**E l'oro che sale o il dollaro che scende?** L'oro può essere un buon hedge nei confronti del dollaro? Porsi questa domanda significa anche chiedersi se i prezzi attuali del metallo sono o meno 'cari'.

«L'oro viene solitamente quotato in dollari - come del resto la maggior parte delle materie prime - e, dunque, quando il biglietto verde tende a indebolirsi contro le monete principali, il prezzo del metallo giallo tende invece a rafforzarsi», conferma Nicola Lafranchi, direttore area mercati della Cornèr Banca, «non si tratta però di una regola assoluta perché ci possono essere dei periodi in cui oro e dollaro si sono rafforzati o indeboliti contemporaneamente».

Anche Koos Dunand parla di una 'forte correlazione negativa' fra dollaro e oro. Che è facile da spiegare: «L'oro è usato come rifugio sicuro. Chi ha attese negative sul dollaro per esempio può comprare oro piuttosto che euro. A dire la verità anche la correlazione fra oro ed euro è negativa: questo si è visto in modo chiaro durante la crisi greca, quando il prezzo

dell'oro in euro è schizzato verso l'alto, mentre il prezzo in dollari è rimasto grosso modo lo stesso». Dal punto di vista industriale, visto che i produttori sono pagati in dollari ma affrontano costi in valuta locale, è comprensibile «che questi chiedano prezzi più alti per la loro materia prima di quando il dollaro perde valore»; la Koos Dunand sottolinea però come all'inizio di una fase di crisi gli investitori tendano a entrare contemporaneamente in oro e in dollari vendendo asset più rischiose e vendano insieme le due 'valute' quando l'orizzonte si rasserenava. In questo senso quindi si manifestano fasi di correlazione positiva.

**Pubblico debito, private paure.** La motivazione emergente all'acquisto di oro è comunque il rischio sovrano, il timore che diversi Paesi, e non solo quelli periferici, possano trovarsi in difficoltà a far fronte ai loro debiti e siano quindi costretti o a stampare moneta o a venir meno anche parzialmente ai loro obblighi nei confronti dei possessori dei loro titoli.

«L'oro è tornato di moda insieme alla problematica legata ai debiti sovrani dei paesi sviluppati la quale, a ben vedere, è la conseguenza della crisi innescata dai 'subprime' sul sistema bancario», sottolinea il direttore area mercati di **Cornèr Banca**, «le diverse misure degli Stati per dare stimolo all'economia hanno provocato debiti in quantità, e la tendenza non si sta invertendo».

Che il rischio sovrano sia qui per restare è l'opinione anche di Roger Keller: «Permarrà ancora per parecchi anni, perché le prospettive di crescita dell'economia e quindi delle entrate fiscali sono scarse. Il Fondo monetario internazionale prevede che il rapporto debito/Pil continuerà a deteriorarsi fino al 2015 quando per l'insieme dei Paesi del G20 raggiungerà il 110%. Le misure di austerità fiscali e monetarie a loro volta faranno rischiare una nuova recessione e una deflazione».

Keller aggiunge che in questo contesto



n e s -  
sun Paese  
sarà interessato  
a vedere in crescita la  
propria valuta e tanto meno  
a una deflazione. Si crea  
quindi un contesto di crescente sfiducia  
verso quella che gli inglesi chiamano 'fiat  
money', vale a dire le valute nel quale l'oro  
potrebbe emergere come vincitore.

Diversa l'opinione di Banca Pictet. «Al momento noi stimiamo che il grosso del rischio sia dietro le spalle», assicura Chloè Koos Dunand, la quale prevede che questa motivazione all'acquisto di oro andrà scemando nel corso del tempo. Se il flusso di cattive notizie si mantiene, l'interesse continuerà, ma per vedere un nuo-

