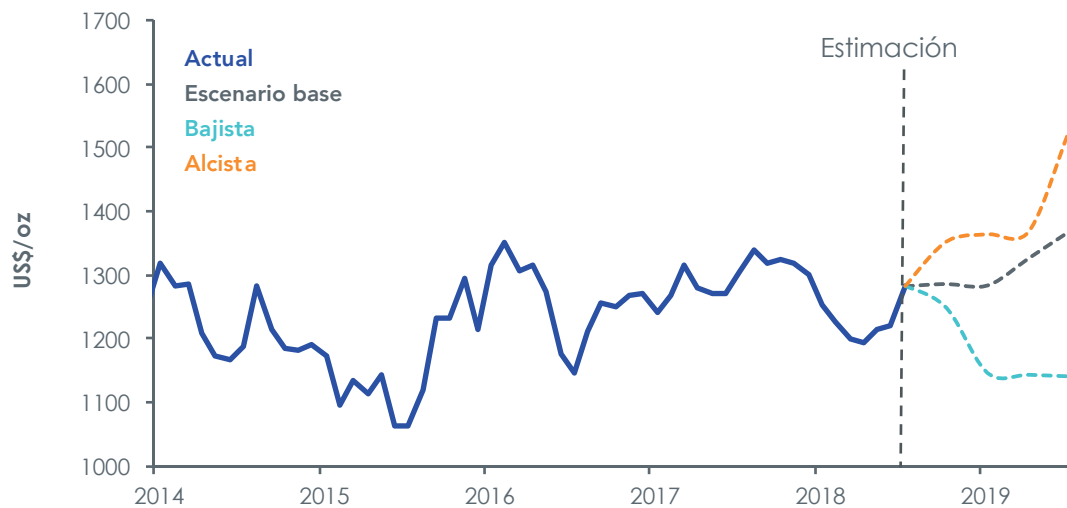


PERSPECTIVAS DEL ORO 2019: SE ESPERA QUE CONTINÚE SU RECUPERACIÓN

Enero de 2019

A fines de 2018 el oro comenzó a repuntar, recuperándose de la mayoría de las pérdidas padecidas desde junio de 2018. Durante el segundo semestre de dicho año, se constató una gran reducción del posicionamiento especulativo en los futuros sobre oro, lo cual presionó a los precios del metal a la baja. No obstante en las últimas semanas, los inversores han comenzado a verlo con mejores ojos. Dado lo ignorados que han estado varios riesgos, esperamos que la onza de oro continúe apreciándose a medida que los inversores comienzan a descartarlos sobre su precio. Nuestro escenario base para el oro es de que alcance a fin de año los \$1370/oz.

FIGURA 1: ESTIMACIÓN DEL PRECIO DEL ORO



Fuente: estimaciones del modelo de WisdomTree, con los datos históricos de Bloomberg y los datos disponibles al 31 de diciembre de 2018. **Las proyecciones no son un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

Enfoque

Utilizando los parámetros mencionados en nuestro informe titulado "Perspectivas del oro: sin variaciones significativas hasta junio de 2019 ante la ausencia de shocks", aplicamos nuestras perspectivas sobre la inflación, los tipos de cambio, los tipos de interés y el sentimiento de los inversores para intentar proyectar hacia dónde se dirigirá el precio del oro a fin de año.

El posicionamiento especulativo impulsa la recuperación

En 2018 el posicionamiento especulativo registró su mayor reducción desde 2001 por un lapso breve, recuperándose muy sobre fines del año pasado. De acuerdo a los movimientos de capital registrados en los Productos Negociables en Bolso sobre oro, el sentimiento hacia el metal precioso está claramente mejorando. La recuperación en el posicionamiento sobre oro ha estado impulsada por la volatilidad en los mercados de activos. Durante el último trimestre de 2018, el S&P 500 perdió un 14% y el crudo Brent un 35%. Asimismo la volatilidad en ambos activos se ha incrementado sustancialmente.¹

Por otra parte los inversores se han visto sacudidos por el cierre del gobierno federal en los EE.UU, recordándoles que el motor de la economía mundial no es invencible (al menos últimamente). Mientras tanto, las preocupaciones respecto a la tasa de desaceleración de la economía china, también ha llevado a los inversores a ser menos optimistas respecto a la evolución de los activos cíclicos.

