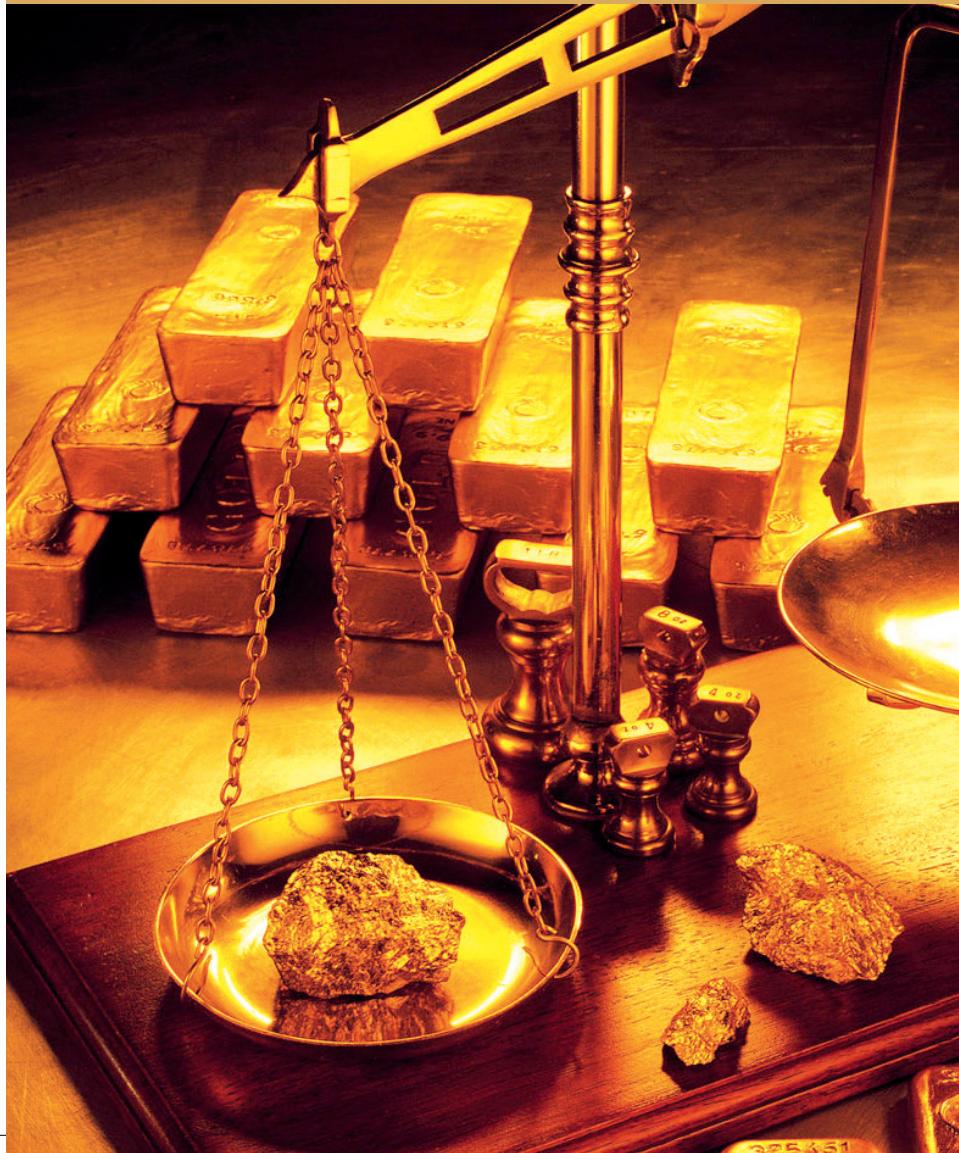


► **MERCADOS** El valor del oro también es "fiat".

# EL PRECIO DEL MIEDO: ORO, DE ACTIVO REFUGIO A ACTIVO DE RIESGO

ES UN ACTIVO REFUGIO EN DÍAS DE INCERTIDUMBRE, SÍ (LLEGÓ A SUBIR UN 56% ESTE AÑO, ANTES DE CAER CASI UN 10%) PERO NO ES UN ACTIVO SEGURO PORQUE SU "MOMENTUM" DEPENDE DE ESO, DEL PRECIO DEL MIEDO.

TEXTO Ricardo Santos Rodríguez, CFA\* FOTOS Archivo RC



**LA ROCA DORADA** es un lugar de peregrinación budista en Birmania donde una enorme roca de granito recubierta de pan de oro desafía la gravedad al borde de un precipicio, según la leyenda, gracias a un cabello de Buda que le fue entregado a un ermitaño en el siglo X. Es una roca que combina misterio y devoción a partes iguales, al igual que el oro.

El oro ha sido históricamente un activo refugio al que acudir en épocas de incertidumbre económica y geopolítica durante milenios. Desde la caída del Imperio Romano hasta la Gran Depresión, ha preservado valor/transaccionalidad cuando otros activos colapsaban. Sin embargo, a pesar de ser un activo refugio, no es un activo seguro, es decir, el oro ofrece protección y reserva de valor a lo largo del tiempo, pero no es inmune a los ciclos: por ejemplo, en 1980 tras un rally espectacular (de 35 a 870 dólares la onza por inflación y tensiones geopolíticas), experimentó una corrección posterior del -65%.

