

# El fracaso de las ventas de oro del Banco de España

---

*Director*

Juan Ramón Rallo

*Equipo*

Raquel Merino Jara

Philipp Bagus

Desde 2005, el Banco de España ha vendido 7,78 millones de onzas de oro, el 46% de sus reservas. La última venta, de 0,8 millones de onzas, se produjo en junio de 2007 e, interpelado en el Congreso, el ministro de Economía Pedro Solbes la defendió diciendo que: “en el pasado jugó un papel fundamental como elemento de reserva que está desapareciendo, ya que no es un activo rentable”. En su lugar, el ministro proponía adquirir divisas y bonos extranjeros.

En nuestro informe *El Patrón oro y la inflación en España*<sup>1</sup> ya advertimos de que se trataba de una operación “insensata” debido a que el oro juega un papel fundamental como el mejor activo con el que puede jugar un banco central y un sistema monetario. La misión de un banco central no debería ser la de rentabilizar sus activos a cualquier precio, sino la de mantener la liquidez y estabilidad del sistema económico. En este sentido, la sustitución de oro (cuyo valor es internacionalmente reconocido) por un dinero fiduciario en permanente depreciación no parecía la política más responsable.

La Ley de Autonomía del Banco de España 13/94<sup>2</sup> establece en su art. 7.5 b) la función primordial de *Promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero*. Entre ninguna de sus funciones aparece, sin embargo, la de buscar la máxima rentabilidad de sus activos. En otras palabras, no cabe justificar las ventas de oro de acuerdo con un mandato que el Banco de España no posee.

Pero además en nuestro informe también advertimos de que, incluso buscando la rentabilidad, no había motivos para sustituir el oro por las divisas extranjeras. En el informe mostramos cómo el dólar había perdido 21,5 veces su valor con respecto al oro en los últimos 40 años, mientras que la peseta (y tras su sustitución, el euro) lo había hecho en 23,5 veces desde 1972. No parecía, por tanto, que el dinero fiduciario resultara mucho más rentable a largo plazo que el oro.

Las actuales turbulencias financieras refuerzan aun más nuestros dos argumentos críticos con las ventas de oro. Primero, la crisis de liquidez y crédito internacional sólo puede aliviarse con el oro, no con unas expansiones crediticias que únicamente envilecen más el valor de las monedas nacionales y agravan la crisis (para más información, consultar el capítulo 5 de nuestro boletín sobre la crisis *subprime*<sup>3</sup>). Segundo, porque las divisas extranjeras no paran de depreciarse con respecto al oro, dada la actual incertidumbre y pérdida de valor.

Así las cosas, si el Banco de España no hubiera iniciado su programa de ventas de oro en 2005, hoy el valor de sus reservas de oro sería de 10.098 millones de euros (frente a los 5.430 actuales), un 86% mayor. En otras palabras, el Banco de España

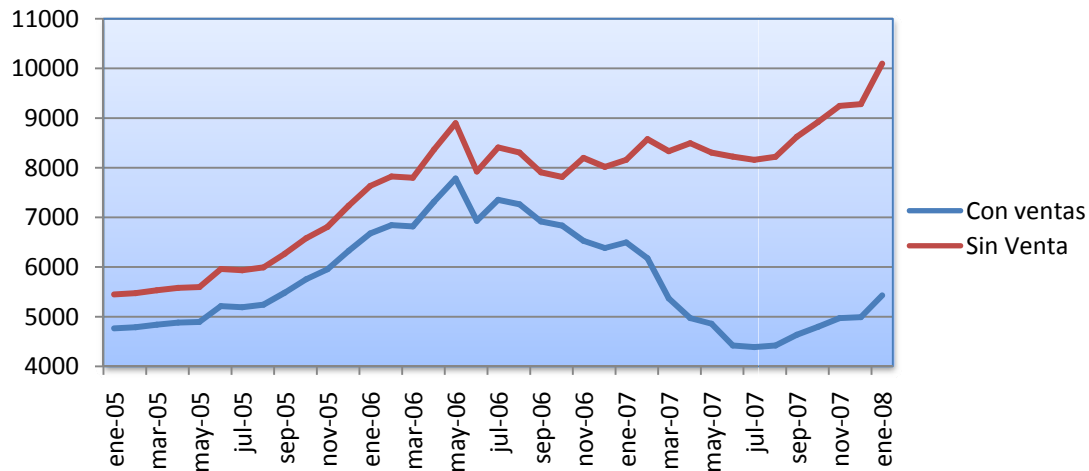
<sup>1</sup> <http://www.juandemariana.org/estudio/1583/patron/oro/inflacion/espana/>

