

F
RD
2239
19830228

F
RD
2239
19830228



"EL PAPEL DEL ORO EN EL SECTOR FINANCIERO INTERNACIONAL: LA VISION DE UN BANQUERO CENTRAL"

Por Lic. Bernardo Vega(*)

SE ME HA ENCOMENDADO HABLAR SOBRE EL PAPEL DEL ORO EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL DESDE EL PUNTO DE VISTA DE UN BANQUERO CENTRAL. CLARO ESTÁ QUE TAMBIÉN HABLARÉ DESDE EL PUNTO DE VISTA DE UN PRODUCTOR DE ORO. VALE LA PENA REVELAR QUE LA ACTUAL PRODUCCIÓN ANUAL DE ORO EN LA REPÚBLICA DOMINICANA ES, A GROSSO MODO, EQUIVALENTE A LA PRODUCCIÓN ANUAL PROMEDIO DE ORO A NIVEL MUNDIAL DURANTE TODO EL PERÍODO HASTA 1850. ANTE TODO, PIENSO DECIR UNAS PALABRAS SOBRE EL PAPEL MONETARIO DEL ORO Y, ENTONCES, PASARÉ A HABLAR ACERCA DEL PAPEL DEL ORO COMO INVERSIÓN. CREO QUE USTEDES NOTARÁN QUE ESTOS DOS ASPECTOS ESTÁN INTIMAMENTE LIGADOS.

COMO TODOS SABEMOS, EL PAPEL MONETARIO DEL ORO BAJO EL SISTEMA DE TIPO DE CAMBIO FIJO ESTABLECIDO EN BRETTON WOODS ESTABA LLAMADO A SER UNO MUY SIGNIFICATIVO. LOS DESEQUILIBRIOS DE PAGOS INTERNACIONALES ENTRE PAÍSES MIEMBROS DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL DEBÍAN FINANCIARSE PRINCIPALMENTE MEDIANTE LA TRANSFERENCIA DE ORO O DÓLARES, ESTOS ÚLTIMOS SIENDO CONVERTIBLES EN ORO A UN PRECIO FIJO. CUANDO LOS DESEQUILIBRIOS DE PAGOS PERSISTENTES HICIERON NECESARIO LA REALIZACIÓN DE AJUSTES DE MÁS LARGO PLAZO, ENTONCES LA DISPONIBILIDAD DE LIQUIDEZ SUPLEMENTARIA SE HIZO NECESARIA, CONDICIONADA A UN ACUERDO ENTRE EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y EL PAÍS CORRESPONDIENTE. ERA LA INTENCIÓN DE QUE EL CRÉDITO DISPONIBLE EN EL FMI FUESE TEMPORAL YA QUE SE CONSIDERABA QUE LOS RECURSOS DEL FMI ERAN ROTATIVOS. POR LO TANTO, BAJO EL SISTEMA DE BRETTON WOODS, LA PRINCIPAL FUENTE PERMANENTE DE

(*) Gobernador del Banco Central de la República Dominicana

F
ED
2239
19830228

CREACIÓN DE LIQUIDEZ CONSISTÍA, EN TEORÍA, EN LA OFERTA NETA DE NUEVO ORO.

EN LA PRÁCTICA, LA OFERTA NETA DE NUEVO ORO RESULTO SER UNA FUENTE INSIGNIFICANTE DE CREACIÓN DE LIQUIDEZ, PARTICULARMENTE EN EL PERÍODO EN QUE LOS ESTADOS UNIDOS ESTABA INCURRIENDO EN UN GRAN DÉFICIT DE BALANZA DE PAGOS CON EL RESTO DEL MUNDO.

AQUELLOS PAÍSES QUE MANTENIAN UN SUPERÁVIT DE PAGOS CON LOS ESTADOS UNIDOS TENDIERON A ACUMULAR SUS RECLAMOS DE RESERVAS CONTRA LOS ESTADOS UNIDOS EN DÓLARES, EN VEZ DE EXIGIR SUS PAGOS MEDIANTE TRANSFERENCIA DE ORO. COMO RESULTADO, LOS RECLAMOS DE DÓLARES CONTRA LOS ESTADOS UNIDOS SE CONVIRTIERON EN LA PRINCIPAL FUENTE DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL. ESTO CREÓ UNA SITUACIÓN BASTANTE INESTABLE. O SE PERMITÍA QUE CONTINUASE EL DÉFICIT DE PAGOS DE LOS ESTADOS UNIDOS, EN CUYO CASO ----- LOS ESTADOS UNIDOS EN ÚLTIMA INSTANCIA NO IBA A PODER CONVERTIR LOS DÓLARES AL SERLES EXIGIDO, O SE ELIMINABA EL DÉFICIT DE PAGO, EN CUYO CASO SURGIRÍA UNA SITUACIÓN DE ESCASEZ DE LIQUIDEZ.

