UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

ESCUELA DE ECONOMÍA

EVALUACIÓN DEL USO DEL ORO DEL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA COMO ACTIVO FINANCIERO

TUTOR:

Ramiro Molina

AUTOR:

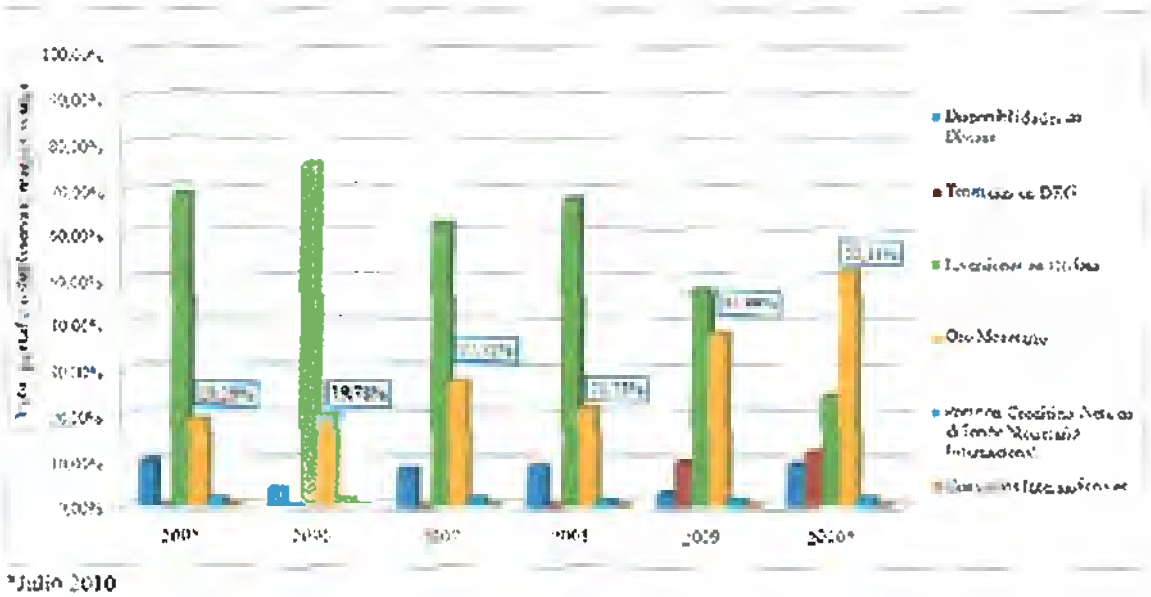
David Gutiérrez Aznar

Caracas, Octubre de 2010

UCAB Universidad Católica

Gráfico Nº 4

Proporción de Activos de las Reservas Internacionales



*Julio 2010

Fuente: Banco Central de Venezuela

Elaboración propia

El principal componente de las reservas internacionales de Venezuela a lo largo de los últimos diez años, con excepción de los últimos dos, ha sido las inversiones en divisas (representada con la barra verde del gráfico) con representaciones proporcionales que superan el 70% para los años 2004 y 2006. Sin embargo, se presenta una caída porcentual en los últimos dos años de estudio 2009 y 2010, con 47,58% y 21,53% respectivamente. En lo referente a los convenios internacionales (representada con la barra naranja del gráfico) y las tenencias en los Derechos Especiales De Giro (DEG) (representada con la barra rojo del gráfico), sus proporciones dentro de las reservas internacionales a lo largo del período en cuestión han sido relativamente bajas, incluso inferiores al 1% de participación, aunque para el año 2009 y mayo del 2010 los DEG

alcanzan los 10,03% y 12,22% respectivamente. Las disponibilidades en divisas (representado en la barra azul del gráfico) registraron su máximo en el año 2002 con 15,31% y su mínimo en 2009 con 2,95%, y a lo largo de los diez años de estudio mantuvieron un promedio de 9,04%.

El comportamiento del oro monetario (representado en la barra amarilla del gráfico) a partir del año 2000, tiene una participación con una tendencia relativamente estable hasta el año 2008, sin embargo, para los últimos dos años de estudio la proporción del oro monetario sobre las reservas internacionales es superior al promedio de los años previos, e incluso para el año 2010 supera al activo inversiones en divisas y alcanza el 52,11%, dejando a las inversiones en divisas con 21,53%.

2.2.3.2 El Oro En Venezuela

Todas las actividades relacionadas con el oro en Venezuela, tanto extracción como comercialización, tienen registros de información que no son de alcance público, no obstante, el material consultado coadyuva a la generación de ideas para el alcance del objetivo propuesto.

Principales zonas auríferas y empresas de producción en Venezuela

La mayor parte de la producción de oro en Venezuela se concentra las siguientes empresas extractoras de oro: CVG MINERVEN (empresa estatal), Rusoro Mining Ltd. y Crystallex.

CVG MINERVEN, constituida como empresa mixta en 1970, nacionalizada en 1974 está ubicada en el municipio aurífero El Callao, al sur del estado Bolívar. La empresa estatal opera en la mina Colombia de El Callao, y en la mina Unión y cuenta con 12 concesiones otorgadas por el Ministerio de Energía y Minas, durante un período de 25 años, con el derecho a explorar, explotar y procesar el mineral aurífero. Esta empresa a partir del año 2006 empieza a exportar el mineral a Suiza, y deja de enviar la mayor parte de su producción de oro al BCV como tradicionalmente lo venía haciendo desde su creación. Estos terrenos comprenden unas cuarenta y ocho mil 846 con 8 hectáreas, los cuales poseen recursos auríferos estimados en más de 700 toneladas de oro. Produce oro en representación de lingotes de 7,5 kilogramos, con una pureza entre 70 y 85 por ciento.

Rusoro Mining Ltd., es un productor de oro de capital ruso con un gran espacio territorial ubicado en el Estado Bolívar. La compañía opera en el Choco 10 y en la mina Isidora localizada muy cerca del pueblo El Callao. Se estima que la producción de las minas combinadas será de 170.000 onzas de oro para el año 2010. La compañía esta

activa en cinco proyectos de desarrollo y exploración en la región. Para el tercer trimestre del 2009 Rusoro Mining Ltd. hace una oferta para adquirir la minera estadounidense Gold Reserve Inc., sin embargo, ésta es retirada por la empresa de capital ruso debido a la decisión de la corte canadiense que impide la adquisición de esta empresa.

Rusoro Mining recibió en el año 2007 activos en Venezuela de la minera surafricana Gold Fields por USD 532 millones. Además, Rusoro Mining Ltd., adquirió en el 2008 a la subsidiaria de Hecla Mining Company que comenzó a explotar el mineral en el sureste del país, en las minas de oro Isidora y la Camorra, con el cual incrementó en un 83% la producción de oro de la compañía.

Gold Reserve Inc., en 1992 adquiere y comienza a desarrollar lo que es conocido como el "Proyecto Brisas" de oro y cobre, localizado en el kilómetro 88 del Estado Bolívar. El depósito Brisas, el cual es uno de los depósitos de oro y cobre más grande subdesarrollado en el mundo, contiene unas reservas de 10,2 millones de onzas de oro.

En abril del 2008, luego que la compañía desarrollara exitosamente el Proyecto Brisas hasta el punto de construcción, el Estado venezolano revocó la previa autorización para proseguir con la construcción del Proyecto Brisas, eliminando la capacidad de explotación de la compañía. Como resultado de esto y otras acciones a favor de Venezuela, el 21 de octubre de 2009, la empresa presentó una solicitud de arbitraje bajo las reglas del mecanismo complementario del Centro Internacional de

Acuerdos y Discusión de Inversiones (International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID)) del Banco Mundial, Washington DC, contra Venezuela para obtener una indemnización por las pérdidas causadas a la sociedad por lo que la compañía sostiene que es una violación al acuerdo entre el gobierno de Canadá y el gobierno de Venezuela para la promoción y protección de las inversiones (Tratado Canadá-Venezuela) en los que respecta a la compañía y sus inversiones en Venezuela.

Desde 1992 hasta el 2009 la empresa invirtió 300 USD millones en la adquisición, exploración de la tierra, desarrollo, equipamiento y costos de ingeniería.

