

INCHIESTA

ORO

Una put sull'America

di Boris Secciani

Continua il trend al rialzo dell'oro, che all'inizio di quest'anno ha toccato un nuovo record storico. Le motivazioni che spiegano la performance del metallo giallo sono diverse e da ricercare all'interno di una serie di fattori. Innanzitutto, l'offerta d'oro è strutturalmente limitata e l'incremento dell'estrazione dai siti richiede tempi lunghi. In secondo luogo, la domanda in aumento trova spiegazione nella volontà di diversificare i portafogli d'investimento e proteggerli dai rischi associati all'evoluzione del contesto economico, cui si aggiungono quelli di natura geopolitica. Infine, ma ragione non meno importante, sono aumentati gli acquisti da parte delle banche centrali, soprattutto dei paesi emergenti. Questo elemento è, di fatto, un'evoluzione recente che ha ricoperto un ruolo importante nell'andamento del prezzo della materia prima. Su tutto ciò pesa indubbiamente l'incertezza che caratterizza i mercati finanziari, che sono legati all'andamento della crescita e dell'inflazione e a ciò che farà il 47° presidente degli Stati Uniti

Il metallo prezioso per eccellenza ha vissuto un 2024 di gloria, che è andato a inserirsi in un trend secolare di rialzi. A febbraio 2025 è stato toccato un nuovo

record storico. Le ragioni che stanno dietro questa forte ascesa (la performance cumulata nel 2024 è risultata circa il 30%) rappresentano un mix di alcuni fattori che ritornano nel corso della storia dei mercati e di altri che, invece, rappresentano un'evoluzione più recente.

Conviene, a questo punto, partire con una breve sintesi: l'offerta d'oro è innanzitutto strutturalmente limitata, con l'output minerario che sta diventando sempre più una variabile fissa a causa delle rigidità e dei tempi lunghi del settore. Dall'altra parte, investire in questa asset comporta pagare un elevato cost of carry, in particolar modo in quest'ultimo biennio di tassi alti. La logica che spiega la recente continua ascesa dei corsi è da ricercare nel desiderio di diversificare e proteggersi dai rischi sistemici dell'economia globale. Fino a questo punto, tutto sommato, si tratta di pattern che si sono già visti nel recente passato, ma la storia non si ripete e sono presenti forti elementi di novità, soprattutto tra i protagonisti di questo bull market.

UN RUOLO CRUCIALE

Al riguardo, una breve sintesi di **Carlo De Luca**, responsabile investimenti, e **Alessio Garzone**, portfolio manager, di **Gamma Capital Markets**, comincia a fornire una prima spiegazione: «In questo contesto, l'oro continuerà a ricoprire un ruolo cruciale come bene rifugio. Sarà sostenuto dai rischi geopolitici e dagli acquisti strategici delle banche centrali, in particolare della Cina, in

un'ottica di diversificazione rispetto al dollaro. La sua performance sarà influenzata anche dall'aumento del debito pubblico statunitense e da una possibile svalutazione della divisa. La capacità dell'oro di proteggere i portafogli in periodi di incertezza politica e monetaria ne rafforza l'importanza come strumento chiave per il 2025».

ACQUISTI CINESI

In pratica, a generare il bull market di questi anni sono stati gli acquisti di vari soggetti istituzionali di nazioni, Repubblica Popolare Cinese in primis, che per una ragione o per l'altra non si fidano del gigantesco afflusso di capitali che si è diretto verso gli Stati Uniti a partire dalla riapertura post-Covid. In questa logica, l'oro è tornato al ruolo che ha ricoperto periodicamente nelle fasi di alta inflazione, adattandosi però a un'era in cui essa rischia di venire cronicizzata a causa di una gestione troppo allegra della politica fiscale da parte del Tesoro statunitense. Mentre, dunque, l'intero pianeta celebra la forza del sistema Usa e dei suoi mercati, è forse immaginifico che sia proprio la Banca centrale del suo arcirivale di questo secolo a puntare su un'eventualità opposta o quanto meno a considerare questa possibilità un rischio degno di hedging. Il metallo giallo, infatti, rappresenta la scelta di diversificazione ideale per uno scenario ben preciso, ossia quello in cui si sia costretti un po' tutti a rinunciare (almeno parzialmente) a contenere la crescita dei

prezzi per salvaguardare la tenuta dei conti pubblici, accettando un costo del denaro forse troppo ridotto, ma necessario per evitare una pesante crisi finanziaria.

