

OUTLOOK PER L'ORO AL 1°T 2020: PROBABIL- MENTE I PREZZI SALIRAN- NO CON LA FINE DEL CIC- LO DEI TASSI

Aprile 2019

Dal nostro ultimo outlook sull'oro, pubblicato a gennaio di quest'anno, sono cambiate molte cose. La Federal Reserve (Fed) ha modificato le indicazioni di politica monetaria futura per il 2019, con il cosiddetto dot-plot, cancellando dall'agenda i due rialzi dei tassi previsti per il 2019 che i mercati si attendevano nel dicembre 2018. Anche lo shutdown del governo USA si è concluso e, aspetto di un certo rilievo, oggi il posizionamento dei mercati nei future sull'oro è chiaro grazie alla Commodity Futures Trading Commission. Si è infatti verificata una forte ripresa delle posizioni nei future sull'oro rispetto ai livelli depressi osservati nel 4°T del 2018. I rendimenti dei Treasury decennali sono calati in misura consistente, a indicare il pessimismo sulla crescita di lungo periodo negli USA, mentre è scemato l'impulso impresso dai tagli alle imposte nel 2018. Con tutti questi cambiamenti, le quotazioni del prezioso metallo sono schizzate da 1.280 dollari l'oncia di fine 2018 a 1.350 dollari a febbraio 2019. Tuttavia, abbiamo chiuso il primo trimestre dell'anno di nuovo in ribasso a 1.290 USD l'oncia, a causa di un sentiment risk on che ha spinto ancora una volta l'oro a scendere. Sembra un déjà vu. Abbiamo rivisto più volte lo stesso film durante l'anno passato. Poco prima dell'oscillazione dei mercati azionari, a febbraio e dicembre 2018, i prezzi dell'oro erano deboli. Tuttavia, la volatilità dei mercati aveva ricordato agli investitori le caratteristiche difensive dell'oro. Un'evidente differenza al momento è che le posizioni speculative nei future sull'oro non sono assolutamente pessimistiche come nel 4° trimestre del 2018, a indicare che molti investitori mantengono viva la fiducia nel prezioso metallo. Anche i flussi negli ETF sull'oro si dimostrano in gran parte costanti, segnale che gli investitori sono piuttosto restii alla presa di profitto su guadagni di breve periodo e che le motivazioni dell'attesa sono di tipo difensivo/riguardano il rischio di evento.

FINE DEL CICLO DEI TASSI POSITIVA PER L'ORO

Aggiorniamo le nostre previsioni al 1° trimestre del 2020 secondo quanto delineato nell'articolo **"Gold: How we value the precious metal"**. L'ombra del ribasso dei prezzi dell'oro oggi ci induce a previsioni relativamente conservative pari a 1.385 dollari l'oncia alla fine del periodo oggetto della previsione (da 1.290USD/oz alla stesura di questo documento). Riteniamo che i rischi per l'oro tendano verso l'alto poiché è probabile che le istituzioni monetarie abbiano raggiunto la fine dei cicli d'irrigidimento. Con così scarso margine per dei tagli ai tassi, nel caso in cui le banche centrali dovessero trovarsi ad affrontare un altro shock economico, probabilmente sarebbero costrette a ricorrere agli strumenti più creativi a loro disposizione al momento opportuno. Considerati gli effetti distributivi avversi dell'allentamento quantitativo – che sembra favorire un repricing degli asset finanziari,

a vantaggio più del mondo finanziario che dell'uomo della strada- sospettiamo che le banche centrali saranno sotto pressione per ridefinire gli strumenti quando si tratterà di allentare la politica monetaria la prossima volta. Tali esperimenti saranno presumibilmente positivi per l'andamento dell'oro. Tendenzialmente l'oro trae infatti vantaggio dai periodi d'incertezza.

