

ORO

- L'oro si caratterizza come una materia prima che storicamente ha sempre avuto una duplice funzione consistente nell'utilizzo sia come materia prima in alcuni processi industriali, sia come bene di investimento.
- Dal 2005 si registrata un'accelerazione del trend rialzista dell'oro valutato sia in Dollari sia in Euro.
- La domanda di oro è ancora rappresentata prevalentemente da quella derivante dalle aziende orafe. In forte incremento la domanda per investimento soprattutto dopo l'introduzione dei relativi ETF a partire dal 2003.
- Lo scenario di breve termine sul metallo giallo contempla la possibilità di nuovi picchi massimi nella prima parte del 2008 seguito da una fase di ritracciamento e successivamente laterale.
- Nel medio termine dovrebbe rimanere in essere l'impostazione rialzista in vista anche di un possibile aumento della domanda delle banche centrali asiatiche in chiave di diversificazione della gestione delle ingenti riserve valutarie.

Descrizione della materia prima e dei mercati di riferimento

L'oro si caratterizza come una materia prima che storicamente ha sempre avuto una duplice funzione consistente nell'utilizzo sia in alcuni **processi industriali** (produzione orafa, componentistica ad alto contenuto tecnologico ed industria medica), sia come **bene di investimento**.

In passato, quando le banche centrali erano tenute ad accumulare ingenti quantitativi di oro per garantirne la convertibilità della moneta, assumeva particolare enfasi la domanda di oro a scopo c.d. monetario. Quando nel 1971 fu decretato l'abbandono della convertibilità aurea delle monete, le banche centrali hanno proceduto ad un graduale processo di dismissione delle riserve auree che, nel 1999, è stato formalizzato mediante la sottoscrizione di un vero e proprio accordo denominato *Central Bank Gold Agreement* di cui parleremo in seguito. Di conseguenza è progressivamente scomparsa questa voce della domanda.

Con riferimento agli scambi, esiste un mercato mondiale non regolamentato (OTC, *over the counter*) dove gli scambi avvengono 24 ore al giorno. La principale piazza internazionale di scambio fisico dell'oro è rappresentata da **Zurigo**. La principale piazza di formazione del prezzo a pronti è invece rappresentata da **Londra**. A New York ha invece sede il principale mercato dei future denominati in oro. Qui infatti venne scambiato nel 1974 il primo contratto future su oro presso il **COMEX** (*Commodity Exchange di New York*) che

successivamente nel 1994 si è fuso con il New York Mercantile Exchange conservando però il nome originario.

Sta aumentando anche l'importanza di alcuni centri finanziari asiatici come il **TOCOM** di Tokyo ed il **SIMEX** di Singapore. Con riferimento alla **Cina**, dal 2002 è stato liberalizzato il mercato dell'oro ed è stato contemporaneamente costituito lo *Shanghai Gold Exchange*. Dallo scorso 9 gennaio è stato introdotto il future sull'oro sul mercato *Shanghai Futures Exchange*.

Andamento di mercato

L'oro ha rivestito un ruolo importante nel trend rialzista delle materie prime partito a fine 2001, sebbene il tasso di crescita sia stato inferiore a quello medio dei metalli industriali. Osservando i rendimenti del future continuo scambiato al Comex, possiamo osservare come dal 2001 abbia avuto un tasso di crescita positivo tutti gli anni, passando dal +5,4% del 2004 al +31,3% del 2007.

In modo particolare dal 2005 si è avuto un'accelerazione del trend rialzista. Le ragioni alla base di tale andamento risiedono non solo in fattori fondamentali ma anche tecnici. Nella **Figura 1** è possibile osservare l'andamento del future quotato in Dollari e del valore convertito in Euro. Risulta evidente come il trend rialzista sia iniziato già dal 2001 se valutato in Dollari, mentre invece è emerso dal 2005 se si tiene conto dei prezzi in Euro.