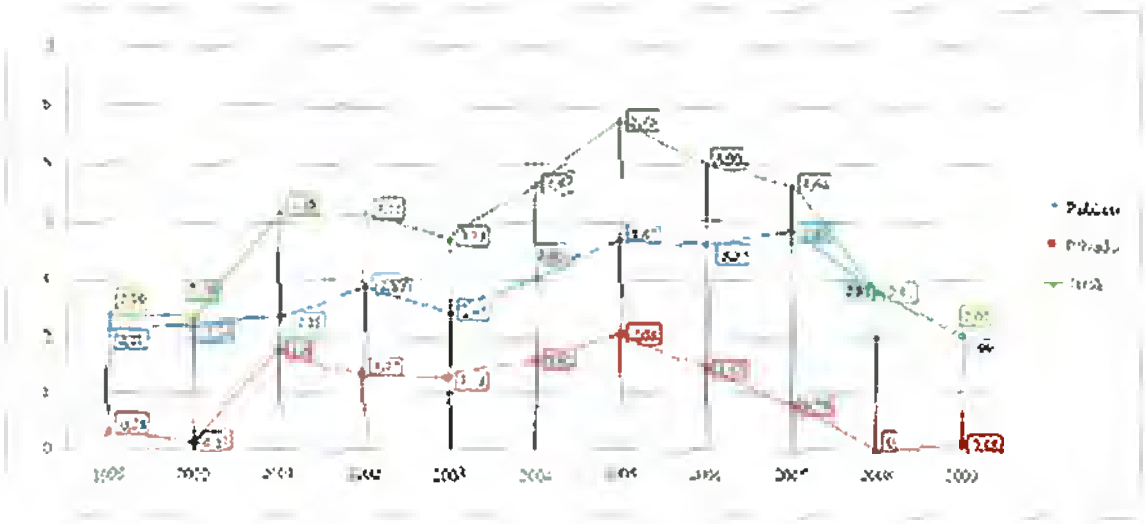
Crystallex, producía oro en el Estado Bolívar a partir de tres depósitos en la concesión Tomi y una mina a cielo abierto en la concesión de La Victoria. El mineral de las minas Tomi y La Victoria, fue procesado en la planta Revemin, que se encuentra a diez kilómetros de la mina La Victoria y veintiún kilómetros de la mina Tomi. Para finales de septiembre del 2008, la compañía cerró las minas Tomi y La Victoria debido a la entrega de la planta Revemin a MINERVEN. Sin embargo, actualmente se mantienen conversaciones para el retorno de ambas minas a Crystallex.

Participación del BCV en el mercado de oro nacional

Según el BCV las compras de oro realizadas por el ente durante el periodo 2000-2009 tienen un mínimo registrado en el año 2009, con 1,99 toneladas compradas a los productores públicos y 0,08 toneladas a los privados totalizando una compra anualizada de 2,07 toneladas. Por el contrario, el año de mayor nivel de compra por el ente fue el 2005 con un total de 5,75 toneladas, siendo la mayor parte de esta transacción por los productores públicos (Ver gráfico N° 5).

Gráfico N° 5

Compras realizadas por BCV 2000-2009



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración Propia

A lo largo de los nueve años mostrados, las ventas de los productores públicos al BCV son superiores en todos los años a los productores privados, lo cual representa la importancia de la empresa estatal MINERVEN en el mercado aurífero nacional por

constituirse es el principal proveedor del mineral. Sin embargo, según los reportes de producción enviados a BCV, la tendencia que tienen los productores privados durante los últimos cinco años muestra una participación cada vez inferior de los envíos realizados al BCV al punto de que en el 2008 no se refleja participación de los productores privados. Es por esta razón, que durante la investigación se le asignará un grado mayor de importancia a la producción pública nacional por ser esta la mayor parte de las reservas acumuladas en el BCV.

El oro como activo de reserva del BCV

El oro como elemento importante de las reservas mundiales posee diversas características que argumentan la tenencia de oro por parte de los bancos centrales del mundo, entre las cuales destacan:

- Diversificación

Desde la perspectiva de análisis de portafolios, tiene sentido distribuir el riesgo de las inversiones entre distintas clases de activos. El precio del oro varía en el tiempo tanto como fluctúan a su vez las tasas de interés y tipos de cambio de las divisas mantenidas en las carteras de inversión de reservas de los bancos centrales. Sin embargo, mientras que la fluctuación de las divisas depende de la evolución de las economías de

sus países y las políticas monetarias respectivas, el precio del oro responde a otros factores, incluyendo la oferta y demanda física del metal. Históricamente, la cotización del oro ha evidenciado una posible correlación inversa con la mayoría de las divisas, lo cual aumenta su atractivo. En consecuencia, al incluir oro en los citados portafolios se obtienen retornos menos volátiles, aspecto que las autoridades monetarias han privilegiado para brindar estabilidad al rendimiento de sus reservas.

- Seguridad Económica

Como activo financiero, el oro es único, en tanto que no es pasivo de ningún gobierno o autoridad monetaria. En consecuencia, su valor no merma con la inflación de ningún país, ni está sujeto a ninguna medida de repudio de deuda. La trayectoria del oro en el tiempo ha comprobado que su valor se ha mantenido en términos de poder de compra real, mientras que las divisas han sido afectadas en menor o mayor medida por el fenómeno de la inflación en sus respectivos países.

- Seguridad Física

Ante medidas de controles cambiarios o inamovilidad de activos, y en el peor de los casos, de embargo o congelamiento de activos por parte de países o gobiernos, el oro ha desempeñado un rol estratégico para brindar seguridad a sus tenedores, siempre que lo mantengan en la ubicación apropiada.

- Contingencia

El permanente estado de cambio del contexto económico y financiero mundial trae inestabilidad al sistema monetario en su conjunto. Estos cambios pudieran afectar de manera particular a las divisas. Ante casos de guerra, desastres naturales, inflación generalizada, crisis de deuda externa, el oro actuaría como un activo de refugio, brindando una cobertura similar a la obtenida por una póliza de seguro ante shocks externos o eventos improbables.

- Confianza

Es ampliamente conocido que los ciudadanos depositan mayor confianza en sus autoridades monetarias en la medida que éstas poseen oro en sus reservas. Ello en virtud de que el oro es prácticamente indestructible, no está sujeto a la inflación de ningún país, y posee un valor intrínseco y un grado de liquidez universalmente reconocidos. La percepción foránea de los países es también reflejo de ello. A mayores tenencias de oro, una menor percepción de riesgo de inversión se atribuye a los países. Sin embargo, es importante señalar que debe establecerse un punto límite de acumulación de reservas de oro, puesto que este argumento podría perder validez al momento en que la cartera se conforme prácticamente por un solo activo.

- Rendimiento

Generalmente se considera al oro como un activo que no tiene rendimiento financiero, lo cual no es cierto. Existe un mercado de préstamo a interés, así como la

posibilidad de combinar otro tipo de estructuras, como por ejemplo swaps, con oro y otros activos, a fin de generar retorno financiero. Las tasas de interés asociadas con el préstamo en oro han sido tradicionalmente bajas, en comparación con aquéllas de las divisas. Sin embargo, en tiempos de bajas tasas de interés, como el actual, los retornos en oro se tornan competitivos. El retorno financiero exhibido por el oro en años recientes es extraordinario, si tomamos en cuenta la evolución del precio de este activo.

- Cobertura

Se podría hacer una analogía entre mantener oro y poseer una póliza de seguro contra eventos altamente improbables, pero igualmente devastadores. El costo de oportunidad de mantener oro estaría asociado a la pérdida de rendimiento financiero de las divisas que no se mantendrían en cartera. En tal sentido, la pérdida de valor de dichas divisas sería mucha más que compensada por la apreciación del oro, en caso de producirse eventos tales como guerras, hiperinflación, crisis de deuda externa.

Reglas de compra de oro del BCV

La Ley de Reforma Parcial de la Ley del Banco Central de Venezuela (2002) en su Artículo 7 numeral 5 establece como función **centralizar y administrar las reservas monetarias internacionales de la República** y el numeral 11 declara la función de **participar, regular y efectuar operaciones en el mercado del oro**.

