



Market Insight

Outlook per l'oro al 3° trimestre del 2024: galvanizzato dagli eventi geopolitici

Novembre 2023

Nel momento della pubblicazione di questo Outlook, è chiaro che l'oro ha tratto vantaggio dalle tensioni geopolitiche. La guerra tra Israele e Gaza ha spinto molti a cercare beni rifugio e l'oro rappresenta uno dei principali contendenti.

Tuttavia, nelle settimane precedenti a questa pubblicazione, il metallo è stato incalzato da due venti contrari: l'apprezzamento del dollaro statunitense e il sell-off dei titoli obbligazionari. L'oro ha resistito relativamente bene a queste pressioni, ma ha iniziato a piegarsi e, verso la fine di settembre, il prezzo della media mobile a 50 giorni è sceso al di sotto di quello della media mobile a 200 giorni. Questo è ciò che gli analisti tecnici chiamano "croce della morte". Tuttavia, nonostante il nome inquietante, tale indicatore tecnico è spesso sinonimo di un nuovo punto di partenza. Infatti, l'oro è rimbalzato in modo significativo, nonostante l'intensificarsi dei venti contrari sui mercati obbligazionari e valutari.

Pur non conoscendo la durata o la gravità della guerra, la destabilizzazione del Medio Oriente ci ricorda che le tensioni geopolitiche, finanziarie o economiche possono esplodere all'improvviso e che il momento migliore per detenere un "asset assicurativo" è quello che precede l'evento. L'oro è quindi un asset strategico prezioso.

Mentre la domanda istituzionale del metallo rimane sommersa da mesi, la domanda al dettaglio, soprattutto in Cina e in Turchia, è molto forte. Quest'anno anche le banche centrali sono state molto attive sui mercati dell'oro e non crediamo che tale tendenza si attenuerà. Sebbene la domanda in queste aree possa sembrare una reazione ai timori locali, riteniamo che a livello mondiale gli investitori istituzionali siano sempre più preoccupati dei rischi globali, sia geopolitici che finanziari, e cerchino maggiori strumenti di copertura.

Riconosciamo che la lotta per attirare l'attenzione degli investitori istituzionali sarà ardua dato che asset difensivi come i titoli di Stato USA offrono un rendimento (fino alla scadenza) superiore al 5% su 2 anni e vicino al 5% su 10 anni, rispetto a un asset a rendimento zero come l'oro. Tuttavia, il metallo ha dimostrato di offrire una copertura molto efficace contro i rischi finanziari, geopolitici e inflazionistici. Se, fino a qualche settimana fa, si pensava che i rischi inflazionistici fossero ormai sotto controllo, un nuovo rialzo dei prezzi dell'energia ha portato molti a mettere in dubbio questa convinzione (il che, ancora una volta, dovrebbe favorire la domanda di strumenti di copertura).

Eventi geopolitici e oro

L'oro è inoltre considerato un bene rifugio. Questo significa che durante i periodi di incertezza economica o di maggiore rischio geopolitico, gli investitori si sono storicamente rivolti al metallo prezioso in cerca di protezione, spingendone il prezzo al rialzo. Pertanto, esso può agire come una sorta di assicurazione per il portafoglio, contribuendo a offrire protezione dai ribassi durante le fasi di turbolenza dei mercati. La nostra analisi mostra che quando l'indice del rischio geopolitico (GPR Index) è salito di 1 standard deviation al di sopra della propria media storica (indicando un'escalation della tensione geopolitica), l'oro è cresciuto in media del 9% su base annua (y-o-y), mentre negli stessi mesi l'S&P 500 Equity Index è sceso dell'8,6% y-o-y¹. La Figura 1 mostra l'andamento dell'oro dopo una serie di eventi finanziari e geopolitici di rilievo.