EL CONSENSO QUE EMERGIÓ DURANTE LAS PRIMERAS DISCUSIONES SOBRE LAS REFORMAS AL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL ERA DE QUE EL DÉFICIT DE PAGO DE LOS ESTADOS UNIDOS DEBÍA SER ELIMINADO, PERO, DE ELIMINARSE, DEBÍA SER REEMPLAZADO POR UNA FUENTE DE CREACIÓN DE LIQUIDEZ. UNA FORMA DE LOGRAR ESTO HUBIESE SIDO EL INCREMENTO SUBSTANCIAL DEL PRECIO OFICIAL DEL ORO EN TÉRMINOS DEL DÓLAR. PERO UN INCREMENTO SUBSTANCIAL EN EL PRECIO OFICIAL DEL ORO FUE DESCARTADO DEBIDO A QUE BENEFICIARÍA EN FORMA DESPROPORCIONADA A LOS GRANDES PRODUCTORES COMO SUR ÁFRICA Y LA UNIÓN SOVIÉTICA. EN CAMBIO, SE DECIDIÓ REDUCIR PROGRESIVAMENTE EL PAPEL DEL ORO DENTRO DEL SISTEMA FINANCIERO Y CREAR UN NUEVO ACTIVO DE RESERVA: EL DEG.

EL EXPERIMENTO DISEÑADO A PONER EL DEG EN EL CENTRO DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL, HASTA AHORA NO HA SIDO MUY EXITOSO DEBIDO A DOS RAZONES. PRIMERO, EL ÁMBITO PARA LA EMISIÓN DE DEGS HA SIDO LIMITADO EN LA MEDIDA EN QUE LA PRINCIPAL FUENTE DE CREACIÓN

DE LIQUIDEZ A CONTINUADO TOMANDO LA FORMA DE DÓLARES. - YA SEAN DÓLARES EMITIDOS DIRECTAMENTE COMO OBLIGACIONES DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS O, INDIRECTAMENTE, A TRAVÉS DEL MERCADO DE FURO-DIVISAS, AÚN CUANDO SE HA CONCEBIDO UN ESQUEMA QUE INVOLUCRARÍA LA CONVERSIÓN EN DEGS DE LA TENENCIA DE DÓLARES DE LOS BANCOS CENTRALES A TRAVÉS DE UNA CUENTA DE SUSTITUCIÓN. HASTA AHORA, ESTE ESQUEMA NO HA SIDO IMPLEMENTADO.

EN SEGUNDO LUGAR, EL ORO HA MANTENIDO SU ATRACCIÓN PARA LOS BANCOS CENTRALES A PESAR DE LOS ESFUERZOS DEL FMI Y EL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS DE DESMONETIZARLO. EL PRECIO OFICIAL DEL DÓLAR HA SIDO ABOLIDO, PERO LOS BANCOS CENTRALES TIENEN AHORA LA LIBERTAD DE VALORAR SUS RESERVAS EN ORO A UN PRECIO RELACIONADO AL PRECIO DEL ORO EN EL MERCADO LIBRE. TANTO EL FMI COMO EL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS HAN LLEVADO A CABO SUBASTAS DE ORO, LAS CUALES HAN INVOLUCRADO VENTAS DE UN POCO MÁS DE 1,300 TONELADAS MÉTRICAS DE ORO. PERO, EL PRECIO DEL ORO ES AHORA SIGNIFICATIVAMENTE MAYOR QUE EL PRECIO DEL ORO CUANDO EMPEZARON LAS SUBASTAS Y, HASTA AHORA, NO HAY EVIDENCIA DE QUE LAS SUBASTAS VAYAN A CONTINUAR. ES INTERESANTE NOTAR DE QUE AL ACTUAL PRECIO DEL ORO EN EL MERCADO LIBRE, LAS RESERVAS EN ORO DE LOS BANCOS CENTRALES REPRESENTAN UN POCO MENOS DE LAS 2/3 PARTES DEL TOTAL DE SUS RESERVAS INTERNACIONALES. ESTA ES UNA PROPORCIÓN QUE ES SÓLO UN POCO MÁS BAJA QUE LA PROPORCIÓN QUE EL ORO REPRESENTABA EN LAS RESERVAS GLOBALES DE LOS BANCOS CENTRALES HACE 35 AÑOS, CUANDO EL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DOMINICANA FUE FUNDADO.

