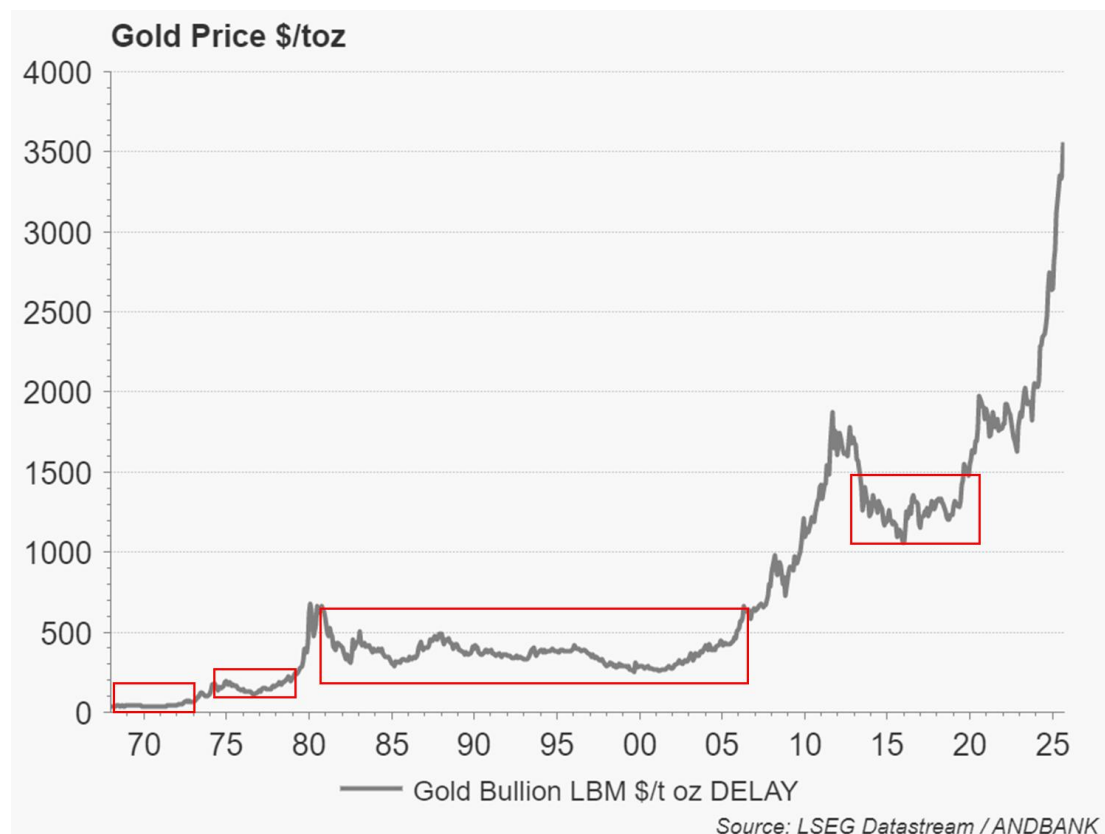


Flash Note: Oro - De activo refugio a un arma geopolítica que desnuda los modelos tradicionales. ¿Qué esperar?

El oro puede pasar largos periodos, incluso décadas, de estancamiento absoluto..

Aunque cueste creerlo, el precio del oro se ha caracterizado por largos periodos de absoluto estancamiento, con épocas de cotizaciones laterales tan prolongadas que incluso han llegado a extenderse durante décadas. No hace falta retrotraerse mucho en el tiempo. Hay ejemplos de esto que digo en la historia reciente. Por ejemplo: los 27 años comprendidos entre el 1980 y el 2007; los 7 años comprendidos entre 2013 y 2020; los 4 años comprendidos entre el 75 y el 79; o los 5 años comprendidos entre el 67 y el 72 (ver grafico 1 debajo)

Grafico 1: El oro puede pasar largos periodos, incluso décadas, de estancamiento absoluto.