La Fed continua ajustando su política

Para este 2019 esperamos que la Reserva Federal (Fed) aumente los tipos de interés dos veces (en 50 puntos básicos), en línea con las proyecciones marcadas por el central estadounidense en su gráfico de puntos.² Por más de que esto también esté en línea con las estimaciones realizadas por muchos economistas, los futuros sobre fondos de la Fed no están descontando ningún incremento para 2019. En nuestro caso nos alineamos con las proyecciones de la Fed, dado que creemos que los datos macro de EE.UU están evolucionando lo suficientemente fuerte y el mercado laboral yacen lo suficientemente estrecho como para que la entidad monetaria continúe subiendo los intereses. Sin embargo, reconocemos que los intereses están expuestos a un riesgo bajista, lo cual debería beneficiar al valor de la onza de oro.

La curva de rendimiento de los bonos estadounidenses con miras de invertirse

A pesar de que esperamos que para el cuarto trimestre de 2019 los tipos de interés se hayan incrementado en 50 puntos básicos, pensamos que el rendimiento de los bonos a 10 años se alzarán solamente a un 3.0% durante dicho horizonte temporal. Si bien es probable que el rendimiento de los bonos a 2 años sean los que más se beneficien de la política de tipos de interés, es probable que sobre el tramo más alejado de la curva, veamos un menor incremento de los rendimientos. Esto se debe al hecho de que como la Fed posee un amplio stock de bonos, es probable que no permita que los rendimientos aumenten de modo demasiado agresivo. Asimismo es probable que la mayor parte de los efectos de los recientes recortes impositivos, se sientan en el muy corto plazo. A medida que el impacto sobre el crecimiento se disipa en horizontes de tiempo más extensos, la subida de los rendimientos sobre el tramo largo de la curva, será menor que en el tramo corto. A pesar de que mucha gente ve la inversión de la curva de rendimiento como una señal financiera de una contracción económica inminente, creemos que una inversión puede darse por motivos más benignos de los resaltados precedentemente y por lo tanto, no es un precursor de una recesión económica. De suceder cualquier cosa, pensamos que la Fed preferirá adoptar una posición más laxa debido a que estará reacia a alejar mucho su política monetaria de la del resto

¹ El VIX (la volatilidad implícita del S&P 500) por ejemplo, subió a más de 36 el 24 de diciembre de 2018 antes de caer apenas por debajo del 25 el 31 de diciembre de 2018, después de haber promediado 18 durante los últimos diez años; la volatilidad implícita de los contratos a tres meses del crudo subió a 51 el 27 de diciembre de 2018 antes de caer apenas a 48 el 31 de diciembre de 2018, después de haber promediado 32 en los últimos diez años.

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20181219.pdf>

de los bancos centrales. De hecho, los futuros sobre fondos de la Fed sugieren que el central dejará de subir los intereses este mismo año. Esto podría respaldar al precio del oro a lo largo de 2019.

FIGURA 2: LA PROYECCIÓN DE LOS RENDIMIENTOS NOMINALES DE LOS BONOS A 10 AÑOS ESTADOUNIDENSES



Fuente: estimaciones del modelo de WisdomTree, con los datos históricos de Bloomberg y los datos disponibles al 31 de diciembre de 2018. **Las proyecciones no son un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

La apreciación del dólar con perspectivas de corta duración

Aunque la Fed continúa siendo el único entre los grandes bancos centrales en aumentar los tipos de interés durante el primer semestre del año, esperamos que el dólar continúe apreciándose, sobre todo si tenemos en cuenta el hecho de que en los futuros sobre fondos de la Fed, no se esperan mayores subidas. Sin embargo, a medida que otros de los principales bancos centrales –el BCE, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra, entre otros- comienzan a contemplar políticas de normalización, podríamos ver al dólar depreciarse ante una reducción de los diferenciales de interés-. Además, dado el crecimiento de los niveles de endeudamiento de EE.UU – exacerbados por los recientes recortes impositivos-, esperamos que el dólar ceda terreno.

