



# BOLETÍN INFORMATIVO

N° 161 • año 14 • agosto 2007

## EDITORIAL

### El Mercado del Oro y las Reservas Internacionales de Oro

Las reservas internacionales de oro del Banco Central de Bolivia invertidas en el exterior alcanzan a 28,3 toneladas y se han mantenido invariables desde 1997-1998, años en los cuales el oro fue transportado al exterior para su refinación y certificación.

Al 31 de diciembre de 2007 las reservas de oro alcanzaron el equivalente de USD 759 millones, lo que representa en el año una importante ganancia por revalorización de USD 179 millones. Si se considera que el año 1997 el oro se valoraba en USD 40 millones, en estos 10 años se logró una valorización de este activo de USD 719 millones, que está reflejada en el balance del BCB.

La Ley 1670 (Ley del Banco Central de Bolivia) del 31 de octubre de 1995 faculta al BCB a administrar e invertir las reservas internacionales de las cuales forma parte el oro.

En este marco, las inversiones de las reservas de oro están normadas por el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales y por la Política Anual de Inversiones, ambos aprobados por el Directorio del BCB.

Bajo esta normativa se establecen los lineamientos para la inversión de las reservas internacionales (incluidas las de oro) considerando criterios de seguridad, preservación de capital, liquidez y rentabilidad. Las inversiones de oro se efectúan únicamente en países con calificación de riesgo crediticio Aaa y en entidades financieras internacionales con calificación igual o superior a A2. La actual normativa establece que los plazos de los depósitos de oro no pueden exceder los 4 años y la duración promedio los 2 años. La inversión del oro en el exterior en el periodo 1998-2007 permitió obtener un ingreso efectivo por intereses de USD 13 millones, de los cuales USD 420.763.- corresponden al año 2007. Al 31 de diciembre de 2007, el oro está invertido en bancos en Estados Unidos (49%), Inglaterra (42%) y Alemania (9%).

El mercado del oro tiene características particulares que lo diferencian de otros activos y mercados financieros, por lo que la relación entre su oferta y demanda no determina en su totalidad el precio del oro.

Por el lado de la demanda el oro cumple funciones de un activo para su inversión, compra o venta y adicionalmente como materia

prima para ser utilizado en la industria, principalmente en la joyería.

La oferta está determinada por la producción minera, por el oro reciclable y por la venta de oro de los bancos centrales. En este último caso los principales vendedores de oro son Suiza, Holanda, Francia y Reino Unido.

Además, el precio de este metal está influenciado por el comportamiento del precio del petróleo y, por considerarse al oro como medio de protección contra presiones inflacionarias a nivel internacional.

Asimismo, el oro sirve como activo refugio ante incertidumbre sobre la futura evolución de las economías de EE.UU y global, de ahí su incremento en valor ante depreciaciones del dólar estadounidense frente a monedas como el Euro.

El año 2007 el precio del oro llegó a los niveles históricos más altos con USD 834 la onza troy fina (OTF). Este alto precio se explica por las expectativas inflacionarias originadas en el elevado precio del petróleo, la debilidad del dólar americano y la incertidumbre presente en los mercados financieros internacionales respecto al crecimiento de la economía americana.

Respecto a las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo en los cuales se invierten las reservas de oro, que en general se encuentran a un plazo de un año, en la gestión 2007 se han efectuado inversiones a 0,20% en promedio.

El BCB seguirá invirtiendo el oro en el exterior, en los mercados y entidades financieras internacionales de mayor seguridad y prestigio.

Para el 2008 se espera que el ciclo alcista en el precio de los energéticos añadido a la muy probable desaceleración de la economía norteamericana brinden soporte a los altos niveles del precio del oro, que fluctuaría en un rango de USD 750 y USD 1.050 la OTF según la London Bullion Market Association.

#### INDICADORES ECONÓMICOS

TIPO DE CAMBIO VENTA (Fin de Periodo)(Bs x 1 \$us)	Ago. 06 8,05	Ago. 07 7,81	INFLACIÓN (acumulada en el año)	Ago. 06 2,82%	Ago. 07 8,12%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS BCB (Mill. \$us)	2.775,67	4.383,71	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS ACTIVAS (M/E)(2)	8,91%	8,08%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS SISTEMA FINANCIERO (Mill. \$us)	731,49	924,95	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS PASIVAS (M/E)(2)	3,78%	3,60%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, CONSOLIDADAS (Mill. \$us)	3.507,15	5.308,66	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	5,25%	6,50%
EMISIÓN MONETARIA (SalDOS en Mill. Bs)	6.718,05	10.731,63	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	7,25%	7,25%
M <sup>3</sup> (Mill. Bs) (1)	35.498,36	47.330,27	TASA LIBOR (a 6 meses)	5,45%	5,46%

(1) Corresponde al sistema financiero; (2) Promedios mensuales ponderados por el monto efectivo de operaciones realizadas; (3) Tasa mesa.