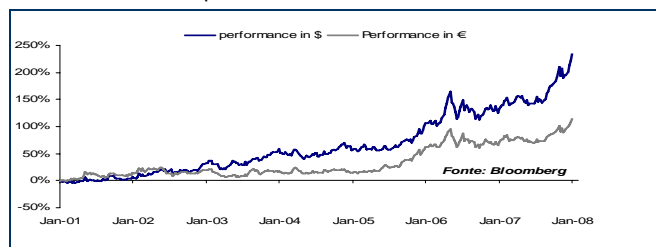


Fig. 1: future oro continuo (Comex) in Dollari ed Euro

Successivamente è seguita una fase laterale a causa della vendita di oro da parte delle banche centrali europee, ma recentemente è avvenuta un'ulteriore accelerazione con nuova rottura dei massimi storici in Euro ed in Dollari. Tale combinazione di acquisti ha spinto il future in prossimità dei 900\$/oncia.

Parallelamente si è anche assistito ad un **forte incremento della pendenza di curva positiva (c.d. contango)** della curva dei prezzi future per diverse scadenze (**Fig.2**), in modo più evidente proprio dalla fine del 2004 in poi. Alla base di tale andamento potrebbe esservi il comportamento delle compagnie minerarie che hanno incrementato l'attività c.d. di *de-hedging*. Generalmente infatti tali compagnie si coprono (c.d. *hedge*) dal rischio di rialzo dei prezzi vendendo a termine l'oro, sfruttando anche il fatto che i prezzi a termine sono generalmente superiori a quelli a pronti. Il forte rialzo dei prezzi del metallo giallo ha però indotto i produttori a chiudere le operazioni di copertura riacquistando i contratti future che erano

stati in precedenza venduti. In tal modo si è generato un flusso addizionale di acquisto di oro a termine.

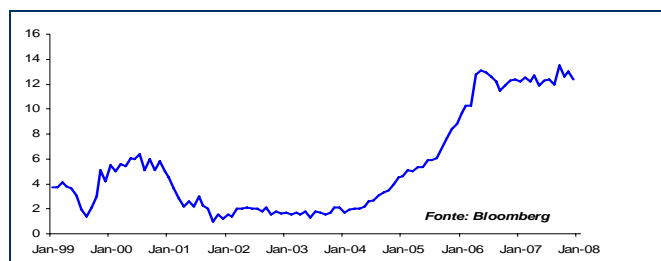


Fig.2 Spread terzo vs. primo contratto future oro al Comex in USD

Da uno studio sulle correlazioni degli ultimi anni è risultato che l'oro è di norma fortemente correlato all'andamento dell'Euro/Dollaro, presentandosi anzi come **una delle materie prime con la più forte correlazione vs. biglietto verde nel medio termine (Fig.3)**. In altri termini l'oro tende ad apprezzarsi nelle fasi di deprezzamento del Dollaro.

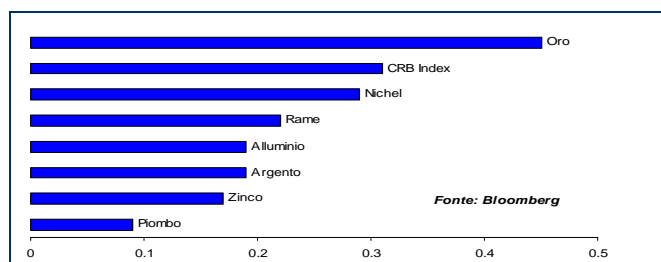


Fig. 3: correlazione materie prime vs €/€ (2002-2007)

Nella **Figura 4** è possibile osservare invece la correlazione di breve periodo (*rolling correlation* a 20,40 e 60 giorni) dalla quale risulta evidente come si sia mantenuta spesso su valori molto elevati, nonostante temporanee oscillazioni. Un'eccezione si è verificata nel secondo semestre 2005, periodo in cui la forte ascesa dell'oro coincise con una fase di apprezzamento del Dollaro. Probabilmente la rottura di livelli significativi comportò acquisti molto forti sia da parte degli speculatori sia da parte delle compagnie minerarie in chiave di *de-hedging*.

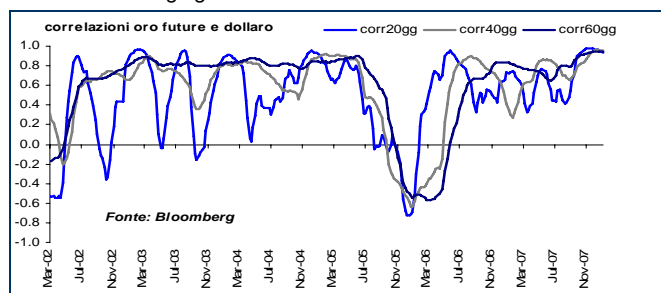


Fig. 4: future continuo e dollaro correlazione a 20-40-60gg

Aspetti fondamentali

Con riferimento all'**offerta di oro**, le principali componenti sono tre. La più importante in termini di peso specifico è rappresentata dalla **produzione mineraria**, attualmente pari al 59% del totale (espresso in termini di quantità prodotte), in sensibile calo negli ultimi anni. Nel 1995 era ad esempio pari al 72%. Tra i principali produttori mondiali figurano in ordine di importanza Sud Africa, Usa, Australia e Cina (**Fig.5**).