Para el año 1996 el BCV estableció para quienes se propusieran operaciones de exportación de oro, destinar al menos para el mercado interno el 15% de su producción en forma de barras. Esta normativa se mantuvo sin variación hasta abril del 2009 fecha en la que se publica la Resolución Nº 09-04-03 donde se enuncia lo siguiente:

Toda persona natural o jurídica autorizada por la autoridad nacional competente para comercializar oro y sus aleaciones, en barras, fundido, amonedado, manufacturado o en cualquier otra forma, deberá destinar al mercado interno, al menos el setenta por ciento (70%) del total de su producción aurífera, causada dentro de cada trimestre calendario, dentro del territorio nacional. De dicho porcentaje, un sesenta por ciento (60%) deberá ser ofrecido en venta obligatoriamente al Banco Central de Venezuela y un diez por ciento (10%) se destinará al sector transformador nacional. Tales porcentajes serán calculados sobre el peso en kilogramos del oro fundido o refinado producido conforme a la normativa que regule la materia. El treinta por ciento (30%) restante podrá ser exportado, de conformidad con lo previsto en el artículo 2° de la presente Resolución. No obstante, en los casos en que el productor no pretenda realizar exportación alguna o le haya sido negada la procedencia de la misma, dicho porcentaje deberá ser ofrecido en venta en su totalidad al Banco Central de Venezuela (ver gráfico N° 6).

A los dos meses siguientes el BCV publica una nueva Resolución Nº 09-06-03 de fecha junio 2009 en cuyos articulados aparece la figura de empresas mixtas donde la República o Entes de la Administración Pública Nacional tienen directa o indirecta participación igual o mayor al cincuenta por ciento (50%) del capital social. Con

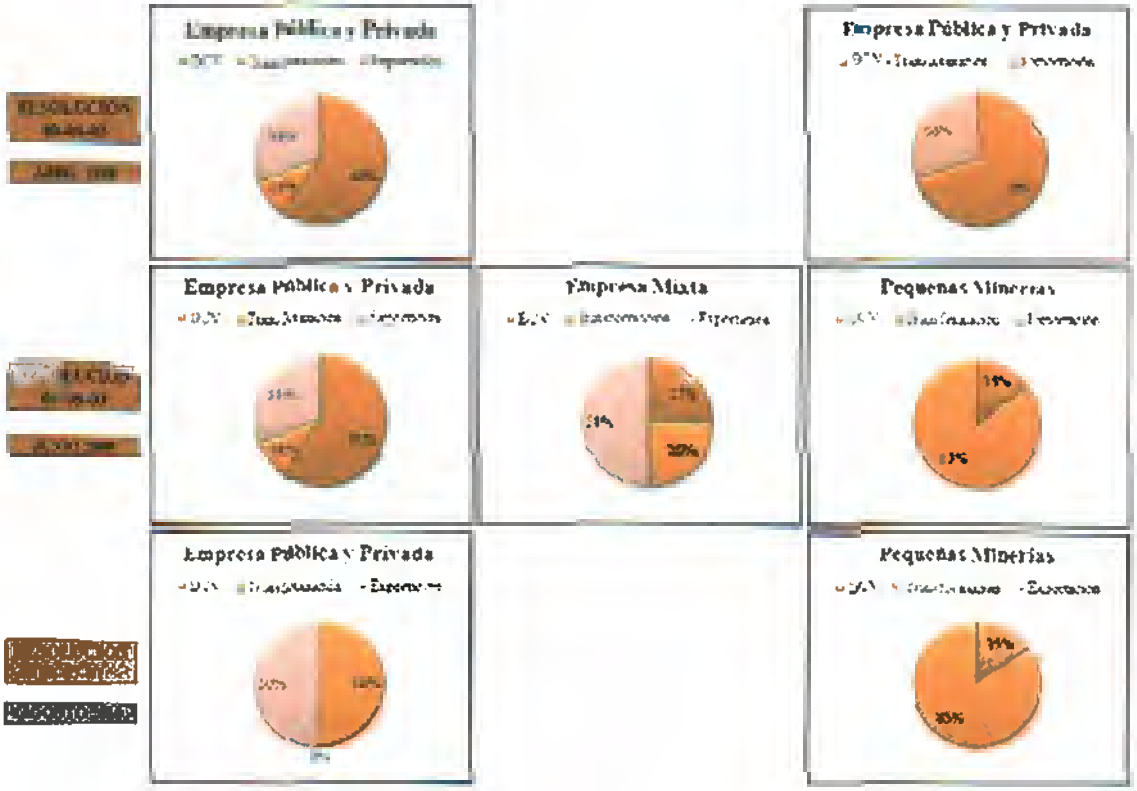
respecto al mercado interno las empresas mixtas deberán destinar, al menos el cincuenta por ciento (50%) del total de su producción aurífera, causada dentro de cada trimestre calendario; correspondiendo un veinticinco por ciento (25%) de venta obligatoria al Banco Central de Venezuela y el otro veinticinco por ciento (25%) se destinará al sector transformador nacional. En cuanto a las pequeñas minerías deberán demostrar haber destinado al mercado interno nacional al menos un quince por ciento (15%) de su producción aurífera. Para las empresas públicas y privadas se mantiene la normativa expuesta en la resolución N° 09-04-03 donde el 70% es destinado al mercado interno, distribuido en 60% de venta obligatoria a BCV y 10% al sector transformador nacional, y el 30% restante destinado a la exportación (ver gráfico N° 6).

Ahora bien, por conveniencia de actualización de información se inserta a continuación el texto completo del Artículo Primero de la Resolución N° 10-07-01 publicada Gaceta Oficial No. 39.485 de agosto de 2010: *Salvo lo previsto en el artículo 2° de las presentes Normas, las personas naturales o jurídicas, autorizadas por la autoridad nacional competente para comercializar oro y sus aleaciones, en barras, fundido, amonedado, manufacturado o en cualquier otra forma, deberán ofrecer obligatoriamente en venta al Banco Central de Venezuela al menos el cincuenta por ciento (50%) del total de su producción aurífera, causada dentro de cada trimestre calendario en el territorio nacional; tal porcentaje será calculado sobre el peso en kilogramos del oro fundido o refinado producido conforme a la normativa que regule la materia. El cincuenta por ciento (50%) restante podrá ser exportado, de conformidad*

con lo previsto en el artículo 4º de las presentes Normas; no obstante, en los casos en que el productor no pretenda realizar exportación alguna o le haya sido negada la procedencia de la misma, dicho porcentaje deberá ser ofrecido en venta en su totalidad al Banco Central de Venezuela (Ver gráfico Nº 6).

Gráfico Nº 6

Comercialización porcentual del oro



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

Si se toma la resolución del año 1996 para hacer referencia a este gráfico en el que se estipula que quienes participaban en la comercialización del oro debían destinar

al menos el 15% de producción al mercado interno nacional, claramente entonces, se evidencia una gran distancia entre lo dispuesto en 1996 con lo previsto en las últimas tres resoluciones sobre la comercialización del oro y sus aleaciones. El BCV ha concedido al oro y a su acumulación espacios importantes en el marco del desenvolvimiento de sus actividades. Es así, que de manera obligatoria establece para cualquier figura legal que comercialice oro, de su producción, vender la mitad o mayores niveles porcentuales.

Se infiere con el análisis de las últimas resoluciones y según lo manifestado en el gráfico N° 6, que emerge un mecanismo de cambio en la estructura del mercado de oro en Venezuela, dado el nivel de variación en la distribución de la producción de las empresas que comercializan oro en el territorio nacional.

Según el gráfico N° 6 se observa que todas las negociaciones de comercialización de oro en Venezuela están normadas, puesto que se han establecido porcentajes de venta obligatoria al BCV por las empresas productoras. Por un período aproximado de doce años consecutivos se mantuvo en un 15% de producción de oro destinada al mercado interno, y en el 2009 se establece bajo nuevas resoluciones porcentajes mucho más altos llegando en el mes de abril hasta el 60% de venta obligatoria al BCV. Esta situación más que servir de incentivo a los productores puede verse como desalentadora para los comercializadores de oro, debido a que existe un control a la venta del oro extraído, además de las cotizaciones diferenciales de las ventas de este mineral a tipo de cambio oficial.