## Panoramica sui veicoli di investimento

	Veicolo di investimento	Vantaggi	Svantaggi	Quando avvalersene/Focus di investimento
Oro fisico	Lingotti e monete	Nessun rischio di controparte Nessuna commissione di gestione o di intermediazione	Sovrapprezzo per consegna fisica Consistenti spread denaro/lettera Non negoziabili tramite e-banking Rischio di custodia propria	Visione del mondo «apocalittica»/massima disponibilità di oro
	Soluzioni di deposito presso banche	Nessun rischio di controparte Costi minori rispetto a ETF Disponibilità relativamente rapida	Commissione di deposito (ancora bassa) Non bisogna ignorare gli spread denaro/lettera	Diversificazione per investimenti a lungo termine
	Exchange Traded Fund garantiti fisicamente	Nessun rischio di controparte Basso importo di investimento minimo Negoziabili tramite borse valori di e-banking Disponibile in USD, EUR, CHF (coperto o non coperto contro i rischi di cambio)	Commissione di gestione, commissione di intermediazione, tassa di bollo Costi aggiuntivi se si richiede consegna fisica	Diversificazione/per investimenti a medio e lungo termine
Certificati su oro	Future	Nessun rischio di controparte (basato su scambi di borsa)	Conto a margine Non bisogna ignorare la curva forward (contango) Richiesti elevati volumi d'investimento e commissione round-turn Denominati solo in USD Volumi e scadenze di negoziazione fissi Informazioni di trading a disposizione di terzi	Negoziazione e copertura/per investimenti a breve termine
	Contratti a termine e opzioni	Scadenze e importi flessibili L'oro può essere negoziato verso altre valute	Rischio di controparte (basato su scambi OTC) Non bisogna ignorare la curva forward (contango)	Negoziazione e copertura/per investimenti a breve termine
	Conto metallo	Nessuna commissione di gestione di intermediazione Tende ad avere costi minori rispetto a ETF Disponibile nelle principali valute (USD, EUR, CHF, GBP, JPY)	Commissione di gestione conto Rischio di controparte	Diversificazione di cassa e negoziazione per investimenti a breve e medio termine
	Exchange Traded Commodities (ETC)	Basso importo di investimento minimo Disponibile in USD, EUR, CHF (coperto o non coperto contro il rischio di cambio)	Commissione di intermediazione Sottoperformance rispetto a oro fisico per via di contango & costi di riproduzione dell'indice Rischio di controparte (non garantiti da giacenze di oro fisico)	Diversificazione/per investimenti a medio e lungo termine
Azioni e certificati su oro	Prodotti strutturati	Rendimento su misura per il profilo di rischio Disponibili su oro, titoli di società minerarie e panieri di titoli Esposizione a specifici progetti minerari particolarmente promettenti	Commissione di intermediazione Rischio di controparte	Strategie tematiche e opportunistiche/per investimenti a breve e medio termine
	Titoli di società minerarie	Esposizione a progetti minerari promettenti Esposizione alla leva della società	Commissione di intermediazione I rischi legati alla società possono essere molto elevati Il prezzo del titolo non riflette necessariamente l'andamento del prezzo dell'oro	Investimenti societari con esposizione a oro/tutte le scadenze
Azioni				

Fonte: UBS WMR, a maggio 2010

vo picco sarà necessario l'apparire di un nuovo problema, non basterà il riproporsi dei problemi noti».

**Come investire? Dalla carta al lingotto.** Investire in oro non è affatto difficile. L'oro è quotato 24 ore su 24. Il primo prezzo è segnato da Tocom, il Tokio commodities market intorno alla mezzanotte, ora europea. Poi arrivano Hong Kong, Singapore e Dubai. Le prime due sono tornate a essere importanti, grazie alla quotazione del più grande Etf del settore, Spdr Gold; l'ultima invece è punto

di riferimento per gli acquisti del sub continente indiano, ai quali si aggiungono non pochi operatori russi. Il grosso delle transazioni, comunque, avviene in Europa, a Zurigo (piazza importante per l'intermediazione e la logistica dell'oro fisico) e soprattutto a Londra, «dove per antica tradizione avviene il fixing, cioè la fissazione del prezzo a opera di storici 'player' come Johnson Matthey, Mocatta&Goldsmith, Samuel Montagu, Rotschild e Sharps Pixley», sottolinea Lafranchi. Quando Londra ha fissato il prezzo a pronti, il mer-

cato guarda alle piazze americane, soprattutto al New York Metal Exchange che hanno la leadership nei contratti future e dove avviene buona parte degli scambi relativi a Etf ed Etc.

Nel complesso si tratta di un mercato relativamente liquido, anche se condivide alcuni dei limiti delle commodity: alcune informazioni sono abbastanza difficili da ottenere e i player che conoscono bene la filiera di produzione o l'andamento nei mercati di sbocco godono di un certo vantaggio. Il ruolo predominante di operatori storici come le banche centrali e le banche specializzate (Rotschild, Société Générale, Ubs e Credit Suisse) ne fa un mercato piuttosto corretto e organizzato, reso liquido soprattutto grazie all'operato degli Etf.

«Nella misura in cui si considerano i mercati con numerose transazioni e, dunque, molti prezzi effettivamente scambiati - ad esempio il mercato interbancario o dei futures - l'analisi tecnica rappresenta un valido supporto decisionale per la definizione del 'timing', ossia del momento giusto per comperare o per vendere l'oro», sottolinea Nicola Lafranchi, «è comunque consigliabile costituire le posizioni suddividendo gli acquisti in diverse tranches, sfruttando le fasi di debolezza in modo da ridurre il rischio di timing».