LA SINTESI DELLO SCINTRO

Uno scenario che offre oggi la sintesi di uno scontro, anche ideologico, epocale: da una parte c'è chi ritiene che il dinamismo Usa sia tuttora superiore a quello del resto del pianeta, dall'altra chi pensa che esso essenzialmente derivi da fattori insostenibili che il 47esimo presidente statunitense farà saltare per aria. Uno scontro che si interseca anche con quello fra due diversi modelli di Pil: uno basato su una smaterializzazione dell'economia sempre più acuta e orientata a servizi avanzati, come l'intelligenza artificiale, e un altro che ritiene tuttora fondamentale il controllo di diversi gangli fisici del sistema. **Ned Naylor-Leyland**, gestore del **Jupiter Gold & Silver Fund**, non sembra credere alla presenza di ampi margini di manovra per la Federal Reserve e include nel possibile rialzo generale dei preziosi anche un argento comunque in ripresa: «Le prospettive per oro e argento nei prossimi mesi sembrano decisamente brillanti. Le aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve e di un dollaro più debole potrebbero rappresentare i fattori determinanti per l'aumento dei prezzi spot dei due metalli man mano che ci addenteremo nel 2025. Sulla base della parità del potere d'acquisto, il dollaro



NED NAYLOR-LEYLAND
gestore
Jupiter Gold & Silver Fund



Le prospettive per oro e argento nei prossimi mesi sembrano decisamente brillanti. Le aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve e di un dollaro più debole potrebbero rappresentare i fattori determinanti per l'aumento dei prezzi spot dei due metalli man mano che ci addenteremo nel 2025



è sopravvalutato. Se tutto ciò si combina con la necessità di ridurre i tassi (gli Stati Uniti devono rifinanziare circa 10 trilioni di debito pubblico quest'anno con tassi a breve termine al 4,5%), vediamo allinearsi una serie di potenti fattori macroeconomici, che potrebbero fare sì che l'argento segua l'oro verso nuovi massimi nominali record. Peraltro, le prime dichiarazioni di Trump

Obiettivo 3.000, con l'incognita Trump

Quale obiettivo in termini di prezzo dell'oro ci si può attendere in questo 2025? Considerando il clima di incertezza generale, un Powell per il momento in modalità falchetto, la corsa al rialzo già accumulata e la concorrenza di un argento che sta cominciando ad attrarre capitali importanti in un'ottica di diversificazione, conviene mantenere un atteggiamento cauto nelle proprie stime. Non sorprende, dunque, il target proposto da **Peter Kinsella**, global head of forex strategy di **Union Bancaire Privée**: «Manteniamo una posizione estremamente costruttiva sull'oro, che riflette l'aumento dei livelli di incertezza geopolitica e la forte domanda fisica da parte delle banche centrali e degli investitori retail. Nel 2025 è possibile che il metallo giallo raggiunga almeno 2.900 dollari per oncia. Rimaniamo positivi anche sull'argento, dal momento che il rialzo dell'oro spingerà quest'ultimo verso livelli più alti: i rapporti storici tra oro e argento, infatti, indicano che il secondo può salire fino a circa 40 dollari all'oncia». Come si può notare, un simile rialzo dell'oro incorpora un atteggiamento cauto nei confronti delle scelte di politica monetaria da parte della Banca centrale statunitense e una visione neutra circa il grado di rottura che il 47° presidente potrà portare rispetto al recente passato.

