

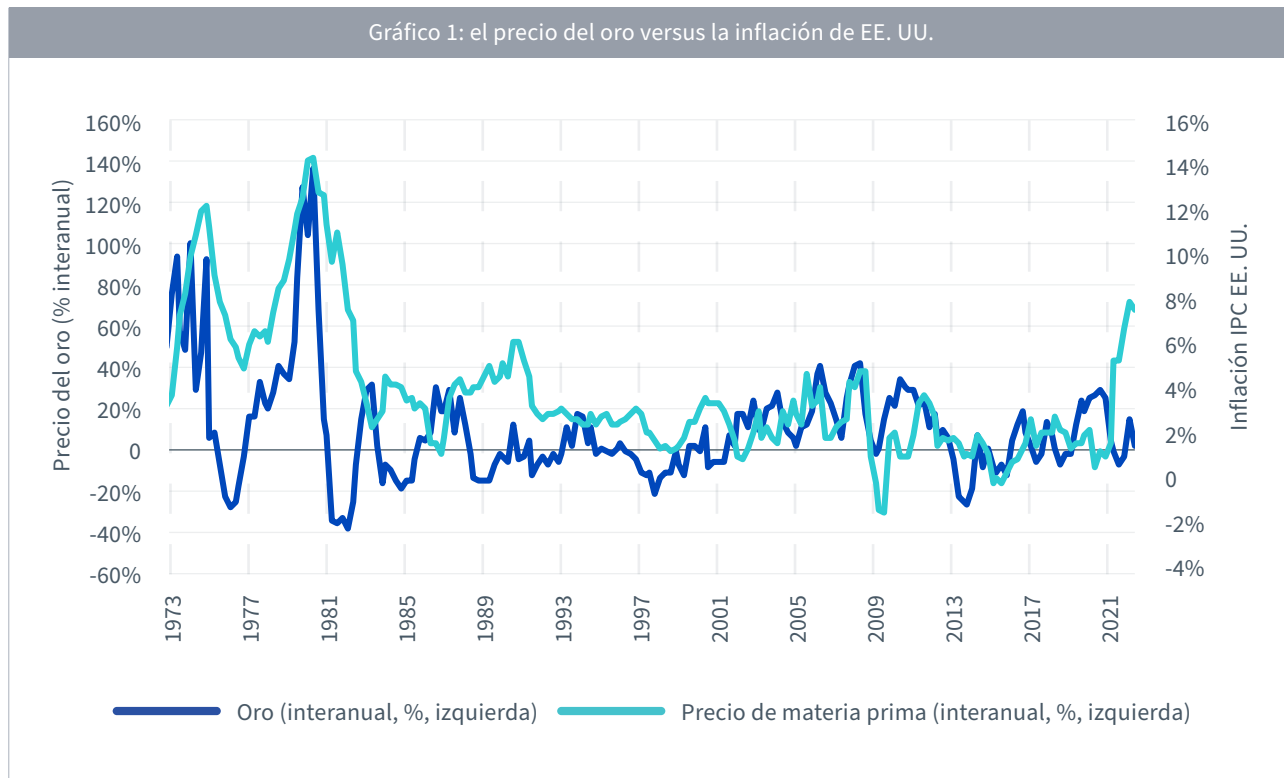
Market Insight

Perspectivas del oro para el 3T de 2023: la cobertura contra la inflación y la desaceleración del crecimiento económico

Octubre 2022

2 Market Insight

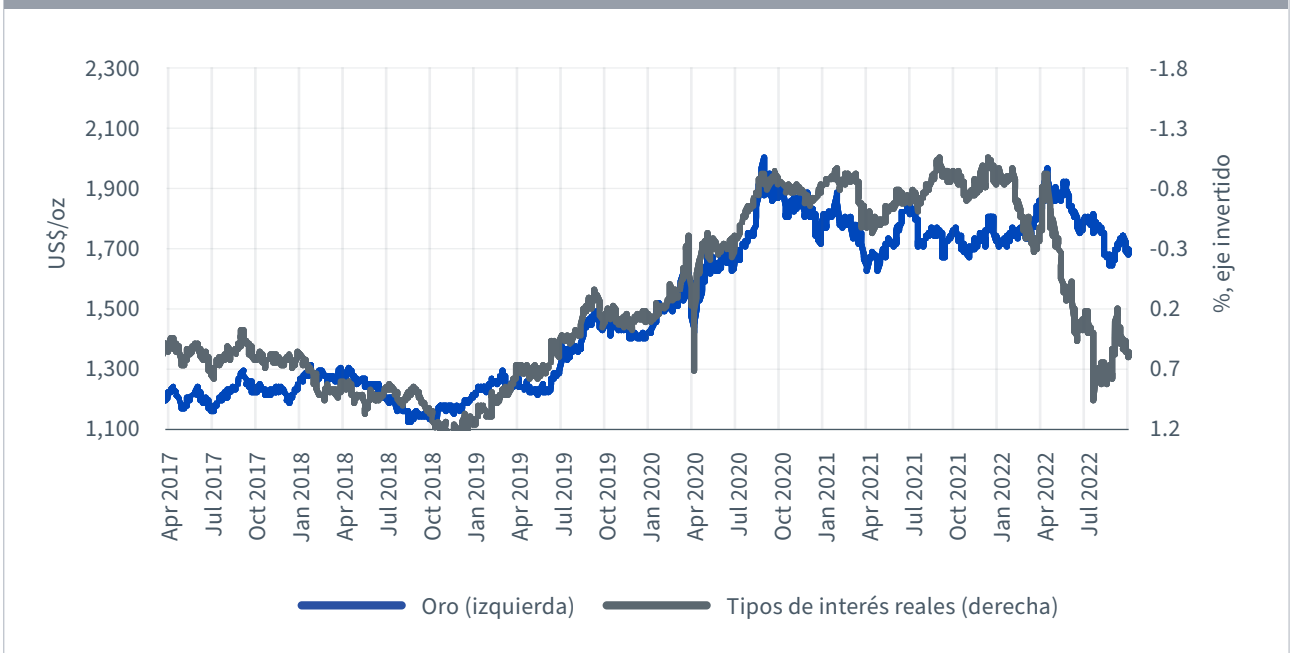
Muchos comentaristas han expresado su decepción respecto al oro porque no se ha apreciado tanto como lo ha hecho en períodos anteriores de inflación elevada (Gráfico 1).