Figura 1: Andamento dell'oro dopo alcuni eventi finanziari e geopolitici

	Data dell'evento	Variazione del prezzo dell'oro un anno dopo	Variazione del prezzo dei titoli azionari mondiali un anno dopo	Sovrapperformance relativa dell'oro
Annuncio del deficit pubblico della Grecia	20/10/2009	26,5%	4,4%	22,1%
Crisi finanziaria globale	15/09/2008	31,6%	-12,7%	44,3%
Attacco terroristico dell'11 settembre	11/09/2001	16,9%	-15,1%	32,0%
Bolla delle dot-com	11/03/2000	-6,0%	-17,5%	11,5%
Desert Storm (prima Guerra del Golfo)	02/08/1990	-3,5%	-2,9%	-0,5%
Crash delle obbligazioni spazzatura	13/10/1989	6,9%	-16,0%	22,9%
Lunedì nero	19/10/1987	-11,6%	-0,7%	-10,8%
Dimissioni di Nixon	09/08/1974	14,9%	4,4%	10,5%
Guerra dello Yom Kippur	06/10/1973	47,4%	-42,0%	89,4%

Fonte: Bloomberg, WisdomTree. Da gennaio 1971 a ottobre 2023. L'oro si basa sui prezzi spot di Bloomberg e l'azionario sull'S&P 500 Index. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Sottolineiamo che non conosciamo la durata e la gravità delle attuali turbolenze in Medio Oriente, ma storicamente l'oro ha rappresentato un valido strumento di copertura.

Mercati obbligazionari e oro

I mercati si aspettano che la Federal Reserve (Fed) mantenga i tassi di interesse "più alti più a lungo". A differenza della maggior parte dei relativi cicli, in cui i tagli entrano in gioco poco dopo l'ultimo rialzo, i mercati obbligazionari prevedono che ci sarà una lunga pausa in cui gli stessi rimarranno elevati. Questo ha portato i rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni al livello più alto dal 2007 e quelli reali ai massimi dal 2008.

Tuttavia, il metallo giallo tiene duro e continua a sfidare i rapporti storici tra rendimenti reali e oro.

1. Sulla base di dati sulla crescita annua da gennaio 1986 a settembre 2023. Oro sulla base dei prezzi spot di Bloomberg, dei dati dell'S&P 500 di Bloomberg e del rischio geopolitico (indice GPR) preso da <https://www.matteocioviello.com/gpr.htm>

Figura 2: Oro e tassi reali (rendimento dei titoli di Stato protetti contro l'inflazione)