Rol del oro en el portafolio de Reservas Internacionales del BCV

Como se comentó anteriormente los componentes de las Reservas Internacionales son: Disponibilidad en Divisas, Tenencias en Derechos Especiales de Giro (DEG), Inversiones en Divisas, Oro Monetario, Posición Crediticia en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y Convenios Internacionales.

El oro monetario está constituido según el "Glosario de Términos del BCV – Balance General" por las existencias de oro depositado en sus propias bóvedas o en instituciones financieras del exterior calificadas como de primera clase. Este activo se acumula según criterios reconocidos internacionalmente, en calidad de activo de reserva, garantizando el pasivo en el cual incurre el BCV, al poner en circulación los billetes y monedas de curso legal, cumpliendo con lo establecido en el artículo 114 de la Ley del BCV (2002).

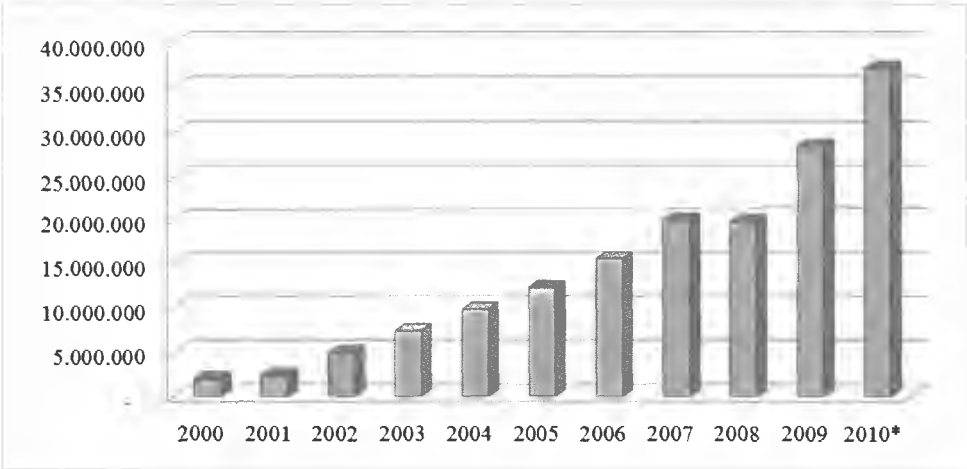
Dicha cuenta comprende el oro monetario en el país (amonedado y en barras) y el oro en el exterior (en custodia simple y especial). El oro monetario para ser considerado como reserva debe tener la certificación *Good Delivery*, lo que significa que tiene un alto porcentaje de pureza (995,0/1000) que le permite ser aceptado en los mercados internacionales. El oro monetario es el que forma parte de las reservas y sirve para respaldar pasivos en moneda local.

El comportamiento del oro monetario en los últimos 10 años ha sido el de incremento de su proporción, tal es así que en al año 2000 el nivel de oro traducido en moneda local, fue de mil 152 millones 451 mil, cantidad que representaba el 17,59% del total de los activos de reserva para ese mismo año y, para julio de 2010, el total en VEF es de 37 mil 250 millones 135 mil, cuya representación porcentual es de 52,11% del total de reservas internacionales (Ver gráfico N° 7). Las cifras en el gráfico están representadas en VEF por lo que estos valores nominales podrían distorsionar el análisis de la tendencia debido a que no son tomados en cuenta los efectos de la inflación, sin embargo, la representación del gráfico N° 1 está denominada en USD y coincide al mismo tiempo con este comportamiento.

Gráfico N° 7

Evolución del oro monetario de Venezuela 2000-2010

(Miles de VEF)



* Julio 2010
Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

El Oro No Monetario en Venezuela

Las tenencias de oro por parte de los bancos centrales pueden estar constituidas por oro monetario y oro no monetario. Las primeras la forman el oro que se integra en sus activos de reserva y reúne determinadas condiciones. El oro no monetario es el mineral que incumple tales condiciones y, en general, se trata de monedas de este metal con contenido numismático y lingotes que no poseen las características requeridas por el mercado. Tales condiciones son definidas por la London Bullion Market Association (LBMA), la cual establece que los lingotes deben reunir determinadas características respecto a su peso, pureza, marcas y apariencia. El oro no monetario se transforma y se encuentra en proceso de certificación con el fin último de llevarlo a categoría *Good Delivery*. Generalmente, el oro no monetario es destinado por las autoridades para ser vendido o invertido en mercados internacionales como mercancía; sin embargo, tal como se mencionó anteriormente, se aprobó en el año 2009 la monetización del oro no monetario.

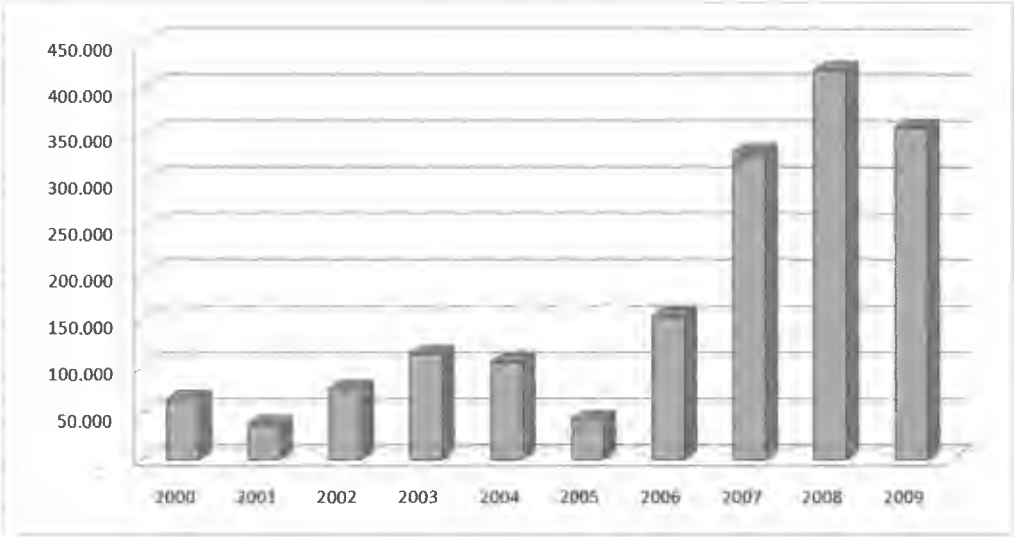
En Venezuela, a lo largo de los años de estudio de este trabajo de grado se observa una tendencia creciente en el comportamiento del oro no monetario, pronunciada para los últimos 3 años mostrados. El valor mínimo del oro no monetario registra para el año 2001 USD 38 millones, valorado en VEF 29 millones 93 mil, y un valor máximo para el año 2008 con USD 420 millones, valorado en VEF 901 millones

424 mil (ver Gráfico N°8). Según la última información estadística publicada por el Banco Central de Venezuela en sus Notas a los Estados Financieros el oro no monetario se ubica en USD 358 millones 386 mil valorado en VEF 768 millones 594 mil.

Gráfico N° 8

Evolución del Oro No Monetario de Venezuela

Miles de USD



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

Contabilidad del Oro en las Reservas Internacionales

Como consecuencia de la ruptura del sistema monetario internacional en 1971, en Venezuela se realizaron cambios en las normas para la convertibilidad de la moneda nacional por medio de la modificación de la Ley de Banco Central de 1974. La Ley en su artículo 68 dispuso: "La unidad monetaria de la República de Venezuela es el

bolívar", quedando así suprimida la equivalencia de que en doscientos noventa mil trescientos veintitrés millonésimos de grano de oro fino, le asignaba al bolívar a la Ley previa derogada. Luego para 1982, se ajustó la valorización oficial del oro USD 42,22 por onza troy que se había establecido en 1973, hasta USD 300 por onza troy.

Valoración del Oro Monetario en las Reservas Internacionales

Para 1995 la metodología para cuantificar en bolívares las tenencias de oro en poder del Banco Central, parte de la siguiente fórmula:

$$V.O. = Q \times 32,15 \times \%P \times Pi \times TC$$

V.O es el valor total de la reserva de oro en bolívares; Q es la cantidad de oro en onzas troy acumuladas en las reservas internacionales de nuestro país para el momento de la valoración; 32,15 representa el factor de conversión de kilogramos a onzas; P es el porcentaje de pureza del oro acumulado; Pi es el precio internacional del oro en USD, para ello se utilizará el promedio del precio fijado en Londres diariamente; TC es el tipo de cambio vigente para traducir a moneda nacional el precio del oro en moneda extranjera.