Fuente: Bloomberg. Datos trimestrales comprendidos entre el primer trimestre de 1973 y el segundo trimestre de 2022. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

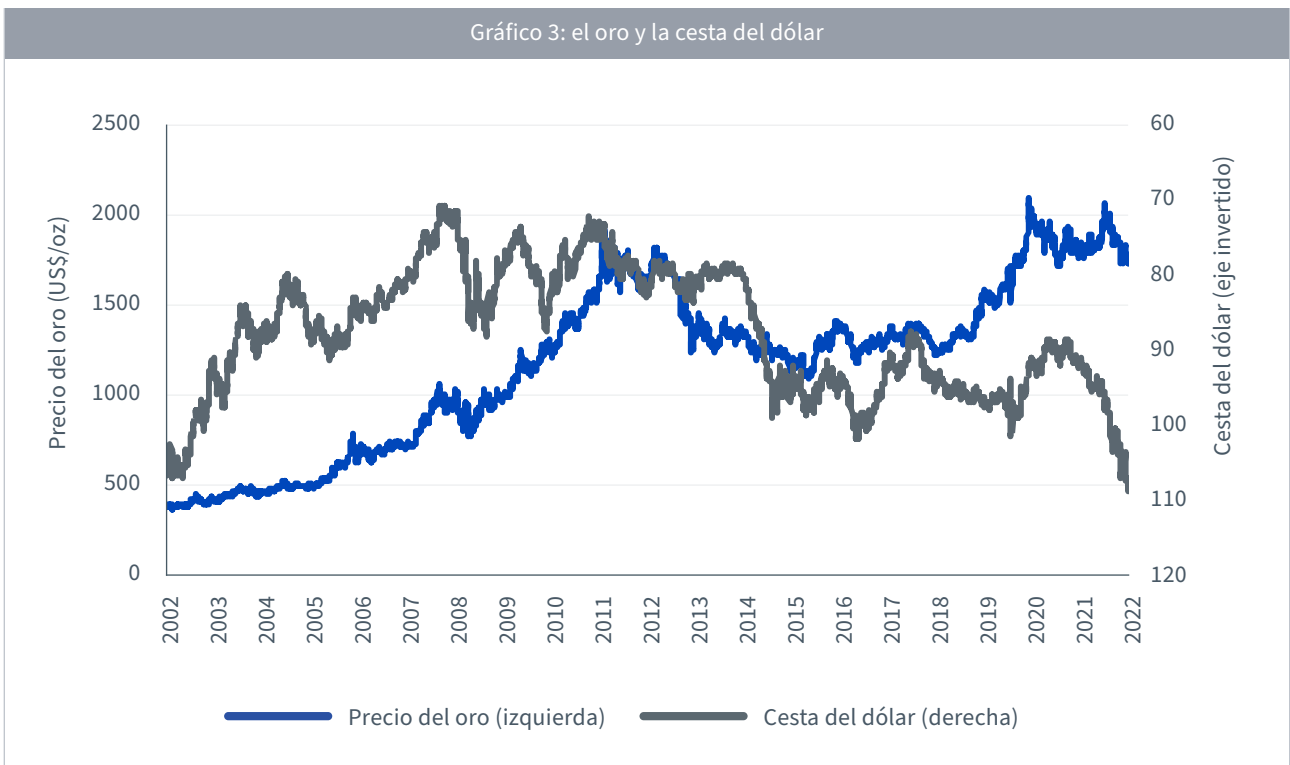
Sin embargo, el oro está enfrentando obstáculos surgidos de la fortaleza del dólar (Gráfico 2) y la venta generalizada de bonos (Gráfico 3). Frente a ambos factores, el metal precioso parece estar manteniendo valor mucho mejor de lo que las relaciones históricas (univariadas) indicarían.

