

## Flash note 30/01/2024

**Alex Fusté**

@AlexfusteAlex

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

### **Oro. La pregunta que todos hacen y la respuesta que nadie espera.**

En respuesta al creciente interés sobre el oro, me dispongo a compartir nuestra perspectiva al respecto. Vaya por delante que no me considero ningún experto en esta materia. Uno debe ser lo bastante honrado para reconocer que sabe poco o nada sobre muchas cosas, pero diligente cuando se requiera su colaboración. Por ello, empezaré por el final: Creo que el oro debería cotizar en niveles de 1.600usd/oz (hoy está en 2028\$/oz).

Los argumentos:

**Oro en términos reales:** Dado el deflactor global (actualmente en 1.2347), el precio del oro en términos reales (calculado como el precio nominal actual dividido por el Deflactor Implícito de Precios Domésticos de EE. UU. como un indicador del deflactor global) es de US\$1,633, y sigue negociándose muy por encima de su promedio de 20 años de US\$1,256 por onza. Para que el precio del oro se mantenga cerca de su promedio histórico en términos reales, el precio nominal (o precio de equilibrio) debe permanecer cerca de los US\$1,550.

**Oro términos de plata (siempre es interesante medir el precio de un metal precioso en términos de otros metales preciosos):** La ratio Oro/Plata aumentó a 88.45, aún por encima de su promedio de 20 años de 67.9x, lo que sugiere que el oro está caro en comparación con la plata (o que la plata está barata en comparación con el oro). Para que esta proporción alcance su promedio a largo plazo, asumiendo que la plata está mejor valorada que el oro (lo cual es muy probable dado su mayor usabilidad y frecuencia de transacción), entonces el precio del oro debería alcanzar los US\$1,548 por onza.

**Oro en términos de paladio:** La ratio Oro/Paladio aumentó a 1.97x, superando por primera vez desde noviembre de 2016 su promedio de 20 años de 1.82x. Esto sugiere que el oro está actualmente caro en comparación con el paladio. Para que esta proporción alcance su promedio a largo plazo, asumiendo que la plata está mejor valorada que el oro (lo cual es muy probable dado su mayor usabilidad y frecuencia de transacción), entonces el precio del oro debería alcanzar los US\$1,784 por onza

**Oro en términos de petróleo:** Esta proporción está en 25.70x, aún muy por encima de su promedio de 20 años de 19.31x. Considerando nuestra perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI a US\$80 (justo en el medio de nuestro nuevo rango de \$70-90 para el petróleo) y asumiendo que la función de utilidad de ambos productos básicos permanecerá sin cambios, el precio del oro debe acercarse a los US\$1,544 para que esta proporción se mantenga cerca de su promedio a largo plazo.

**Oro en el actual marco económico:** Dentro del marco de los cuatro cuadrantes, estamos proponiendo un cuadrante para 2024 donde el crecimiento bajo (pero positivo) se combinaría con la inflación en un camino de moderación. Tal escenario sugiere un rendimiento mediocre para el precio del oro, ya que desplaza el temido escenario de estanflación (o recesión con

inflación), que es más favorable para el oro. Por supuesto, el precio del oro también estará determinado por la decisión de los bancos centrales occidentales en su gestión de la masa monetaria y los bancos centrales asiáticos en su decisión de desplazar al dólar estadounidense en sus reservas estratégicas.

**Desaparición de los rendimientos negativos masivos en bonos:** Durante los períodos 2010-2017 y 2020-2022, la desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija (el oro no ofrece un cupón) fue neutralizada por los rendimientos nominales negativos en muchos bonos globales, lo que generó sólidos argumentos para la compra de oro. Pero esto ya no es el caso, ya que la mayoría de los bonos en el universo del dólar estadounidense ofrecen rendimientos positivos, haciéndolos atractivos frente al oro, que nuevamente sufre la desventaja de no ofrecer un cupón o rendimiento. Desde esta perspectiva, el oro volvería a exhibir su desventaja histórica y debería tener un rendimiento inferior en comparación con los Bonos del Tesoro de EE. UU.

Por supuesto estos no son los únicos factores que mueven el precio del oro, y soy consciente que algunos de esos argumentos ocultos pueden seguir ejerciendo una influencia alcista sobre el oro. Por ejemplo, el hecho de que el oro dispute al bono del Tesoro su rol de activo anti-frágil. Un rol por el que ambos activos han peleado históricamente. Los inversores deben decidir qué activo anti-frágil incluir en su cartera para protegerse contra un posible shock en los mercados financieros en 2024. La respuesta dependerá en gran medida de la percepción sobre cuál de los dos activos (oro y bonos del Tesoro de EE. UU.) puede desempeñarse mejor en ese escenario disruptivo. A su vez, esto dependerá de la oferta relativa de cada activo. Aquel con menor oferta relativa será el que tendrá mejor desempeño ante un shock.

A corto plazo, y mientras continúe la reducción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés, donde la Reserva Federal coloca una gran cantidad de bonos del Tesoro de EE. UU. en el mercado, provocando un salto en su oferta relativa), el oro podría sobreperformar al bono del Tesoro de EE. UU. y seguir con su trayectoria alcista: aunque se haría necesaria una cierta continuidad de los riesgos en el plano geopolítico. Sin embargo, con una perspectiva de más largo plazo, una vez que QT haya concluido y la Fed deje de poner tanto papel en el mercado, veremos una oferta más adecuada y limitada en los bonos del Tesoro de EE. UU., lo que debería ser positivo para éstos en términos de recuperar su papel como activo anti-frágil; superando al oro de nuevo.