## Las Reservas Internacionales de Oro

### Antecedentes

Las reservas internacionales son activos líquidos internacionalmente aceptados como medio de pago. En el caso del Banco Central de Bolivia están divididas en reservas monetarias y reservas de oro.

Al 31 de diciembre de 2007, las reservas monetarias internacionales representan el 86% del total de las reservas internacionales y están invertidas, en depósitos *overnight*, depósitos a plazo fijo, títulos valores gubernamentales y de organismos internacionales. Las reservas internacionales de oro constituyen el 14% del total de las reservas y están invertidas en depósitos a plazo fijo en entidades financieras de reconocido prestigio internacional.

La Ley N° 1670 (Ley del Banco Central de Bolivia) de 31 de octubre de 1995, en sus artículos 14 al 18 facultan al BCB a administrar e invertir las reservas internacionales de las cuales forma parte el oro.

En los años 1997 y 1998, el oro del BCB se transportó desde sus bóvedas hacia el exterior para su refinación y certificación (ver Boletín Informativo N° 153 de febrero de 2006), lo que permitió: i) su valoración a precios del mercado y ii) que pueda ser invertido en los mercados financieros internacionales generando ingresos para el BCB.

Las reservas de oro desde su transferencia al exterior se han mantenido invariables en 28,3 toneladas o 911.075 onzas troy finas (OTF). Por su parte, las monedas de oro del BCB han sido clasificadas en Otros Activos Internacionales (libras esterlinas por 0,37 toneladas) y Activo Interno (monedas minero e indígena por 0,49 toneladas) y no constituyen reservas internacionales de oro.

La certificación e inversión de las reservas de oro permitió que éstas pasen de un monto de USD 40 millones, valuadas a fines de 1997, a un valor de mercado de USD 759 millones al 31 de diciembre de 2007, con una importante ganancia por valorización de USD 719 millones que se refleja en el balance general del BCB. En el año 2007 la ganancia por valorización ha significado la importante cifra de USD 179 millones.

Desde el año 2001 el precio del oro en el mercado internacional ha mantenido una tendencia creciente, alcanzando una cotización de USD 834 la OTF el 31 de diciembre de 2007.

Por la inversión de las 28,3 toneladas de oro en el exterior, el BCB en el período 1998-2007 ha percibido intereses por USD 13 millones, correspondiendo a la gestión 2007 USD 420.763.-

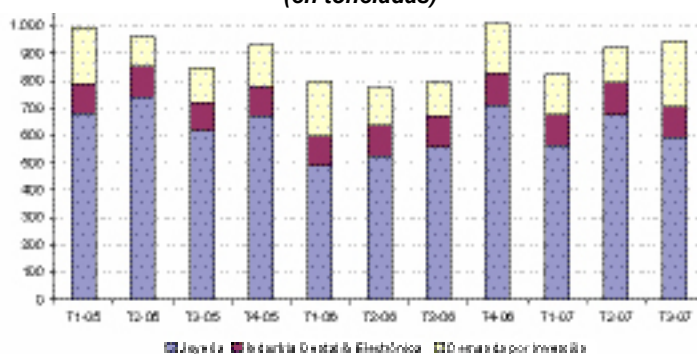
### 1. El mercado del oro

El oro aparte de ser considerado como un activo internacional de reserva, tiene características propias que lo diferencian del resto de los activos en los mercados financieros.

El oro es usado como un activo para inversión, para su compra o venta y adicionalmente es una materia prima utilizada en la industria, principalmente en la joyería.

La estructura de la demanda de oro muestra que su principal componente es el uso en joyería, seguido por la inversión y su demanda industrial (Gráfico 1). La utilización del oro como un activo de inversión se ha expandido especialmente en el segundo semestre de 2007, debido a su característica de activo refugio en períodos de incertidumbre y de preservación de su valor.