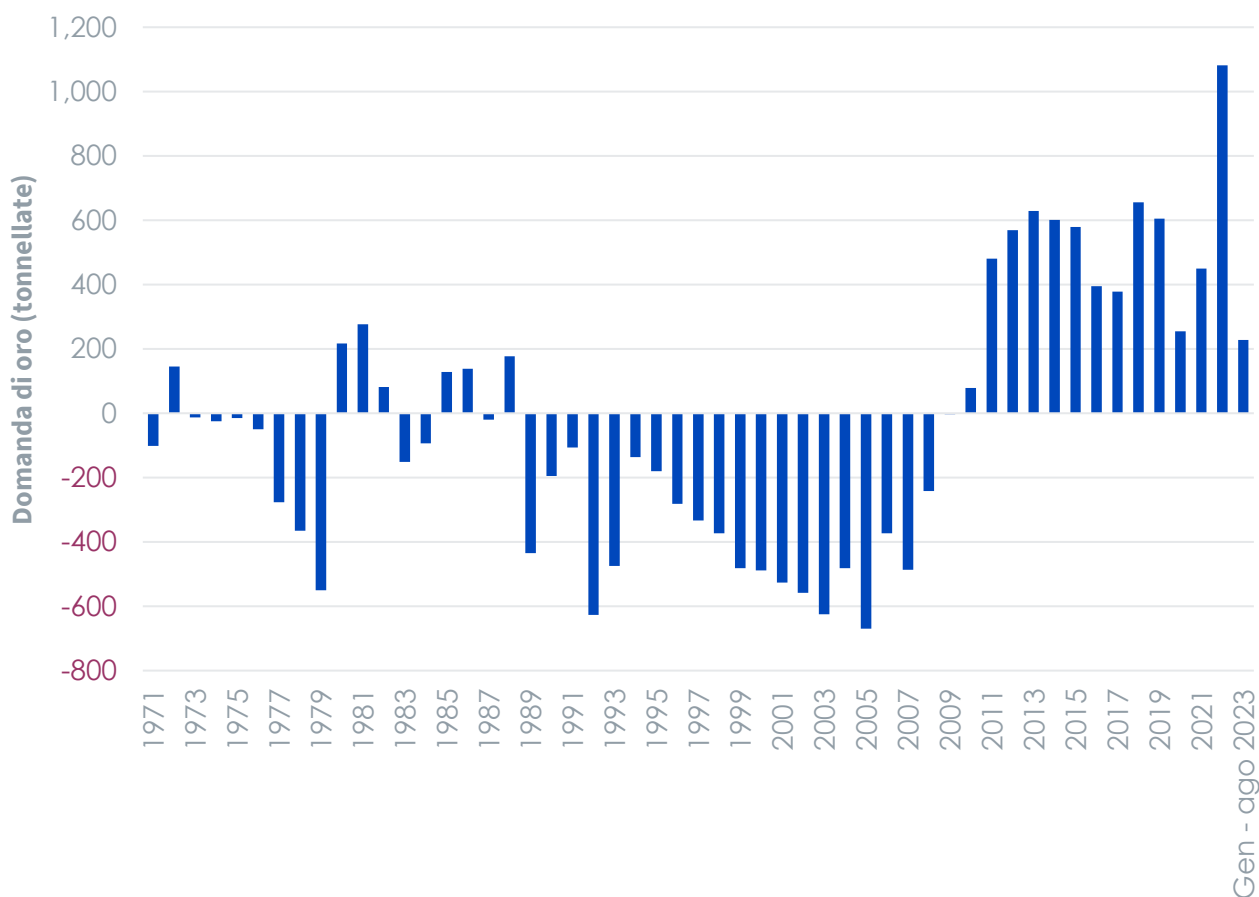
Fonte: Bloomberg, WisdomTree. 30/01/1997 – 24/10/2023. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Nelle precedenti edizioni del nostro Outlook per l'oro, abbiamo discusso delle inversioni della curva dei rendimenti obbligazionari (rendimenti a 10 anni inferiori a quelli a 2 anni) e del loro potere di prevedere le recessioni. L'oro tende a registrare prestazioni eccellenti durante le recessioni. Il periodo che intercorre tra un'inversione e una recessione può essere lungo, di solito superiore a un anno. L'inversione attuale è iniziata da almeno 15 mesi e la recessione non è ancora arrivata, anche se i mercati sono nervosi ed esprimono ansia per ciò che accadrà. Nelle ultime settimane, l'inversione della curva dei rendimenti è diminuita. Tuttavia, questo non deve essere interpretato come un segnale positivo per l'economia. In primo luogo, storicamente abbiamo osservato un'attenuazione dell'inversione della curva dei rendimenti in concomitanza con l'inizio di una recessione. In secondo luogo, in passato la maggior parte delle "disinversioni" si è verificata in seguito al calo dei rendimenti a più breve termine (rendimenti a 2 anni), in un evento chiamato "bull steepening". In questo momento stiamo assistendo a una disinversione dovuta all'aumento dei rendimenti a più lungo termine (rendimenti a 10 anni). Un tale "bear steepening" da una curva invertita non è molto comune. I pochissimi esempi passati non ci offrono buoni spunti per capire cosa significhi per l'economia o per l'oro.

Domanda di oro delle banche centrali

Dopo aver toccato il massimo storico nel 2022, la domanda di oro delle banche centrali ha mantenuto un forte slancio. La Figura 3 mostra gli acquisti annuali di oro da parte del settore ufficiale dal 1971 e gli acquisti cumulativi nei primi otto mesi del 2023. Tra marzo e maggio 2023, la Banca centrale della Turchia ha venduto oro ai mercati pubblici nazionali per soddisfare la forte domanda di lingotti, monete e gioielli in seguito al temporaneo divieto parziale di importare oro fisico. Tale divieto è stato imposto per attenuare gli effetti economici del terremoto di febbraio 2023. Dopo la revoca del divieto di importazione, la Banca centrale della Turchia ha ripreso un intenso programma di acquisti, arrivando a tre mesi consecutivi (43 tonnellate acquistate nel periodo compreso tra giugno e agosto 2023). Tuttavia, a causa delle vendite, i flussi cumulativi del settore ufficiale turco sono stati negativi (70,5 tonnellate di vendite da gennaio ad agosto 2023). Sospettiamo che la Turchia sarà molto attiva nel ricostituire le proprie riserve. La Banca popolare della Cina ha registrato acquisti di oro per 10 mesi consecutivi, per un totale di 217 tonnellate, nel periodo compreso tra novembre 2022 e agosto 2023. Precedentemente, la Cina non dichiarava acquisti dal 2019.

