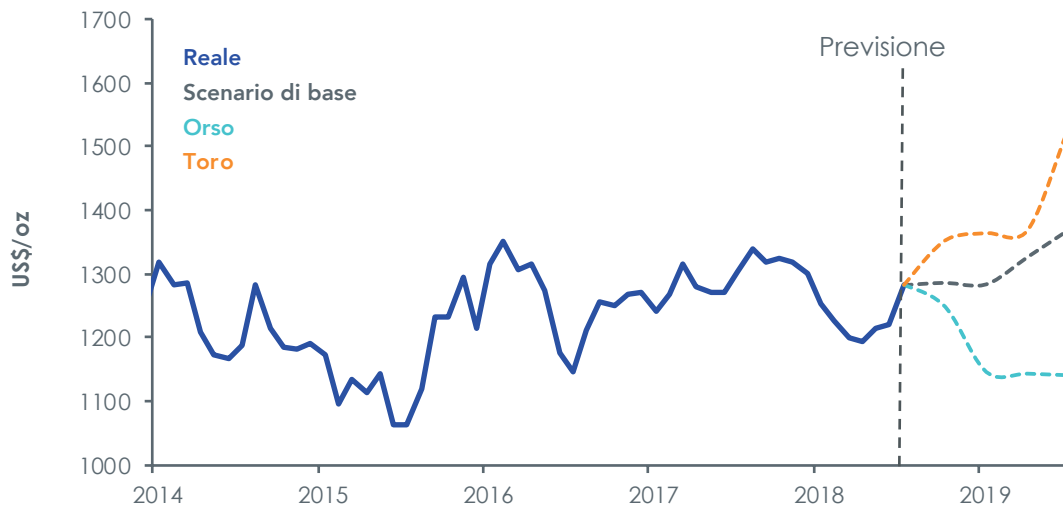


OUTLOOK SULL'ORO PER IL 2019: LA RIPRESA PROSEGUIRÀ

Gennaio 2019

L'oro ha segnato una ripresa alla fine del 2018. Il prezioso metallo ha recuperato la maggior parte delle perdite registrate dal giugno 2018. Un crollo del posizionamento speculativo sui future dell'oro ha spinto i prezzi al ribasso nel secondo semestre dell'anno; il sentiment nei confronti dell'oro sta chiaramente migliorando nelle ultime settimane. Ci aspettiamo che la ripresa continui poiché molti dei rischi prima ignorati dal mercato iniziano ora a essere prezzati. Il nostro scenario di base prevede che l'oro raggiunga il prezzo di 1.370USD l'oncia entro fine anno.

GRAFICO 1: PREVISIONI SUI PREZZI DELL'ORO



Fonte: WisdomTree Model Forecasts, Bloomberg Historical Data, dati disponibili al 31 dicembre 2018. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

Approccio

Avvalendoci del quadro già delineato nel nostro documento Gold outlook: gold to flatline out to June 2019 in the absence of shocks applichiamo le nostre view su inflazione, tassi di cambio, tassi d'interesse e sentiment degli investitori per realizzare delle proiezioni riguardo all'andamento dell'oro fino a fine anno.

Il posizionamento speculativo guida la ripresa

Nel 2018 il posizionamento speculativo è sceso al livello più basso dal 2001, poco prima di risalire verso la fine dell'anno. A giudicare dai flussi negli ETP (Exchange Traded Product) sull'oro, il sentiment verso il prezioso metallo è in evidente miglioramento. La volatilità dei mercati degli attivi nelle ultime settimane dell'anno è stata uno dei principali fattori trainanti della ripresa del posizionamento dell'oro. Lo S&P 500 ha perso il 14% e il Brent è sceso del 35% nell'ultimo trimestre del 2018. Inoltre, la volatilità di entrambi i benchmark è salita considerevolmente¹.

Lo shutdown degli uffici governativi negli USA ha scosso gli investitori, ricordando loro che il motore di crescita del mondo (almeno in tempi recenti) non è invincibile. Anche i timori concernenti la decelerazione del tasso di crescita in Cina hanno intaccato l'ottimismo degli investitori sugli asset ciclici.