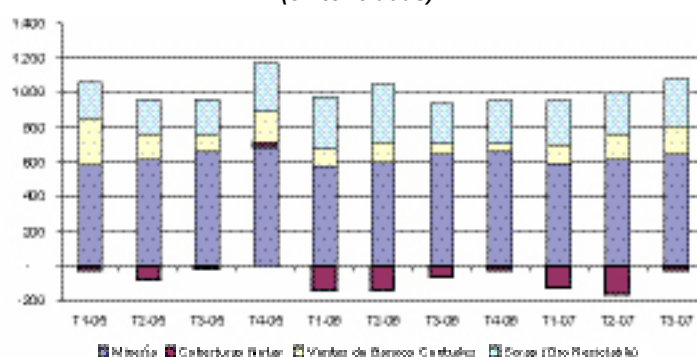
**Gráfico 1: Demanda de Oro 2005-2007 (en toneladas)**



Fuente: World Gold Council

Por el lado de la oferta, los principales participantes en el mercado internacional del oro son los productores mineros, la oferta de oro reutilizado (*scrap*) y la venta de oro de los bancos centrales, especialmente de los países industrializados (Gráfico 2).

**Gráfico 2: Oferta Física del Oro 2005-2007 (en toneladas)**



Fuente: World Gold Council

La oferta de oro incluye las operaciones de cobertura a través contratos *forward* que los productores efectúan para asegurarse un determinado precio para su producción futura. Desde que se inició el ciclo ascendente del precio del oro en el año 2001 y ante expectativas de incrementos futuros, los productores han ido re-comprando cada vez más sus coberturas (*de-hedging*), disminuyendo de esta manera la oferta de este metal.

La venta de oro de bancos centrales europeos se halla caracterizada por un Acuerdo suscrito entre ellos que limita la venta de este metal hasta 500 toneladas por año en conjunto. Este mecanismo está concebido para evitar una disminución importante del precio del oro.

Desde septiembre de 1999 hasta noviembre de 2007 se han vendido alrededor de 3.670 toneladas (Cuadro 1), y se espera vender unas 1.000 toneladas más hasta la culminación del referido Acuerdo en septiembre de 2009.

**Cuadro 1: Venta de Oro de Bancos Centrales Europeos (septiembre 1999 a noviembre 2007)**

Países	Toneladas	Países	Toneladas
Suiza	1.413,0	BCE	164,0
Holanda	371,7	Austria	127,4
Francia	364,9	Alemania	51,0
UK	345,0	Suecia	35,0
España	241,8	Bélgica	30,0
Portugal	224,5	Otros Países	0,5

Fuente: World Gold Council

## 2. Tenencia de oro como reserva

Dentro los principales tenedores de oro del mundo, se encuentran Estados Unidos con 8.134 toneladas, Alemania y el FMI con 3.417 y 3.217 toneladas respectivamente.

**Cuadro 2: Principales Tenedores de Oro (A diciembre 2007)**

	Toneladas	% sobre reservas
Estados Unidos	8.134	78
Alemania	3.417	86
FMI	3.217	-
Francia	2.871	96
Italia	2.452	69
Suiza	1.166	41
Japón	785	2
Holanda	625	61
BCE	605	26
China	603	1

Fuente: World Gold Council

En el caso de Latinoamérica, el principal tenedor de oro es Venezuela con 356,8 toneladas. Argentina incrementó sus tenencias a 54,7 toneladas. Bolivia se encuentra en el cuarto lugar con 28,3 toneladas.

**Cuadro 3: Tenencia de Oro Latinoamérica (a diciembre 2007)**

	Toneladas	% de reservas
Venezuela	356,8	29,7%
Argentina	54,7	3,2%
Perú	34,7	3,5%
Bolivia	28,3	14,6%
Ecuador	26,3	18,1%
Brasil	13,7	0,2%
Colombia	6,9	0,8%
Uruguay	0,3	0,2%
Chile	0,2	0,0%

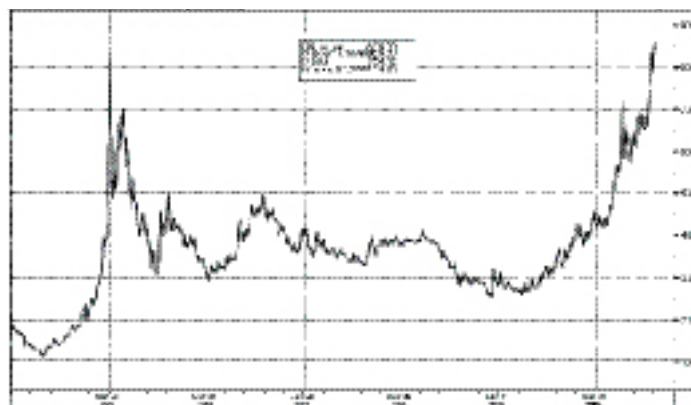
Fuente: World Gold Council

## 3. El precio del oro

El precio del oro no solamente está sujeto a la oferta y demanda del metal en el mercado internacional. Adicionalmente, influyen en su nivel el comportamiento del precio del petróleo y del dólar americano respecto al euro.