**Etf/Etc: quando l'oro si scambia in Borsa.** L'oro si compra, vende e tesaurizza da 5 mila anni. Ma non è esagerato dire che negli ultimi 5 il mercato ha cam-

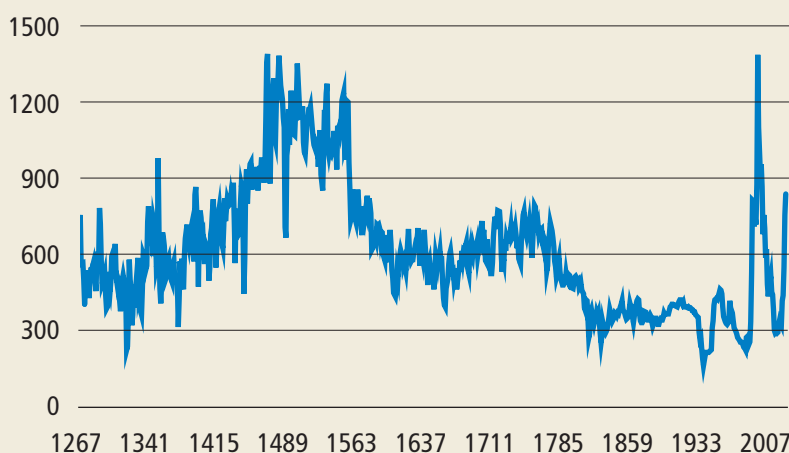
**È possibile calcolare il valore reale dell'oro nell'arco di periodi di tempo molto lunghi. Dall'inizio dell'economia capitalistica a oggi, secondo questo grafico riportato dallo studio di Ubs, l'oro ha mantenuto valori molto stabili e i prezzi attuali non sono molto lontani dalla media di lungo termine.**

biato in parte il suo volto grazie (o a causa) degli Etf. Esistono dal 2005 degli Etf 'in oro', ma il boom è recente: dal maggio al 2009 al maggio 2010 gli Etf hanno acquistato 2 mila tonnellate di oro. Ad agosto circa 2550-2800 tonnellate di oro erano detenute nel mondo attraverso exchange traded fund (Etf), garantiti fisicamente e contratti future.

I vantaggi degli Etf sono chiari. Prima di tutto la liquidità. Possono essere comprati e venduti in ogni momento, praticamente 24 ore su 24, e per qualunque ammontare, da pochi dollari ad alcuni milioni di dollari. Per chi ha deciso di investire in oro alcune centinaia o migliaia di dollari (euro o franchi) sono l'unica stra-

## L'oro ha conservato il suo valore

Prezzo dell'oro in GBP, rettificato per l'inflazione (1267–2009)



Fonte: Measuring Worth, UBS WMR, a maggio 2010

da percorribile (le alternative sarebbero gravate da costi di gestione e transazione eccessivi), ma sono preferiti da 'pesci grossi' come hedge fund, fondi sovrani e perfino banche centrali.

Le ragioni? Oltre alla liquidità e alla trasparenza, i costi. L'Etf preleva ogni giorno delle commissioni di gestione che sono più alte rispetto agli Etf azionari (ci sono comunque dei costi di immagazzina-

mento, anche se sono una frazione di quelli che affronterebbe un privato) ma sono comunque minime rispetto agli altri prodotti in oro, parliamo dello 0,3-0,4% annuo, ai quali si aggiungono uno scarto minimo denaro-lettera tra lo 0,15% e lo 0,40%, le commissioni di intermediazione e in Svizzera la tassa di bollo.

Come funziona un Etf in oro? Alcuni Etf sono 'bullion backed'. A fronte di ogni quota acquistata o venduta, il fondo compra o vende una certa quantità di oro, per esempio un decimo di oncia. In ogni momento dato, un quantitativo di oro fisico corrispondente al numero di quote sottoscritte è detenuto dal fondo presso depositi certificati. Alcuni Exchange traded products permettono al sottoscrittore di ricevere una quantità di oro pari al numero di quote, ovviamente con i costi del caso. Questo significa che anche in caso di fallimento della società che emette gli Etf, il sottoscrittore non corre nessun rischio. Diverso il caso degli Etf 'asset backed' o Etc. Questi investono in prodotti sintetici, certificati o future, emessi da banche terze con il rischio di controparte che ne consegue.

Nel mercato dell'oro il rischio di controparte è un elemento importante non perché i rischi siano maggiori ma perché, a differenza delle azioni, l'oro viene messo in portafoglio spesso come assicurazione a fronte di situazioni estreme dal punto di vista finanziario o geopolitico.

«Gli exchange traded fund, emessi in Svizzera (Etf oro), possono investire direttamente in oro fisico. Mentre i prodotti in oro quotati in borsa, non emessi in Sviz-

---

Gli Etf in oro, soprattutto quelli bullion backed, sono liquidi, trasparenti, sicuri e riducono al minimo i costi di transazione. Hanno aperto il mercato al piccolo investitore ma sono apprezzati anche da grandi istituzionali.