FIGURA 3: LA ESTIMACIÓN DEL VALOR DEL DÓLAR

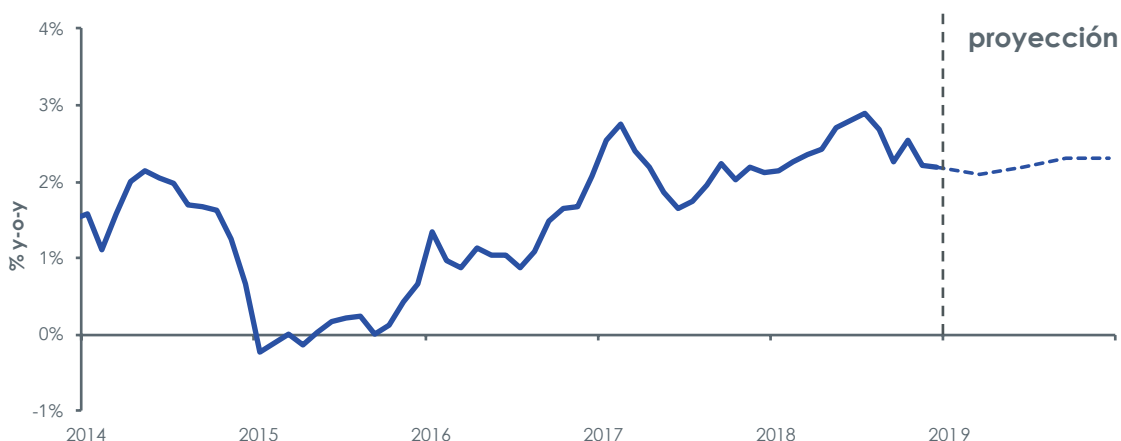


Fuente: estimaciones del modelo de WisdomTree, con los datos históricos de Bloomberg y los datos disponibles al 31 de diciembre de 2018. **Las proyecciones no son un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

Aunque se espere que persista la presión inflacionaria, continuará contenida por la política de la Fed

En julio de 2018 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) estadounidense alcanzó el pico de 2.9% y en noviembre de 2018 cayó al 2.2%. Tanto la subida como la caída, estuvieron muy influenciadas por la volatilidad de los precios del sector energético. Esperamos que la política restrictiva de la Fed mantenga bajo control la inflación generada por la demanda. No obstante, es probable que una recuperación de los precios del crudo, presione al alza a la inflación general. Para fin de año, contemplamos un leve incremento inflacionario al 2.3%.

FIGURA 4: LA PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN A TRAVÉS DEL IPC



Fuente: estimaciones del modelo de WisdomTree, con los datos históricos de Bloomberg y los datos disponibles al 31 de diciembre de 2018. **Las proyecciones no son un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

¿Qué ayudará a que mejoren las perspectivas del oro?

Resumiendo los factores económicos/monetarios que impulsan el valor del oro –los pequeños incrementos de los tipos de interés, una leve apreciación del dólar seguida por una depreciación y un incremento marginal de la inflación- no van a mover el dial del metal de modo significativo. Creemos que sobre el final de nuestro período de proyección, los precios del oro terminarán más elevados como resultado principalmente de una mayor predisposición de los inversores a tenerlo en sus carteras tras una fase de precios deprimidos. Este proceso ya ha comenzado sobre la última semana de 2018 ante la excesiva volatilidad en la mayoría de los mercados. Si bien en 2018 hemos tenido muchos brotes de volatilidad, la mayoría de los mercados de los países desarrollados han logrado esquivarla. Esto no significa que logren mantener su solidez de cara al próximo shock. Cabe observar que la última vez en que el posicionamiento especulativo en el oro fue tan bajo, fue en 2001, en plena crisis de deuda argentina e implosión del sector tecnológico sobrevalorado. Si bien el metal precioso reaccionó a este escenario de estrés, lo hizo con cierto rezago. En 2002 el oro se apreció un 25% (frente al 2% obtenido en 2001).³