La evolución del precio del oro marca dos etapas de precios máximos alcanzados históricamente: i) la primera a fines de los años 70 cuando el patrón oro fue abandonado y ii) la reciente iniciada el 2001 hasta la fecha. La evolución en este último periodo de alza es más largo que el registrado a fines de la década de los años 70 (Gráfico 3).

**Gráfico 3: Precio del Oro 1970-2007 (En USD por onza troy fina)**



Fuente: Bloomberg

Actualmente el precio del oro se encuentra determinado por los siguientes factores adicionales a los de oferta y demanda:

i) Por el comportamiento del precio del petróleo, debido a la característica que el oro preserva su valor en el tiempo. Varios estudios han demostrado que en tiempos inflacionarios, en el largo plazo, el oro mantiene su valor o poder de compra. Dado que se considera al oro como un activo importante para cubrirse contra la inflación.

En los últimos años se ha incrementado significativamente las presiones inflacionarias provenientes del incremento en el precio del petróleo. Debido a la tensión geopolítica en Medio Oriente y a la oferta insuficiente del energético ante una demanda creciente del mismo, los precios del petróleo han llegado a situarse en USD 96 por barril al 31 de diciembre de 2007. En este contexto el precio del oro también experimenta incrementos similares.

ii) Por el comportamiento de los mercados accionarios debido a que el oro es considerado un activo refugio en tiempos de incertidumbre.

A fines de 1999, muchos analistas preveían altos retornos en los mercados accionarios; sin embargo, esta tendencia se revirtió drásticamente el 2001, originando que parte de los recursos invertidos en estos mercados se trasladen al mercado del oro, iniciando un proceso alcista en el precio del oro que continúa hasta la fecha.

Adicionalmente, desde el año 2006 se tiene una estrecha relación entre el precio del oro y la debilidad del dólar norteamericano respecto al euro, yen y libra principalmente. Así el precio del oro ha reaccionado favorablemente a la depreciación del dólar y a la incertidumbre respecto al crecimiento de Estados Unidos de Norteamérica.

## 4. Tasas de interés del oro

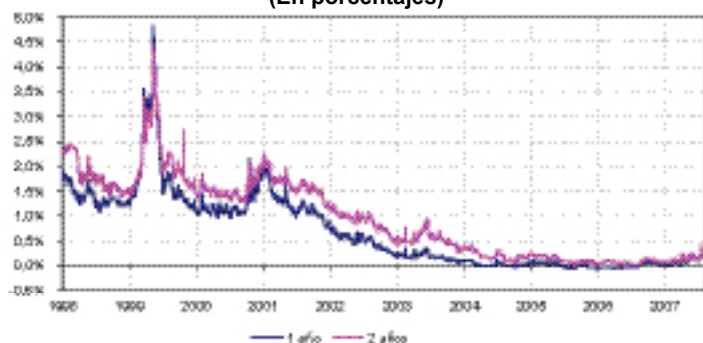
Las tasas de interés del oro en el corto plazo dependen de los préstamos que otorgan los bancos centrales a inversionistas. Las tasas de interés de largo plazo dependen de los productores que históricamente han sido vendedores *forward* de oro. No obstante, desde el año 2001 estos productores han estado recomprando dichas coberturas (*de-*

hedging), ejerciendo una presión hacia la baja de las tasas de interés.<sup>1</sup>

Las tasas de interés para depósitos a plazo de oro alcanzaron su máximo nivel en 1999, desde entonces han tendido a disminuir por la liquidez del mercado de préstamos de oro y el creciente *de-hedging* de los productores ante expectativas de precios del oro más altos.

Desde el año 2004, las tasas de interés en depósitos a plazo fijo a 1 y 2 años han estado en niveles muy bajos, incluso negativos para plazos menores a 1 año, y con una leve recuperación en los últimos meses de 2007. En el Gráfico 4 se muestra la evolución de las tasas de interés para depósitos en oro para 1 y 2 años.

**Gráfico 4: Tasa de Depósitos en Oro 1998-2007 (En porcentajes)**



Fuente: Deutsche Bank AG

## 5. Las Reservas Internacionales de oro del BCB

Las inversiones de las reservas de oro que efectúa el BCB en el exterior están normadas por el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales y la Política Anual de Inversiones aprobados por el Directorio del BCB. En el Reglamento se establece las calificaciones crediticias que deben cumplir los países y las instituciones financieras en las cuales pueden efectuarse las inversiones del oro. En ambos casos se consideran las más altas calificaciones de riesgo crediticio.<sup>2</sup> Además se requiere que las instituciones sean miembros del *London Bullion Market Association*, ente que actúa como punto principal de contacto entre el mercado y sus reguladores, asegurando que el mercado de oro continúe satisfaciendo las necesidades de los participantes en el ámbito global.