Gráfico 2: el oro versus los tipos de interés real (rendimiento de los bonos del Tesoro con protección inflacionista)



Fuente: Bloomberg, WisdomTree. Período de análisis: abril 2017 - agosto 2022. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

Gráfico 3: el oro y la cesta del dólar

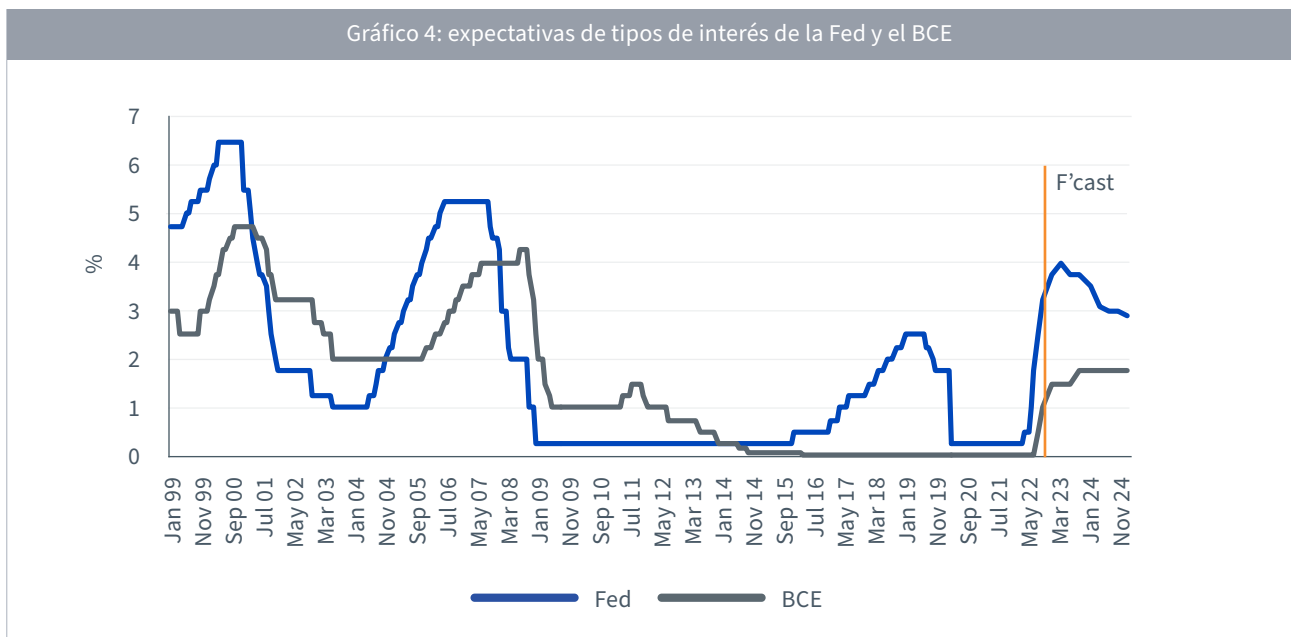


Fuente: Bloomberg, WisdomTree. Período de análisis: 24 de junio de 2002 – 9 de septiembre de 2022. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

4 Market Insight

Analizando los datos mensuales históricos a partir de 1980, en períodos en donde la inflación ha estado por encima del 3,5%, el oro ha promediado beneficios anualizados del 9%. Sin embargo, si filtramos los datos en los meses en los que el dólar obtuvo una apreciación anual superior al 10%, vemos que el metal ha promediado solamente un -16%¹. La fortaleza del dólar, como la que estamos experimentando hoy, raramente está asociada con la fortaleza del precio del oro, incluso en momentos de inflación elevada.