Existen otros riesgos que también podrían respaldar al precio del oro teniéndose en cuenta su estatus histórico de activo refugio, lo cual además incrementaría el posicionamiento en el mercado de futuros. Éstos son:

- + Brexit sin acuerdo – La Primer Ministro del Reino Unido parece no alcanzar el respaldo parlamentario suficiente para poder aceptar frente a la UE los términos de retirada de su país del bloque, de los cuales ella es responsable por su negociación. A pesar de que ha sobrevivido a una moción de confianza por parte de su propio partido, está claro que su propuesta es detestada tanto por los partidarios del Brexit

³ Fuente: los cálculos de WisdomTree son realizados utilizando los datos de Bloomberg

como de aquellos en pro de permanecer dentro de la UE. A este punto la renegociación de los términos de salida parece imposible de llevarla a cabo y por lo tanto es difícil ver cómo cada lado será persuadido por el acuerdo actual. A pesar de que creemos que el escenario más probable será el de una extensión de la fecha límite del 30 de marzo, existe el riesgo a que no suceda y por lo tanto, se estaría de cara a un escenario de retiro sin acuerdo. Es probable que una salida de la UE de modo tan incierto sea algo muy distorsivo para ambas partes. De todos modos, más allá de que la fecha límite se aplase, la incertidumbre seguirá prevaleciendo, lo cual respaldará a la demanda de activos refugio.

- + Guerras comerciales – Nosotros partimos del supuesto de que las mayores medidas proteccionistas de EE.UU no van a dañar a la demanda económica mundial. De hecho, hay indicios de que la ruptura entre Estados Unidos y China está empezando a apaciguarse. Sin embargo, en situaciones anteriores han ocurrido sucesos similares que posteriormente dieron lugar a nuevos deterioros de la relación. Si las medidas proteccionistas recíprocas se acentúan, la aversión al riesgo podría volver a los mercados.
- + El gobierno de EE.UU está actualmente cerrado mientras el presidente Trump batalla en el Congreso para obtener la financiación de su muro fronterizo con México. El riesgo de que la puja política se prolongue podría respaldar a la demanda de activos refugio. De hecho, incluso si el gobierno volviera a abrir pronto, es probable que la confianza de los inversores sobre los activos cíclicos se vea afectada ante el riesgo de que la administración Trump utilice continuamente la amenaza de cierres como una estrategia para influenciar al Congreso.

En nuestras proyecciones, volvemos a contar con un posicionamiento especulativo en los futuros sobre oro consistente con lo constatado durante los últimos cinco años.

FIGURA 5: EL POSICIONAMIENTO ESPECULATIVO EN LOS FUTUROS SOBRE ORO



Fuente: estimaciones del modelo de WisdomTree, con los datos históricos de Bloomberg y los datos disponibles al 31 de diciembre de 2018. **Las proyecciones no son un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

Combinando los factores monetarios, económicos y de sentimiento de mercado que afectan al oro, creemos que la onza alcanzará a fin de año los \$1370 aproximadamente.

Escenarios alternativos

A continuación resumimos los escenarios alternativos proyectados para el oro. Buena parte de la sensibilidad de precio analizada surge de nuestras variables de sentimiento y posicionamiento especulativo. No obstante, inclusive en nuestro escenario bajista, el posicionamiento se incrementa a niveles positivos. En nuestro escenario alcista base, asumiremos que la Fed permitirá que la economía se sobrecaliente, aumentando los tipos de interés una sola vez ejerciendo de este modo una menor presión alcista sobre el rendimiento de los bonos. Esto a su vez contribuirá a una depreciación del dólar manteniendo a la inflación en un elevado 2.9%. En nuestro escenario bajista base, en cambio, asumimos un accionar de la Fed más restrictivo con un mayor impacto sobre los rendimientos de los bonos a largo plazo. En este caso el dólar se apreciaría a medida que la Fed sorprenda a los mercados con una postura restrictiva más agresiva.