---

zera, prendono solitamente la forma di asset-backed bond (come gli Etc oro). Qual è la differenza? Che in caso di fallimento dell'emittente di tali strumenti, nel peggiore dei casi potrebbe verificarsi la perdita totale del capitale investito», informa lo studio di Ubs. Esistono Etf oro quotati in dollari, franchi o euro, con e senza copertura del rischio di cambio.

L'Etf bullion backed di gran lunga più importante, Spdr Gold Shares, è quotato al Nyse di Wall Street dal novembre 2004 e a Singapore, Tokio e Hong Kong. Per ogni azione comprata, la società acquista un decimo di oncia d'oro, immagazzinata nei caveau del London Metal Exchange e in altre parti del mondo. Ai primi di agosto, Spdr Gold Shares possedeva 41 milioni di once, pari a 1282 tonnellate di oro, per un valore di 49 miliardi di dollari.

Il successo degli Etf oro e degli Etc ha coinciso con un anno di boom della materia prima, e molti ritengono che non sia un caso. Qualche osservatore ritiene che la crescita dell'oro sia stata causata più che rispecchiata dagli Etf. E quindi si potrebbe assistere a un crollo altrettanto repentino qualora gli investitori decidessero di uscire da questa classe di asset. «Gli Etf oro e gli Etc hanno aumentato la volatilità del mercato? La questione è ancora aperta: gli studi in materia non sono ancora conclusivi», nota Roger Keller di Bnp Paribas. **Nicola Lafranchi** è più scettico: «Non è possibile dire "ecco sul mercato dell'oro è aumentata la volatilità perché sono arrivati gli Exchange traded products". Certo questo è un fattore che da alcuni anni si è aggiunto agli altri nella formazione del prezzo. Ricordiamoci comunque che le quantità di oro possedute da Etc/Etf non superano l'1% dei volumi totali».

**Oro fisico. In caso di emergenza.** Le monete e i lingotti di piccolo taglio rappresentano una minima parte del mercato, ma sono significativi del sentiment degli investitori nei confronti dell'oro come 'asset di ultima istanza'. Da tempo ormai nessuno detiene fisicamente i titoli. Azioni o obbligazioni sono detenute nei caveau di società specializzate o sono sostituite da titoli sintetici o smaterializzate e trasformate in scritture contabili. Ma l'oro fa eccezione. In alcuni casi i privati lo acquistano immaginando uno scenario catastrofico in cui i normali mezzi o le infrastrutture per i pagamenti siano inter-



**Massimo Zarli, Fx-metals trading advisor di Credit Agricole.**

rotti o non più degni di fiducia. Per questo continua ad esistere - più o meno forte a seconda del rischio finanziario o geopolitico percepito - una domanda di oro fisico, quello che in inglese si definisce 'gold hoarding'. In pratica l'investitore acquista e si fa consegnare fisicamente oro sotto forma di lingotti, barre o monete.

Sicuramente "chi acquista oro come asset di ultima istanza deve puntare alle soluzioni di investimento 'asset backed', come l'acquisto di lingotti d'oro o monete da tenere in casa, soluzioni di custodia offerte dalle banche o Etf", scrivono gli esperti di Ubs. Diverso il discorso per future, acquisti forward ed exchange traded product che investono in certificati. "In contesti di mercato difficili o se i mercati finanziari collassano potrebbe essere difficile farsi consegnare fisicamente l'oro".

«Il vantaggio è banalmente che l'oro è nelle mani dell'investitore. Lo svantaggio è, ovviamente, il costo o il rischio legato all'immagazzinamento e alla movimentazione dell'oro stesso», afferma l'economista di Pictet Wealth Management.

È possibile negoziare una vasta gamma di lingotti: dalle mini-placche, che pesano solo un grammo, a barre di circa 12,5 chilogrammi, destinate principalmente agli istituti di emissione e all'industria dell'oro.

Alla pari dei titoli, lingotti d'oro e monete di metallo prezioso possono essere acquistati e venduti ogni giorno a un prezzo fisso di mercato, e quindi rappresen-

---

L'acquisto e la detenzione di oro fisico è una scelta ricca di costi e di rischi, che ha senso solo se ci si vuole assicurare un mezzo di pagamento probabilmente valido anche in uno scenario catastrofico.

---

tano asset liquidi.