Tomando los componentes de esta fórmula como referencia, se utilizarán para efecto de alcance de análisis de información.

CAPITULO III

MARCO METODOLOGICO

El capítulo III o marco metodológico es, según Tapia (2000), el apartado del trabajo que dará el giro a la investigación, es donde se expone la manera cómo se va a realizar el estudio, los pasos para realizarlo, su método. En la misma línea la Unión de Editoriales Universitarios Españoles (1997) interpreta al marco metodológico como: "La metodología del proyecto que incluye el tipo o tipos de investigación, las técnicas y procedimientos que serán utilizados para llevar a cabo la indagación. Es el cómo se realizará el estudio para responder al problema planteado".

Tal como lo afirman los escritos señalados, en este capítulo se definirá el tipo de investigación, la población y muestra, el diseño de la investigación y por consiguiente el instrumento de recolección utilizado, así como las técnicas de análisis que serán aplicadas para efectos de este trabajo de grado.

3.1 Tipo de Investigación

Arias (1999) clasifica en tres categorías los tipos de investigación: según su nivel, el diseño y el propósito de la investigación. Interesa para este trabajo de

investigación la clasificación caracterizada en el "diseño", nombre que en otras literaturas consultadas toman la denominación de "fuente de información". Bien sea como diseño o como fuente de información este trabajo se apega a la *Investigación documental,* la cual según las normas UPEL 2006 se entiende como "el estudio de problemas con el propósito de ampliar y profundizar el conocimiento de su naturaleza, con apoyo, principalmente, en trabajos previos, información y datos divulgados por medios impresos, audiovisuales o electrónicos. La originalidad del estudio se refleja en el enfoque, criterios, conceptualizaciones, reflexiones conclusiones, recomendaciones y, en general, en el pensamiento del autor"; por lo que, convenientemente para el desarrollo de este trabajo de grado, se acudió a fuentes primarias de información las cuales registran o corroboran el conocimiento inmediato de la investigación tales como libros, revistas, informes técnicos, tesis, internet, entre otros; todo ello con la finalidad de dar soporte y marco a la investigación planteada orientada a diseñar un instrumento financiero respaldado en oro monetario, no monetario y compras futuras de oro, que permita evaluar el uso del oro y la configuración del portafolio de reservas internacionales del BCV.

Según el *nivel de medición y análisis* de la información, puede considerarse como una *investigación cualitativa-cuantitativa*, así mismo, atendiendo al *nivel de conocimiento* se enmarca como una *investigación descriptiva* en vista de que los estudios descriptivos buscan desarrollar una imagen o fiel representación (descripción) del fenómeno estudiado a partir de sus características. Miden variables o conceptos con

el fin de especificar las propiedades importantes de fenómenos bajo análisis y en algunos casos pueden ser usados para predecir. En consecuencia, tal como lo afirma Marín Villada (2010), con este tipo de investigación "se logra caracterizar un objeto de estudio o una situación concreta, señalar sus particularidades y propiedades y sirve para ordenar, agrupar o sistematizar los objetos involucrados en el trabajo indagatorio".

Se considera que esta investigación también es de tipo cuantitativo porque se pretende estudiar las propiedades y fenómenos cuantitativos que genere la propia investigación; lo cual está en correspondencia con lo que dice Herrera (2008) la investigación cuantitativa recoge y analiza datos sobre variables y estudia las propiedades y fenómenos cuantitativos, tal como acomete integrar en este estudio.

3.2 Población y Muestra

Para efectos de este estudio y con base en lo leído sobre el tema metodológico, el Banco Central de Venezuela es la entidad sujeta a la investigación, por lo que se apega a la definición de Universo que expresa Latorre y otros (2003) "esa entidad que lo incluye todo", reservando el concepto de población a la parte del universo de la que se selecciona la muestra y sobre la que deseamos hacer inferencia o aplicación de las generalizaciones que obtengamos de la investigación. Obviamente, el BCV como tal no

es el propósito ni objeto de la investigación, si lo es en el sentido de que es el lugar o sitio donde se encuentra la población y muestra del estudio. Ahora bien, con base al concepto de Población según Buendía y otros (1998) "un conjunto definido, limitado y accesible del universo que forma el referente para la elección de la muestra. Es el grupo al que se intenta generalizar los resultados", por tanto, bien puede argumentarse que, para este trabajo de investigación, la población es el Portafolio de las Reservas Internacionales del BCV; y la muestra, se refiere al oro depositado y por depositar en el período de los próximos cinco años del Banco Central de Venezuela"

3.3 Diseño de la Investigación

El Diseño de Investigación constituye el plan general del investigador para obtener respuestas a sus interrogantes o comprobar la hipótesis de investigación. El diseño de investigación desglosa las estrategias básicas que el investigador adopta para generar información exacta e interpretable. Al mismo tiempo, según Cabrero y otros (2008), el diseño debe especificar los pasos que habrán de tomarse para controlar las variables extrañas y señala cuándo, en relación con otros acontecimientos, se van a recabar los datos y debe precisar el ambiente en que se realizará el estudio.

Es siguiendo el patrón derivado de las explicaciones encontradas en los textos leídos, que se bosquejan los pasos a cumplir en la presente investigación, a fin de dar

respuesta a las preguntas formuladas en el planteamiento del problema, alcanzar el objetivo propuesto y, corroborar la hipótesis planteada.

Etapas a desarrollar

1. Diagnostico e identificación del entorno del BCV para conocer las perspectivas futuras del diseño de un instrumento financiero.
2. Definición de la posición del oro no monetario, compras futuras en el BCV y del oro monetario en su portafolio de reservas internacionales.
3. Desarrollo de la estructura y los elementos componentes del instrumento financiero con respaldo del oro monetario, no monetario y compras futuras de oro del BCV.
4. Formulación de un instrumento financiero respaldado en oro y compras futuras de oro del BCV.
5. Evaluación del impacto del instrumento financiero respaldado en oro y compras futuras de oro del BCV.

CAPITULO IV

DISEÑO DEL INSTRUMENTO FINANCIERO

DISEÑAR UN INSTRUMENTO FINANCIERO RESPALDADO EN ORO MONETARIO, NO MONETARIO Y COMPRAS FUTURAS DE ORO, QUE PERMITA EVALUAR EL USO DEL ORO Y LA CONFIGURACIÓN DEL PORTAFOLIO DE RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCV.

Una propuesta

Motivación de la propuesta: Académica (Trabajo especial de grado)

4.1 PROSPECTO TFO

Título Financiero en Oro (TFO) –

DENOMINACIÓN: Título Financiero en Oro (**TFO**).

MONEDA: Dólares.

EMISOR: Banco Central de Venezuela.

FECHA DE EMISIÓN: 01/12/2010

PLAZO AL VENCIMIENTO: 5 AÑOS.

FECHA DE VENCIMIENTO: 01/12/2015

PRECIO: A determinar por el emisor.

MONTO DE LA COLOCACIÓN: Hasta por un monto de – USD 2.500.000.000 (Dos mil quinientos millones dólares). Durante la vigencia del Programa podrán realizarse tantas Emisiones según lo determine el Ente Emisor.

VALOR MÍNIMO DE COMPRA: USD 2.000 (Dos mil dólares).

CÓDIGO ISIN: BCV0112015TFO.

OBJETO DE LA RECAUDACIÓN: Instrumento de Política monetaria y cambiaria.

GARANTÍA: Los Títulos Financieros en Oro que se emitan en el amparo del presente Programa contarán con una garantía del Oro Monetario, No Monetario y Compras Futuras de Oro.

POSIBLES ADQUIRENTES: Personas naturales y/o jurídicas cuando su régimen de inversión lo prevea expresamente. Los posibles adquirentes deberán considerar cuidadosamente toda la información contenida en el suplemento correspondiente.

SISTEMA DE COLOCACIÓN: SICOTME (Sistema de Colocación Primaria de Títulos en Moneda Extranjera).