Figura 3: Domanda di oro da parte delle banche centrali

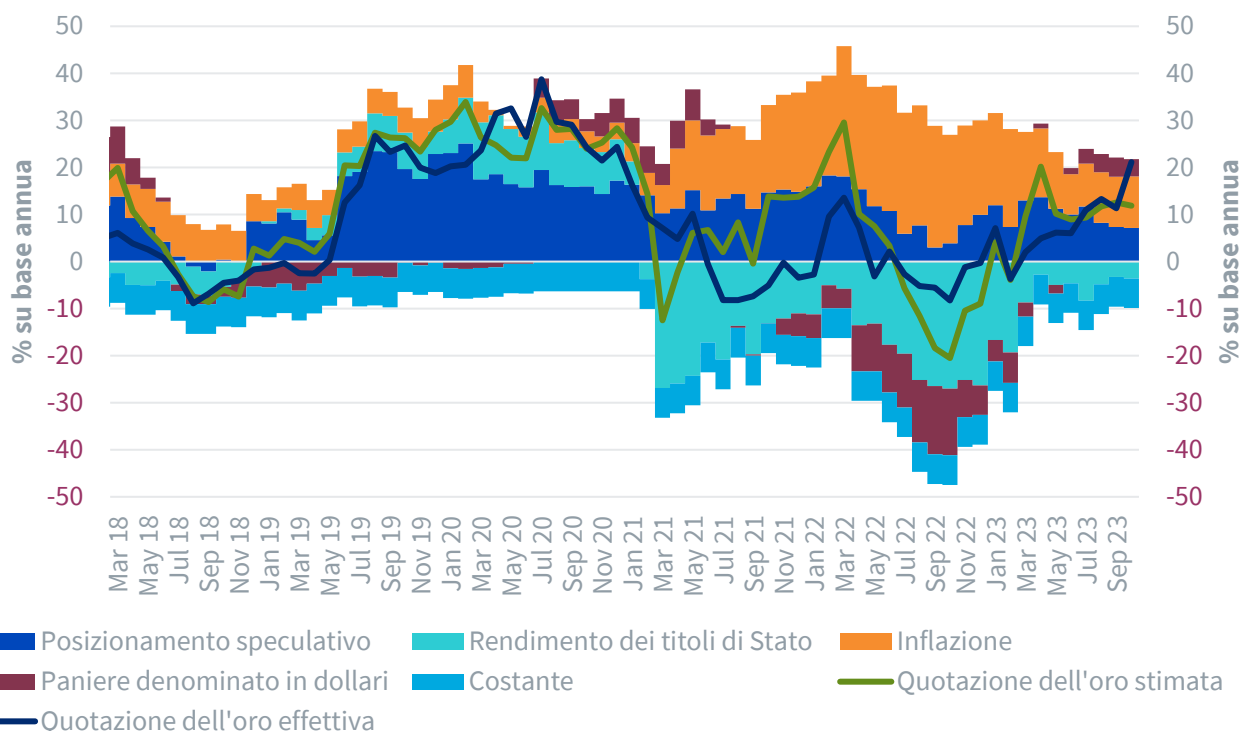


Fonte: WisdomTree, World Gold Council, Metal Focus, GFMS. Da gennaio 1971 ad agosto 2023. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Oro: uno sguardo al passato

Se analizziamo il modello quantitativo di WisdomTree sull'oro² per capire cosa ha trainato i prezzi del metallo negli ultimi tempi, possiamo notare che, nonostante il sell-off dei titoli obbligazionari, sia l'inflazione positiva che la persistente debolezza del dollaro statunitense rispetto a un anno fa (sebbene si sia rivalutato negli ultimi mesi) hanno favorito l'oro. Con il senno di poi, conoscendo perfettamente tutti i fattori macro di settembre 2023, il modello era stato in grado di determinare con precisione il prezzo del metallo in quel mese. Tuttavia, a partire dal 20 ottobre 2023, i suoi prezzi appaiono più forti di quanto previsto dal nostro modello. Abbiamo ipotizzato un'inflazione del 3,7% nel mese di ottobre e abbiamo utilizzato i prezzi spot dell'oro, dei titoli di Stato USA e dello US Dollar Index (DXY) al 20 ottobre e gli ultimi dati disponibili sul numero di posizioni nei future (17 ottobre). Riteniamo che la discrepanza sia in gran parte dovuta ai dati sul numero relativamente basso di posizioni nei future. Normalmente, in simili periodi di incertezza geopolitica, ci aspetteremmo un posizionamento nell'oro più elevato, ma l'ultima lettura mostra che questo è pari alla media di lungo termine di 111.000³. In effetti, ci sono molti segnali che indicano la forza del mercato fisico, ma la domanda istituzionale rimane carente. Il mancato interesse degli investitori istituzionali per l'oro potrebbe essere dettato dal fascino dei rendimenti obbligazionari positivi. Inoltre, i dati sul posizionamento sono disponibili solo su base settimanale e con un ritardo di diversi giorni, quindi potrebbero non riflettere il posizionamento effettivo al momento della lettura del prezzo.