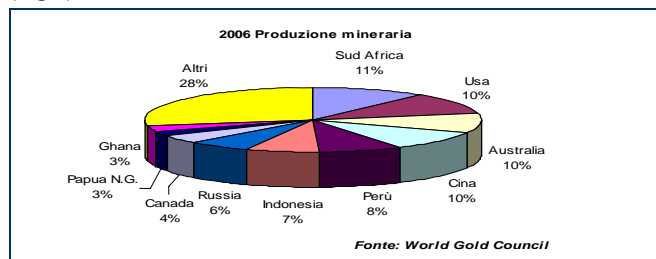


Fig. 5: produzione mineraria di oro nel 2006

In termini assoluti l'offerta è risultata poco variata: nel triennio 2004-2006 è sempre stata infatti molto vicina alla media di periodo pari a circa 2200 tonnellate. Tale andamento è conseguenza del fatto che la produzione mineraria è strutturalmente poco elastica dal momento che l'attivazione di un nuovo sito produttivo richiede diversi anni oltre che corposi investimenti.

La seconda è rappresentata dalle **vendite dei privati** con un peso del 30% circa.

La terza componente infine è rappresentata dalle **vendite delle banche centrali**. Dopo l'abbandono della convertibilità aurea del Dollaro (1971) ed al fine di evitare l'incertezza legata alla politica di smobilizzo delle riserve auree, nel 1999 venne siglato un accordo (noto come *Central Bank Gold Agreement* o *CBGA*) tra le banche centrali di 15 paesi europei in cui sono state delineate delle linee guida, riferite in particolare agli ammontari di vendita totale su base annua e nel quinquennio successivo. Nel 2004 l'accordo è stato rinnovato (c.d. *CBGA2*) per ulteriori cinque anni (senza questa volta la firma di Bank of England ma con l'ingresso invece della Grecia), portando rispettivamente a 500 (dai precedenti 400) ed a 2500 (da 2000) la quantità massima di tonnellate vendibile su base annua e complessivamente nel quinquennio. Le riserve detenute dalle banche partecipanti a tale accordo sono pari a circa il 40% del totale delle riserve mondiali.

Malgrado le vendite degli ultimi decenni da parte delle **banche centrali mondiali**, queste ultime rappresentano ancora oggi il **principale detentore mondiale di riserve auree** con una quota di circa il 20% sul totale globale, in base ai dati forniti dal *World Gold Council* e dal *US Geological Survey* riferito al 2006.

Nella **tabella 1** è possibile osservare le riserve ufficiali in oro delle principali banche mondiali e la percentuale relativa alle riserve totali. Si può notare come, ad eccezione delle banche centrali dell'area Euro, **gli Usa** continuano a detenere la quantità maggiore di oro, oltre ad avere la percentuale più elevata rispetto alle riserve detenute. I **paesi asiatici** detengono invece una percentuale

minima di riserve, pur essendo diventati nel corso degli ultimi anni tra i principali detentori mondiali di riserve valutarie.

STATO	TONNL	% RISERVE	STATO	TONNL	% RISERVE
Portogallo	383	92%	Libano	287	35%
Usa	8133	78%	Venezuela	357	30%
Italia	2452	68%	BCE	605	26%
Germania	3417	66%	Uk	310	14%
Olanda	624	61%	Taiwan	423	4%
Francia	2622	56%	India	358	3%
Euro Area	11065	56%	Russia	438	3%
Svizzera	1166	41%	Giappone	765	2%
Spagna	282	39%	Cina	600	1%

Fonte: World Gold Council - dicembre 2007

Tab. 1: Oro detenuto dalle banche centrali e % sulle riserve

Anche la **domanda** può essere divisa in categorie. La principale è quella **industriale**, nell'ambito della quale la gran parte è rappresentata dalla domanda delle aziende orafe. Nel 2006 il settore industriale ha pesato per circa l'81% della domanda globale. La seconda categoria è rappresentata dalla domanda di monete e barre di oro, che nel 2006 ha pesato per circa il 12%.

