



Market Insight

febrero 2023

Perspectivas del oro para el 4T de 2023: el oro podría alcanzar un máximo nominal...pero un máximo real parece fuera de alcance

La suerte del oro parece estar cambiando a principios de 2023. Utilizando las proyecciones económicas del consenso¹, nuestro modelo² indica que el oro podría fácilmente establecer este año un nuevo máximo “nominal” (alcanzado por última vez en 2020). Sin embargo, el alcanzar un máximo “real” (tomando en cuenta la erosión provocada por la inflación) parece estar fuera de alcance. Incluso en nuestro escenario alcista, el oro distaría de este último y se situaría aproximadamente un 11% por debajo del máximo real alcanzado en 1980. En un escenario en donde la inflación cae drásticamente (caso Siegel) y la Reserva Federal (Fed) realiza un giro temprano, los precios del oro se posicionan para avanzar a medida que los rendimientos de los bonos caen más que en el escenario de consenso (y al utilizarse un menor nivel de inflación, el valor real del oro se descuenta menos).

Los precios reales del oro



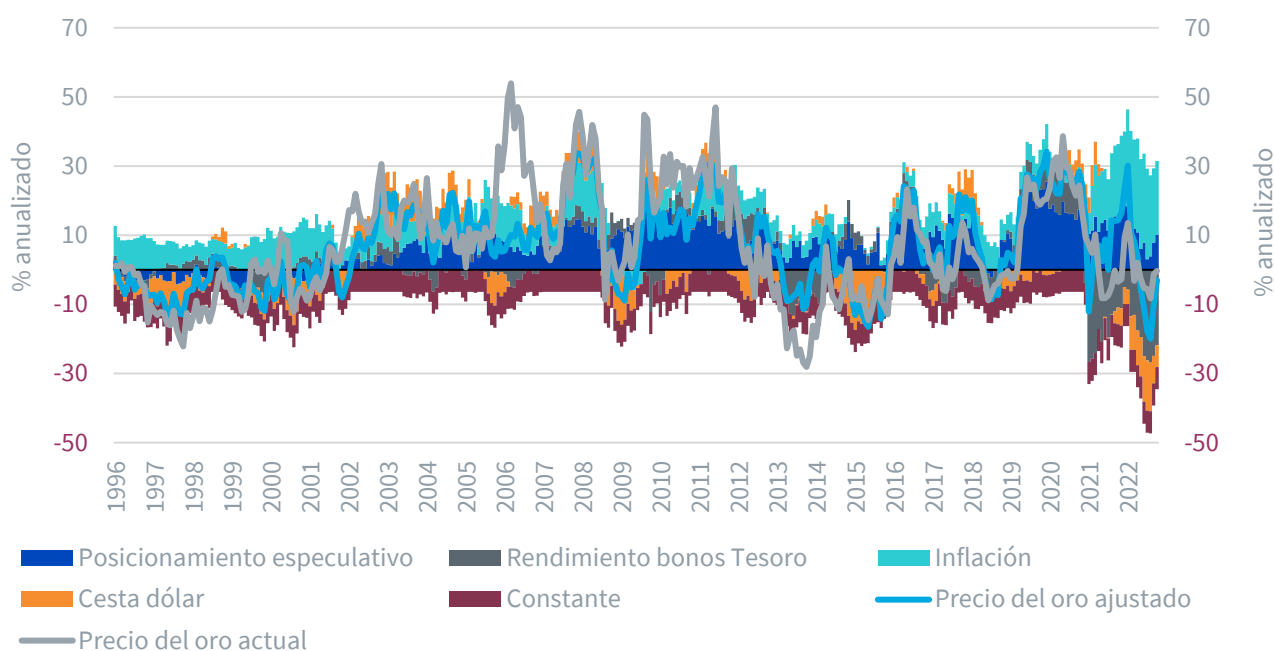
Fuente: proyecciones del modelo de WisdomTree, datos históricos de Bloomberg extraídos de la London Bullion Market Association (LBMA) y los datos de la Bureau of Labor Statistics, de enero de 1947 a diciembre de 2022. **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

1. Encuesta de Bloomberg a economistas profesionales, enero de 2023.
2. Véase nuestro modelo descrito en el informe del [Oro: cómo valoramos al metal precioso](#), y un análisis mayor en este documento sobre cómo realizamos nuestras [proyecciones](#).