Questo in teoria. Di fatto il possesso di oro fisico prevede dei costi in ogni fase: per detenerlo (in casa serve una cassaforte e misure di sicurezza adeguate, la cassetta di sicurezza richiede un costo annuo), per produrlo e consegnarlo se si richiede la consegna fisica, ecc. Questi costi sono in larga misura 'a corpo' e incidono quindi in misura più significativa sui 'piccoli' quantitativi di oro. Trova applicazione una semplice regola empirica: quanto più largo è il lingotto, tanto più esigua è la differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita. L'ampio standard di un chilogrammo è particolarmente adatta agli investitori privati e può essere considerata la soglia a partire dalla quale i costi iniziano a incidere in misura ragionevole. Detto in altre parole, chi non investe almeno 40 mila dollari in oro farà bene a rivolgersi ad altre forme.

L'oro fisico può essere depositato in una cassetta di sicurezza collettiva o separata presso la banca. L'oro custodito in cassetta di sicurezza non è iscritto nel bilancio della banca e rimane di esclusiva proprietà del cliente. Per questo non sussiste alcun rischio della controparte. Inoltre, al contrario di quanto accade nel caso degli Etf oro, "per l'investimento diretto in oro fisico non sono previste commissioni di gestione o di intermediazione. In ogni caso, gli scarti denaro-lettera per quanto riguarda l'oro fisico sono in certa misura più ampi, in particolare per piccole quote d'investimento", scrive lo studio di Ubs. Chi consegna un lingotto da un'oncia d'oro non può aspettarsi di ottenere esattamente

il prezzo del fixing in oro.

C'è anche un altro problema: come garantire che il lingotto sia davvero d'oro al 100%? In una situazione di vera emergenza potrebbe essere difficile provarlo. Per questo banche e operatori specializzati affiancano al lingotto punzoni e oligrammi difficili o impossibili da riprodurre. Anche queste misure incidono sul costo, in misura decrescente all'aumentare del peso del lingotto.

Le monete d'oro emesse e accettate come mezzo di pagamento il cui valore è strettamente connesso a quello del metallo prezioso sono un buon metodo di diversificazione del portafoglio da una pro-

spettiva di investimento. Molto richiesti i Krugerrand, lingotti da un'oncia, a forma di monete, che hanno corso legale nella Repubblica Sudafricana, o i Maple Leaf canadese o il Nugget australiano. Lo svantaggio delle monete è che il loro processo produttivo è più complesso e la concorrenza limitata: ecco perché sono vendute sempre a un prezzo superiore al valore dell'oro in esse contenuto. Questo mark-up rispetto al puro prezzo dell'oro dipende da diversi fattori, non ultimi domanda e offerta. Di rado comunque è inferiore al 5%. Esiste anche un franco svizzero in oro: il Goldvreneli, che ha un mark up del 10%.

## La soluzione del conto metallo.

Il conto oro o conto metallo è un prodotto di nicchia, utilissimo per l'operatore economico ma interessante anche per l'investitore. Si tratta di una sorta di conto corrente. A differenza dell'Etf non prevede commissioni di gestione o di intermediazione (ma ci sono delle spese di tenuta conto e rendicontazione). È disponibile nelle principali valute: franco, euro, dollaro in Svizzera, e all'estero sterline e yen. Come i conti correnti, prevede un rischio di controparte. Se la banca fallisce, il correntista è sicuramente in buona posizione fra i creditori ma non è sicuro di riavere i suoi soldi.

**Strategie basate su conti metalli.** Gli esperti di Ubs, nel loro studio, raccomandano anche soluzioni personalizzate, contratti basati su un conto metalli. «Per esempio, un investitore potrebbe voler depositare dell'oro su un conto metalli e vendere quote del potenziale di rivalutazione a fronte di un premio. Se il prezzo aumenta gradualmente, l'investitore beneficia di un prezzo più alto rispetto a un livello prestabilito (110% del prezzo iniziale a pronti) e riceve un premio di mercato», scrive il report, «questa 'strategia covered call' è una soluzione d'investimento più prudente rispetto a una posizione standard in oro. Non è però l'unica opzione. Se si prevede una variazione molto forte del prezzo, l'investitore potrebbe voler partecipare all'aumento con un fattore diciamo di due. In sostanza, le possibilità di creare strutture di payoff con contratti forward/futures e opzioni sono infinite». Sia le soluzioni personalizzate come pure i conti metalli hanno però degli inconvenienti insiti nella loro stessa natura, quali dei costi d'investimento più alti e il rischio di credito dell'emittente.

«Il sistema più prudente per beneficiare degli aumenti del prezzo dell'oro è rappresentato dalle soluzioni di ottimizzazione del rendimento. Nel caso dell'oro, l'investitore vende il potenziale di ribasso dell'oro a fronte di un premio. In altri



termini, l'investitore vende un'assicurazione per la quale verrà ricompensato da un premio di mercato (generalmente del 2-10%) superiore ai tassi del mercato monetario.