UN'ENORME INCERTEZZA POLITICA

In tutto ciò, infatti, rimane un'enorme incertezza politica, legata a un'amministrazione che potrebbe spingere di nuovo al rialzo l'inflazione in maniera pesante, nel tentativo di pompare la crescita al massimo del suo potenziale, ignorando quasi completamente i dettami dell'ortodossia economica. Interessante, al proposito, appare il ragionamento di **Diego Franzin**, head of portfolio strategies di **Plenisfer Investments**, che vede all'orizzonte quota 3.000: «A sostenere il metallo giallo è anche l'incertezza connessa all'evoluzione geopolitica. Non sono solo i conflitti in Ucraina e Medio Oriente a portare gli investitori verso un bene rifugio come l'oro, ma anche le incertezze connesse alle future politiche di Trump. La vittoria elettorale del nuovo presidente a novembre ha, infatti, fornito uno degli scenari più favorevoli per l'oro, poiché ha aumentato l'incertezza geopolitica, cui si è aggiunta l'attesa di una spesa fiscale in ulteriore crescita negli Usa. Guardando al 2025, alcune stime indicano che il metallo giallo potrebbe raggiungere 3.000 dollari per oncia, sostenuto dal perdurare dei fattori descritti, ma anche da una possibile ripresa dell'inflazione connessa alle politiche fiscali e commerciali della nuova amministrazione e alle attese di un ulteriore aumento del debito pubblico record statunitense».

E SE SI ENTRASSE IN UN'ERA DI SPLENDORE?

Dall'altra parte, il rischio per chi punta sui preziosi è sostanzialmente uno: che gli Usa entrino davvero in una nuova era di splendore. Con questo concetto si intende qualcosa di simile agli anni '90, in cui si avrebbe negli Stati Uniti un minimo di persistenza dell'inflazione a fronte però di un andamento del Pil estremamente robusto e in grado di reggersi sulle proprie gambe, senza ricorrere, dunque, a un doping fiscale continuo. Vale la pena ricordare, infatti, che l'era Clinton era stata caratterizzata da un forte risanamento dei conti pubblici. Come accennato in apertura, l'unica via che potrebbe avviare un simile meccanismo è un'esplosione di produttività generata dall'intelligenza artificiale: se i piani dell'oligarchia tech statunitense si rivelassero corretti, a quel punto la scommessa cinese, che vede un'America come una sorta di tigre di carta che si regge su scelte insostenibili, si rivelerebbe profondamente sbagliata. La put oro comprata si troverebbe a valere molto di meno. Per il momento, però, le mani pesanti che muovono i corsi del metallo giallo sembrano non mostrare dubbio alcuno che non avverrà così.



DIEGO FRANZIN
head of portfolio strategies
Plenisfer Investments



A sostenere il metallo giallo è anche l'incertezza connessa all'evoluzione geopolitica. Non sono solo i conflitti in Ucraina e Medio Oriente a portare gli investitori verso un bene rifugio come l'oro, ma anche le incertezze connesse alle future politiche di Trump





sembrano incentrate sul favorire un indebolimento del biglietto verde. Pare infatti abbastanza evidente che il processo di reindustrializzazione del Paese venga considerato un punto chiave da questa amministrazione e, in tale prospettiva, un costo del denaro più contenuto e una moneta nazionale a livelli più umani appaiono senz'altro elementi positivi. Forse ancora più interessante è poi un altro elemento, che in queste prime settimane del 2025 si sta osservando sui mercati dell'energia: l'attuale ripresa dei prezzi di molte materie prime, infatti, sta seguendo una dinamica piuttosto precisa. In particolare, si ha un potente impulso iniziale di origine geopolitica: basti pensare agli effetti degli ultimi avvenimenti del conflitto fra Russia e Ucraina sul gas europeo o all'interazione fra Usa e Cina per quanto riguarda i preziosi. A questi sviluppi fa seguito di solito un'ondata molto forte di acquisti da parte di fondi di investimento che utilizzano diversi derivati. Infine, si arriva a una presenza più generalizzata nei portafogli dei privati.

