



El oro del Banco de España. ¿“Ajuste técnico” o síntoma de algo más grave?

Gerardo del Caz Esteso

Análisis nº 192

6 de junio de 2007

En las últimas semanas un hecho parece haber pasado desapercibido para la mayor parte de las publicaciones económicas en nuestro país: en sólo dos meses el Banco de España ha vendido el 20% de sus reservas de oro. En total son unas 80 toneladas de oro puro equivalentes a dos mil millones de dólares en los mercados internacionales. Expertos cercanos al Banco de España se han referido a estas ventas como simples “ajustes técnicos de las reservas”. Una variación de más del 20% parece algo más que un ajuste.

El fenómeno no es nuevo. Las reservas españolas de oro, que en marzo

de 2004 eran las undécimas del mundo con 523 toneladas, se han reducido a algo más de 300 a la espera de comprobar los próximos informes del Banco de España. Se puede afirmar que, en nuestro entorno, que los Bancos Centrales decidan variar la proporción de reservas que están en divisas o en metales preciosos es algo normal. Sin embargo, el vertiginoso descenso de las reservas de oro en España no es un descenso más pues desde 2004 las reservas de oro han disminuido en un 60% y muy difícilmente puede achacarse al “ajuste técnico” que alega el Banco de España.

Fig. 1: Reservas del Banco de España (no incluyen el mes de mayo)

7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
1	2	3	4	5	6	7	
01	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05 Nov	14 694	7 423	825	281	6 238	-72	14,8
Dic	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06 Ene	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7
Feb	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7
Mar	15 377	7 544	405	258	7 101	69	14,7
Abr	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7
May	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7
Jun	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
Jul	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
Ago	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
Sep	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
Oct	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
Nov	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
Dic	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07 Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8

Fuente: Banco de España.

Nota: en 2002, con la entrada del Euro, las reservas de divisas de la zona Euro dejaron de ser contabilizadas.

Es un error percibir a las reservas de oro como algo obsoleto y sin interés estratégico debido a que estamos en la unión monetaria y gozamos de la protección del euro. La realidad es que cada uno de los bancos nacionales actúa como prestatario último en caso de crisis, incluso a pesar de no tener control sobre los tipos de interés.

La política de venta de oro sólo se puede comprender en un contexto en el que el déficit por cuenta corriente se ha incrementado hasta el 9,5% del PIB y ha alcanzado casi 9.000 millones de euros en tan solo el mes de marzo. Para hacernos una idea, la empresa que más gana del IBEX, el Banco Santander, tiene un beneficio de algo más de 6.000 millones de euros en todo el año. Y lo peor es que el déficit aumenta continuamente al ser el incremento de las exportaciones menor que el de

las importaciones. El déficit comercial español está fuera de control. Es el peor de toda la historia y que el de cualquier otro país del mundo en términos relativos.

Pero ¿por qué las reservas de oro?. El Gobierno podía haber recurrido a otros mecanismos más efectivos para dar liquidez a la balanza corriente sin tener que recurrir a la venta de activos estratégicos. Parece que hay mucho más en juego.

Si el Gobierno utilizara la vía de la emisión de deuda, la percepción de su gestión económica empeoraría pues se incrementaría el déficit público y se acabaría con la idea del superávit y la ficción de que la economía va viento en popa gracias a un buen gobierno.

La venta de oro cabe entenderla como una maniobra para que, mien-

tras disfrutamos de un superávit fiscal en términos técnicos y tenemos a un Gobierno escenificando una buena gestión económica, no se pueda mostrar la parte desagradable de nuestra economía, que gastamos mucho más de lo que producimos.

Como analogía, lo que el Banco de España ha realizado es similar a la situación de una familia cuando recurre a la venta de las joyas en lugar de pedir un préstamo. Sobre el papel no hay deudas, pero no hay ninguna capacidad de reserva.