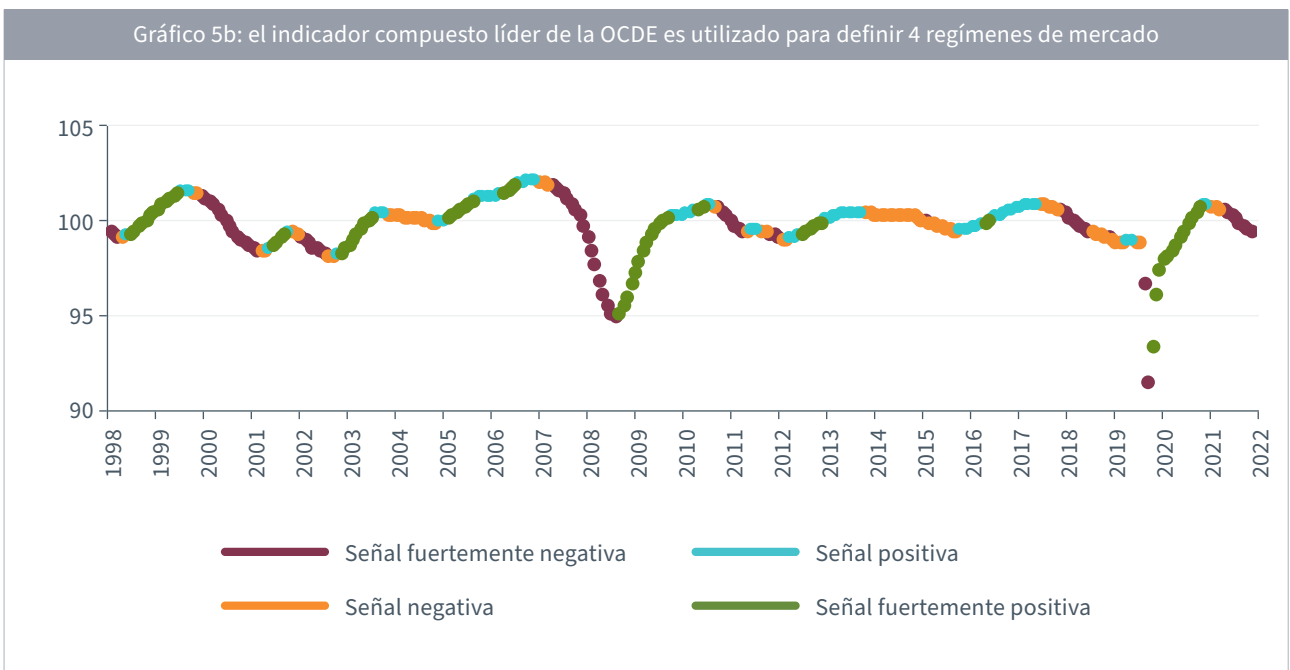
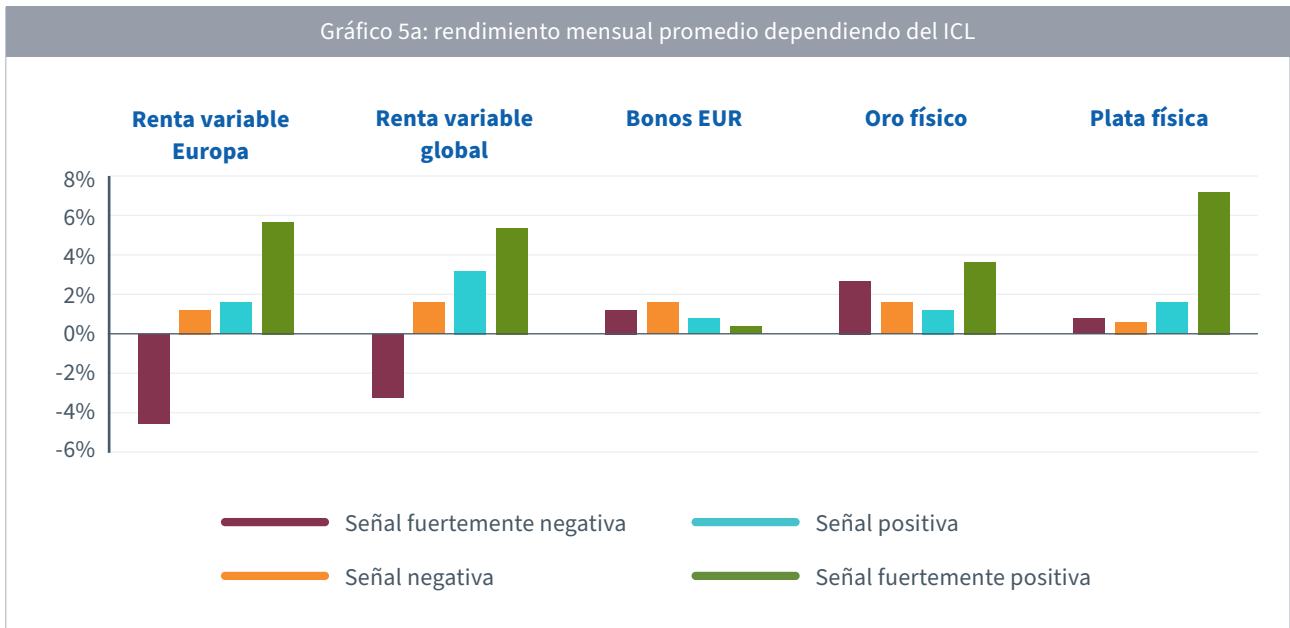
El dólar tiene el potencial de seguir apreciándose. La Reserva Federal (Fed) ha incrementado más los tipos de interés y a un ritmo más rápido que el Banco Central Europeo (BCE), mientras que el Banco de Japón (BoJ) está resistiendo cualquier restricción monetaria (ver el informe titulado [“Navegando en terrenos inexplorados entre crecimiento e inflación”](#)). Esto ha ampliado los diferenciales de tipos de interés entre los EE. UU. y sus principales divisas de contraparte. Asimismo, es probable que los diferenciales de tipos continúen ampliándose por varios meses en caso de que las expectativas de tipos del consenso estén en lo correcto (Gráfico 4).



Fuente: WisdomTree, Bloomberg. Período de análisis: enero 1999 – septiembre 2022. Las estimaciones que van desde septiembre de 2022 a diciembre de 2024 fueron extraídas de las encuestas de consenso de Bloomberg. **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

¹ Fuente: datos Bloomberg, cálculos de WisdomTree. Los datos corresponden al período de enero de 1980 y agosto de 2022.

Al oro le va bien en momentos de desaceleración económica o recesiones, tal como se observa en su rentabilidad durante periodos de fuertes resultados negativos del Indicador Compuesto Líder (ICL) mostrado en el Gráfico 5.