La Fed continuerà con l'irrigidimento

Ci aspettiamo che la Federal Reserve (Fed) rialzi i tassi due volte nel 2019 (50bp), in linea con le recenti previsioni economiche della banca centrale². In linea anche con le previsioni del consensus da parte degli economisti e, tuttavia, i future dei Fed fund non stanno prezzando nessun rialzo dei tassi per il 2019. Concordiamo con la guidance della Fed poiché riteniamo che i dati economici del Paese siano sufficientemente buoni e il mercato del lavoro abbastanza contratto da incoraggiare il rialzo dei tassi da parte della banca centrale. Riconosciamo tuttavia che il rischio dei tassi è al ribasso – mentre in generale dovrebbe tendere al rialzo per i prezzi dell'oro.

Probabile inversione della curva dei rendimenti dei Treasury USA

Anche se ci aspettiamo un rialzo complessivo di 50bp dei tassi ufficiali entro il 4° trimestre 2019, pensiamo che i rendimenti delle obbligazioni decennali saliranno solo di circa 25bp, attestandosi al 3% nell'orizzonte temporale considerato. I rendimenti dei bond a 2 anni probabilmente cattureranno maggiori guadagni nei tassi ufficiali ma, più giù lungo la curva, assisteremo a un minore rialzo dei rendimenti. Ciò poiché la massiccia quantità di bond detenuta dalla Fed impedirà ai rendimenti di salire in maniera troppo aggressiva. Inoltre, nel breve periodo, saranno presumibilmente i recenti tagli alle tasse a ripercuotersi più di altri fattori sull'economia nel brevissimo termine. Mentre l'impatto della crescita si affievolisce su orizzonti temporali più lunghi il rialzo dei rendimenti sulla parte più lunga della curva sarà inferiore rispetto alla parte corta. Anche se molte persone considerano l'inversione della curva dei rendimenti un segnale finanziario di imminente contrazione economica riteniamo che un'inversione potrebbe verificarsi a causa delle ragioni ben più sgradevoli delineate nei paragrafi precedenti e, quindi, il movimento non precorre necessariamente una recessione economica. Se proprio, riteniamo che la Fed opererà per un orientamento "da colomba", in quanto sarà riluttante ad adottare misure troppo distanti dalla politica delle altre banche centrali. In effetti, i future sui Fed fund indicano che il mercato ritiene che la Fed interromperà i rialzi dei tassi quest'anno. Ciò potrebbe dimostrarsi propizio ai prezzi dell'oro durante il 2019.

¹ Ad esempio il VIX (volatilità implicita dello S&P 500) è salito oltre quota 36 il 24 dicembre 2018 prima di scendere leggermente a 25 il 31 dicembre 2018 rispetto a una media decennale di circa 18; la volatilità implicita del greggio a 3 mesi è salita a quota 51 il 27 dicembre 2018 prima di scendere leggermente a 48 il 31 dicembre 2018 da una media decennale di 32.

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

GRAFICO 2: PREVISIONE SUI RENDIMENTI NOMINALI DEI BOND DECENNALI USA



Fonte: WisdomTree Model Forecasts, Bloomberg Historical Data, dati disponibili al 31 dicembre 2018. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

L'apprezzamento del dollaro USA sarà di breve durata

Anche se la Fed resta l'unica maggiore banca centrale a rialzare i tassi d'interesse nel primo semestre dell'anno, ci aspettiamo che il dollaro USA continui ad apprezzarsi, soprattutto poiché, a giudicare dai future sui Fed fund, il mercato al momento non si aspetta nuovi irrigidimenti. Tuttavia, come per altre maggiori banche centrali – la Banca centrale europea, la Banca del Giappone, la Banca d'Inghilterra, ad esempio, iniziano a pensare alla normalizzazione della politica monetaria- potremmo assistere ad una riduzione dei differenziali dei tassi d'interesse e al deprezzamento del biglietto verde. Inoltre, a causa dell'indebitamento crescente negli USA – esacerbato dai recenti tagli ai tassi- ci aspettiamo un deprezzamento del dollaro USA.

GRAFICO 3: PREVISIONI SUL TASSO DI CAMBIO DEL DOLLARO USA



Fonte: WisdomTree Model Forecasts, Bloomberg Historical Data, dati disponibili al 31 dicembre 2018. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

Le pressioni inflazionistiche persisteranno ma saranno contenute dalla politica della Fed

L'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo USA (CPI) ha raggiunto un picco al 2,9% nel luglio 2018 ed è scesa al 2,2% nel novembre 2018. La volatilità dei prezzi dell'energia è stata in larga parte responsabile di entrambi i movimenti di ascesa e ribasso. Ci aspettiamo che l'irrigidimento della Fed continui a mantenere sotto controllo l'inflazione trainata dalla domanda ma una ripresa dei prezzi del petrolio probabilmente spingerà l'inflazione al rialzo a livello headline. Prevediamo un lieve aumento dell'inflazione al 2,3% entro fine anno.