CUANDO UN BANCO CENTRAL ESTÁ CONSIDERANDO LA INVERSIÓN EN LINGOTES DE ORO, EXISTEN TRES FACTORES PRINCIPALES QUE DEBEN TOMARSE EN CUENTA. ESTOS SON, PRIMERO, EL EVENTUAL RIESGO DE TENENCIAS EN ORO, SEGUNDO, EL EVENTUAL RENDIMIENTO DE UNA INVERSIÓN EN ORO, Y TERCERO, LA EVENTUAL LIQUIDEZ SI SE TOMA LA DECISIÓN DE VENDER LAS TENENCIAS.

EL ORO EN LINGOTES NO ES UNA INVERSIÓN LIBRE DE RIESGOS. EL RIESGO ASOCIADO CON LA TENENCIA DE ORO ESTA EN FUNCIÓN A LOCALIDAD GEOGRÁFICA Y A LA FORMA EN QUE SE TENGA. SI EL ORO SE

-4-

TIENE EN LOS CENTROS FINANCIEROS DONDE SE COMPRA, EXISTE EL RIESGO DEL SECUESTRO POR EL GOBIERNO HUESPED O UN CONGELAMIENTO SOBRE ACTIVOS SIMILAR AL CONGELAMIENTO DE LOS ACTIVOS IRANÍES IMPUESTO POR LAS AUTORIDADES FINANCIERAS DE LOS ESTADOS UNIDOS EN EL 1979. SIN EMBARGO, EL RIESGO DE SECUESTRO O CONGELAMIENTO NO ES MAYOR EN EL CASO DE LOS LINGOTES DE ORO QUE EN EL CASO DE CUALQUIER OTRO ACTIVO FINANCIERO DE LA RESERVA DE LOS BANCOS CENTRALES.

EXISTE TAMBIÉN EL RIESGO VINCULADO A LA TENENCIA DE ORO EN FORMA NO ASIGNADA. SI UN BANCO CENTRAL TIENE ORO EN UNA CUENTA NO ASIGNADA, LA RECLAMACIÓN REPRESENTA UN RIESGO DE CRÉDITO SOBRE EL BALANCE GENERAL DE LA CORRESPONDIENTE INSTITUCIÓN FINANCIERA, EN LA MISMA FORMA EN QUE UN DEPÓSITO BANCARIO REPRESENTA UN RIESGO DE CRÉDITO. SIN EMBARGO, ESTE RIESGO PUEDE MINIMIZARSE MEDIANTE LA TENENCIA DE ORO NO ASIGNADO CON INSTITUCIONES DE BUEN NOMBRE Y PUEDE SER TOTALMENTE ELIMINADO MANTENIENDO EL ORO EN FORMA ASIGNADA EN EL BANCO DE RESERVA FEDERAL DE NUEVA YORK O EN EL BANCO DE INGLATERRA, COMO HACEN LA MAYORÍA DE LOS BANCOS CENTRALES.

EL RENDIMIENTO EVENTUAL DE UNA INVERSIÓN EN ORO DEPENDE OBLIAMENTE DEL COMPORTAMIENTO DEL CAPITAL. LA INVERSIÓN DE ORO EN LINGOTES NO PRODUCE NINGÚN INGRESO CON LA LIMITADA EXCEPCIÓN DE QUE ALGUNAS VECES HAY OPORTUNIDAD DE PRESTAR ORO A CASAS DE ORO POR PERÍODOS CORTOS Y EN PEQUEROS MONTOS A UNA TASA DE INTERÉS QUE, NORMALMENTE, NO EXCEDE UN 1/2% POR AÑO. EL COMPORTAMIENTO DE CAPITAL DEL LINGOTE DE ORO HA SIDO MUCHO MÁS VOLÁTIL QUE CUALQUIER OTRA FORMA DE INVERSIÓN EN RESERVAS DE BANCOS CENTRALES EN EL PASADO RECIENTE. A MÁS LARGO PLAZO EN EL PASADO, EL COMPORTAMIENTO DE CAPITAL DEL ORO HA VARIADO SEGÚN EL PERÍODO DE TIEMPO EN EL CUAL SE MIDA. DESDE 1968 CUANDO SE DESARROLLÓ EL MERCADO LIBRE DEL ORO, EL PRECIO DEL ORO SE HA INCREMENTADO MÁS DE 14 VECES EN TÉRMINOS NOMINALES Y MÁS DE 5 VECES EN TÉRMINOS REALES, DESPUES DE HABERSE AJUSTADO POR LA TASA PROMEDIO DE INFLACIÓN DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS.