**"Con la crisis de Lehman, el oro emergió en un entorno de crisis bancarias y tipos negativos, y tras el rally sufrió una corrección del -45%"**

El oro ha crecido este año significativamente por encima de las magnitudes monetarias (la M1 de EEUU creció un +4,46% interanual a septiembre de 2025 tras haberse contraído ligeramente desde 2021). También ha aumentado muy por encima de la capacidad adquisitiva: la relación precio vs horas de trabajo se ha doblado en apenas 18 meses y la onza de oro cuesta actualmente 116 horas de trabajo, nivel máximo en 100 años, superior a los picos previos alcanzados en 1930, 1980 y 2011 de 80 horas y superior al promedio histórico de 30 horas y a las 20 horas de principios de siglo cuando el oro tenía mayor uso y amplitud de mercado. En la misma línea, el oro también compara desfavorablemente frente a otros activos reales productivos: desde el barril de petróleo hasta cualquier otro activo tangible con yield positiva.

**Demandado motivado por el miedo.** Su demanda es una reacción al miedo, su



“El oro ha crecido este año muy por encima de las magnitudes monetarias (la M1 de EEUU un +4.4 a septiembre)”.

“

“Tras subir en vertical, sin rendimiento intrínseco, con alto coste de oportunidad y en ausencia de catalizadores extremos (tipos negativos, quiebras bancarias, hiperinflación) su evolución parece contenida”



“El oro es un activo estéril que no produce dividendos, ni intereses... Lo que implica un alto coste de oportunidad en un entorno de tipos positivos”.

**“El oro no es inmune a los ciclos: Por ejemplo, en 1980, tras un rally espectacular (de 35 a 870 dólares la onza) corrigió después un -65%”**

“momentum” depende del sentimiento de desconfianza del mercado (prima de incertidumbre o precio del miedo) y no de la producción (productividad/utilidad real final). El oro vive y muere con el sentimiento. Las principales fuerzas alcistas detrás del oro son la incertidumbre geopolítica (conflictos en Ucrania y Oriente Medio y tensiones entre EEUU y China) y la falta de confianza en la economía “fiat” (inflación persistente y falta de confianza en la solidez del sistema bancario y la labor de los Bancos Centrales).

Una resolución de los conflictos en curso o un boom económico derivado de los avances tecnológicos podría generar un excedente y una normalización en sus precios, similar a la que ocurrió en los años 80 con la paz post-Vietnam o en los años 90 con la invención de Internet.

**Coste de oportunidad.** Además, el oro es un activo estéril, no solo sufre altos costes de almacenamiento, transporte, transmisión y seguro, si no que no produce flujos: ni dividendos, ni intereses, ni ingresos, ni alquileres, ni cosechas a diferencia de otros activos reales y tangibles (con valoraciones más atractivas), lo que implica un alto coste de oportunidad en un entorno de tipos positivos (el bono a 10 años de EEUU da +4%). Tras la crisis de Lehman, el oro emergió en un entorno de crisis bancarias y tipos negativos, como una alternativa al “cash drag” y al sistema financiero mismo, pero tras el rally sufrió una corrección del -45% con la recuperación económica posterior y la progresiva subida de tipos.

**El sistema bancario actual es más resistente.** Actualmente, el sistema bancario es más resistente gracias a Basilea III y a los distintos procedimientos que se han ido acumulando en el tiempo, lo que hace poco probable ver quiebras bancarias sistemáticas como en 1929 o 2008; asimismo es poco probable ver una hiperinflación tipo Weimar con los Bancos Centrales anclando

“La Roca Dorada de Birmania, recubierta de pan de oro, un lugar de peregrinación budista que, como el oro, combina misterio y devoción”.



expectativas de precios y limitando subidas explosivas a través de los distintos instrumentos de política monetaria.

**Tecnología y demografía contienen la inflación.** Además, la tecnología y la evolución demográfica actual tienen ambas un efecto “deflacionista” a lo largo del tiempo.

## “La onza de oro cuesta actualmente 116 horas de trabajo, máximo en 100 años; precio muy superior al promedio histórico de 30 horas”

En un entorno de inflación contenida, el oro compite con los TIPS y otras “commodities” y las subidas explosivas se verán limitadas.

**El oro también es “fiat” como los sistemas de contabilidad distribuida.** No hay que olvidar que el valor del oro también es “fiat”, depende de la confianza colectiva

en su transaccionalidad efectiva final; después de todo, en un escenario apocalíptico la fiabilidad del oro dependerá de la contrapartida y estabilidad de donde esté depositado. También dependerá de su percepción de escasez y tradición, lo que le hace vulnerable a burbujas como en 1980 o 2011 y a posteriores correcciones

en función tanto de la reducción del pánico comprador, como de la progresiva aceptación de alternativas al oro mismo (los sistemas de contabilidad distribuida, basados en última instancia en el coste energético o tokens por vatio). ■

\* CFA, miembro del Comité Asset Managers de CFA Society Spain.



## Más seguro psicológico que inversión óptima

Actualmente el oro representa más un seguro psicológico que una inversión óptima en términos de rentabilidad/riesgo. Tras una subida vertical/exponencial, sin rendimiento intrínseco, con alto coste de oportunidad y en ausencia de catalizadores extremos (tipos negativos, quiebras bancarias o hiperinflación), la evolución del oro parece contenida y como la roca budista de Birmania, en delicado equilibrio al borde del precipicio...

Un escenario de boom económico, fortalecimiento del dólar, debilitamiento de la demanda de China o relajación de las tensiones geopolíticas favorecería los flujos desde el oro hacia el resto de clases de activos (otros activos reales y tangibles ofrecen valoraciones más atractivas) y propiciaría correcciones en el oro similares a las vistas recientemente durante el período 2011-2015.

El oro brilla en la incertidumbre, pero dados sus altos precios y la concentración presente en el activo, actualmente representa más un seguro psicológico que una inversión óptima en términos de rentabilidad/riesgo.