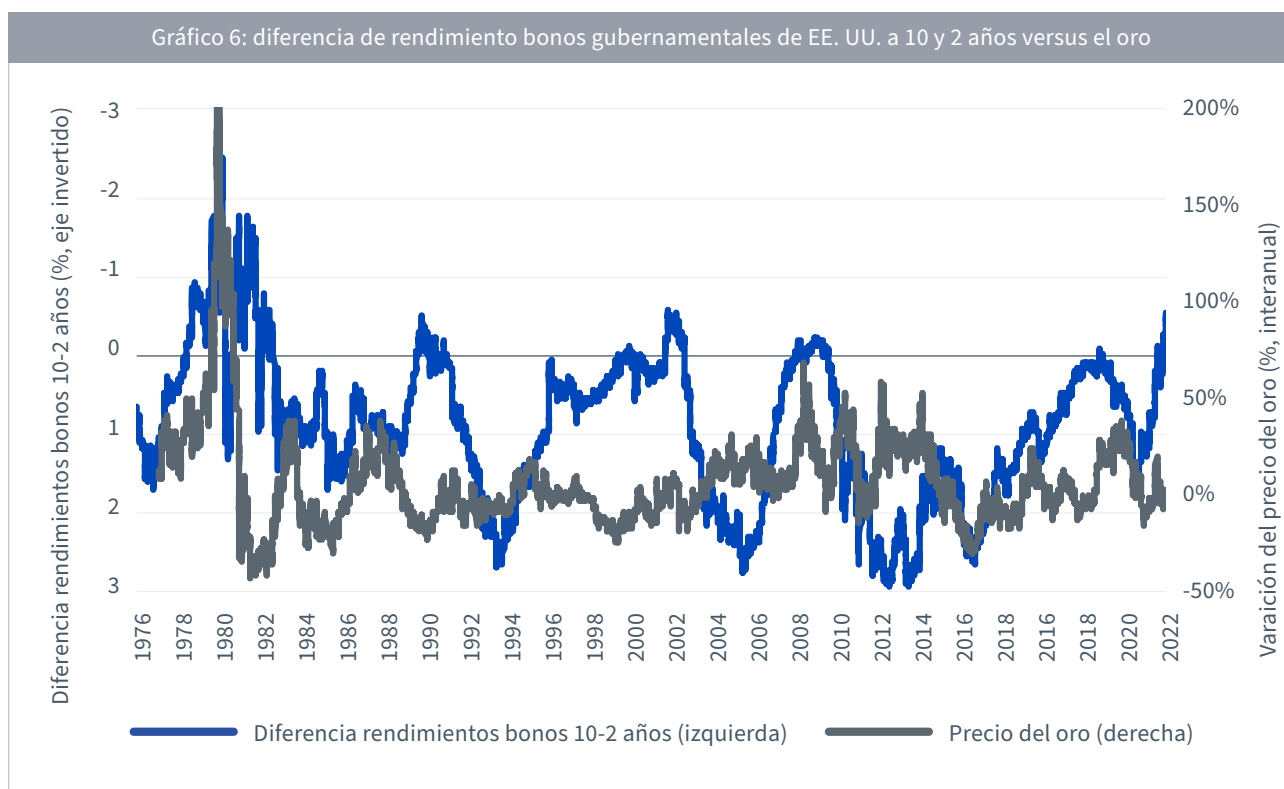
Fuente: WidomTree, Bloomberg. Período de análisis: julio 1998 – junio 2022. La OCDE es la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Los cálculos están basados en las rentabilidades mensuales en USD. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

6 Market Insight

Tal como hemos resaltado en [nuestros informes de perspectivas más genéricos](#), los riesgos de recesión están aumentando. Una medida de esto es la inversión de la curva de rendimiento de los bonos. Hoy, estamos ante una de las más fuertes inversiones de aplanamiento bajista registradas desde 1981 (Gráfico 6). Esto apunta a una fuente de fortaleza del oro que no se veía en décadas.