Déficit comercial y vulnerabilidad económica

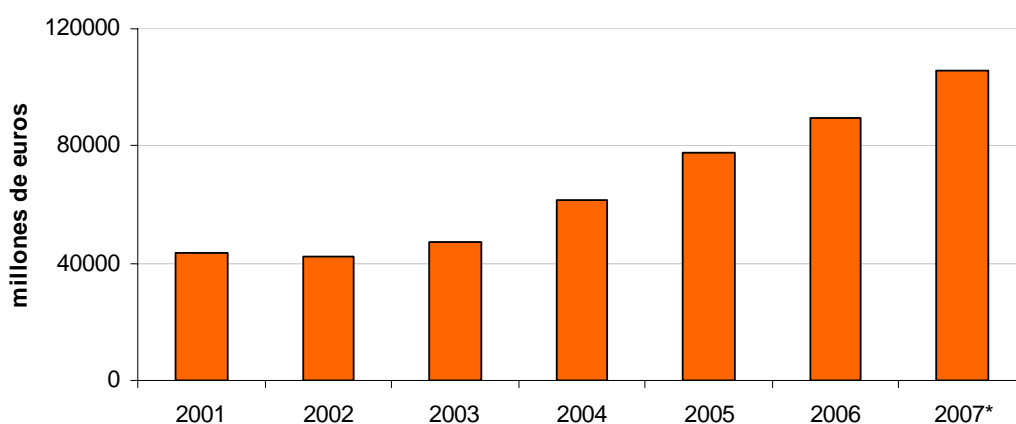
El actual Gobierno siempre ha despreciado el déficit comercial que se ha considerado como una incomoda e inevitable consecuencia del creci-

miento económico para el que no existía remedio alguno.

España tiene un saldo comercial negativo con el exterior que es superior a los 7.000 millones de euros cada mes (véase fig. 2). Si tenemos en cuenta el déficit por cuenta corriente, es decir, incluyendo los servicios, turismo y otros ingresos, se supera el 10% del PIB y asciende a 8.600 millones de euros, el mayor en términos relativos de todo el mundo.

Este enorme déficit, al mismo tiempo que es una importante debilidad para la economía, pone de manifiesto dos elementos muy importantes: en primer lugar la falta de competitividad de la economía española y, después, la urgente necesidad de establecer profundas reformas estructurales.

Fig. 2. Evolución del déficit comercial español



Fuente: Banco de España. Informe de Coyuntura

La coyuntura macroeconómica, es verdad, tampoco ha ayudado en este sentido. Cuando la economía española justificaba unos tipos de interés más elevados, desde Europa,

debido a la situación de Francia y Alemania, se enviaba el mensaje contrario con unos tipos bajos, en la práctica negativos, que estimulaban el consumo.

La expansión del crédito disparó el dinero en circulación y en consecuencia la demanda nacional ha crecido enormemente en los últimos años. Sólo hay que ver que el principal factor de crecimiento de la economía española no es ni el gasto público (que tiene superávit desde hace 4 años), ni por supuesto las exportaciones sino el consumo y la inversión (principalmente en vivienda). El aumento del consumo es también el responsable del déficit comercial ya que se incrementan las importaciones y se frena en parte las exportaciones que son reabsorbidas por la demanda nacional.

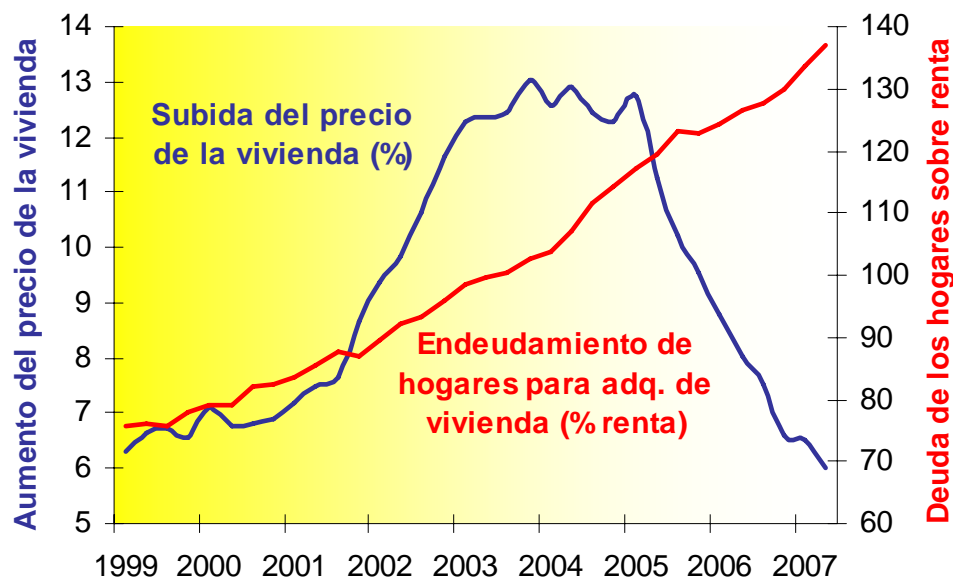
La posición de la economía española dista de ser excelente y hay enormes