GRAFICO 4: PREVISIONI SULL'INFLAZIONE DELL'INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO (CPI)



Source: WisdomTree Model Forecasts, Bloomberg Historical Data, dati disponibili al 31 dicembre 2018. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

Cosa contribuirà al miglioramento del sentiment verso l'oro?

In sintesi, i driver economico/monetari dell'oro -modesti rialzi dei tassi d'interesse, lieve apprezzamento seguito da deprezzamento del dollaro USA e marginale rialzo dell'inflazione- non sposteranno in misura significativa l'ago della bilancia per il prezioso metallo. Riteniamo che i prezzi dell'oro chiuderanno verso l'alto il periodo oggetto delle previsioni, principalmente grazie al sentiment, in costante ripresa. Tale processo è già iniziato durante l'ultima settimana del 2018 quando la maggior parte dei mercati ha mostrato un'eccessiva volatilità. Nel 2018 si sono verificati molteplici sprazzi di volatilità sui listini ma per la maggior parte i titoli azionari del mondo sviluppato hanno dato prova di resistenza, fenomeno che comunque non garantisce si verifichi altrettanto in occasione del prossimo shock. Da notare che l'ultima volta in cui il posizionamento speculativo sull'oro ha raggiunto livelli così bassi come nel 2018 eravamo nel 2001: ossia l'anno in cui emergevano i primi segnali della crisi del debito in Argentina e in cui implodeva il sopravvalutato settore tecnologia. L'oro ha reagito allo scenario di stress ma in ritardo. I prezzi dell'oro sono saliti del 25% nel 2002 (rispetto al 2% del 2001) ³.

Esistono altri rischi che potrebbero sostenere l'oro in quanto storicamente considerato un bene rifugio, i quali potrebbero spingere verso l'alto le posizioni nei future:

- + Mancato accordo sulla Brexit: il primo ministro britannico sembra non avere supporto a sufficienza per i termini dell'accordo di uscita dall'UE che aveva negoziato sotto la sua responsabilità. Anche se è sopravvissuta ad un voto di sfiducia del suo stesso partito è evidente come la proposta raccolga un'anime dissenso da parte di tutti i membri del parlamento, sia favorevoli che contrari alla Brexit. Rinegoziare i termini dell'uscita dall'UE sembra impossibile a questo punto ed è quindi difficile ipotizzare come l'accordo odierno possa soddisfare entrambe le parti. A nostro avviso è probabile che si negozi

una qualche forma di estensione oltre la scadenza del 30 marzo. Esiste tuttavia il rischio che ciò non si verifichi e che non ci sia alcun accordo di uscita. Lasciare l'UE con modalità così incerte danneggerebbe sia il Regno Unito che l'UE. Anche se ci fosse un'estensione dei tempi di uscita, l'incertezza continuerà ad aleggiare e ciò sosterrà la domanda di asset considerati sicuri.

- + Guerre commerciali: la nostra ipotesi di lavoro prevede che il rafforzamento del protezionismo negli USA non danneggi la domanda economica globale. In effetti stanno emergendo alcuni segnali di distensione tra gli Stati Uniti e la Cina. Tuttavia, segnali analoghi sono emersi anche in passato per poi portare invece ad un deterioramento dei rapporti. Se le misure protezionistiche dovessero inasprirsi sia da una parte che dall'altra a mo' di rappresaglia, il mercato potrebbe scivolare in modalità risk-off.
- + Il governo USA è attualmente in shutdown mentre il Presidente Trump non ottiene l'autorizzazione del congresso per finanziare la costruzione del muro al confine con il Messico. Se il rischio di stallo si prolungasse ciò potrebbe sostenere la domanda per gli attivi considerati sicuri. In effetti, anche se le attività amministrative riprendessero presto, il rischio che l'amministrazione Trump usi di continuo la minaccia di blocco governativo come strategia per bypassare il congresso probabilmente intaccherà la fiducia degli investitori negli attivi ciclici.

Nelle nostre previsioni riportiamo il posizionamento speculativo nei future sull'oro a livelli coerenti con quanto osservato negli ultimi cinque anni.