Unos períodos difíciles para nuestros modelos

2021 y 2022 demostraron ser algunos de los períodos más difíciles para proyectar la evolución del oro. Incluso computando a nuestro modelo³ los resultados conocidos de la inflación, el rendimiento de los bonos, los tipos de cambio y el sentimiento inversor, los resultados residuales fueron mayores a lo normal (la diferencia entre el modelo y los resultados actuales). Entre mayo de 2021 y mayo de 2022, nuestro modelo sobreestimó a los precios del oro, mientras que, entre mayo de 2022 y diciembre de 2022, los subestimó. Sin embargo, a finales de 2022, nuestro modelo y la realidad se alinearon bastante.

El impacto de cada variable: atribución de los resultados ajustados versus el precio actual



Fuente: Bloomberg, el modelo de precios de WisdomTree, con los datos correspondientes a diciembre de 2022. El precio del oro ajustado es el precio que el modelo hubiese proyectado. Si bien la constante no tiene un significado económico, es utilizada en los modelos econométricos para abarcar otros términos. Puede ser pensada como hasta cuánto variarían los precios del oro si las otras variables fueran fijadas en cero (a pesar de que sería irreal). **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

Mirando hacia adelante, hay una gran incertidumbre respecto al camino del dólar, el rendimiento de los bonos y la inflación, por lo que no será nada fácil pese a que el modelo haya sido bastante efectivo en la comprensión de los componentes clave del oro.

Obstáculos removidos y viento de cola presente

En 2022, el oro tuvo obstáculos tremendos como el incremento del rendimiento de los bonos y la apreciación del dólar. Por lo tanto, a pesar de que la inflación alcanzó máximos no vistos en décadas, la rentabilidad del oro, esencialmente, no varió.

En las primeras semanas de 2023 (y sobre el final de 2022), estos obstáculos comenzaron a revertirse. El dólar ha estado depreciándose y los rendimientos de los bonos parecen haber marcado un pico en octubre de 2022, dándole un poco de respiro al oro.

3. Voir notre modèle décrit dans l'article [Gold: how we value the precious metal](#).

Asimismo, y posiblemente lo más importante, es que el sentimiento inversor hacia el oro ha doblado en la esquina y está mejorando marcadamente. Recordemos que en septiembre de 2022 el sentimiento tocó su punto más bajo desde abril de 2019.

Aunque la inflación parece haber marcado un pico en 2022, continúa elevada y podría llegar a mantenerse por encima de los objetivos del banco central para el resto del año (lo que respaldaría al oro).

Los inversores que reconocen el alcance de la incertidumbre y el riesgo de los errores de política, sea por un ajuste restrictivo excesivo (e induciendo a una recesión) o por no endurecer lo suficiente (generándose una inflación por encima del objetivo por un período de tiempo más prolongado aún), buscan coberturas en su activo de confianza: el oro.

La rentabilidad del oro está superando a la de los bonos

En 2022, los rendimientos reales de los bonos se incrementaron a principios de año del -1,1% al 1,6% a finales de este, provocando la venta de bonos generalizada más agresiva en décadas. El oro, mientras tanto, permaneció invariante (-0,3% interanual), pese a que llegó a marcar un pico por encima de los U\$S 2.000/oz y posteriormente cayendo al entorno de los U\$S 1.600/oz. No obstante, el metal precioso se vio afectado por el alcance de la venta generalizada de los bonos. El metal estaría operándose mucho más alto a raíz de la elevada inflación si no fuese por el incremento de los tipos de interés reales. Pero ahora que los intereses reales han comenzado a caer nuevamente (desde octubre de 2022), el oro cuenta con un obstáculo menos.