factores de riesgo que pueden precipitar que el crecimiento y la bonanza económica que padecemos se acabe:

- El sector privado tiene una deuda de más de 600.000 millones de euros.
- La deuda hipotecaria es más del 120% de la renta disponible, casi toda, un 96%, a tipo variable.

La construcción representa un 20% del PIB según Morgan Stanley (en el caso de Alemania, tras la unificación, no pasó del 14% y, según algunos analistas, esta fue la clave de la depresión económica alemana que acaba de superar).

Fig. 3. Precios de la vivienda y endeudamiento familiar



Fuente: Banco de España

Política del Banco de España

En teoría el Banco de España es un ente autónomo que tiene independencia del Ejecutivo central. En la

práctica, el nombramiento de Miguel Ángel Fernández Ordóñez, antiguo Secretario de Estado de Economía del actual Gobierno, añade una sombra de sospecha sobre este

organismo y su posible actuación. Si, además, tenemos en cuenta la intervención del Gobierno de José Luís Rodríguez Zapatero en todos los organismos reguladores durante esta legislatura, desde la CNE, CNMV, CMT, etc., es muy difícil otorgar el beneficio de la duda.

En cualquier caso resulta paradójica la decisión de disminuir las reservas de divisas estando en una situación como la actual. Si se observa la fig. 1, las reservas del banco de España han caído hasta situarse en los 13.200 millones de euros que, aproximadamente, equivalen a tan solo 12 días de importaciones.

Pero hay algo más grave, esta disminución de divisas se produce cuando las grandes economías de la eurozona (España es la cuarta), no han variado de forma importante sus reservas estratégicas desde la entrada en circulación de la moneda única. Se han hecho ventas de oro en menor cuantía que la española, pero se han incrementado las divisas. Francia mantiene 76.000 millones de euros, Alemania 86.000 e Italia 60.000. La razón es clara; en caso de crisis financiera cada país debe responder por sí mismo y el Banco Central Europeo sólo intervendría en el caso de que la crisis se extendiera por toda la zona euro ya que está explícitamente prohibido que se ayude de forma individual a un Estado miembro.

La eurozona serviría en ese caso para poco y por ello los Estados miembros deben contar con sus correspondientes reservas de divisas. El FMI, de hecho, ya advirtió que esta política tan severa en caso de crisis

deja expuesta a la zona Euro a una posibilidad de crisis financiera. Por tanto, las reservas son un elemento de seguridad para cada Estado y eso explica que el Banco Central Europeo sólo posea un 13% de las mismas.

Con las ventas de oro, España pierde capacidad para hacer frente a una gran crisis financiera, algo que no se debe descartar en el caso de una bajada brusca de los precios inmobiliarios que arrastraría a la bolsa y, con toda seguridad, al sistema bancario ante el incremento de impagos. En casos similares, por ejemplo en Japón en los 90, el Gobierno, gracias a las reservas monetarias, fue capaz a duras penas de mantener un sistema bancario estable y de garantizar los depósitos gracias a unas fuertes reservas. En España, hoy, no sería posible por el reducido volumen de las mismas.

El ejemplo contrario es el de Argentina que un año antes de su bancarrota económica decidió vender gran parte de su reserva estratégica de oro y pulverizarla en cubrir el déficit comercial y la dolarización de la economía. Cuando la crisis financiera estalló, no tenía reservas para cubrir cualquier petición de préstamo al exterior para dar liquidez al sistema.