PREVISIONE SULL'ANDAMENTO DELL'ORO



Fonte: WisdomTree Model Forecasts, Bloomberg Historical Data, dati disponibili al 31 marzo 2019. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

FINE DEL CICLO DEI TASSI GIÀ PREZZATA NEI RENDIMENTI DEI TREASURY

Il rendimento dei Treasury decennali USA è già sceso da oltre il 3,1% nell'ottobre 2018 al 2,4% subito dopo l'ultima riunione del Federal Open Monetary Committee (ed è vicino al 2,5% alla stesura di questo documento). La parte più corta della curva dei rendimenti dei Treasury non è calata altrettanto, comportando un'inversione della curva dei rendimenti (fra i tre mesi e i dieci anni). Ciò indica che il mercato nutre maggiori timori sulla crescita di lungo periodo che non riguardo all'evoluzione dei prezzi in un contesto di tassi più bassi. Molti commentatori hanno dedotto che all'orizzonte si stia profilando una recessione economica, a causa dell'inversione della curva. Notiamo che, a seguito di periodi d'inversione, prima che si verifichi una recessione è necessario oltre un anno. In effetti, che ciò si verifichi nella realtà è tutt'altro che scontato. Al contrario, l'Indice manifatturiero ISM USA e gli Indici dei direttori d'acquisto (PMI) mostrano segnali di stabilizzazione. A nostro avviso, i rendimenti potrebbero salire dal 2,5% di oggi al 2,75% nel 1° trimestre del 2020, con la ripresa della crescita. Ciò esercita alcune pressioni negative sull'oro.

PREVISIONE SUI RENDIMENTI NOMINALI DELLE OBBLIGAZIONI DECENNALI USA



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 31 marzo 2019. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

APPREZZAMENTO DEL DOLLARO IN FRENATA

Anche se i rendimenti dei Treasury sono scesi dopo l'ultima riunione della Federal Reserve, il dollaro USA si è apprezzato. Ciò indica che il mercato crede che il differenziale dei tassi d'interesse tra gli USA e gli altri Paesi resterà pronunciato, nonostante la conclusione prematura del ciclo dei tassi negli Stati Uniti. Pur ritenendo che l'Europa, il Giappone e la Cina siano tutti suscettibili di rischi d'evento, dubitiamo che i rischi siano superiori a quelli degli USA. Non pensiamo quindi che il biglietto verde continuerà ad apprezzarsi in misura considerevole rispetto ai principali partner commerciali.

PREVISIONE SUL TASSO DI CAMBIO PER IL DOLLARO USA



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 31 marzo 2019. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

RIPRESA DELL'INFLAZIONE A LIVELLO HEADLINE

Anche se non ci aspettiamo una forte ripresa dell'inflazione trainata dalla domanda, l'aumento dei prezzi dell'energia probabilmente spingerà l'inflazione al rialzo a livello headline, se non a livello core. Ci aspettiamo che i prezzi del petrolio e quelli di altre fonti d'energia continuino a salire per la maggior parte dell'anno poiché l'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (l'OPEC) mantiene l'offerta contenuta, nonostante la produzione di gas e petrolio negli USA continui a crescere.

PREVISIONE SULL'INFLAZIONE CPI (CONSUMER PRICE INDEX)



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 31 marzo 2019. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

POSIZIONAMENTO SPECULATIVO IN UN QUADRO ATTENDISTA

Il posizionamento speculativo nei future sull'oro è fortemente salito rispetto ai livelli depressi registrati all'inizio del 4° trimestre 2018. Tuttavia, in assenza di shock e con il buon andamento degli asset ciclici, le posizioni speculative sull'oro non sono riuscite ad accumulare nuovo slancio. Di conseguenza, le nostre previsioni sul posizionamento speculativo nell'oro alla fine dell'orizzonte previsionale sono solo leggermente più alte rispetto ai livelli odierni, pari a 120.000 contratti lunghi netti alla fine dell'orizzonte previsionale. Ciò riflette la nostra posizione neutrale: non abbiamo in mente nessuno shock specifico che possa spingere al rialzo la domanda d'oro ma ci sono moltissimi rischi contro cui gli investitori potrebbero ritenere opportuno coprire i propri portafogli. Nonostante alcuni indicatori ciclici come i salari negli USA, gli indici PMI globali e gli ordini di beni durevoli sembrano avere toccato il fondo, nonostante le preoccupazioni in merito al crescente indebitamento, alle inversioni della curva dei rendimenti e al futuro dell'UE (nonché di una possibile uscita turbolenta del Regno Unito), gli investitori probabilmente manterranno vivo l'interesse negli asset difensivi. L'aggiornamento di primavera del Fondo Monetario Internazionale, il 14 aprile, ha dato voce ad alcune di queste preoccupazioni che sembrano smentire l'ottimismo sugli asset ciclici.