Oro versus tipos de interés reales (rendimiento de los títulos del Tesoro con protección inflacionista)

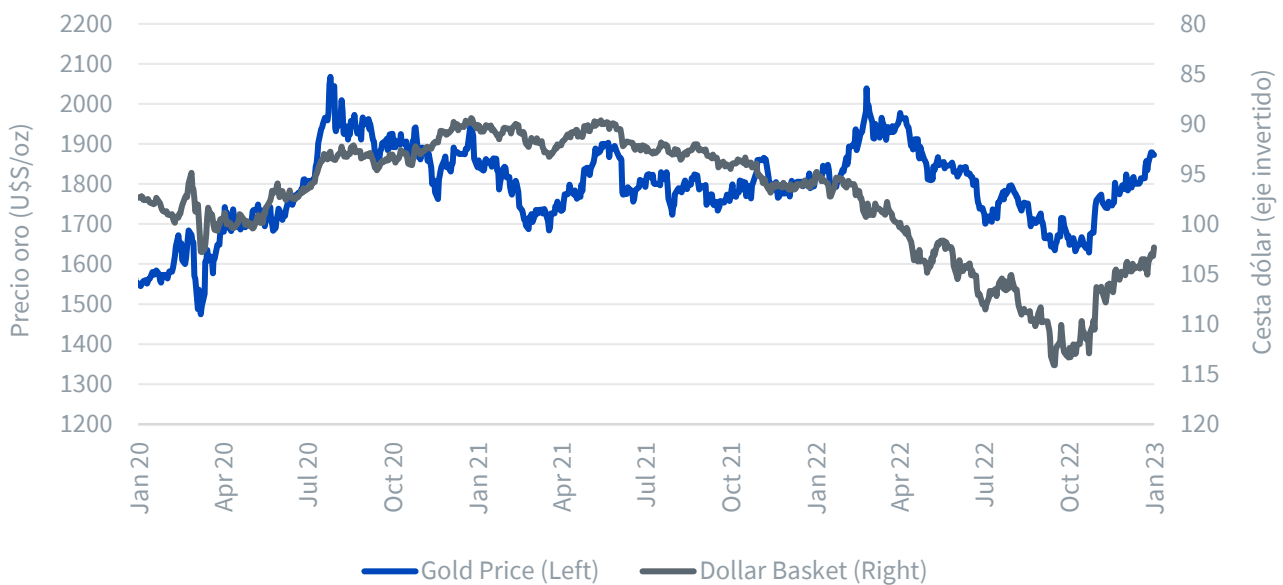


Fuente: WisdomTree, Bloomberg. Abril 2017 – enero 2023. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

La depreciación del dólar le está dando ahora una mano al oro

A lo largo de buena parte de 2022, la apreciación del billete verde afectó a los precios del oro denominado en la divisa estadounidense. Sin embargo, el dólar ha estado depreciándose desde octubre de 2022, dándole una mano a los precios del oro. Las tendencias de los bonos y el dólar indican que los mercados creen que estamos cerca de un final del ciclo restrictivo de la Fed, y existe la posibilidad de que en algún momento de este año se dé un “giro” hacia una política monetaria más laxa.