Il terzo pilastro fondamentale è costituito dagli **investimenti**. Le motivazioni alla base di tale tipologia di domanda sono molteplici: 1) **difesa contro i rischi inflattivi** dal momento che l'oro ha dimostrato storicamente di riuscire a mantenere o addirittura aumentare il proprio potere di acquisto anche in condizioni di elevata inflazione; 2) **difesa in periodi di particolari turbolenze** sui mercati legate ad esempio a fattori geopolitici; 3) **diversificazione** di portafoglio.

L'oro inoltre può anche produrre un tasso di rendimento collegato al c.d. **gold lending** ossia all'attività posta in essere dalle banche commerciali di prestito alle compagnie minerarie, che in questo modo possono venderlo a termine per coprire la loro esposizione al rischio di rialzo dei corsi.

La domanda per investimenti è quella che sta registrando tassi di crescita più accentuati negli ultimi anni. In questo caso l'impatto più rilevante è rappresentato da un lato dalla domanda da parte dei **fondi pensione** in chiave soprattutto di diversificazione di portafoglio e di difesa dal rischio inflazione.

Dall'altro lato occorre considerare il flusso di domanda originato dall'introduzione di un numero crescente di **ETF (Exchange Traded Funds) sull'oro**, il primo dei quali è stato introdotto nel 2003. Il trust che gestisce l'ETF deve infatti detenere oro fisico in contropartita delle azioni che emette. Di conseguenza ogni emissione di nuove azioni comporta l'acquisto materiale di oro sul mercato. Pertanto il rialzo dell'oro, associandosi spesso con un incremento degli acquisti da parte dei privati tramite ETF, si traduce a sua volta in un incremento della domanda del metallo giallo. Nel 2006 tale categoria ha pesato per poco meno dell'8% del totale, ma è lecito attendersi un aumento dell'importanza nel 2007 a causa del nuovo record dell'oro che ha attratto numerosi investitori.

	2004	2005	2006	2007 1-3T	2004	2005	2006	2007 1-3T
OFFERTA (Tonn.)				OFFERTA (% Pes)				
Prod. Mineraria	2070	2464	2100	1514	61%	61%	59%	58%
Vendite ufficiali	469	674	352	391	14%	17%	10%	15%
Oro riciclato	849	886	1104	724	25%	22%	31%	28%
OFF. TOTALE	3388	4025	3557	2629	100%	100%	100%	100%
DOMANDA (Tonn.)				DOMANDA (% Pes)				
Industriale	3026	3138	2742	2256	87%	84%	81%	82%
Barre/monete	398	412	413	371	11%	11%	12%	13%
ETF	133	208	260	171	4%	6%	8%	6%
DOM.TOTALE	3497	3731	3386	2766	100%	100%	100%	100%
SURPLUS/DEFICIT	-109	294	171	-137				
Fonte: World Gold Council								
Spot								
Previsioni consensus	910	750	706.25	673				
Fonte: Bloomberg								

Tab. 2 fondamentali: domanda/offerta, consensus Bloomberg

Nella **Tabella 2** è possibile osservare un riassunto dei dati fondamentali per il periodo 2004-2007. Come evidenziano i dati provvisori del 2007 relativi ai primi 9 mesi dell'anno, evidenziano un **temporaneo deficit** dopo 2 anni di surplus. Osservando i pesi relativi della domanda, notiamo che nel 2007 sembrerebbe essere calata quella per investimenti, mentre è aumentato il peso della domanda industriale. Quest'ultima potrebbe essere stata favorita dalla forte crescita delle economie asiatiche che, tradizionalmente, essendo amanti del lusso, sono forti acquirenti di gioielli.

I dati relativi agli investimenti potrebbero invece essere fuorvianti. Dalla tabella risulta una diminuzione della domanda di oro per ETF ma si tratta di dati parziali relativi ai primi 3 trimestri. Fino a settembre l'oro è stato in un contesto di trading range e pertanto la domanda di ETF non è stata forte, ma a partire da settembre l'oro ha messo a segno un forte rialzo fino a raggiungere livelli record. Pertanto è probabile che il peso degli ETF sulla domanda totale sia aumentato significativamente nel quarto trimestre.