SCENARI ALTERNATIVI

Abbiamo però sviluppato anche scenari alternativi, come riassunto di seguito. In uno scenario orso, la Federal Reserve USA rialzerebbe i tassi una volta nel dot-plot per il 2020 nel primo trimestre, nonostante un'inflazione contenuta. Ciò provocherebbe un aumento dei rendimenti dei titoli obbligazionari, con conseguente apprezzamento del dollaro mentre i differenziali dei tassi d'interesse tra gli USA e gli altri Paesi si amplierebbero. Diminuirebbero le posizioni speculative sull'oro, riflesso di un contesto risk-on. In questo scenario, l'oro potrebbe scendere a 1.195 dollari l'oncia.

In uno scenario toro per il prezioso metallo, i toni piuttosto accomodanti della Fed potrebbero anticipare l'allentamento della politica monetaria. I rendimenti dei Treasury scenderebbero e il biglietto verde si deprezzerebbe se gli Stati Uniti fossero l'unico Paese ad esprimere preoccupazioni espansive. In tale scenario aumenteremmo le posizioni speculative nei future sull'oro a 200.000 contratti lunghi netti, più o meno sui livelli raggiunti l'anno scorso di questi tempi. Ciò rifletterebbe il nervosismo degli investitori riguardo alla prossima tornata di sperimentazioni di politica monetaria. In questo scenario, l'oro potrebbe salire a 1.557 dollari l'oncia.

1°T 2020	Base	Orso	Toro
Previsione sulla politica della Fed	Tassi fermi	1 rialzo dei tassi	Tassi fermi, dichiarazioni accomodanti sul futuro andamento della politica monetaria
Previsione sull'inflazione	2.4%	1.8%	2.5%
Previsione sui rendimenti nominali decennali	2.75%	3.20%	2.32%
Previsione sul tasso di cambio del dollaro USA (DXY)	98	103	93
Previsione sul posizionamento speculativo	120k	50k	200K
Previsione sul prezzo dell'oro	US\$1385/oz	US\$1195/oz	US\$1557/oz

Fonte: WisdomTree. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

Considerata la volatilità del posizionamento speculativo l'anno passato, offriamo un'ulteriore analisi di sensibilità per questa variabile e il tasso di cambio del dollaro statunitense. Ad esempio, mantenendo lo scenario di base del dollaro USA a 98 alla fine dell'orizzonte previsionale ma aumentando il posizionamento speculativo a 200.000 contratti netti lunghi nel caso toro, potremmo chiudere con prezzi dell'oro vicini ai 1.460 dollari l'oncia.

LIVELLO DEL TASSO DI CAMBIO USA (DXY)

	87	90	92	95	97	98	101	103	106
-50000	1301	1274	1255	1228	1210	1192	1164	1146	1119
-25000	1328	1300	1282	1255	1237	1218	1191	1173	1146
0	1354	1327	1309	1282	1263	1245	1218	1200	1172
25000	1381	1354	1336	1308	1290	1272	1244	1226	1199
50000	1408	1380	1362	1335	1317	1299	1271	1253	1226
75000	1435	1407	1389	1362	1343	1325	1298	1280	1252
100000	1461	1434	1416	1388	1370	1352	1325	1306	1279
125000	1488	1461	1442	1415	1397	1379	1351	1333	1306
150000	1515	1487	1469	1442	1424	1405	1378	1360	1332
175000	1541	1514	1496	1468	1450	1432	1405	1386	1359
200000	1568	1541	1522	1495	1477	1459	1431	1413	1386
225000	1595	1567	1549	1522	1504	1485	1458	1440	1413
250000	1621	1594	1576	1549	1530	1512	1485	1467	1439
275000	1648	1621	1603	1575	1557	1539	1511	1493	1466
300000	1675	1647	1629	1602	1584	1566	1538	1520	1493
325000	1702	1674	1656	1629	1610	1592	1565	1547	1519

Fonte: WisdomTree. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e tutti gli investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

E' probabile che, in assenza di nuovi rialzi dei tassi d'interesse, i prezzi dell'oro salgano. Una ripresa del sentiment nei confronti del prezioso metallo e un leggero rialzo dell'inflazione probabilmente rappresenteranno sviluppi positivi per l'oro. Ci aspettiamo che i prezzi dell'oro salgano a circa 1.385 dollari l'oncia entro la fine del 1° trimestre del 2020. Riteniamo che i rischi di rialzo per i prezzi dell'oro siano più pronunciati rispetto a quelli di ribasso dopo un prolungato periodo toro negli asset ciclici.

Source for all data in this article: WisdomTree, Bloomberg as of 31 March 2019.

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.