Conclusión

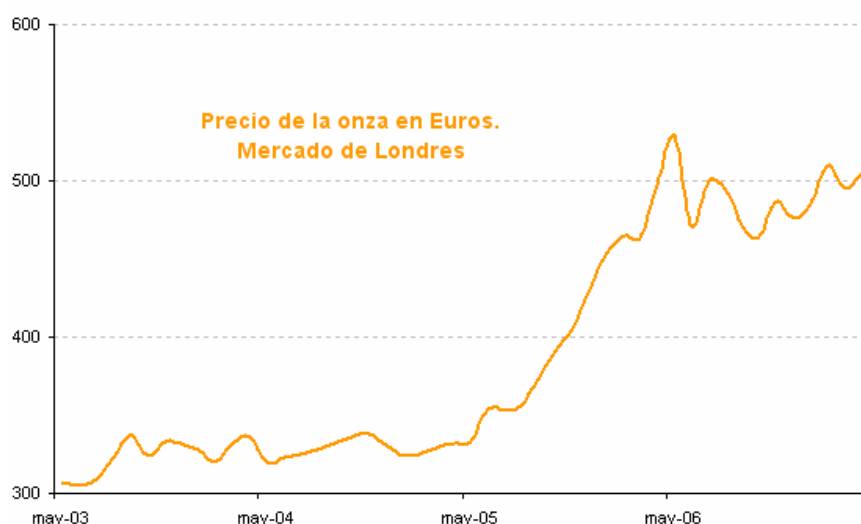
Sería conveniente que se explicara con claridad cuáles son los motivos que han llevado al Banco de España, que no es el Banco del Gobierno, a vender parte de un patrimonio que le corresponde administrar de forma eficaz y provechosa para la sociedad

española y no para financiar el déficit comercial.

Se debería explicar por qué se ha vendido oro cuando el precio del metal está en una tendencia alcista

(véase Fig. 4), cuando bancos centrales de Asia como China o Japón siguen acaparando oro y, sobre todo qué se ha hecho con ese dinero, y por qué se tomó esa decisión.

Fig. 4: Precio del oro (euros/onza)



Fuente: Global Insight. World Gold Council

Es posible que el Banco de España, el banco de los bancos, necesite liquidez para financiar aún más la expansión del crédito de las entidades financieras y que esto se haga aprovechando unos precios atractivos para el oro.

Sin embargo, la historia de negligencia, por no denominarla expolio, en lo que se refiere al actual partido en el poder y su administración de las reservas de oro en el pasado (Negrín en 1936 regaló el oro de todos los españoles a Stalin) nos obliga a la cautela. Además, la falta de escrúpulos del actual Ejecutivo para acabar con la independencia de los organismos reguladores y la dejadez permanente que muestra a la hora

de defender el patrimonio español, no generan mucha confianza.

Desde luego no parece razonable que las ventas de un 20% de las reservas de oro sean un simple “ajuste” cuando además se producen en el momento en que la existencia de unas reservas estratégicas fuertes parece conveniente para nuestra economía. Del mismo modo, tampoco parece lógico que España haya sido el país que más oro haya vendido desde 2004 en términos relativos con un descenso en volumen de casi el 60% (no en valor, debido a la continua subida del precio).

La venta de oro nos hace pensar que quizás los triunfalismos del Gobier-

no a la hora de hablar de los resultados económicos no están totalmente justificados y que la economía española tiene ante sí complejos retos. Precisamente por ello no se comprende movimientos que debilitan la posición de España ante una eventual crisis bancaria que se podría producir por una bajada brusca de los precios de la vivienda y el

consecuente crecimiento de la morosidad.

Sería muy triste que el Gobierno, para solucionar el problema del déficit por cuenta corriente, esté aplicando una medida tan simple como la venta parcial de las reservas de oro en lugar de aplicar unas reformas estructurales que den más competitividad a nuestra economía.

Gerardo del Caz es Analista de Política Internacional, especialista en temas de seguridad y desarrollo en Asia.