Sul fronte della domanda occorre anche considerare che l'incremento dal 2002 in poi ha comportato un **aumento della componente speculativa**, come testimoniato dall'andamento dell'**open interest** su futures sull'oro trattati al Comex (**Fig.6**).

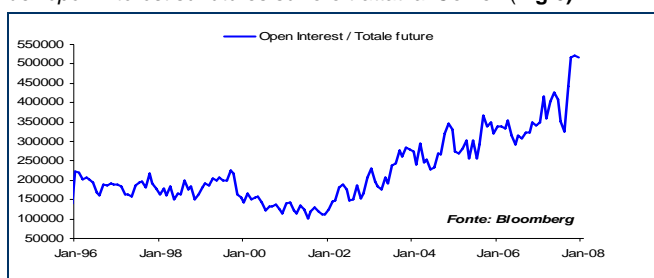


Fig.6 : rapporto open interest vs. posizioni in future sul Comex

Per il 2008 tra i fattori che spingerebbero verso l'ipotesi di **continuazione del rialzo** segnaliamo le seguenti considerazioni:

- 1) **proseguimento delle tensioni geopolitiche** tali da far aumentare l'avversione al rischio tra gli operatori. Proseguirebbe così la ricerca di beni rifugio tra cui l'oro ne rappresenta l'esempio più evidente;
- 2) **proseguimento delle spinte inflattive** legate all'energia, agli alimentari ed materie prime in generale;

3) **acquisti da parte delle banche centrali asiatiche**, in particolare della banca centrale cinese (PBC). Attualmente infatti solo l'1% delle proprie riserve è investito in oro (**Fig.7**). Recentemente è emerso un atteggiamento da parte della Cina (e più in generale riferito ai principali detentori al mondo di riserve valutarie) volto ad aumentare la diversificazione delle riserve stesse che storicamente sono state detenute principalmente sotto forma di titoli stato Usa a breve termine. Di conseguenza, visti gli elevati volumi in gioco (circa 1500 Mld\$ solo per la Cina), anche un aumento solo lieve delle riserve investite in oro potrebbe alimentare in termini assoluti un flusso consistente di domanda di metallo giallo. Tale considerazione è anche supportata dal fatto che ad esempio la Cina dal 2002 in poi ha sempre mantenuto il livello delle riserve fermo a 600 tonnellate;

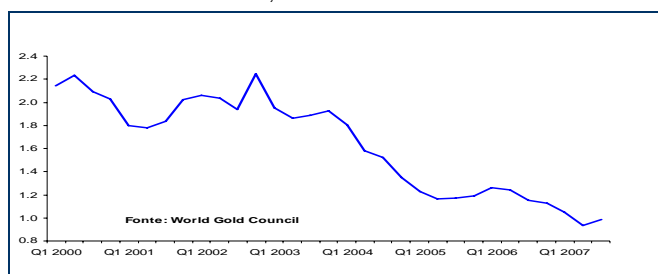


Fig. 7: PBC % oro su totale riserve

- 4) il **proseguimento della fase di deprezzamento del Dollaro**, in modo particolare verso Euro;
- 5) la **possibilità di tassi reali negativi negli Usa nel corso del 2008**. Storicamente negli ultimi 15 anni tassi reali negativi o prossimi allo zero sono coincisi con un aumento delle quotazioni dell'oro. In un contesto di tassi reali prossimi a zero o addirittura negativi, diventa infatti sempre meno remunerativo per l'investitore la detenzione di bond in portafoglio che non sarebbero in grado di dare una remunerazione tale da coprire almeno la perdita del potere d'acquisto (**Fig. 8**).