L'investitore non beneficia dell'aumento dei prezzi. A seconda del livello al quale l'assicurazione inizia a intervenire, l'investitore beneficia di un certo margine di prezzo prima che il premio ricevuto venga toccato. Gli investitori prudenti tendono a scegliere livelli di assicurazione nettamente inferiori al prezzo a pronti. Quando l'investitore vende un'opzione bisogna che tenga conto anche della volatilità. Quanto più bassa è l'opzione volatilità, tanto minore sarà il premio che riceverà. Dal punto di vista del rapporto rischio/rendimento, riteniamo questa strategia molto allettante», sottolineano gli esperti di Ubs.

**Future: per chi ama il rischio.** Anche i future sono un prodotto accessibile al cliente retail, anche se in Europa si tende a proporli solamente alla clientela medio alta. «Il mercato è ampio e liquido e un future non ha costi di immagazzinamento», fa notare Chloé Koos Dunand. Il future si presta a speculazioni grazie all'effetto leva. Si può acquistare un future che quota 100, versando un margine di 20. Se il future sale a 110, si vende incassando la differenza (con un capital gain del 50%). Se scende a 90, occorre reintegrare il margine.

«Come su ogni altro mercato, anche quello a termine permette di trattare (comprare, vendere) prezzi in 'date future' e, dunque, consente agli operatori di proteggersi contro le oscillazioni o di speculare sulle stesse, senza dover sostenere costi legati all'immagazzinamento che altrimenti sarebbero inevitabili», sottolinea **Lafranchi**. Il fatto che sul mercato siano attivi sia produttori sia acquirenti garantisce una certa 'verità dei prezzi'.

Restano però i limiti classici di ogni future: prima di tutto la volatilità, che è superiore a quella della materia prima sottostante, in secondo luogo il contango.

Per mantenere nel tempo una posizione, i future vanno periodicamente venduti e ricomprati. Se il mercato è in contango, l'indice paga un rendimento negativo, in quanto l'indice deve esporsi al future a un prezzo più alto di quello che sarà il suo valore alla data di scadenza. In pratica se il mercato 'sale', e la curva è in contango, ogni mese o ogni trimestre l'indice vende a basso prezzo e ricompra ad alto prezzo. Per i future scambiati in Borsa non esiste invece il rischio di controparte, in quanto ogni transazione ha come controparte la Borsa stessa (il rischio esiste invece per i future scambiati over the counter fra banche e per prodotti sintetici basati su future).

**Titoli auriferi: una miniera di guai.** Comprare dei titoli auriferi può essere, o meno, una buona idea, ma non è un modo per investire in oro. È una scelta ben diversa. «A lungo termine si nota una certa correlazione fra il metallo e il valore di borsa delle aziende che lo estraggono e lo lavorano», spiega Massimo Zarli, Fxmetals trading advisor di Credit Agricole. «Ma a volte si rompe per un periodo che può variare da un'azienda all'altra. In parole povere, comperare una minie-

---

Avere una miniera d'oro non sempre è un vantaggio. Il valore dei titoli auriferi dipende molto dall'andamento dei listini, dal rendimento delle miniere, dai costi di estrazione e solo sul lungo termine dal prezzo dell'oro.

---

ra non significa necessariamente giocare l'oro al rialzo». In teoria investire in una società che produce oro ha un effetto leva rispetto al prezzo. Poniamo che una società abbia costi di estrazione e lavorazione pari a 1.000 dollari all'oncia. Se l'oro passa da 1.010 dollari a 1.050, chi ha investito in lingotti guadagna il 4% ma gli utili della società quintuplicano da 10 a 50

dollari a oncia prodotta. Ma questa è teoria. In realtà non accade nulla del genere. Questo 'effetto leva' esiste, ma si perde in un gran numero di variabili, compresi i rischi legati all'attività stessa.

I fattori che possono influire sulla quotazione di un titolo aurifero sono molti e il prezzo dell'oro è solo uno di questi. Prima di tutto una parte considerevole, anche se decrescente, del minerale lavorato è già venduta a un prezzo prefissato tramite contratti a lungo termine o attività di hedging. Un rialzo improvviso del prezzo dell'oro 'spot' potrebbe quindi non trasferirsi in misura diretta sul risultato (e lo stesso vale per un ribasso). In secondo luogo, se il prezzo di vendita è eguale per tutti, i costi di estrazione e lavorazione variano molto. «Il prezzo dell'energia, per esempio, incide molto sui costi», sottolinea Zarli, che ha diretto il derivatives desk di Credit Lyonnais in Svizzera prima della fusione con Credit Agricole. E lo stesso vale per il cambio fra il dollaro e la valuta nella quale sono denominati i costi, il rand, per esempio, per una miniera sudafricana, il rublo per una in Russia e così via. A questo bisogna aggiungere l'incidenza del costo del lavoro, problemi logistici, meteorologici. In prospettiva forse bisognerà anche tenere conto dell'impatto di un'attività mineraria sul contesto ecologico e sociale nel quale si opera. Dopo i diamanti, anche l'oro - perlomeno quello estratto in certi Paesi - potrebbe essere soggetto a discriminazioni legate al significativo impatto delle attività minerarie sulle risorse naturali o sul contesto politico. La considerazione principale però è un'altra. Sempre di più si nota una crescente correlazione fra l'andamento di titoli e settori all'interno di una Borsa, se non a livello mondiale. «Molte delle variazioni di breve termine di un titolo aurifero sono provocate dagli avvenimenti sul mercato azionario in generale», sottolinea Zarli, «solo l'oro fisico è davvero un buon hedge nei confronti dell'andamento delle borse».