Proprio da quest'ultimo pilastro potrebbe presto giungere, sempre per Ned Naylor-Leyland, un'ulteriore spinta al bull-market aurifero: «L'oro in tutte le valute ha raggiunto nuovi massimi storici nel 2024 e quello stacco da 2.150 dollari l'oncia a circa 2.800 nella seconda metà dell'anno è stato alimentato dagli acquisti sui future, più che dalla partecipazione di investitori long-only. Quest'anno dobbiamo monitorare un'eventuale partecipazione più ampia e la quota di metalli fisici detenuti negli Etf rappresenta un buon indicatore dell'interesse e del sentiment nel mondo degli investitori long-only. Quando questo cambiamento si verificherà in modo significati-

vo, vedremo l'inizio di un altro importante rialzo per l'oro in dollari rispetto a tutte le valute fiat».

FLUTTUAZIONI DI BREVE

Una simile dinamica, però, comporta la necessità, per chi voglia puntare su questa tesi di investimento, di riuscire a gestire fluttuazioni di breve periodo piuttosto contraddittorie. In particolare, appare interessante il quadro fornito da **Michaël Lok**, gruppo e co-CEO asset management di **Union Bancaire Privée**: «A dicembre il dollaro statunitense ha proseguito il suo trend rialzista, nonostante il taglio dei tassi di 25 punti percentuali da parte della Federal Reserve. Il Fomc (Federal open market committee) ha alzato le proiezioni di crescita del Pil e dell'inflazione degli Stati Uniti per il 2025 e il dot plot della Fed evidenzia aspettative per due soli tagli dei tassi di 25 punti base nel 2025. I rendimenti statunitensi sono saliti lungo la curva e l'Usd Index è arrivato a 108. Il biglietto verde continuerà ad avere un profilo elevato nel primo trimestre, a causa delle incertezze legate al commercio e ai dazi, che peseranno sulla maggior parte delle altre valute principali. L'oro ha registrato una modesta flessione, fino a raggiungere circa 2.600 dollari per oncia a dicembre. Questo calo ha rispecchiato l'apprezzamento della divisa Usa e l'aumento del rendimento dei TIPS decennali statunitensi, che rappresentano il nostro proxy per le aspettative sui tassi reali».

In realtà, il possibile allargamento della propria base di investitori rischia di introdurre un bel po' di volatilità in più sull'andamento dei prezzi del metallo giallo. Infatti, accanto a un sostrato di liquidità asiatica ivi parcheggiata con obiettivi

strategici di lungo periodo, sicuramente i flussi più recenti sono caratterizzati da un orizzonte temporale più angusto e da un approccio più opportunistico.

CORRELAZIONE INVERSA

In pratica, nel breve si sta sviluppando una correlazione inversa perfetta fra dollaro e asset rischiosi da una parte e Treasury e oro e argento dall'altra, dopo che per tutto l'anno passato il prezioso per eccellenza aveva prosperato proprio come una put il cui premio aumentava al crescere del sentiment rialzista generale. Oggi, invece, le quotazioni risentono di una tensione che probabilmente nel futuro prossimo potrebbe portare diversi soggetti ad aumentare e diminuire la loro esposizione a seconda di quanto dichiarato dalla Fed dopo ogni meeting o sulla base di alcuni dati, come l'andamento della disoccupazione.

Quale approccio risulterà corretto? Quello più idiosincratico o quello costruttivo di più ampio respiro? Ovviamente ci vorrebbe per rispondere una sfera di cristallo che nessuno possiede, ma ancora Michaël Lok fa notare che i momenti di deflusso di hot money da questi asset vengono vissuti in Cina come un'occasione per rimpolpare le proprie posizioni a corsi più convenienti: «Anche l'argento è sceso a circa 30 dollari per oncia, ma a nostro avviso è improbabile che questi cali durino. Notiamo che gli acquisti di oro da parte delle banche centrali sono aumentati nuovamente negli ultimi mesi, con la Cina che ha effettuato acquisti per il secondo mese consecutivo. Anche il forte incremento dei rendimenti obbligazionari trentennali è costruttivo, sia per l'oro, sia per l'argento, poiché riflette i timori per l'inflazione e la sostenibilità del debito».