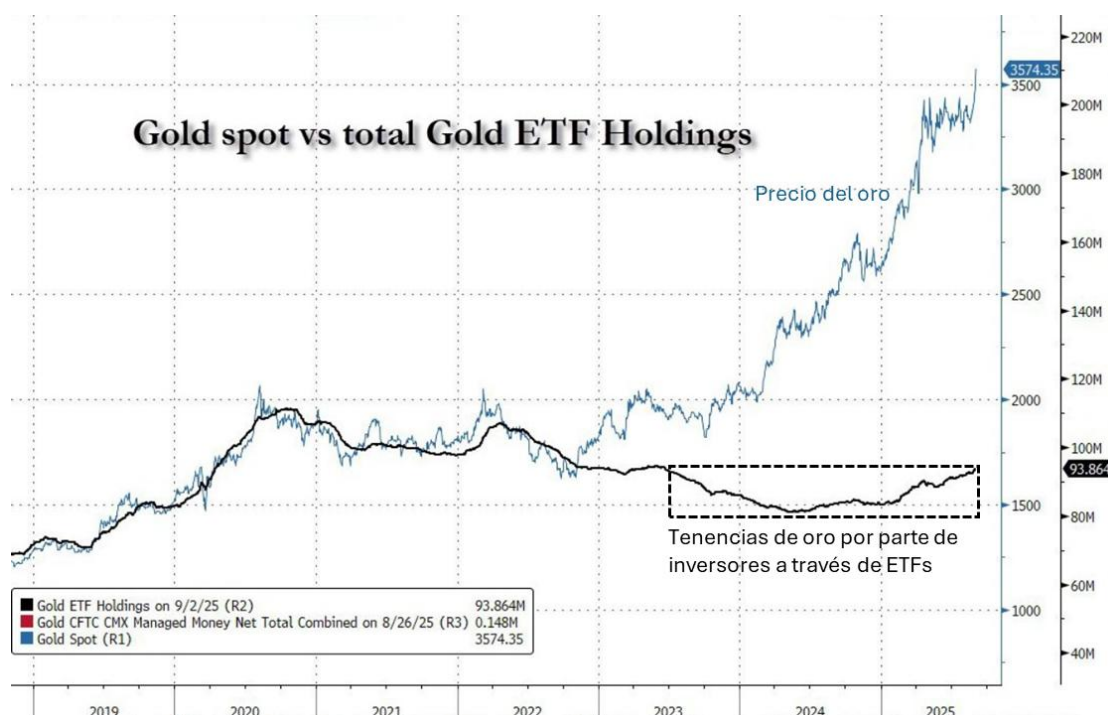


¿Son los inversores comunes los que están impulsando al oro?

Definitivamente no. Viendo la historia, y los largos periodos de aletargamiento en el precio del oro, el rally que actualmente observamos adquiere la categoría de fenómeno inusual. Sí, Ha habido grandes saltos en el precio del oro durante la la historia, pero no son frecuentes; lo que inevitablemente plantea la siguiente pregunta: ¿qué factores explican la magnitud del reciente repunte en el oro? De una cosa podemos estar seguros.

No es la demanda de los inversores comunes lo que está impulsando el precio, pues las tenencias y la exposición del inversor común al oro permanecen hoy inalteradas respecto a mediados de 2023. A pesar de ello, en ese mismo periodo, el precio del metal ha pasado de 2.000 a 3700 dólares por onza, lo que supone un incremento del 85% (véase Grafico 2, inferior)

Grafico 2: Las tenencias y la exposición del inversor común al oro permanecen hoy inalteradas respecto a 2023.