GRAFICO 5: POSIZIONAMENTO SPECULATIVO NEI FUTURE SULL'ORO



Fonte: WisdomTree Model Forecasts, Bloomberg Historical Data, dati disponibili al 31 dicembre 2018. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

Combinando i fattori economici, monetari e trainati dal sentiment che incidono sull'andamento dell'oro, riteniamo che il prezioso metallo raggiungerà i 1.370USD l'oncia entro la fine dell'anno.

³ Fonte: calcoli di WisdomTree con dati di Bloomberg.

Scenari alternativi

Abbiamo anche sviluppato scenari alternativi per l'oro, come riassunto nel grafico di cui sotto. La maggior parte della sensibilità proviene dalla nostra misurazione del sentiment e del posizionamento speculativo. Anche nel nostro scenario ribassista ("orso") incrementiamo il posizionamento in territorio positivo. Nel nostro scenario rialzista ("toro"), presupponiamo che la Fed consenta all'economia di riscaldarsi, rialzando i tassi solo una volta, fattore che riduce le pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari, contribuisce al deprezzamento del dollaro USA e mantiene l'inflazione elevata al 2,9%. Nel caso "orso", per contro, presupponiamo un orientamento più aggressivo della banca centrale statunitense, con un impatto maggiore sui rendimenti obbligazionari a più lunga scadenza. Il dollaro USA si apprezza mentre la Fed sorprende il mercato con l'adozione di una politica da "falco".

4°T 2019	Base	Orso	Toro
Previsioni sulla politica della Fed	2 rialzi dei tassi	3 rialzi dei tassi	1 rialzo dei tassi
Previsioni d'inflazione	2.3%	1.7%	2.5%
Previsioni sui rendimenti nominali a 10 anni	3.0%	3.5%	2.9%
Previsioni sul tasso di cambio dello USD (DXY)	96	103	92
Previsioni sul posizionamento speculativo	100k	10k	200K
Previsioni sul prezzo dell'oro	US\$1369/oz	US\$1141/oz	US\$1530/oz

Fonte: WisdomTree Model Forecasts, Bloomberg Historical Data, dati disponibili al 31 dicembre 2018. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

CONCLUSIONE

Nel nostro scenario di base, ci aspettiamo che i prezzi dell'oro salgano, toccando i 1.370 USD l'oncia entro il 4° trimestre del 2019, soprattutto in conseguenza della ripresa del posizionamento speculativo sul mercato dei future. Anche il deprezzamento del dollaro USA e qualche lieve aumento dell'inflazione contribuiranno al rialzo dell'oro.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Comunicazioni emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE"): Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Comunicazioni emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE: Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta.

Solo per clienti professionali. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a titolo meramente informativo e non costituiscono né un'offerta di vendita né una sollecitazione di un'offerta di acquisto di titoli o azioni. Il presente documento non deve essere utilizzato come base per una qualsiasi decisione d'investimento. Gli investimenti possono aumentare o diminuire di valore e si può perdere una parte o la totalità dell'importo investito. Le performance passate non sono necessariamente indicative di performance future. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente.

Il presente documento non è, e in nessun caso deve essere interpretato come, una pubblicità o qualsiasi altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni o titoli negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli Stati Uniti. Né il presente documento né alcuna copia dello stesso devono essere acquisiti, trasmessi o distribuiti (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti.

Il presente documento può contenere commenti indipendenti sul mercato redatti da WisdomTree sulla base delle informazioni disponibili al pubblico. Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.

Il presente documento può contenere dichiarazioni previsionali, comprese dichiarazioni riguardanti le attuali aspettative o convinzioni in relazione alla performance di determinate classi di attività e/o settori. Le dichiarazioni previsionali sono soggette a determinati rischi, incertezze e ipotesi. Non vi è alcuna garanzia che tali dichiarazioni siano esatte, e i risultati effettivi possano discostarsi significativamente da quelli previsti in dette dichiarazioni. WisdomTree raccomanda vivamente di non fare indebito affidamento sulle summenzionate dichiarazioni previsionali.

I rendimenti storici ricompresi nel presente documento potrebbero essere basati sul back test, ossia la procedura di valutazione di una strategia d'investimento, che viene applicata ai dati storici per simulare quali sarebbero stati i rendimenti di tale strategia. Tuttavia, i rendimenti basati sul back test sono puramente ipotetici e vengono forniti nel presente documento a soli fini informativi. I dati basati sul back test non rappresentano rendimenti effettivi e non devono intendersi come un'indicazione di rendimenti effettivi o futuri.