«Le caratteristiche del rapporto rischio/rendimento sono sostanzialmente diverse da quelle di un investimento diretto in oro. Durante le crisi dei mercati finanziari, i prezzi delle azioni delle compagnie minerarie possono facilmente crollare del 50% o più, come è successo a fine 2008», ricorda lo studio di Ubs. E questo nonostante l'outlook in quel momento fosse molto favorevole per il prezzo

dell'oro.

I titoli auriferi più importanti sono Barrick Gold Corporation (Abx), Newmont Mining Corporation (Nem), AngloGold Ashanti (Au), Gold Fields (Gfi) e Goldcorp Inc (Gg). Si tratta di compagnie minerarie che estraggono soprattutto oro (rappresenta l'86% per Abx, l'83% per Nem, il 100% per Au, Gfi e Gg). «Ci sono poi società come Anglo American che lavora più il platino o i metalli di base (anche carbone), e Rio Tinto Plc (Rio) che lavora ferro, alluminio, cuoio, zinco e piombo. Lo stesso discorso vale per Bhp Billiton Ltd, che lavora ferro, carbone, petrolio, metalli di base e alluminio», afferma Massimo Zarli di Credit Agricole.

Gli analisti specializzati sono ben informati «sull'andamento delle singole miniere e sulla loro capacità di rispettare o superare le previsioni. Il prezzo dell'oro è generalmente di secondaria importanza», notano gli esperti di Ubs. «Più la miniera è classificata come senior, maggiore tende a essere la prevedibilità del suo rendimento».

Chi vuole costruire un portafoglio di titoli auriferi deve quindi essere un investitore risk oriented che già destina all'azionario una quota importante del portafoglio. E che è in grado di tenere presenti tutte queste componenti, considerando che le grandi società effettuano una sorta di 'diversificazione' al loro interno, investendo in paesi diversi e creando portafogli composti da miniere in fase di maturazione e di miniere appena aperte, un po' come fanno le Case farmaceutiche. «Io consiglierei di iniziare un portafoglio acquistando titoli di qualità come ad esempio Barrick e Newmont, ecc..., e di aggiungere eventualmente un fondo specializzato tipo il Black Rock World Gold Fund», nota Zarli. I prezzi attuali non sono storicamente molto bassi. La shopping list di Credit Agricole al momento comprende Barrick Gold Corp a 42 dollari, Newmont Mining Corp a 57, Agnico-Eagle Mines a 57 e Petropavlovsk sotto le 10.50 sterline.

Non sono molti i fondi di investimento azionario specializzati in titoli auriferi. La gran parte dei fondi preferisce investire in aziende minerarie in generale, sia per poter spaziare su un universo di imprese più ampio sia per sfruttare la dinamica inversa dei metalli (argento e oro per esempio a volte hanno andamenti diversi). Il fondo azionario specializzato più impor-

tante è il BlackRock Gold and General fund.

**Previsioni: l'oro non è caro, ma salirà?** Nel mese di maggio, toccando i 1.250 dollari e soprattutto i 1.000 euro a oncia, il prezzo del dollaro sembra aver toccato i suoi massimi storici. Nelle settimane seguenti è arretrato, tornando nella banda di oscillazione dei 1.100-1.200 dollari. A questi prezzi possiamo dire che l'oro è 'caro'? Rispondere a questa domanda è insieme facile e difficile. Facile perché da quando esiste qualcosa che si può definire una economia moderna, l'oro ha sem-

---

Previsioni discordanti. Secondo Ubs si arriverà a quota 1.500 nei prossimi 9 mesi, secondo Bnp Paribas i prezzi potranno salire ma di poco oltre i livelli attuali. Gfms prevede un crollo ciclico anche se non subito, ma ritiene improbabile un salto sopra i 1.200 dollari.