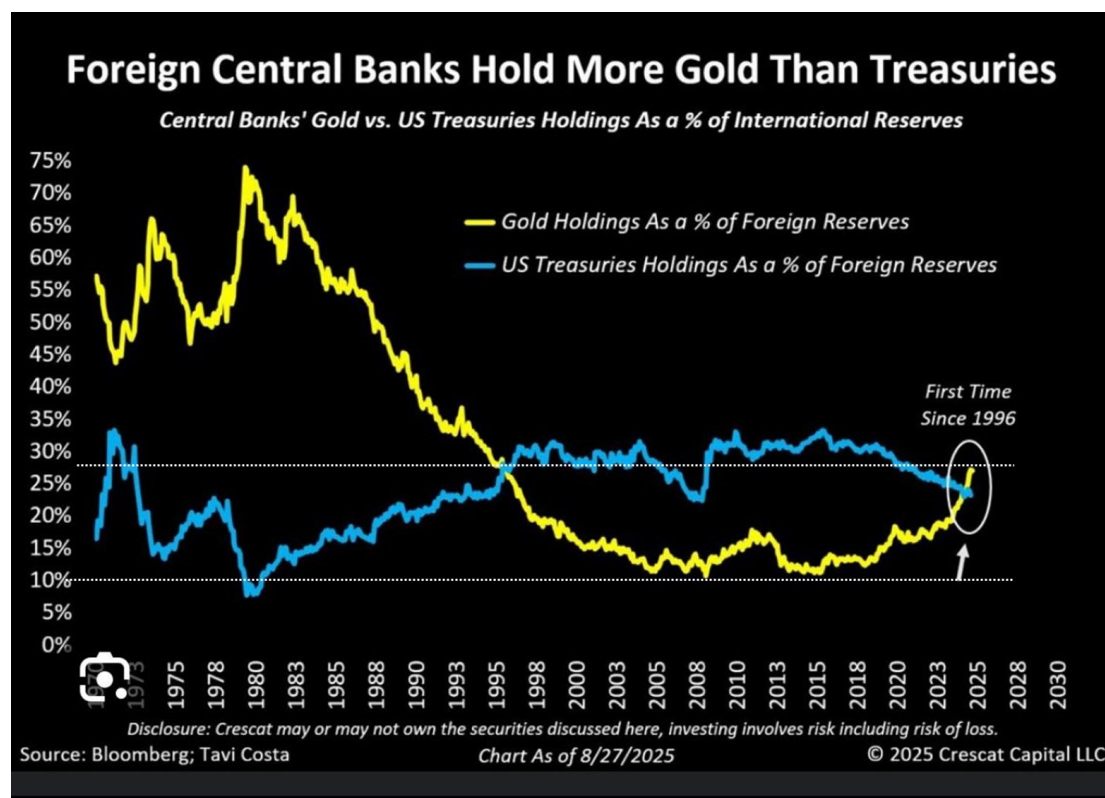
¿Quien o qué, entonces, está detrás del rally?

Un reconocimiento previo antes de dar ninguna indicación. Quien les escribe, ha fallado estrepitosamente al no anticipar este rally.

Los modelos que utilizamos los analistas financieros para estimar el valor intrínseco de un activo como el oro se fundamentan en comparaciones relativas frente a otros *commodities* o activos financieros (por ejemplo, oro en términos de plata, de platino, de paladio, o incluso crudo o bolsa). Nuestra disciplina nos enseña a valorar el precio intrínseco también en términos de tiempo, que es lo mismo que decir en términos reales (porque el tiempo vale dinero, de ahí la existencia del concepto "interés"). En este sentido, nuestros métodos de valoración indican que el oro está extremadamente caro en términos de todos esos activos. Pero si algo ha quedado meridianamente claro es que estos modelos de valoración solo resultan útiles en contextos de paz y estabilidad geopolítica, pero no en el contexto actual de un cambio de paradigma geopolítico. ¿Por qué?

