

El análisis político y económico de los doctores Vicente Massot y Agustín Monteverde

Oro, ...¿reserva de valor?

Las existencias mundiales a fin de 2007 sumaban unas 157000 ton; 28583 ton se encontraban como reservas en bancos centrales. Las reservas en manos de particulares eran de unas 128000 ton.

Factores que inciden el precio del oro.

- a. El valor del dólar.
- b. El factor China y otras economías emergentes.

El Banco Central de China ha manifestado reiteradamente su interés en diversificar las reservas que en la actualidad tiene en su mayor parte en dólares. China tiene solo un 1.3% de sus reservas monetarias en oro. Esta tendencia en aumentar las reservas de oro la han manifestado otros bancos centrales.

- c. Oferta y demanda industrial.
- d. Producción.

Los últimos 5 años la producción ha sido de unas 2500 toneladas anuales.

De Sudáfrica, el mayor productor del mundo, se extrajeron en 290 ton en el año 2007. En 1970 la extracción en ese país fue de 1000 ton. Las producciones de EEUU, Australia, Canadá y Brasil también han caído. La excepción es China

cuya producción en 2007 fue de 260 ton y probablemente superará este año a Estados Unidos como el segundo productor mundial (y en posición de convertirse en el primero en menos de cinco años).

Para producir oro, se requieren entre 7 y 10 años desde su descubrimiento hasta la producción (y primero hay que encontrarlo).

Todo el oro extraído en el mundo tiene aproximadamente el tamaño de un cubo de 20 metros por cada lado. Una onza troy equivale a 31,1g.

e. Los bancos centrales

En otoño de 2004, 15 bancos centrales, entre ellos el BCE, renovaron el Central Bank Gold Agreement firmado en Septiembre del 1999 en Washington, limitando sus ventas de oro a un total de 500 toneladas anuales para el período 2004-2009. Esas ventas no podrán exceder globalmente 2.500 toneladas en esos 5 años.

Las reservas de los EEUU se calculan en un 60 % del total. Los países asiáticos y otros emergentes tienen ratios muy bajos.

El oro viene de siete años consecutivos de alzas.

No es sólo una materia prima sino que es también un activo monetario. Todas las demás divisas se basan en la confianza —son fiduciarias— y son deudas de gobiernos, se pueden crear de la nada.

El alza del oro es el barómetro que se pone en marcha cuando la confianza en el sistema monetario empieza a fallar. Y es inversamente proporcional a la devaluación de las monedas; cuanto menos vale el papel moneda, mayor es su precio.

La suba del metal desde 2005 anunció que la liquidez estaba creciendo de manera descomunal en todo el mundo, que el papel del dólar como divisa de reserva entraba en riesgo y que la crisis crediticia e inmobiliaria era mucho mas grave de lo que se quería ver.

La reacción inicial a la crisis financiera, al desatarse en la segunda mitad del año pasado, fue la huida de los activos financieros y la consiguiente apreciación de las materias primas, entre ellas el oro.

La profundización de la crisis y su ya manifiesto impacto en la economía real derivó, como no podía ser de otra manera, en una importante corrección a la baja del valor de todos los commodities. En forma paralela y —a nuestro juicio, provisoriamente— el dólar se ha fortalecido frente a otras monedas. Creemos que la calidad del oro como activo de refugio ha quedado a ratificada por su notable suba respecto a otros bienes universales, como el petróleo. A fines de junio se podían comprar 6,6 barriles de crudo con una onza de oro; a fin de septiembre esa relación había trepado a 8,7.

El precio del oro superó los U\$ 850 la onza sin mayor incidencia de los inversores individuales.

Consideramos que nos encontramos transitando un largo ciclo alcista, aún lejos de concluir y que refleja la crisis del sistema fiduciario moderno que rige la economía mundial.

Un poco de historia.

Durante la Gran Guerra, a excepción de Estados Unidos, que no entró en la contienda hasta que ésta estuvo muy avanzada, todos los países abandonaron el patrón oro para poder hacer frente al inmenso gasto bélico.

Se había popularizado la teoría cuantitativa del dinero. El hecho de que una divisa fuese convertible en oro era irrelevante, lo que tenía importancia eran simplemente las variaciones en su cantidad. Irving Fisher lo expresó con esta ecuación:

$$M \cdot V = P \cdot Q$$

donde M es la cantidad de dinero (oferta monetaria), V es la velocidad de circulación (las vueltas que da el dinero por el mercado), P es el nivel general de precios y Q es la producción nacional de bienes y servicios.

Se abría el camino hacia monedas fiduciarias, no respaldadas por oro en absoluto; esto es, divisas cuyo valor se basaría en la confianza del mercado en la buena gestión de los bancos centrales.