Figura 4: Impatto di ogni variabile: confronto tra i risultati stimati e la quotazione effettiva



Fonte: Bloomberg, modello di prezzo di WisdomTree, dati aggiornati al 20 ottobre 2023. La quotazione dell'oro stimata è il prezzo che il modello avrebbe previsto. La costante non assume un significato economico ma viene utilizzata nella modellazione econometrica per includere altri termini. Si può considerare un'indicazione del cambiamento dei prezzi dell'oro qualora tutte le altre variabili fossero impostate a zero (benché ciò non sia realistico). **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

2. Invitiamo a consultare il nostro modello, descritto nell'articolo [Oro: come valutiamo questo metallo prezioso](#).

3. L'ultimo dato sul posizionamento speculativo netto al 17 ottobre 2023 era pari a 111.000 posizioni net long, che coincide con la media di lungo periodo dal 1995.

Prospettive per l'oro utilizzando il modello di previsione di WisdomTree

Utilizzando lo stesso modello, possiamo produrre previsioni sull'oro compatibili con diversi scenari macroeconomici (Figura 5).

Consenso

Il nostro scenario di consenso tiene conto della media dei pareri del Bloomberg Survey of Professional Economists sull'inflazione, sul dollaro USA e sulle previsioni relative ai rendimenti dei titoli di Stato. Il consenso prevede che l'inflazione continui a diminuire (pur rimanendo al di sopra degli obiettivi delle banche centrali), che il dollaro subisca un deprezzamento e che i rendimenti obbligazionari scendano da uno dei livelli più elevati osservati dal 2007.

In assenza di una previsione di consenso sul sentiment nei confronti dell'oro, riduciamo il numero di posizioni speculative a un livello conservativo di 75.000, inferiore alla media di lungo termine di 111.000 dal 1995. Quest'anno, se si concretizzerà una recessione o una perturbazione finanziaria, o se le tensioni geopolitiche cresceranno, il rischio sarà chiaramente al rialzo. L'oro è un bene molto ricercato nei periodi di tensione economica, finanziaria e geopolitica, quindi questi fattori potrebbero far migliorare ulteriormente il sentiment nei confronti del metallo.

Nello scenario di consenso, l'oro raggiunge i 2.090 USD/oncia entro il terzo trimestre del 2024, superando i record nominali precedentemente registrati (2.061 USD/oncia il 7 agosto 2020). Tuttavia, in termini reali, non raggiunge il massimo storico, registrato a gennaio del 1980. Anzi, resterebbe al di sotto di tale livello del 40%. Inoltre, in termini reali, rimane del 17% al di sotto del picco del 2020.

Scenario toro

In questo scenario, la Federal Reserve reagisce ai segnali di allarme relativi a una recessione e abbandona la narrativa che vede tassi "più alti più a lungo". Se la banca centrale statunitense indica di voler iniziare l'espansione monetaria nel 2024 entro la fine del 2023, i rendimenti obbligazionari scenderanno e, supponendo che agisca prima della Banca centrale europea e delle altre principali banche centrali, potremmo assistere a un più rapido deprezzamento del dollaro statunitense. Se una recessione dovesse concretizzarsi, prevediamo che l'inflazione scenderà al di sotto dei livelli ambiti. Supponendo che i timori di una recessione a cui la Fed sta rispondendo siano reali, ci aspettiamo che il posizionamento nei future sull'oro rimanga elevato.