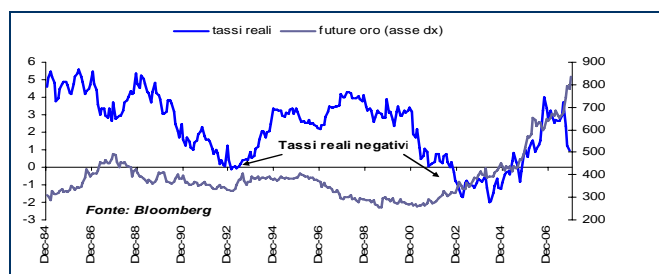


Fig. 8: future oro continuo, tassi reali Usa (Libor 1m – Cpi a/a%)

Tra i fattori che invece potrebbero spingere verso l'ipotesi di un rallentamento della crescita dei prezzi o di una correzione, segnaliamo:

- 1) l'apprezzamento del Dollaro vs Euro. Sebbene vi siano state fasi di correlazione negativa tra Euro/Dollaro e oro, si tratta

tipicamente di situazioni di breve durata. Pertanto è immaginabile che qualora il Dollaro si apprezzasse nel corso del 2008, l'oro potrebbe temporaneamente interrompere la propria corsa al rialzo e rintracciare;

- 2) crisi generalizzata sui mercati finanziari. Una crisi di vasta portata potrebbe forzare alcuni fondi speculativi a vendite forzate delle posizioni in asset in cui stanno guadagnando, e l'oro potrebbe essere uno di questi. Nel medio termine però potrebbe prevalere l'effetto positivo sull'oro in chiave di bene rifugio;
- 3) la tendenza dell'oro ad esibire fasi di forte crescita dei prezzi in periodi temporali relativamente brevi (*spike*), seguiti da fasi di correzione e successivo range laterale;

Rileviamo inoltre che il *consensus* degli analisti riportato dal sondaggio di *Bloomberg* (**Tab.2**), prevede nel 2008 un calo dei prezzi che dovrebbe estendersi fino al 2010. Si tratta di un'aspettativa di medio termine che contrasta con le nostre previsioni su tale orizzonte temporale.

Il **nostro scenario base** prevede infatti che la fase di deprezzamento del Dollaro vs Euro possa continuare durante la prima parte del 2008 (specialmente nel primo trimestre), mentre nella restante parte dell'anno il Dollaro potrebbe apprezzarsi sulla scia dell'inizio della fase di taglio dei tassi in Europa da parte della Bce.

Anche sul fronte inflattivo le pressioni maggiori in Europa e negli Usa potrebbero proseguire nella prima parte dell'anno a causa di sfavorevoli effetti confronto sugli indici dei prezzi al consumo. Nella seconda parte dell'anno, complici effetti confronto più favorevoli su alcune componenti ed il rallentamento della crescita europea, le pressioni inflattive potrebbero ridimensionarsi.

E' probabile pertanto che l'oro possa rimanere su **livelli elevati nella prima parte del 2008**, per poi **ritracciare ed entrare in una fase laterale** simile a quella che ha caratterizzato la seconda parte del 2006.

In sintesi il nostro scenario prevede la **possibilità di nuovi massimi nella prima parte dell'anno con successiva correzione e possibile fase laterale**.

Si tratterebbe di un anno di consolidamento all'interno di un **trend rialzista di lungo periodo che dovrebbe riprendere in modo più deciso nel 2009**.

I **periodi di correzione** potrebbero pertanto essere utilizzati per **accumulare posizioni lunghe sul metallo prezioso**.

AVVERTENZE

Il presente Documento è distribuito da MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. ("MPS Capital Services"), a mezzo posta e/o in forma elettronica, esclusivamente ad investitori istituzionali ovvero ad operatori qualificati, così come definiti nell'art. 31 del Regolamento Consob n° 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni.

MPS Capital Services è una società appartenente al Gruppo MPS ed un intermediario autorizzato ai sensi di legge.

Il Documento è destinato esclusivamente all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela di MPS Capital Services e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di mandatari.

Le informazioni e le opinioni contenute nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede, tuttavia né MPS Capital Services né altra società appartenente al Gruppo MPS rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente Documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non vi è alcuna garanzia che risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.

Tutte le opinioni espresse nel presente documento sono soggette a modifica senza preavviso.

Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo.

MPS Capital Services e nessuna delle società del Gruppo MPS, né alcuno dei loro amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite determinate dall'utilizzo del presente Documento.

MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento.

Per esempio MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS possono svolgere attività d'investimento e d'intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di "prestito-titoli", sostenerne la liquidità con attività di "market making" su mercati regolamentati o sistemi di scambi organizzati. MPS Capital Services potrebbe strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati.

Si specifica che l'elenco dei potenziali conflitti d'interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi.

Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet www.mpsfinance.it ed alle relative condizioni del servizio.

Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.