El oro y la cesta del dólar



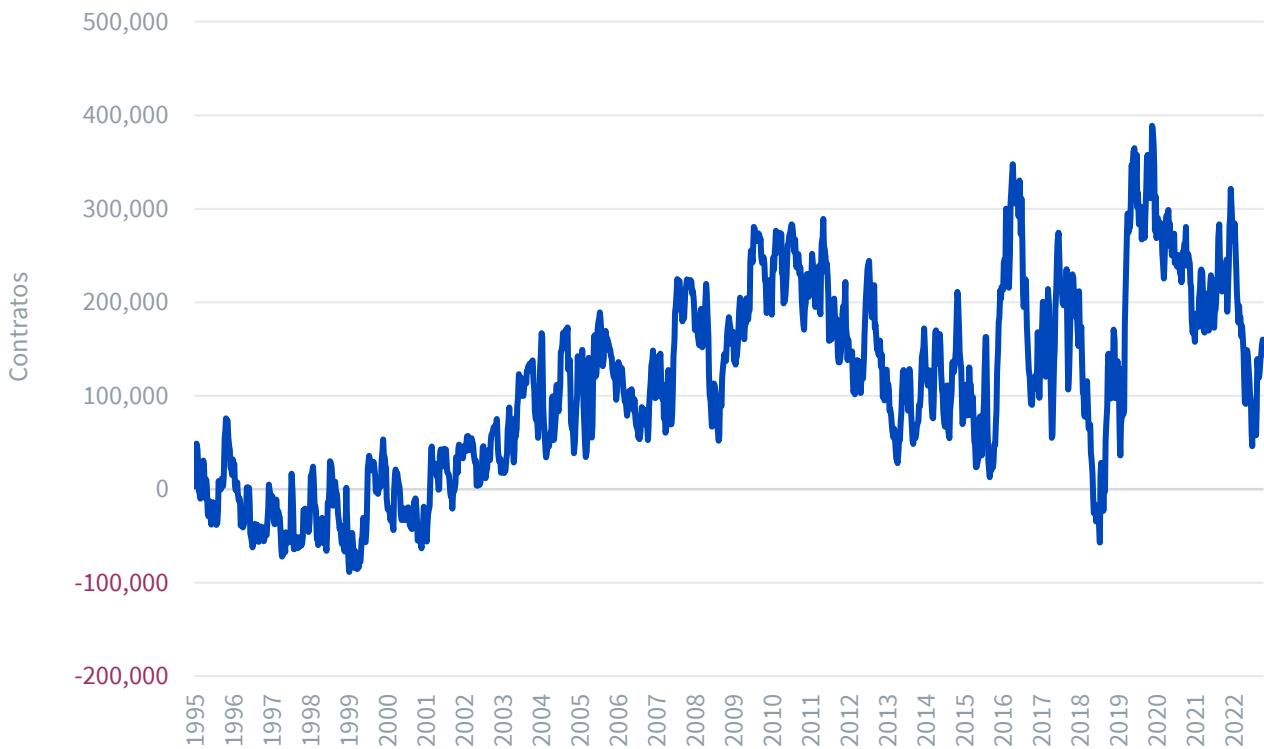
Fuente: WisdomTree, Bloomberg. Enero 2020 – enero 2023. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

El sentimiento inversor hacia el oro se está recuperando rápidamente

En septiembre de 2022, el sentimiento hacia el oro, medido por el posicionamiento especulativo en futuros sobre oro, marcó su mayor reducción desde abril de 2019. Bajo la presión de un incremento del rendimiento de los bonos y la apreciación del dólar, ni la mayor inflación registrada desde 1981 así como tampoco la mayor venta generalizada en la renta variable desde la Crisis Financiera Global, pudieron siquiera darle al oro un alivio temporal.

Sin embargo, a medida que fueron cediendo los obstáculos marcados por los bonos y el dólar, el pico del momentum bajista del oro quedó atrás. Los activos digitales, que generalmente fueron comparados con el oro como pseudo activos monetarios, tuvieron un año terrible en 2022. Para muchos inversores ha quedado claro que el oro y los activos digitales se comportan de manera muy diferente. Muchos de ellos se han dado cuenta de que deberían ser considerados activos complementarios más que competitivos. Cuando FTX implosionó en noviembre de 2022, el sentimiento hacia el oro se encendió. A pesar de que el posicionamiento especulativo neto sobre oro está aún lejos del máximo (acumulado a 1 año) de los 321 mil contratos registrados en marzo de 2022 (apenas después del inicio de la guerra en Ucrania), se está reconstruyendo rápidamente. Pero por más que los inversores estén más optimistas respecto a que se dé un giro en las políticas de los bancos centrales, se dan cuenta de que dicho escenario dista de ser certero y los riesgos de recesión se avizoran en caso de que restrinjan demasiado. El oro es generalmente visto como una cobertura defensiva.