In questo scenario, l'oro potrebbe raggiungere i 2300 USD/oncia, ovvero il 12% in più rispetto al massimo nominale di tutti i tempi raggiunto ad agosto 2020 e all'incirca il 7% in meno di quello raggiunto in termini reali. Tuttavia, resterebbe del 33% inferiore al massimo reale di tutti i tempi raggiunto nel 1980.

Scenario orso

Nello scenario orso, manteniamo l'inflazione in linea con quella del consenso, ma i rendimenti obbligazionari rimangono significativamente più alti per un periodo più lungo. Quest'anno i rendimenti obbligazionari hanno sorpreso al rialzo e questo scenario rappresenta un esperimento di pensiero su cosa accadrà all'oro se rimarranno elevati. Sebbene riconosciamo che un simile scenario aumenti il rischio di recessione e che, di conseguenza, potrebbe essere positivo per l'oro, attirando più investitori verso il metallo come copertura, per creare uno scenario negativo abbiamo ridotto il numero di posizioni speculative nei future sull'oro a 50.000.

In questo scenario, l'oro potrebbe raggiungere i 1670 USD/oncia, riportando i prezzi ai livelli registrati a novembre 2022.

Figura 5: Previsioni sul prezzo dell'oro



Fonte: Previsioni del modello di WisdomTree, dati storici di Bloomberg, dati disponibili alla chiusura di settembre 2023. **Le previsioni non sono indicative della performance futura e qualsiasi investimento è soggetto a rischi e incertezze.**

	Consenso			
	4°T 2023	1°T 2024	2°T 2024	3°T 2024
Previsioni sull'inflazione	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%
Previsioni sui rendimenti nominali a 10 anni	4,50%	4,33%	4,10%	3,90%
Previsioni sul tasso di cambio dello USD (DXY)	104,5	103,1	101,3	100,0
Previsioni sulle posizioni speculative	75.000	75.000	75.000	75.000
Previsioni sul prezzo dell'oro	1.920 USD/uncia	2.050 USD/uncia	2.060 USD/uncia	2.090 USD/uncia

Fonte: WisdomTree. Sondaggio di Bloomberg tra gli economisti professionali. Ottobre 2023. **Le previsioni non sono indicative della performance futura e qualsiasi investimento è soggetto a rischi e incertezze.**

	Toro			
	4°T 2023	1°T 2024	2°T 2024	3°T 2024
Previsioni sull'inflazione	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%
Previsioni sui rendimenti nominali a 10 anni	3,60%	3,40%	3,20%	3,00%
Previsioni sul tasso di cambio dello USD (DXY)	100	98	96	94
Previsioni sulle posizioni speculative	200.000	200.000	200.000	200.000
Previsioni sul prezzo dell'oro	2.120 USD/oncia	2.190 USD/oncia	2.255 USD/oncia	2.300 USD/oncia

Fonte: WisdomTree. Ottobre 2023. **Le previsioni non sono indicative della performance futura e qualsiasi investimento è soggetto a rischi e incertezze.**

	Orso			
	4°T 2023	1°T 2024	2°T 2024	3°T 2024
Previsioni sull'inflazione	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%
Previsioni sui rendimenti nominali a 10 anni	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Previsioni sul tasso di cambio dello USD (DXY)	106	107	108	110
Previsioni sulle posizioni speculative	50.000	50.000	50.000	50.000
Previsioni sul prezzo dell'oro	1.825 USD/oncia	1.760 USD/oncia	1.700 USD/oncia	1.670 USD/oncia

Fonte: WisdomTree, ottobre 2023. **Le previsioni non sono indicative della performance futura e qualsiasi investimento è soggetto a rischi e incertezze.**

Informazioni importanti

Comunicazioni di marketing 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 di marketing 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.

L'applicazione di regolamenti e leggi fiscali può spesso portare a una serie di interpretazioni diverse. Eventuali punti di vista o opinioni espresse in questa comunicazione rappresentano le opinioni di WisdomTree e non devono essere interpretate come consulenza normativa, fiscale o legale. WisdomTree non fornisce alcuna garanzia o dichiarazione circa l'accuratezza di qualsiasi punto di vista o opinione espressa in questa comunicazione. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe essere basata sulle informazioni contenute nel prospetto appropriato e dopo aver richiesto una consulenza finanziaria, 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.

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.