EL AUMENTO DEL CONJUNTO EN EL PRECIO DEL ORO DESDE QUE EL MERCADO LIBRE DE ORO FUE ESTABLECIDO EN 1968 PUEDE, EN MI OPINION, PUEDE ATRIBUIRSE, PRINCIPALMENTE A TRES FACTORES. PRIMERO, HA HABIDO UN AJUSTE EN EL PRECIO DEL ORO PARA COMPENSAR POR EL LARGO PERÍODO DURANTE EL CUAL EL PRECIO ESTABA FIJADO EN TÉRMINOS NOMINALES Y DEPREDIADO EN TÉRMINOS REALES DEBIDO A LA INFLACIÓN. SEGUNDO, EL PRECIO HA SIDO AFECTADO DE UNA MANERA CÍCLICA POR LA INFLACIÓN Y POR LA INESTABILIDAD POLÍTICA DESDE QUE SE ESTABLECIÓ EL MERCADO LIBRE. TERCERO, HAN HABIDO FACTORES, A PARTE DEL FACTOR PRECIO, QUE HAN INFLUENCIADO LA OFERTA Y LA DEMANDA EN EL MERCADO LIBRE, TALES COMO LAS SUBASTAS DEL FMI Y DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS.

LA EVENTUAL LIQUIDEZ DE UNA INVERSIÓN EN ORO ESTÁ LIMITADA POR SU TAMAÑO. AUNQUE HA RESULTADO PRÁCTICO PARA ALGUNOS BANCOS CENTRALES VENDER GRANDES TENENCIAS DURANTE UN PERÍODO DE TIEMPO RELATIVAMENTE CORTO, GENERALMENTE NO HA SIDO POSIBLE HACER ESTO SIN NINGÚN EFECTO SOBRE EL PRECIO. CONSECUENTEMENTE, EN AÑOS RECIENTES SE HA HECHO UN USO EXTENSIVO DEL ORO DE LOS BANCOS CENTRALES COMO COLATERAL Y OPERACIONES DE INTERCAMBIO O TRUEQUE DE ORO (SWAP OPERATIONS). ENFRENTADOS A UN SUBSTANCIAL DÉFICIT DE BALANZA DE PAGOS EN 1974, ITALIA TOMÓ PRESTADO DE ALEMANIA OCCIDENTAL CONTRA LA GARANTÍA COLATERAL DE SUS RESERVAS EN ORO Y, OTROS PAÍSES TALES COMO PORTUGAL, HAN HECHO LO MISMO. SUR AFRICA HA HECHO USO EXTENSO DE LAS OPERACIONES DE INTERCAMBIO O TRUEQUE DE ORO (SWAP) PARA NIVELAR LAS FLUCTUACIONES EN SU BALANZA DE PAGOS Y LOS BANCOS CENTRALES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO TAMBIÉN INTERCAMBIARON SU ORO.

YO ANTICIPO QUE EL ORO CONTINUARÁ JUGANDO UN IMPORTANTE PAPEL COMO UNA INVERSIÓN DE CARTERA EN LA RESERVA DE LOS BANCOS CENTRALES. HAY CRECIENTE EVIDENCIA DE UN MANEJO ACTIVO DE LAS RESERVAS EN ORO DE ALGUNOS PAÍSES TALES COMO LAS RECIENTES DECISIONES DE INDONESIA Y LIBIA DE COMPRAR ORO Y DE IRÁN E IRAQ DE VENDER ORO DE SUS RESERVAS. ALGUNOS PRODUCTORES DE ORO, EFECTIVAMENTE, SIGUEN UNA POLÍTICA ACTIVA DE ADMINISTRACIÓN, TOMANDO ORO PARA SUS RESERVAS EN VEZ DE VENDER SU NUEVA PRODUCCIÓN INMEDIATAMENTE EN EL MERCADO DEL DÍA (SPOT MARKET). PERO LAS OPORTUNIDADES

PARA UNA GESTIÓN ACTIVA DE LAS RESERVAS DE ORO ESTÁN SUJETAS A SER LIMITADAS POR LA RELATIVA ESCASEZ DE LIQUIDEZ DE TENENCIAS EN ORO FRENTE A LA CONSIDERABLE VOLATILIDAD EN EL PRECIO DEL ORO EN EL MERCADO LIBRE. ESTA POSICIÓN PARECE POCO PROFABLE QUE CAMBIE A MENOS QUE LOS BANCOS CENTRALES EN LOS PRINCIPALES PAÍSES INDUSTRIALIZADOS DECIDAN QUE ESTÁN PREPARADOS PARA INTERVENIR DE UNA MANERA COORDINADA EN EL MERCADO DEL ORO, NO NECESARIAMENTE PARA FIJAR EL PRECIO DEL ORO PERO SÍ PARA AL MENOS MANTENERLO DENTRO DE UNA BANDA DE FLUCTUACIÓN DE PRECIO PREDETERMINADA."

MUCHAS GRACIAS.

Asamblea 1983 del Instituto del Oro
Santo Domingo, República Dominicana
Febrero 28 de 1983).