MECANISMO DE COLOCACIÓN: Mediante oferta pública utilizando el método de asignación directa o mediante proceso de subasta.

REDENCIÓN: Al vencimiento se cancelará en dólares el íntegro del capital más/menos el diferencial del precio del oro en el mercado de Londres con respecto a la fecha de inversión.

LUGAR Y FORMA DE PAGO: El Emisor llevará a cabo el pago del principal contra la entrega de las constancias o certificaciones correspondientes que al efecto expida Banco Central de Venezuela, de acuerdo con las disposiciones legales que rigen a dicha institución. El instrumento podrá ser adquirido a tipo de cambio oficial de cuatro bolívares con treinta céntimos por dólar (VEF. 4,30 = 1 USD).

CUPÓN: Se efectuará un pago semestral de un cupón equivalente a un 1% del valor del mercado del título en dólares.

DERECHOS QUE CONFIEREN A LOS ADQUIRENTES: Los Títulos Financieros en Oro confieren a los Adquirentes el derecho al cobro del principal más/menos el diferencial al vencimiento en precio del oro del mercado de Londres. Dicho derecho podrá verse limitado, de conformidad con lo establecido en el Acta de Emisión, el Suplemento y en el Título correspondientes a cada Emisión.

PLAZO DE RESCATE: La opción de rescate de los Títulos Financieros en Oro es a partir de los dos (2) años de la emisión.

4.2 SUPLEMENTO TFO

¿A QUIEN SE DIRIGE EL TÍTULO?

La emisión de los Títulos Financieros en Oro (**TFO**) está dirigida a inversionistas cautivos y potenciales que participen en el mercado de oro, interesados en diversificar su cartera de inversiones a través de títulos respaldados en oro del BCV.

El título se dirige a inversionistas con horizontes a mediano y largo plazo porque el título replica directamente sobre el comportamiento del precio internacional del oro y, cualquier plusvalía por revalorización puede ser manifestada en los plazos mencionados.

¿CUÁLES SON LOS BENEFICIOS DEL TFO?

El Título Financiero en Oro tiene referencia a **un precio público y transparente**, fijado diariamente en Londres (LBMA) que los inversionistas pueden consultar a través de páginas de internet e impresos; esta facilidad excluye posibles modificaciones en el establecimiento del precio del metal.

Los **TFO** son de **bajas denominaciones** para ofrecer oportunidades de inversión a pequeños y medianos inversionistas, sin excluir a los compradores mayores.

Los **TFO** son instrumentos de **ahorro alternativo** para los inversionistas interesados en invertir en opciones distintas a las tradicionales.

Los **TFO** son instrumentos de **diversificación de carteras públicas y privadas**, debido a que no es una emisión dirigida a un sector determinado sino a la totalidad de las personas jurídicas, a personas naturales e inclusive a inversionistas extranjeros.

¿CUÁLES SON LAS PROPIEDADES DEL TFO?

Período de Vencimiento Cinco años es un tiempo considerado financieramente aceptable para medir los rendimientos del **TFO**, en un contexto económico estable, brindando al inversionista la posibilidad de obtener retornos positivos a los seis meses de inversión.

Liquidez El **TFO** tiene la facilidad de participar en un mercado secundario organizado, que disponga de fluidez en la compra y venta de los títulos.

Divisa El **TFO** garantiza pagos semestrales y pagos al vencimiento en moneda internacionalmente aceptada (dólar americano).

Reversibilidad	El **TFO** permite al inversionista mantener posiciones en los títulos adquiridos con posibilidad de convertirlo en efectivo.
Monetización	El **TFO** aunque no es dinero puede ser transformado en dinero a un pequeño costo, retraso, o riesgo.
Divisibilidad	El **TFO** tiene su unidad de activo a la cual puede ser liquidado y cambiado a dinero.

DESCRIPCIÓN DEL TÍTULO E INFORMACIONES BÁSICAS

Denominación

Los Títulos Financieros en Oro estarán denominados en dólares.

La emisión del Título Financiero en Oro se ejecutará a través del Sistema de Colocación Primaria de Títulos en Moneda Extranjera (SICOTME). Serán colocadas mediante oferta pública utilizando el método de asignación directa o mediante proceso de subasta.

Mínimo de inversión

La inversión mínima en la adquisición de los Títulos Financieros en Oro será de USD 2.000 (dos mil dólares).

La compra será directamente con el Banco Central de Venezuela mediante el mecanismo de colocación de subasta.

Plazo al Vencimiento

La duración de los Títulos Financieros en Oro es de cinco (5) años o 1.800 (mil ochocientos) días.

Plazo de Rescate

El Emisor podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los Títulos Financieros en Oro que se emitan, a partir de dos años, sea o no una fecha de pago del cupón.

Riesgo de Inversión en Títulos Financieros en Oro (TFO)

El principal riesgo al que está expuesta la inversión es la volatilidad en el comportamiento del mercado internacional de oro.

Riesgo de Mercado

Los Títulos Financieros en Oro cuyo valor se encuentre referido al precio internacional, pueden presentar variaciones positivas, en caso de que el precio aumente, negativas si el precio disminuye y nula si no hay variación del precio.

Riesgo de Liquidez

Existe la posibilidad de que los **TFO** tengan dificultades para ser vendidos ante eventos extraordinarios desfavorables del mercado.

Riesgo de Tipo de Cambio

La compra de los **TFO** es a tipo de cambio oficial de 4,30 bolívares por dólar americano. Modificación en el tipo de cambio afectará al **TFO**.

Riesgo del emisor

No existe riesgo del emisor debido a que los **TFO** están respaldados por las reservas de oro del BCV.

¿POR QUÉ INVENTIR EN EL TFO?

- ✓ Son títulos emitidos por el Banco Central de Venezuela.
- ✓ Se pueden negociar intradía en el mercado del oro.
- ✓ Los **TFO** son fondos de inversión que replican a un precio de referencia mundial clara y transparente.
- ✓ Representa un instrumento de ahorro alternativo.
- ✓ Los **TFO** son instrumentos de diversificación de carteras públicas y privadas.
- ✓ Los **TFO** son de bajas denominaciones para ofrecer oportunidades de inversión a pequeños y medianos inversionistas.

ANALISIS ECONÓMICO AL TFO

CONTEXTO BASE: Indagación sobre la tenencia del oro en el BCV

Tanto el oro monetario, el no monetario y las compras futuras constituyen la base para llevar a cabo el diseño de un nuevo instrumento financiero.

Tabla N° 6

Portafolio de Reservas Internacionales - Julio 2010		
Activo	**miles VEF**	**Proporción**
Disponibilidades en divisas	6.673.684	9,34%
Tenencias en derechos especiales de giro	8.820.555	12,34%
Inversiones en divisas	17.466.478	24,44%
Oro monetario	37.250.135	52,11%
Posición crediticia neta en el FMI	1.267.742	1,77%
Convenios internacionales	90	0,00%
Total activos de reserva	**71.478.684**	100,00%

Fuente: BCV
Elaboración propia

Tabla N° 7

Producción (Tn) destinada a BCV Estimación 2010-2015			
Año	**Privados**	**Minerven**	**Total**
2010*	0,87	4,40	5,27
2011*	0,63	4,50	5,13
2012*	0,48	4,75	5,23
2013*	0,41	5,00	5,41
2014*	0,49	5,25	5,74
2015*	0,58	5,50	6,08

Fuente: propia

Tabla N° 8

Activos diversos en divisas BCV - II 2009		
Activo	**miles VEF**	**Porporción**
Oro no monetario	768.594	7,38%
Bonos cero cupón	8.464.122	81,26%
Intereses por cobrar	95.983	0,92%
Otros	1.087.829	10,44%
Total	**10.416.528**	100,00%

Fuente: BCV
Elaboración propia

Tenencia del oro monetario

Para efectos del análisis del **TFO** se retoma el gráfico N° 4 y se adiciona el gráfico N° 9 con el propósito de resaltar la participación del oro monetario en el portafolio de reservas internacionales del Banco Central de Venezuela.

DEDICATORIA

A Dios y a mi abuelo Pepe por guiarme en mi camino...

A mi madre Carmen y a mi padre Santiago por ser mi ejemplo, apoyo e inspiración...