Si bien los modelos que usamos incorporan la dimensión de oferta y demanda, este análisis se circunscribe a la demanda natural de particulares e instituciones (en especial bancos centrales, cuyas reservas representan la principal fuente de demanda de oro). Bien. Esta demanda institucional (natural) de oro guarda una estrecha correlación con la expansión del comercio mundial y con la acumulación de reservas oficiales derivadas de ese comercio. Nadie en su sano juicio hubiera proyectado un incremento del 85% en el comercio global, ni la acumulación de reservas entre el año 2023 y el 2025 en esa proporción. Así que, en realidad, puedo afirmar que **el aumento en el precio del oro no se explica por un aumento en el comercio, ni en volumen de las reservas oficiales, sino por un cambio drástico en su composición**. Lo sé porque el metal ha pasado de representar apenas un 10% de las reservas de los bancos centrales a situarse entorno al 30%, superando por primera vez desde 1996 a los Treasuries como proporción del total (ver Gráfico 3, debajo). Una conclusión atrevida derivada de esto que digo podría ser que el rally en el precio del oro no responde a una demanda natural.

Gráfico 3: La composición de las reservas oficiales en los bancos centrales ha cambiado drásticamente



¿Son todos los bancos centrales los causantes en el cambio de composición de reservas y compras de oro? ¿O es mas bien iniciativa de algún país en particular?

Una respuesta afirmativa a la primera pregunta proporcionaría una sensación de naturalidad y reafirmación en lo observado con el precio del oro. Sin embargo, temo que no hay respuesta afirmativa para la primera cuestión. Sí en cambio, para la segunda. Me explico. No les descubro nada nuevo si les digo que la economía internacional ha transitado en estos tres últimos años por un periodo de profunda transformación geopolítica, marcado por la configuración de bloques económicos contrapuestos y enzarzados en una dinámica de confrontación. Uno de estos bloques está liderado por China. El otro, por los EUA. Así, en un contexto de extrema rivalidad, y en el que cada actor ha desplegado sus opciones, Pekín ha jugado también sus cartas. Se sabía que China carecía de la capacidad de desplazar al dólar como moneda de reserva, pero no se sabía de su capacidad para infligir un dolor significativo al dólar, tal y como hemos podido comprobar. En el gráfico cuatro (ver debajo) se ilustra con total claridad como ha sido China el principal impulsor del reciente cambio en la composición de las reservas oficiales de los bancos centrales. Por lo tanto, no es que se haya dado un movimiento generalizado de todos los bancos centrales alterando la composición de sus reservas, y sustituyendo Treasuries por oro. Ha sido China la gran impulsora de esta alteración (véase gráfico 4 inferior).

Gráfico 4: Tenencias de oro en el Banco Popular de China

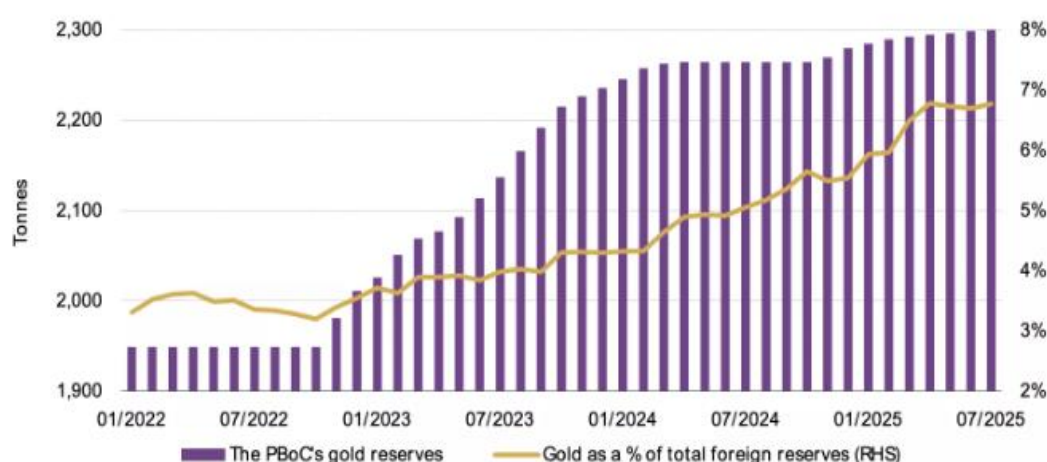


La pregunta del millón: ¿puede China seguir alterando la composición de sus reservas y continuar siendo un factor de impulso para el Oro?