Cuarto trimestre de 2019	Base	Bajista	Alcista
Proyección de la política de la Fed	2 incrementos de tipos	3 incrementos de tipos	1 incremento de tipos
Proyección de la inflación	2.3%	1.7%	2.5%
Proyección del rendimiento nominal de los bonos a 10 años	3.0%	3.5%	2.9%
Proyección del Índice del Dólar (DXY)	96	103	92
Proyección del posicionamiento especulativo	100k	10k	200K
Proyección del precio del oro	US\$1369/oz	US\$1141/oz	US\$1530/oz

Fuente: estimaciones del modelo de WisdomTree, con los datos históricos de Bloomberg y los datos disponibles al 31 de diciembre de 2018. **Las proyecciones no son un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

CONCLUSIÓN

En nuestro escenario base, esperamos que la onza de oro se aprecie al entorno de los \$1370 para el cuarto trimestre de 2019, principalmente como resultado de un reajuste del posicionamiento especulativo en el mercado de futuros. Asimismo su valor se verá impulsado en parte por una depreciación del dólar y un leve incremento de la inflación.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Comunicaciones emitidas en el Espacio Económico Europeo («EEE»): Este documento ha sido emitido y aprobado por WisdomTree Ireland Limited, sociedad autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda.

Comunicaciones emitidas en jurisdicciones fuera del EEE: Este documento ha sido emitido y aprobado por WisdomTree UK Limited, sociedad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido.

WisdomTree Ireland Limited y WisdomTree UK Limited se denominan cada una de ellas «WisdomTree» (según corresponda). Nuestra Política e Inventario de conflictos de interés están disponibles previa solicitud.

Exclusivamente para clientes profesionales. La información contenida en este documento se ofrece únicamente para su información general y no constituye una oferta de venta ni una solicitud de oferta de compra de valores o acciones. No se deberá utilizar este documento como base a la hora de adoptar una decisión de inversión. El valor de su inversión puede tanto disminuir como aumentar y es posible pueda perder una parte o la totalidad del importe invertido. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de los resultados futuros. Cualquier decisión de inversión debe basarse en la información contenida en el folleto correspondiente, tras haber solicitado asesoramiento independiente en materia de inversión, fiscal y jurídico.

El presente documento no constituye, y bajo ninguna circunstancia debe interpretarse como una oferta o cualquier otra acción destinada a fomentar una oferta pública de acciones o valores en Estados Unidos o en cualquier provincia o territorio de dicho país. Ni este documento ni ninguna copia del mismo deberá ser aceptado, enviado o distribuido (directa o indirectamente) en Estados Unidos.

Este documento puede incluir comentarios de mercado independientes elaborados por WisdomTree sobre la base de información disponible al público. Aunque WisdomTree se esfuerza por verificar la exactitud del contenido del presente documento, no ofrece garantía alguna sobre su exactitud o integridad. Ningún tercer proveedor de datos externo a quien se haya recurrido para obtener la información contenida en este documento ofrece ninguna garantía ni realiza manifestación alguna en relación con dichos datos. Las opiniones expresadas por WisdomTree en relación con el producto o la actividad del mercado, pueden variar. Ni WisdomTree, ni ninguna filial, ni ninguno de sus respectivos directivos, consejeros, socios o empleados aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que se derive del uso de este documento o de su contenido.

El presente documento podrá incluir declaraciones a futuro, incluyendo aseveraciones basadas en nuestras opiniones, expectativas y previsiones actuales con respecto al rendimiento de ciertas clases de activos y/o sectores. Las declaraciones a futuro están sujetas a determinados riesgos, incertidumbres e hipótesis. No es posible garantizar que dichas declaraciones sean exactas y los resultados reales podrían diferir sustancialmente de los anticipados en dichas declaraciones. WisdomTree le recomienda encarecidamente que no confíe excesivamente en estas declaraciones a futuro.

Cualquier rentabilidad pasada incluida en este documento se puede basar en pruebas retrospectivas. Las pruebas retrospectivas consisten en el proceso de evaluar una estrategia de inversión aplicándola a los datos históricos para simular la posible rentabilidad de dicha estrategia. Sin embargo, la rentabilidad basada en estas pruebas es puramente hipotética y se proporciona en este documento únicamente con fines informativos. Los datos derivados de pruebas retrospectivas no representan la rentabilidad real y no deben interpretarse como una indicación de la rentabilidad real o futura.