En la Política Anual de Inversiones actual se establece que el portafolio de oro puede tener una duración máxima de 2 años y el comparador referencial (benchmark) sobre el cual se evalúan los rendimientos de este portafolio es la tasa promedio de depósitos de oro a 1,5 años.

Desde que se empezó a invertir el oro en los mercados internacionales en 1998 se establecieron los lineamientos mencionados anteriormente los cuales se mantienen con muy pocas variaciones hasta la fecha. Estas exigentes condiciones

<sup>1</sup> Cuando los productores recompran sus coberturas, la necesidad de préstamos por parte de los Bullion Banks disminuye y con ello las tasas de interés para depósitos a plazo de oro.  
<sup>2</sup> Los países en los cuales se efectúa la inversión del oro deben contar con una calificación de riesgo crediticio soberano a largo plazo de Aaa y las instituciones una calificación de riesgo crediticio de emisor de largo plazo igual o superior a A2.

aseguran una alta confiabilidad en las inversiones de oro en el exterior.

Al 31 de diciembre de 2007, las 28,3 toneladas de oro tienen un valor de mercado de USD 759 millones, que representa el 14% de las Reservas Internacionales de BCB y están invertidas en las más prestigiosas instituciones financieras internacionales.

De estas inversiones el 49% se encuentra invertido en Estados Unidos, el 42% en Inglaterra y el 9% en Alemania, en todos los casos corresponden a países desarrollados con las más altas calificaciones de riesgo crediticio (Aaa), (Cuadro 4).

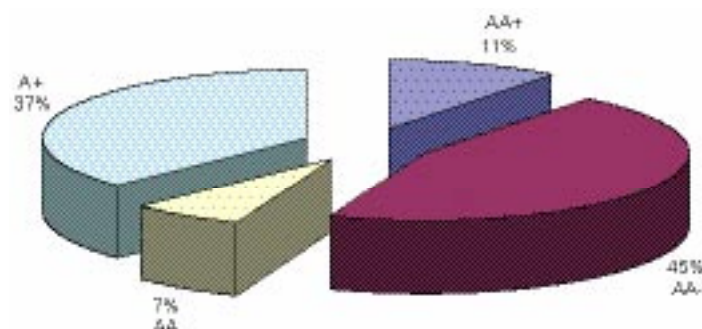
**Cuadro 4: Portafolio de Oro Estructura de Inversión por Institución**

INSTITUCION	País	Toneladas	Equivalentes en millones de USD	% del total
STANDARD CHARTERED BANK	New York	5	134	31%
DEUTSCHE BANK AG	Leeds	43	115	30%
BARCLAYS BANK PLC	New York	4	107	24%
BANK OF NOVA SCOTIA - SC MICHATA	New York	3	80	11%
BERNARDINI BANK PLC	Leeds	3	80	11%
MAGNIFICENT BANK LIMITED	Leeds	3	80	11%
BAVISCHE LANDESBANK	Munich	2	54	7%
HSBC BANK USA	New York	2	52	7%
AUSTRALAND NEW ZEALAND BANKING	Leeds	15	40	5%
RESERVE BANK OF NZ	Frankfurt	0.5	13	2%
TOTAL		28.3	759	100%

Fuente: Gerencia de Operaciones Internacionales

Respecto a las instituciones en las cuales está invertido el oro, de acuerdo a su calificación crediticia, estas están distribuidas de la siguiente manera:

**Gráfico 5: Estructura de Inversión por calificación de riesgo crediticio de la institución (En porcentajes)**



Fuente: Gerencia de Operaciones Internacionales

Los intereses generados por la inversión del oro en la gestión 2007 alcanzaron a USD 420.763, superior en USD 34.709 a los de la gestión 2006. La inversión del oro en el exterior en el año 2007 superó en 4 puntos básicos a su benchmark.

## 6. Perspectivas del precio del oro para el 2008

Las perspectivas del precio del oro son alcistas para el 2008, situándolo entre USD 750 y USD 1.050 de acuerdo a la London Bullion Market Association. Los factores que influirían en el precio del oro durante el 2008 serían: i) el debilitamiento de la economía norteamericana que aceleraría la política de disminución de la tasa referencial de la Reserva Federal lo que induciría la depreciación del dólar norteamericano frente a otras monedas y ii) la posible continuidad de los altos precios de los energéticos en caso de mantenerse una creciente demanda de economías como China e India.