Tendrá que ver con el espacio que Pekín tiene para seguir vaciando de *Treasuries* sus reservas oficiales e incorporar oro en su lugar. En este sentido, deben ustedes saber que Pekín ha podido lograr el objetivo (hasta hoy) gracias a que el porcentaje del oro sobre el total de sus reservas oficiales ha sido por mucho tiempo relativamente bajo (dejando así mucho espacio para nuevas tenencias del metal). Para dar algo más de exactitud: el oro en las reservas chinas apenas excedía el 2.4% del total en el año 2015, y representaban un 5% del total antes de 2023. Desde entonces, y en el fragor de una guerra económica abierta con los EUA, el Banco Popular de China ha intensificado sus compras de oro (reduciendo así su dependencia del *Treasury* y el dólar). De hecho, según los datos de julio, el PBoC extendió por noveno mes consecutivo sus compras de oro, anunciando una nueva compra del metal por una cantidad de 2t (toneladas), llevando las compras en lo que va de año a las 21 toneladas. Y según fuentes oficiales, las tenencias totales de oro en las reservas del PBoC representan ya cerca del ~7% de las reservas oficiales. (ver Grafico 5, inferior). ¿Mucho? ¿Poco? Bien. Un 7% me permite afirmar que China tiene aún mucho espacio para seguir incorporando oro en sus reservas, y con ello, impulsar el precio del metal.

Grafico 5: Oro como % de las reservas internacionales dentro del PBoC

Reported official gold holdings and gold as a percentage of total foreign exchange reserves*



Una observación final (no menos importante)

Dicho lo anterior me surge una pregunta: ¿es conveniente para un país aumentar de forma tan intensa la exposición en sus reservas a un activo ilíquido? Definitivamente no; y menos cuando el precio de este activo ilíquido ofrece una escasa red de protección derivada de un precio tan alto. Partiendo del hecho de que gran parte de las reservas brutas pertenecen a la población, y no al gobierno, es conveniente que esas reservas se mantengan en balance en un formato líquido. No solo para su libre disposición en cuanto el propietario genuino las reclame, si no porque sería muy contraproducente para la institución monetaria experimentar una pérdida contable en sus reservas, máxime cuando no le pertenecen. Unas pérdidas que, por cierto, son cada vez más probables cuanto más alto esté el precio de dicho activo.

De acuerdo con lo expuesto, cada movimiento de Pekín orientado a recomponer sus reservas hacia el oro implica, simultáneamente, un deterioro en la liquidez de su balance y un aumento del riesgo de *impairment*. Conviene recordar que el propietario de dichas reservas representa un pasivo estable, mientras que el oro es un activo menos estable dentro de ese mismo balance. Ambos conceptos son dos caras de la misma moneda, y conviene que guarden una correlación en su naturaleza.

La conclusión inmediata es que, en caso de recuperarse unas condiciones estables y de normalidad comercial con los EUA, China debería detener el proceso de recomposición de sus reservas y las compras adicionales de oro. De producirse, el metal dejaría de contar con este factor estructural de apoyo, lo que, unido a una eventual pérdida de confianza por parte de los inversores en el principal motor reciente de su precio, podría desembocar en episodios de ventas masivas.

Ahora bien, me resulta imposible anticipar si nos dirigimos hacia un escenario de mayor estabilidad y normalización comercial o, por el contrario, hacia un entorno de creciente inestabilidad. Si prevaleciera este último, Pekín seguiría actuando como un factor alcista para el oro, ya sea porque dispone todavía de margen para compras adicionales (en torno a un 3% adicional de sus reservas) o, sencillamente, porque en ese entorno adverso no tendría otra alternativa que acelerar su búsqueda de autonomía reduciendo la exposición al dólar y a los Treasuries, y comprando oro con los ingresos.

Cordiales saludos

Alex Fuste
Chief Global Economist
ANDBANK