Está claro que el valor del oro, como respaldo del dinero, no es independiente de su cantidad en relación con la demanda mundial para fines monetarios y para fines de consumo. Pero eso no significa que un banco emisor pueda tomar unos trozos de papel carentes de valor, imprimir algo sobre ellos, ponerlos en circulación y, a fuerza de limitar su circulación, darles valor sin prometer cambiarlos o tener la intención de cambiarlos.

Fue así que Alan Greenspan afirmó en 1966: “El abandono del patrón oro ha permitido a los responsables del Estado del Bienestar usar el sistema bancario para expandir el crédito ilimitadamente. Ellos han creado reservas de papel en forma de bonos nacionales que tratan como el equivalente de lo que antaño era un depósito de oro. El tenedor de un bono nacional o depósito bancario creado por reservas de papel cree que tiene un derecho sobre un activo real. Pero el hecho es que existen ahora más derechos que activos reales”.

En 1910 se creó el Sistema de la Reserva Federal, que consistió en la coordinación de doce bancos. La Reserva emitía billetes respaldándolos con sus reservas de oro. Puesto que se emitían más billetes que oro tenía la Reserva, podría hablarse de que el sistema consistía en una pirámide invertida: muchos billetes que se sostienen sobre una cantidad de oro inferior.

Acabada la guerra, las potencias se esforzaron por volver a adoptar el patrón oro. Pero, implicaba el amargo trago de la devaluación, o la pérdida de gran parte de las reservas de oro.

Inglaterra, que hasta había sido la gran potencia hegemónica y que acababa de salir victoriosa de la Gran Guerra, no estaba dispuesta a rebajarse y regresó al patrón oro en 1926 sin devaluar la libra. Es decir, los ingleses podrían importar a bajo coste, pero les sería difícilísimo exportar sus productos.

En la Conferencia de Ginebra de 1922 se acordó que Estados Unidos permanecería en el patrón oro. Las divisas de los demás países, sin embargo, no podrían cambiarse por oro, sino por grandes lingotes de oro. El público en general, claro está, no usaba esos grandes lingotes, con lo que la convertibilidad de estas otras divisas quedaba

muy reducida. Es más, las libras esterlinas podrían cambiarse también por dólares y las demás divisas por libras.

Esto era una nueva triple pirámide invertida: los dólares se sostenían sobre una cantidad de oro inferior. Sobre estos dólares se apoyaban las libras, con lo que se formaba una segunda pirámide sobre la primera. Y, finalmente, todas las demás divisas se apoyaban sobre la libra.

El viejo mecanismo del patrón oro, que castigaba a los que emitían demasiados billetes, ya no funcionaba. Ahora, el Banco de Inglaterra podía emitir tantas libras como quisiera porque, en vez de tener que cambiarlas por oro, podía cambiarlas por dólares. Sólo se trataba de convencer a los americanos de que imprimiesen dólares.

Queda claro, entonces, que este sistema permite crear dinero de la nada y, ciertamente, en los *locos años veinte* pareció que en Estados Unidos se creaba riqueza de la nada. Pero también queda claro que el sistema no tiene un ancla de estabilidad sino que depende totalmente de la confianza —o credulidad— de la gente.

A finales de los años veinte el nuevo sistema se vino abajo.

Por un lado, Estados Unidos estaba pasando por una ligera crisis económica. La Reserva Federal, temerosa de que se produjera una escasez de dinero, aumentó su ritmo de emisión de moneda.

Por otro lado, el Banco de Inglaterra se había negado a una necesaria subida de sus tipos de interés. Debido a ello, los inversores ingleses preferían tener su dinero en dólares en vez de en libras esterlinas, por lo que se estaba produciendo una gran salida de oro desde Inglaterra hacia Estados Unidos. Para ayudar a los ingleses, la Reserva Federal decidió imprimir todavía más dinero, que rebajaría el tipo de interés en Estados Unidos hasta situarlo a niveles cercanos a los de Inglaterra. Con tipos de interés parecidos a ambos lados del Atlántico, se acabó la fuga de oro.

La enorme liquidez que la Reserva Federal había inyectado al mercado fue a parar, en gran medida, a los mercados financieros. Con enormes cantidades de dinero barato, los inversores compraron acciones de las empresas líderes en las nuevas tecnologías. Los índices bursátiles se dispararon.

Se estaba creando riqueza de la nada pero los expertos aseguraban que los enormes beneficios bursátiles se correspondían perfectamente con la envidiable situación de la economía real. La realidad era bien distinta, se trataba de una inmensa burbuja financiera. Las acciones de la RCA, por ejemplo, pasaron de U\$ 1,5 en 1921 a U\$ 141 en 1929.

El 3 de septiembre de 1929 se alcanzó el máximo en Wall Street. La Reserva Federal quiso detener la burbuja parando en seco la expansión monetaria, pero ya era muy tarde y la reventó. Del 24 al 29 de octubre se produjo el derrumbe de la bolsa.