Posicionamiento especulativo en los futuros sobre oro



Fuente: WisdomTree, Bloomberg. Abril 1995 – enero 2023. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

Las perspectivas del oro utilizando el modelo de estimaciones de WisdomTree

Consenso

Nuestro escenario de consenso toma las opiniones promedio de la Encuesta de Economistas Profesionales de Bloomberg sobre las proyecciones de la inflación, el dólar y el rendimiento de los bonos del Tesoro. El Consenso contempla que la inflación continúe cayendo (pero por encima del objetivo del banco central), el dólar se deprecie y el rendimiento de los bonos extienda su declive.

Sin un consenso proyectado sobre el posicionamiento especulativo sobre oro, establecemos aquí un caso base conservador de 100 mil contratos, lo cual se acerca al promedio de largo plazo. Para este año el riesgo es claramente al alza en caso de que se materialice una recesión. El oro es un activo muy buscado en tiempos de estrés económico y financiero, por lo que una recesión podría impulsar aún más la confianza en el metal.

En el escenario de Consenso, el oro alcanzaría los U\$S 2.082/oz para el cuarto trimestre de 2023, superando su récord absoluto nominal (U\$S 2.061/oz el 7 de agosto de 2020). Sin embargo, en términos reales dicho máximo no alcanzaría el valor récord de enero de 1980. De hecho, se sitúa un 19% por debajo de este nivel; y en términos reales se sitúa aún un 11% por debajo del máximo de 2020.

Escenario de Siegel

El Profesor Jeremy J. Siegel de la Wharton Business School, y asesor de WisdomTree, cree que la posición restrictiva de la Fed no está garantizada y que la inflación ya está cayendo más rápido de lo que las cifras publicadas sugieren (véase [Mis perspectivas finales para el año entrante](#)). Asimismo, Siegel espera que la Fed reconozca lo que considera que haya sido un error y recorte los tipos de interés al 2-3% para finales de año con los rendimientos de los bonos a 10 años cayendo al 2,9%. Sobre todo, a fin de año la inflación podría caer al 2% en caso de que la Fed postergue hacia más adelante en el año el recorte de tipos, dado los grandes rezagos que se dan entre las decisiones de política y los resultados de inflación. Este es básicamente el objetivo de la Fed.

De volverse a la expansión monetaria, la generosidad del banco central ya no se quedaría corta y podríamos ver un caso sólido para que los inversores mantengan una mayor exposición al oro. En este escenario, seguimos proyectando un posicionamiento en los futuros sobre oro de 150 mil contratos netos largos (apenas por debajo del nivel actual de los 170 mil).

Asimismo, el oro sube a los U\$S 2.135/oz en este escenario, ayudado por la caída del rendimiento de los bonos.

Escenario alcista

Este escenario es bastante similar al planteado por Siegel, en donde la gran diferencia es el resultado de la inflación. En este caso alternativo, la Fed está genuinamente convencida de los argumentos planteados por el Profesor Siegel (en donde el mercado inmobiliario se desacelera más que los cálculos de metodología del Índice de Precios al Consumo -IPC-, se da una rápida caída del crecimiento del dinero, etc.) y, constatando el impacto visible de la restricción monetaria en la economía, decide recortar los tipos de interés. Sin embargo, la inflación no cae tanto como hubiese temido porque los choques de precio (por ejemplo, otra crisis energética o un reimpulso de China más rápido de lo esperado) mantienen más elevados los precios de los bienes comercializados globalmente. En este escenario, la inflación culmina el año más elevada, en un 4%. El dólar se deprecia más que en el escenario de Consenso debido a que las condiciones monetarias son laxas en relación con los resultados inflacionistas.