<sup>2</sup> <http://www.bde.es/normativa/be/leyauton.pdf>

<sup>3</sup> <http://www.juandemariana.org/estudio/1708/crisis/subprime/>



habría obtenido una rentabilidad media anual del 23% sobre sus reservas de oro, muy superior a la que puede proporcionar, por ejemplo, la renta fija estatal.



De hecho, desde que Solbes auguró en junio que el oro no era un “activo rentable”, el metal amarillo se ha revaluado un 27,4% en euros, lo que equivale a una tasa anual superior al 50% de rentabilidad (por encima de la revalorización del IBEX 35 desde 1993).

Por supuesto, el Banco de España obtuvo un cierto efectivo por vender el oro que además reinvertió en bonos de deuda pública. No existen datos públicos sobre cuánto obtuvo el Banco de España por cada venta concreta de oro; por ello supondremos que las efectuó al precio medio mensual del oro en cada venta. De este modo, el Banco de España habría obtenido por los 7,78 millones de onzas alrededor de 3.470 millones de euros. Se trata de un cálculo bastante aproximado y realista ya que el propio Banco de España reconoce que por el conjunto de las ventas ha logrado 3.500 millones de euros.

Sin embargo, en caso de haber mantenido esas onzas en su balance, la revalorización de las mismas equivaldría a 4.668 millones de euros. En otras palabras, las ventas irresponsables de oro le han supuesto al Banco de España unas pérdidas de 1.200 millones de euros en tres años.

El Banco de España ha reconocido recientemente que la última escalada de precios del oro les habría permitido obtener unas plusvalías mayores, pero que aun así, los ingresos obtenidos se han dedicado a “invertir en otros activos, que también generan rentabilidad”<sup>4</sup>.

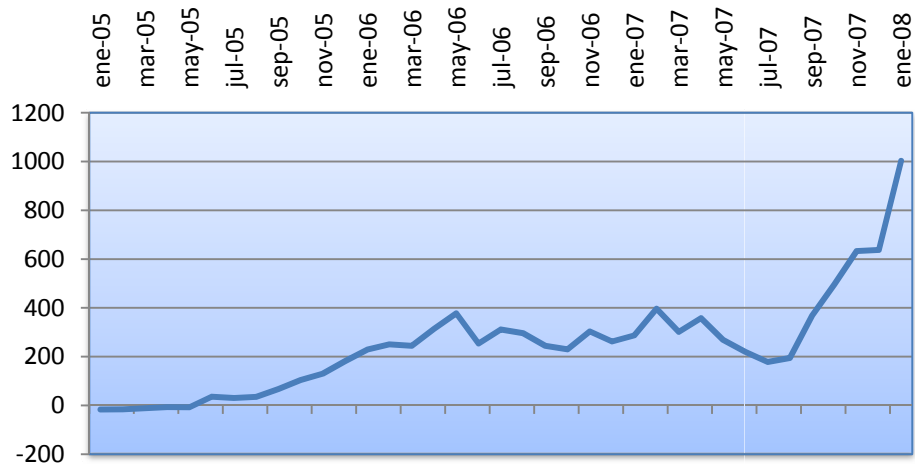
<sup>4</sup> Diario “El País”, 20 de enero de 2008:

[http://www.elpais.com/articulo/economia/Banco/Espana/deja/ganar/mil/millones/oro/elpepueco/20080120elpepico\\_4/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/Banco/Espana/deja/ganar/mil/millones/oro/elpepueco/20080120elpepico_4/Tes)

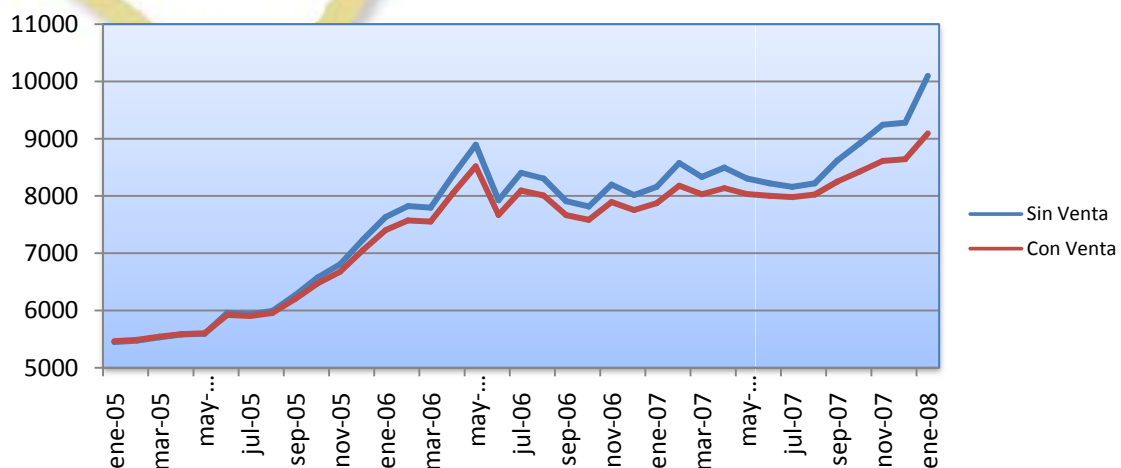
No obstante, suponiendo que el Banco de España haya reinvertido los euros obtenidos en bonos públicos que proporcionen una rentabilidad anual del 4%, las pérdidas ascenderían a 1.003 millones de euros.

En el siguiente gráfico podemos ver la evolución mes a mes de las pérdidas del Banco de España provocadas por las ventas de oro y suponiendo que los ingresos se reinvierten al 4%:

### Evolución de las pérdidas con reinversión



Y en este otro podemos comparar la evolución del valor del oro del Banco de España por un lado, suponiendo que se mantiene en balance y por otro que las ventas que se han producido se han reinvertido al 4%:



Por consiguiente, las operaciones de venta de oro del Banco de España no sólo han debilitado el sistema financiero español (al sustituir un activo sólido –el oro– por otro que pierde valor mes tras mes –dinero fiduciario–), sino que incluso desde el punto

de vista de la estricta rentabilidad económica, las enajenaciones han sido profundamente equivocadas.

De nuevo, fuentes del Banco de España se han escudado en que “Probablemente se hubiera podido sacar algo más, pero nadie podía prever una crisis como la del pasado verano, que ha disparado la cotización” y en que “No se trata de un movimiento especulativo: el objetivo era capitalizar la entidad, que ahora tiene unas reservas en torno a los 2.000 millones de euros, una cifra que era muy inferior antes de estas operaciones. Se ha perdido la última subida, pero las plusvalías son de unos 2.500 millones”.

La explicación, sin embargo, es del todo insuficiente y demuestra una preocupante ignorancia del funcionamiento de la economía por parte de nuestras autoridades monetarias. De nuevo, conviene recordar que el mandato del Banco de España pasa por garantizar la liquidez y la solvencia del sistema financiero, no por “sacar algo más” por el uso de sus activos.

Fueran o no previsibles las actuales turbulencias, lo cierto es que el oro siempre aumenta sustancialmente de precio en medio de una crisis; y éste es precisamente el momento en el que las reservas de oro son más importantes para garantizar la solvencia y la liquidez del sistema financiero. La enajenación de oro al inicio de una crisis no tiene sentido por ambos motivos: primero porque debilita la calidad de los activos del Banco de España y su capacidad para cumplir con sus mandatos y segundo porque era evidente que conforme avanzara la crisis su valor aumentaría.