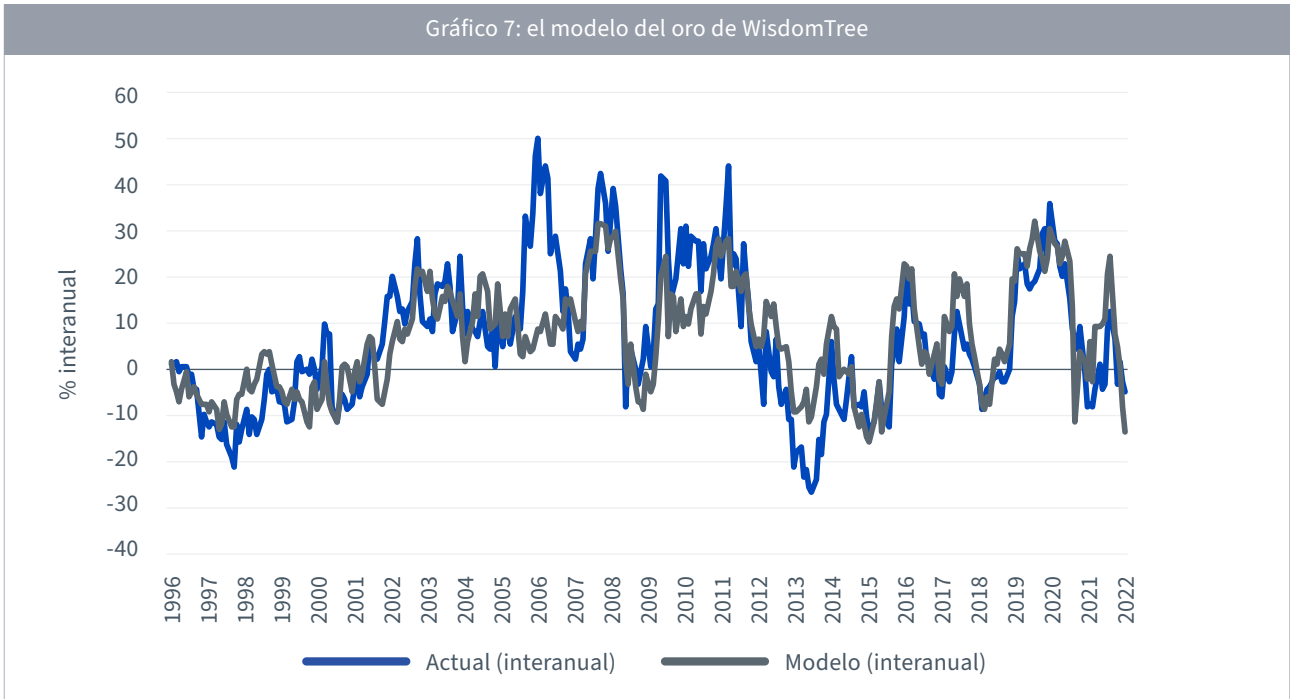
Ejemplos prominentes de aplanamientos bajistas pasados incluyen:

- + Cuando la inversión de la curva repercutió de manera positiva sobre el precio del oro entre agosto de 1978 y julio de 1982 (con una rentabilidad nominal acumulada del 66%).
- + Entre junio de 2006 y junio de 2007, cuando la inversión de la curva fue positiva para el precio del oro (con una rentabilidad nominal acumulada del 10%).



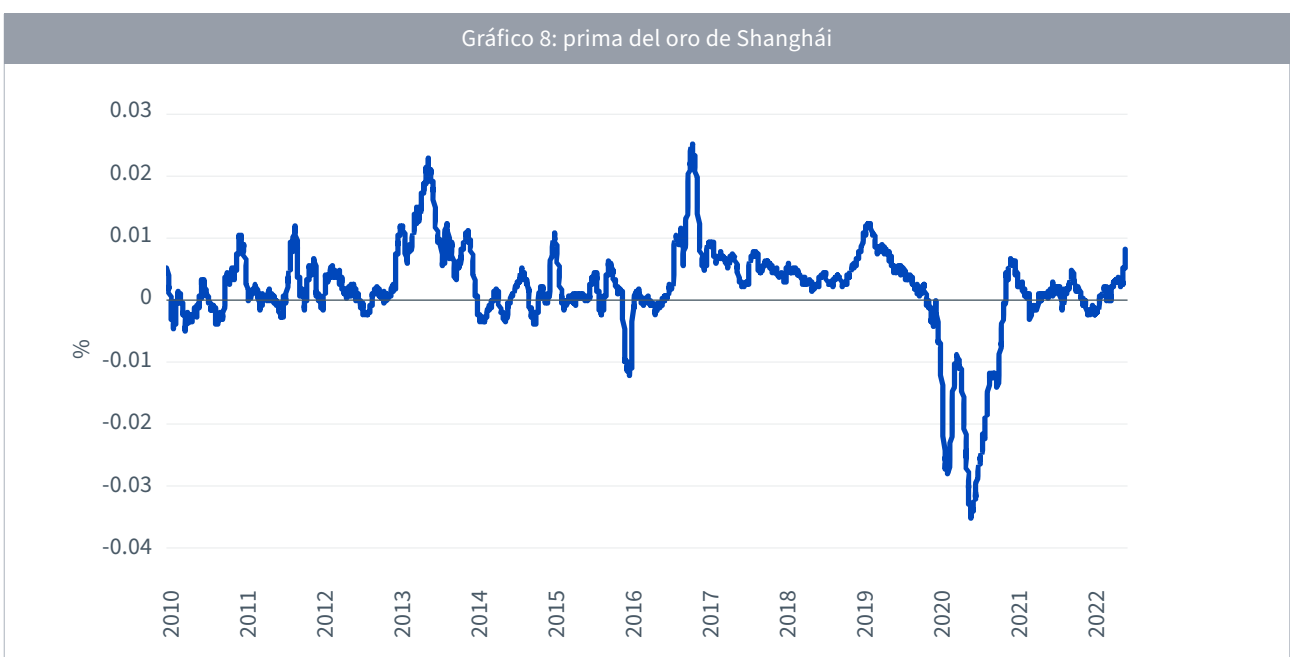
Fuente: WisdomTree, Bloomberg. Período: junio 1976 – septiembre 2022. La inversión de la curva de rendimiento la definimos cuando es negativa la diferencia entre los rendimientos de los bonos a 10 y 2 años. Cuando los rendimientos de los títulos a 2 años aumentan más rápido que los de 10, lo identificamos como un aplanamiento bajista. En cambio, cuando los rendimientos de los títulos a 10 años caen más rápido que los de 2, lo identificamos como un aplanamiento al alza. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