En este escenario, el oro podría alcanzar los U\$S 2.314/oz. A pesar de superar el récord nominal en un 11,5%, aún queda un 11% lejos del récord de todos los tiempos y un 2% por debajo del máximo nominal de 2020 (en términos reales).

Escenario bajista

En el escenario bajista, la inflación medida por el IPC cae al 2,0%, es decir, la misma que en el caso Siegel. Sin embargo, la Fed no responde de la manera que Siegel espera y mantiene una posición restrictiva. Los rendimientos de los bonos y el dólar revierten su curso una vez más y obstaculizan al oro de manera similar a lo hecho en 2022, pero con la diferencia de que el metal ya no dispondrá de la inflación como factor de respaldo. De esta forma, al no estar los inversores interesados en buscar una cobertura contra la inflación ni estar preocupados por la generosidad de los bancos centrales, el posicionamiento especulativo sobre el metal cae alcanzando mínimos similares a aquellos observados en septiembre de 2022.

En este escenario, el oro podría alcanzar los U\$S 1.616/oz, contrayendo su valor a los niveles de marzo de 2020.

Proyección 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 diciembre de 2022. **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

	Consenso			
	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023
Proyección de la inflación	5,6%	3,8%	3,2%	2,9%
Proyección de los rendimientos nominales a 10 años	3,69%	3,65%	3,55%	3,42%
Estimación del valor del USD (DXY)	104	102	101	99
Estimación del posicionamiento especulativo	100 mil	100 mil	100 mil	100 mil
Estimación del precio del oro	U\$S1.970/oz	U\$S 1.990/oz	U\$S 2.000/oz	U\$S 2.080/oz

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

	Siegel			
	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023
Proyección de la inflación	4,8%	3,5%	2,8%	2,0%
Proyección de los rendimientos nominales a 10 años	3,5%	3,2%	3,0%	2,9%
Estimación del valor del USD (DXY)	104	102	101	99
Estimación del posicionamiento especulativo	150 mil	150 mil	150mil	150mil
Estimación del precio del oro	U\$S 1.970/oz	U\$S 2.020/oz	U\$S 2.100/oz	U\$S 2.135/oz

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

	Alcista			
	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023
Proyección de la inflación	6,0%	5,5%	4,5%	4,0%
Proyección de los rendimientos nominales a 10 años	3,5%	3,2%	3,0%	2,9%
Estimación del valor del USD (DXY)	100	98	96	94
Estimación del posicionamiento especulativo	150 mil	150 mil	150 mil	150 mil
Estimación del precio del oro	U\$S 2.160/oz	U\$S 2.190/oz	U\$S 2.240/oz	U\$S 2.314/oz

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

	Bajista			
	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023
Proyección de la inflación	4,8%	3,5%	2,8%	2,0%
Proyección de los rendimientos nominales a 10 años	3,7%	3,9%	4,1%	4,3%
Estimación del valor del USD (DXY)	104	106	108	110
Estimación del posicionamiento especulativo	90 mil	80 mil	75 mil	50 mil
Estimación del precio del oro	U\$S 1.910/oz	U\$S 1.875/oz	U\$S 1.804/oz	U\$S 1.616/oz

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

Los precios reales del oro, incluso en el escenario alcista, se quedan cortos de los niveles de 2022, 2011 y 1980

A pesar de que esto repite el punto con el que comenzamos, vale la pena enfatizar que, si bien nuestras proyecciones pueden proporcionar un “impacto más considerable” en el valor del oro a fin de año (en los casos de Consenso, Siegel y Alcista), los valores en términos reales no son tan impactantes. Esto se trata de una historia sobre cuán agresiva ha sido la inflación en los últimos años.

Los precios reales del oro



Fuente: proyecciones del modelo de WisdomTree, los datos históricos de Bloomberg basados en los datos de la LBMA y la Labor Statistics, desde enero de 1947 a diciembre de 2022. **Las estimaciones no son un indicador de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión está sujeta a riesgos e incertidumbres.**

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Comunicaciones de marketing 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 de marketing 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.