---

pre avuto un prezzo fissato a livello europeo se non mondiale. Disponiamo quindi di serie storiche che risalgono alla fine del Medioevo. Difficile perché l'oro è una moneta il cui valore è espresso attraverso un'altra moneta: il dollaro. È difficile dire quindi se è l'oro che è 'salito' o il dollaro che è 'sceso'. Se si guarda quanto petrolio o quante azioni si sarebbero potute comprare in ogni momento dato con una certa quantità di oro, Ubs afferma che anche ai prezzi attuali "l'oro sembra essere equamente valutato se non addirittura economico". Può sorprendere molti, ma rispetto a un ampio paniere di valute il prezzo dell'oro è rimasto più o meno costante negli anni '90. La realtà è che il dollaro statunitense si era rivalutato in seguito all'ingente flusso di investimenti verso gli Stati Uniti. Questo, per definizione, ha portato il prezzo dell'oro espresso in dollari a scendere. Sicura-

mente i livelli attuali non sono poi così alti. Il prezzo dell'oro raggiunse il suo picco nel 1980 quando un'oncia veniva scambiata a 850 dollari, che oggi equivalgono a 2.300 dollari. C'è quindi spazio per un raddoppio o quasi rispetto alle quotazioni attuali. Impossibile? Eppure nel 2007 il prezzo del petrolio superò, oltrepassando i 130 dollari a barile, il record fissato nel 1980.

Quindi non si può negare la possibilità teorica che l'oro non solo rimanga a questi livelli, ma li superi in maniera netta. Accadrà? Se Ubs appare molto bullish (d'altra parte la banca svizzera è uno dei principali operatori europei nel settore,

presente con posizioni di leadership in tutte le nicchie del mercato), le banche interpellate da *Ticino Management* sono più prudenti almeno per il breve - medio periodo (da 3 a 18 mesi).

«Noi ci aspettiamo un deterioramento del quadro macro nei prossimi mesi. Si parlerà molto di double dip e di deflazione e, anche se noi non ci attendiamo questo sviluppo, l'oro sembrerebbe trovarsi in una posizione giusta per approfittarne, tuttavia», è l'articolata opinione di Roger Keller, «non vedremo un rialzo, prima di tutto perché la domanda da parte dell'industria dei gioielli rimarrà debole, come sempre accade dopo una fase di rialzo;

in secondo luogo perché molte posizioni speculative in acquisto dovranno essere cedute». In pratica Bnp Paribas prevede, a breve, una moderata discesa verso quota 1.100 e, più in là, un rialzo con una moderata ripresa del trend. Bnp Paribas non lo dice apertamente, ma quota 1.250 potrebbe essere ritoccata nel 2011.

La 'Bibbia' del Gfms conclude la sua analisi dicendo sostanzialmente che se non vi fosse la domanda finanziaria, questo sarebbe il momento di vendere. Come è accaduto altre volte, i prezzi alti hanno allontanato i trasformatori e i clienti finali (chi può passa al platino, chi non può all'argento) e hanno portato investimenti nel settore estrattivo. Cala la domanda e aumenta l'offerta quindi, una ricetta per una flessione nei prezzi. D'altra parte Gfms ammette che dal punto di vista finanziario «le ragioni per investire in oro si manifesteranno sempre più convincenti agli occhi dei risparmiatori».

Il crollo ciclico delle quotazioni e il ritorno al naturale equilibrio fra domanda e offerta è quindi rimandato, anche se, afferma il guru dell'oro Klapwijk, un rally oltre i livelli attuali 1.100 - 1.200 dollari a oncia avrà bisogno di solide basi per materializzarsi o comunque di un flusso di notizie e non solo di commenti negativi sul fronte dell'inflazione o del merito di credito dei governi.

Ubs - che nota come negli ultimi 10 anni il prezzo dell'oro sia aumentato ad un tasso annuo pari al 16% in termini di dollari Usa e del 13% rispetto all'euro - non ritiene «ulteriormente sostenibile una rivalutazione così netta. Questo però non significa che il prezzo dell'oro non possa aumentare ancora, o che l'oro non debba essere incluso in un portafoglio ben diversificato».

In grande sintesi Ubs ritiene che l'offerta di oro calerà del 4% nel 2010 per il venir meno delle vendite da parte delle banche centrali, per la minore necessità di riciclare oro vecchio e perché le miniere hanno raggiunto dei picchi di produzione (e collettivamente avendo esaurito le loro posizioni 'hedge' hanno interesse a produrre un po' di meno e vendere a prezzo più alto). «Ci aspettiamo quindi un aumento del prezzo dell'oro, che arriverà a Usd 1.300 all'oncia entro il terzo trimestre 2010 e a Usd 1.500 nell'arco dei prossimi 12 mesi. Ogni prezzo sotto i 1.200 è un'opportunità di acquisto», affermano gli analisti di Ubs. ■