A mis hermanos Daniel, Diego y Jesse por su amistad y cariño...

A mi familia, como ejemplo de que lo que se quiere se alcanza...

AGRADECIMIENTO

A Dios por su presencia en el cumplimiento de todas mis metas propuesta.

A mis padres, hermanos y familiares, por su apoyo incondicional.

A mi tutor Ramiro Molina por su paciencia y dedicación.

A Reina Chirinos por su inmedible e incesante apoyo y orientación.

A José Ricardo La Rosa por su aporte y disposición.

INDICE GENERAL

DEDICATORIA ii

AGRADECIMIENTO iii

INDICE GENERAL iv

LISTA DE GRAFICOS v

LISTA DE TABLAS vi

INTRODUCCION 1

CAPITULO

I EL PROBLEMA 4

Planteamiento del problema 4

Justificación del problema 11

Objetivos de la investigación 13

Hipótesis 14

II MARCO TEÓRICO 15

Consideraciones Generales 15

2.1 Antecedentes de la Investigación 15

2.2 Bases Teóricas 18

2.2.1 El Oro como signo de riqueza 18

El Oro y la Doctrina Mercantilista 18

2.2.2 Bancos Centrales, Reservas Internacionales y Oro 21

2.2.2.1 Bancos Centrales 21

Funciones Basicas de los Bancos Centrales 22

2.2.2.2 Reservas Internacionales 24

Declaraciones del Concepto 24

Composición Genérica de un Portafolio de Reservas Internacionales 26

Portafolio Referencial o Benchmark de Reservas Internacionales 28

2.2.2.3 El Oro 30

El Oro como activo estratégico en los bancos centrales 30

Acuerdos de oro de los Bancos Centrales 34

Visión Internacional del Oro 37

Instrumentos o prácticas comunes en el mercado del Oro 42

Tratamiento contable del Oro por los bancos centrales y organismos internacionales 46

2.2.3 El BCV, sus Reservas Internacionales y el Oro 50

Breve historia del BCV 50

2.2.3.1 Reservas Internacionales del BCV: Composición del portafolio 52

2.2.3.2 El Oro en Venezuela 57

Principales zonas auríferas y empresas de producción en Venezuela 58

Participación del BCV en el mercado de Oro nacional 61

El Oro como activo de reserva del BCV 62

Reglas de compra de Oro del BCV 65

Rol del Oro en el portafolio de reservas internacionales del BCV 70

El Oro No Monetario en Venezuela 72

Contabilidad del Oro en las Reservas Internacionales 73

Valoración del Oro Monetario en las Reservas Internacionales 74

III MARCO METODOLOGICO 75

3.1 Tipo de Investigación 75

3.2 Población y Muestra 77

3.3 Diseño de la Investigación 78

Etapas a desarrollar 79

IV **DISEÑO DEL INSTRUMENTO FINANCIERO** 80

4.1 Prospecto 81

4.2 Suplemento 84

4.3 Análisis Económico 89

Contexto base: indagación sobre la tenencia del oro en el BCV 89

Fundamento analítico 96

Presentación de escenarios 105

Respaldo financiero del TFO 113

Estamento-sustento legal 119

V **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES** 120

5.1 Conclusiones 120

5.2 Recomendaciones 123

Bibliografía 125

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico N°		pp.
1.	Evolución del oro monetario de Venezuela (USD) 2000-2010	6
2.	Evolución del precio del oro basado en el precio fijado diariamente en Londres 2000-2010	8
3.	Tenencias mundiales de oro del sector oficial (Toneladas)	35
4.	Proporción de Activos de las Reservas Internacionales	56
5.	Compras realizadas por BCV 2000-2009	61
6.	Comercialización porcentual del oro	68
7.	Evolución del Oro Monetario de Venezuela (VEF) 2000-2010	71
8.	Evolución del Oro No Monetario de Venezuela	73
9.	Proporción de Activos de Reservas Internacionales BCV - Julio 2010	91
10.	Liquidez Monetaria 2009-2010	98
11.	Reservas Bancarias Excedentes 2009-2010	100
12.	Proporción de Oro Monetario para respaldar el TFO	113
13.	Proporción de Oro No Monetario para respaldar el TFO	114
14.	Designación por rubro para la emisión del TFO	117
15.	Representación porcentual por rubro	117
16.	Respaldo a la Emisión del TFO	118

LISTA DE TABLAS

Tabla N°		pp.
1.	Resultado de portafolios seleccionados	33
2.	Ventas bajo el CBGA (1)	36
3.	Ventas bajo el CBGA (2)	36
4.	Ventas bajo el CBGA (3)	37
5.	Principales tenedores de oro en el mundo	38
6.	Portafolio de Reservas Internacionales – Julio 2010	89
7.	Producción (Tn) destinada a BCV – Estimación 2010-2015	89
8.	Activos diversos en divisas – II 2009	90
9.	Estimación de producción de oro CVG MINERVEN – Julio 2010	94
10.	Compras Históricas BCV a Empresas privadas	95
11.	Estimación de Compras BCV a Empresas privadas	95
12.	Costos en operaciones de absorción BCV – 2009-2010	102
13.	Escenario N° 1	106
14.	Escenario N° 2	107
15.	Escenario N° 3	108
16.	Escenario N° 4	110
17.	Estimación de precios 2010-2015	115
18.	Compras futuras	116

INTRODUCCIÓN

La estabilidad de los bancos centrales ha evolucionado hasta instituirse en autoridades independientes, dedicados a mantener, entre otras prioridades, "la estabilidad de precios y la confianza en la moneda", por consiguiente, existe un lazo esencial entre los bancos centrales, en este caso, el Banco Central de Venezuela y su propia estructura de funcionamiento cuando de innovación y generación de nuevos instrumentos financieros, se trata. La literatura económica coincide en señalar las virtudes de establecer formas distintas de actuación cuando así lo requiera un escenario, las circunstancias o simplemente una situación dada, pues, uno de los objetivos por cumplir por parte de la autoridad monetaria, es mantener y sostener el equilibrio entre los agentes económicos del país. Aunadamente, la literatura tiende a mostrar amplio consenso respecto al rol positivo que puede ejercer la existencia de un banco central autónomo sobre el control de sus propias funciones, lo cual deriva en ajustes de otros elementos importantes relativos a procesos, modelos y funcionamiento que se correlacionen con las obligaciones, objetivos y responsabilidades del BCV.

El presente trabajo de tesis de grado, tiene como finalidad diseñar un instrumento financiero respaldado en oro monetario, no monetario y compras futuras de oro, que produzca opciones de uso en el componente oro para una activa configuración dentro del portafolio de reservas internacionales del Banco Central de Venezuela.

Para llevar a cabo la presente investigación y presentar como resultado el instrumento financiero ideado, meditado y reflexionado, fue necesario considerar la situación del oro dentro de las operaciones que realiza el ente emisor. Este estudio documental permite integrar coherentemente estructura y componentes para exponer, desde un punto de vista de interés académico, la importancia en otorgar nuevas alternativas de uso a la tenencia del oro como activo del BCV.

Se plantea desarrollar la investigación mediante la entrega de un producto (propuesta) factible, técnico y financieramente posible; siempre considerando los posibles cambios que se puedan emanar del marco jurídico de la Constitución y de la Ley del BCV, en materia de nuevos instrumentos financieros.

La presente investigación consta de cinco (5) capítulos:

El Capítulo I contiene El Problema: Este título contempla el Planteamiento y formulación del Problema, Justificación de la investigación, Objetivo General y cuatro objetivos específicos de investigación.

El Capítulo II encuadra el Marco Teórico, que inicia con los Antecedentes de la Investigación, seguido de las Bases Teóricas para determinar los conceptos teóricos que sustentan la investigación.

El Capítulo III se ocupa del Marco Metodológico, se especifica el tipo de investigación, se determina cuál es la población y la muestra y se presenta un bosquejo

del diseño de la investigación, es decir, se enuncian los pasos por seguir para lograr los objetivos específicos y alcanzar el objetivo general.

El Capítulo IV presenta el diseño, estructura y componentes de un instrumento financiero respaldado en oro monetario, no monetario y compras futuras de oro para una activa configuración dentro del portafolio de reservas internacionales del BCV.