Por más de que la inversión de la curva de rendimiento no sea algo que esté explícitamente en nuestro modelo interno de proyecciones, puede ser válido para ver por qué al oro le está yendo mejor de lo que hubiéramos esperado. Nuestro modelo indica (tal como es descrito en nuestro informe titulado [“Oro: cómo valoramos al metal precioso”](#)) que el oro tendría que haber caído un 15% anualizado en agosto de 2022 por la presión del fortalecimiento del dólar y la caída de precio de los bonos (Gráfico 7). Sin embargo, el oro solamente ha caído un 5%. Podemos concluir que los riesgos de recesión lo continúan respaldando más de lo que nuestro modelo sugiere hacia adelante.



Fuente: Bloomberg, modelo de precios de WisdomTree. Período de análisis: marzo 1996 – agosto 2022. **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

Al desarrollar nuestros modelos de estimaciones, descubrimos que una vez que Ud. controla los tipos de cambio, los rendimientos de los bonos, la inflación y el sentimiento de los inversores, las variaciones de la oferta y demanda física no tienen estadísticamente un impacto significativo sobre los precios. Sin embargo, esto no significa que el mercado físico no tenga ninguna influencia sobre éstos, ya que una fuerte demanda física puede otorgarle cierto suelo a los precios del oro en circunstancias específicas. En 2013, cuando los inversores redujeron fuertemente su exposición al oro, la demanda física del metal aumentó sustancialmente en China (los precios bajos impulsaron sustancialmente la demanda de los consumidores). Esto condujo a un aumento repentino de la prima del oro en Shanghái (es decir, el porcentaje del precio del oro operado en Shanghái por encima del precio spot general). Asimismo, ahora estamos comenzando a ver que la prima del oro de Shanghái vuelve a subir (Gráfico 8), lo cual podría indicar de nuevo un fuerte interés por parte del sector minorista en China.



Fuente: Bloomberg, WisdomTree. Período de análisis: 1º de junio de 2010 - 14 de septiembre de 2022. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

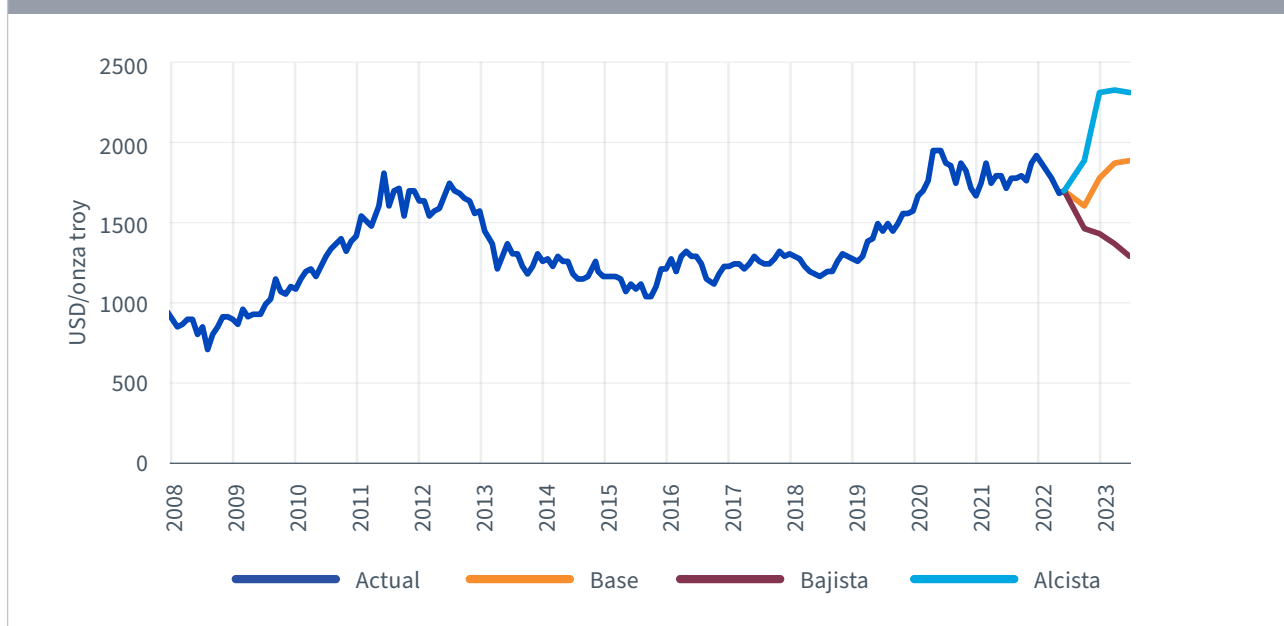
8 Market Insight

Las perspectivas del oro utilizando el modelo de estimaciones de WisdomTree

Basados en las perspectivas macroeconómicas presentadas [en nuestros informes de análisis más genéricos](#), establecemos para el oro unas perspectivas consistentes (caso base) utilizando el modelo descrito en [“Oro: cómo valoramos al metal precioso”](#). También presentamos casos de escenarios alcistas y bajistas.