El presidente Herbert C. Hoover primero, como Franklin D. Roosevelt después, intentó frenar la crisis a fuerza de políticas intervencionistas. La crisis se agudizó y se esparció por el mundo.

En 1931, Inglaterra abandonó completamente el patrón oro. En julio de 1932, el índice Dow Jones había perdido el 90 % de su valor desde los máximos de 1929 y tardaría un cuarto de siglo en recuperar los niveles previos a la crisis. El PIB americano cayó 60 % respecto a 1929 y más de 4.000 bancos cerraron.

En 1933, Roosevelt decidió acabar con la convertibilidad de los billetes de la Reserva Federal para los ciudadanos americanos. Esto es, desde entonces sólo los gobiernos y bancos centrales podrían cambiar los billetes de la Reserva por oro. Se llegó al extremo de prohibir a los americanos poseer oro.

En 1934 Estados Unidos readoptó el patrón oro, pero ya no a U\$ 20 por onza sino a U\$ 35.

Los dólares ya no salían a raudales de Estados Unidos. Uno de los países más dependientes de esos dólares era Alemania, que todavía se estaba recuperando de la devastación de la Gran Guerra. La economía germana no podía dar abasto a sus necesidades de reconstrucción ni a las obligaciones de pago que le habían impuesto.

El gobierno alemán había decidido, en la década anterior, imprimir marcos a discreción. En poco tiempo, carretillas llenas de billetes de varios millones de marcos eran insuficientes para comprar productos básicos. Esto ya no era inflación, sino hiperinflación.

La economía alemana colapsó a principios de la década de 1920. Con una divisa que no valía nada, obviamente, no había forma de pagar las deudas a los vencedores de la Gran Guerra. Así que tras la devastadora hiperinflación vino el impago de la deuda.

Conscientes del error que había supuesto la impresión sin ton ni son de moneda, los bancos centrales se ciñeron a una política monetaria restrictiva.

El acuerdo de Ginebra se desmoronó. La crisis económica, el paro y la deflación parecían imparables. Sin las restricciones del patrón oro, los países emprendieron el camino de las devaluaciones competitivas, redefiniendo constantemente su propia divisa a la baja. Cada nación intentó abaratar así sus productos para poder exportarlos más fácilmente y así estimular su producción nacional, frenando el paro y la deflación.

El sistema de monedas fiduciarias actual sin patrón oro nació el 15 de agosto de 1971, cuando el presidente Nixon ignorando los tratados de 1944 de Bretton Woods que le obligaban a entregar a los bancos centrales de los 44 países firmantes, oro a razón de U\$ 35 por onza, cerró la ventanilla y generó el mayor incumplimiento de la historia económica mundial.

El sistema hoy en día se basa únicamente en la creencia de que las deudas del emisor algún día serán honradas. Todo depende de la fe en el emisor, porque se desvanecen las restricciones técnicas a la cantidad de moneda que se puede crear.

A partir de los años sesenta los Estados Unidos empezaron a solucionar sus necesidades financieras imprimiendo más y más dinero. La abundancia de nuevos dólares y el déficit externo que era cada vez más alto provocaron una gran fuga de capitales.

En 1971 De Gaulle pidió a EEUU que canjeara en oro las reservas que Francia poseía en dólares. Al no poder responder a esta petición, Nixon decidió suspender la convertibilidad del dólar en oro y devaluó el dólar un 10 %. Así y de manera unilateral dio por terminada la convertibilidad en oro y faltó al compromiso contraído 25 años antes.

En 1973 se eliminaron los tipos de cambios fijos y se paso a la libre flotación del valor de las monedas. A partir de ese momento se sentaron las bases del endeudamiento público, mediante la expansión de la oferta monetaria.

En 1971 el precio del oro pasó de US\$ 50 la onza hasta los US\$ 200 en 1974. Entre 1974 y 1977 el oro corrigió y se consolidó en los US\$ 100. Más de un inversor abandonó sus posiciones y muchas "manos débiles" fueron sacudidas. A partir de 1977 se produjo una nueva onda alcista. En enero de 1980 alcanzó los US\$ 850, que ajustados por inflación significan más de US\$ 2200.

Desde 1970 la masa monetaria mundial se ha incrementado a un ritmo 20 veces superior al de la producción industrial.

La masa monetaria en los EEUU aumentó 14 % en 2007, la más alta en 35 años. Entre 1945 y 1965, la oferta de dólares creció 55 %. Entre 1970 y 2001, la expansión de la masa de dólares en circulación fue de 2000 %.

La falta de credibilidad en la moneda de Estados Unidos amenaza al sistema monetario internacional basado en el dólar y beneficia la trayectoria alcista del oro.

Para alcanzar nuevos máximos históricos (ajustando por inflación) el oro tendría que superar los US\$ 2200 la onza. El gran público apenas se ha fijado en el metal, desconocedor de la frágil arquitectura monetaria monetaria mundial.