Así mismo, decir que se “ha capitalizado” la entidad cuando se han adquirido unos activos (divisas y deuda pública) cuyo valor está cayendo de manera continua con respecto a casi todos los productos y especialmente con respecto al oro, no puede ser más contradictorio. Precisamente este informe viene a demostrar que el Banco de España, con sus ventas de oro, se ha descapitalizado en más de 1000 millones de euros hasta el momento. De manera que su capacidad para resolver problemas de liquidez se ha visto minorada de forma muy importante.



## Datos

	Precio del oro	Millones de onzas en el Banco de España	Valor de los activos en oro con ventas	Valor de los activos en oro sin ventas	Valor del oro con venta y reinversión
dic-04	330,75	16,83	5566,59608	5566,59608	5567,52577
ene-05	323,87	14,72	4767,39003	5450,75912	5467,50822
feb-05	325,26	14,72	4787,80381	5474,09906	5490,26111
mar-05	328,73	14,72	4838,8409	5532,45192	5543,63909
abr-05	331,72	14,72	4882,8825	5582,80656	5589,95901
may-05	332,54	14,72	4894,95554	5596,61017	5604,34407
jun-05	354,25	14,72	5214,57178	5962,04096	5926,23752
jul-05	352,69	14,72	5191,63	5935,81065	5905,60417
ago-05	356,15	14,72	5242,5124	5993,98666	5958,87284
sep-05	372,50	14,72	5483,22507	6269,20366	6201,88997
oct-05	390,90	14,72	5754,03716	6578,83461	6475,09077
nov-05	404,65	14,72	5956,44706	6810,25843	6679,85128
dic-05	430,04	14,72	6330,12278	7237,49771	7055,96031
ene-06	453,54	14,72	6676,17077	7633,14905	7404,2563
feb-06	464,98	14,72	6844,43594	7825,53375	7575,03687
mar-06	463,31	14,72	6819,88042	7797,45838	7552,84603
abr-06	497,20	14,72	7318,80831	8367,90379	8054,10623
may-06	528,62	14,72	7781,27434	8896,66082	8519,01589
jun-06	470,91	14,72	6931,78949	7925,40878	7671,93982
jul-06	499,53	14,72	7353,03518	8407,03682	8095,64926
ago-06	493,51	14,72	7264,4513	8305,75512	8009,46584
sep-06	469,97	14,72	6917,93404	7909,56725	7665,39597
oct-06	464,41	14,72	6836,11163	7816,01622	7585,99968
nov-06	487,15	13,40	6527,7714	8198,68602	7895,17748
dic-06	476,45	13,40	6384,45454	8018,68432	7756,27389
ene-07	484,91	13,40	6497,82469	8161,07384	7874,12895
feb-07	509,61	12,12	6176,47208	8576,73475	8180,03067
mar-07	495,19	10,84	5367,85797	8334,04516	8032,41246
abr-07	504,75	9,85	4971,78254	8494,93402	8136,90643
may-07	493,43	9,85	4860,33241	8304,50706	8035,7662
jun-07	488,58	9,05	4421,64162	8222,78768	8003,56169
jul-07	484,82	9,05	4387,66608	8159,60444	7981,25994
ago-07	488,46	9,05	4420,55554	8220,76793	8025,96658
sep-07	512,32	9,05	4636,51027	8622,37215	8253,70274
oct-07	530,29	9,05	4799,1321	8924,79484	8428,17303
nov-07	549,38	9,05	4971,93399	9246,14907	8612,81809
dic-07	551,45	9,05	4990,63868	9280,93358	8643,47105
Enero 2008 <sup>5</sup>	600,00	9,05	5430	10098	9094,80702

<sup>5</sup> Se ha tomado el valor redondeado del oro a 9 de enero.