- + **Escenario base:** En nuestro escenario base, esperamos que el dólar continúe apreciándose a lo largo del período proyectado hasta el tercer trimestre de 2023. También esperamos que los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años aumenten hasta el tercer trimestre de 2023, después de lo cual caerían a medida que la Reserva Federal completa su fase de subidas de tipos de interés. Esperamos que el central estadounidense incremente el interés de referencia de los fondos de la Fed al 4%. Esto es notablemente superior a lo que pensamos que alcanzarán los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años. Es probable que esto mantenga invertida la curva de los rendimientos, lo cual es un indicio del próximo debilitamiento económico. Al oro tiende a irle bien en escenarios recesivos. Además, mantenemos unas proyecciones superiores a lo que el consenso de mercado prevé con respecto a la inflación. En el tercer trimestre de 2023, la inflación en EE. UU. se anclará firmemente en un nivel elevado del 5%. Esto también debería respaldar a los precios del oro. Con respecto al posicionamiento especulativo sobre el metal, lo proyectamos en torno a los niveles actuales, a partir de septiembre de 2022 para todo el período estimado. En este escenario, el oro podría subir desde los \$1720/oz de principios de septiembre de 2022, a los \$1910/oz para finales de septiembre de 2023.
- + **Escenario alcista:** En este escenario (de menor probabilidad), la Reserva Federal deja de subir los tipos más temprano. Esto cede la presión alcista sobre los rendimientos de los bonos a 10 años. También reduce el diferencial de tipos entre EE.UU. y otros países, dándole espacio al dólar para que se deprecie. No obstante, el detenimiento temprano del ciclo de subidas de tipos dejará que la inflación aumente más de lo esperado que en el escenario base. Con respecto al posicionamiento, el sentimiento de los inversores hacia el oro repunta en el escenario alcista desde un nivel relativamente reducido de 150 mil contratos netos largos durante el horizonte proyectado. Asimismo, en este escenario el oro podría aumentar desde los \$1720/oz de principios de septiembre de 2022, a los \$2330/oz para finales de septiembre de 2023.
- + **Escenario bajista:** En el escenario bajista, la Fed adopta un accionar mucho más agresivo y, al hacerlo, presiona mucho más al alza a los rendimientos de los bonos a 10 años. La Fed será exitosa en reducir a la inflación por debajo del 2% y, por lo tanto, el oro perderá todo respaldo de carácter inflacionista. El dólar también se apreciará (marginalmente) más rápido que en el escenario base, a medida que la Fed adopta una posición más restrictiva que otros bancos centrales. Con respecto al posicionamiento, el interés de los inversores por los metales se reduce a casi la mitad de la cantidad de contratos netos largos registrados en septiembre de 2022.

Gráfico 9: las estimaciones del precio del oro



Fuente: el modelo de estimaciones de WisdomTree, los datos históricos de Bloomberg y los datos disponibles al cierre del 31 de agosto de 2022. **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

Base				
	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023
Proyección de la inflación	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%
Proyección de los rendimientos nominales a 10 años	3.30%	3.50%	3.40%	3.35%
Estimación del valor del USD (DXY)	111	112	113	114
Estimación del posicionamiento especulativo	100 mil	100 mil	100 mil	100 mil
Estimación del precio del oro	\$1635/oz	\$1805/oz	\$1895/oz	\$1910/oz

Alcista				
	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023
Proyección de la inflación	10.0%	9.5%	9.0%	8.0%
Proyección de los rendimientos nominales a 10 años	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Estimación del valor del USD (DXY)	108	105	104	99
Estimación del posicionamiento especulativo	150 mil	150 mil	150 mil	150 mil
Estimación del precio del oro	\$1910/oz	\$2340/oz	\$2352/oz	\$2330/oz

Bajista				
	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023
Proyección de la inflación	7.0%	5.7%	3.9%	1.8%
Proyección de los rendimientos nominales a 10 años	3.70%	4.30%	4.68%	4.74%
Estimación del valor del USD (DXY)	112	113	114	115
Estimación del posicionamiento especulativo	100 mil	90 mil	75 mil	50 mil
Estimación del precio del oro	\$1480/oz	\$1460/oz	\$1390/oz	\$1315/oz

Fuente: WisdomTree. **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

Conclusiones

Si bien el dólar y el mercado de bonos están obstaculizando al oro, la fuerte inflación lo respalda. En nuestro escenario base, contemplamos una desaceleración del ritmo de apreciación del billete verde y de los rendimientos de los bonos (por más que aumenten de todos modos). Mientras tanto, el oro continuará contando con el respaldo de la inflación que se mantiene por encima del objetivo de la Fed por un margen de algún modo considerable. Por su parte el sentimiento de los inversores hacia el metal podría dejar de caer. Esto podría dar lugar a una subida significativa de la cotización del oro desde aproximadamente los \$1650/oz al momento de redacción de este informe (20 de septiembre de 2022), a los \$1910/oz para el tercer trimestre de 2023 (+15%).

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.