El Capítulo V incluye las Conclusiones y Recomendaciones

Finalmente, se presenta la bibliografía consultada para el desarrollo del estudio y los anexos.

CAPITULO I

EL PROBLEMA

Planteamiento del problema

El oro fue el primer metal que llamó la atención del hombre, ya que es uno de los pocos minerales que se encuentra en la naturaleza en un estado relativamente puro y resistente a la acción del fuego. La inalterabilidad del oro, su brillo y color, llamaron la atención del hombre antiguo quien al transcurrir el tiempo supo darle usos distintos a este material encontrado en proporciones bajísimas convirtiéndolo en uno de los metales más preciados.

Las primeras monedas acuñadas con este metal datan del año 600 A.C. y la aparición del papel moneda, a finales del siglo XVIII, se vio rodeada de grandes esperanzas, al ser éste un medio que reducía los costos de transacción, pero con posibilidades inflacionarias que se derivarían de una sobreemisión. Con la finalidad de contrarrestar tal consecuencia, los gobiernos y las entidades bancarias autorizadas, sólo podrían poner en circulación papel moneda en proporción a sus reservas de metales preciosos, lo que actuaría como un freno para evitar sobreemisiones y sus efectos perniciosos de inflación y desequilibrio económico.

A finales del siglo XIX e inicios del siglo XX, el sistema monetario internacional predominante era el Patrón Oro (1880-1914). En este sistema el oro constituía el activo de reserva internacional y su valor se fijó con las paridades que los países especificaron. La decisión de apoyar las divisas con un activo de reservas internacionalmente aceptado (el oro) ayudó a fomentar tanto el intercambio relativamente libre, como la ejecución de pagos. Al término del patrón oro, treinta años más tarde en 1944, se firma el acuerdo de Bretton Woods que estableció que la mayoría de las divisas mantendrían una paridad con respecto al dólar americano, y éste a su vez con el oro.

El sistema de Bretton Woods permaneció vigente hasta 1971, fecha en la cual l el gobierno de Estados Unidos deciden suspender la compra y venta de oro a los bancos centrales extranjeros, dando cabida a la variación del valor en función de la libre oferta y demanda del mercado de oro.

En el periodo 2007-2009, según El Consejo Mundial del Oro (WGC siglas en inglés) la cifra en promedio anual de la oferta total de oro fue de 2.486 toneladas y una demanda total promedio de 2.548,66 toneladas; manifestándose en esta relación un punto explicativo del comportamiento del precio del oro.

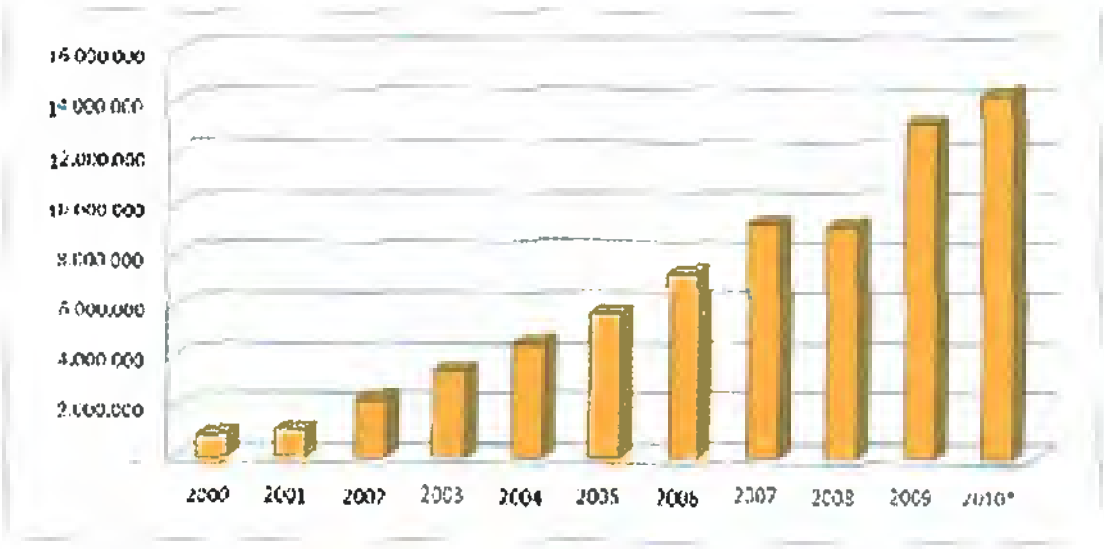
En el caso venezolano, según indica Koch Tovar (2009), la búsqueda y exploración del oro comienza en Guayana en 1824, no obstante, es a partir de 1866 cuando se desarrollan los yacimientos con las menas de más alto tenor que se han conocido en Venezuela, es así como, en ciento catorce años (1866-1980), se produjeron

aproximadamente 192 millones de gramos de oro, provenientes de 10,4 millones de toneladas de mineral, lo cual convierte a Venezuela en un país con un subsuelo de riqueza natural

Gráfico N° 1

Evolución del Oro Monetario de Venezuela 2000-2010

Miles de USD



* Julio 2010

Fuente: Banco Central de Venezuela

Elaboración propia

En cuanto a las reservas internacionales del país, según el Banco Central de Venezuela, el oro monetario en los últimos 10 años ha incrementado su proporción, tal es así, que en al año 2000 el respaldo en oro en USD es de 908 millones 117 mil, cantidad que representaba el 17,59% del total de los activos de reserva para ese mismo año y, para julio de 2010, el total en USD es de 14 mil 326 millones 975 mil, cuya representación porcentual es de 52,11% del total de reservas internacionales

venezolanas. Este incremento en tan corto lapso, le sugiere al investigador oportunidades para visualizar nuevas formas de uso del oro como respaldo monetario internacional.

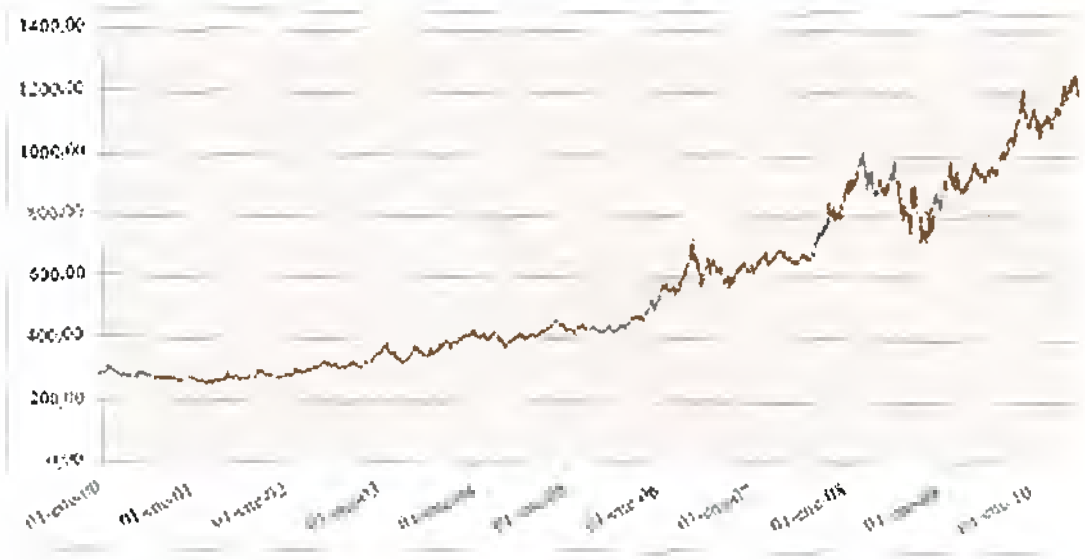
Es de interés del autor de este trabajo, reconocer la diferencia que existe entre el nivel elevado de 52,11% que tiene Venezuela de proporción de oro sobre sus reservas internacionales, con respecto a otros países del mundo que se encuentran en una lista de los primeros 35 países con mayores tenencias del metal según el WGC como por ejemplo, Arabia Saudita con 2,8%, Taiwán con 4,3%, India con 7,5%, Tailandia con 2,2% y Turquía con 5,7%.

Este contraste ratifica las oportunidades de estudio en el área económica para plantear nuevas vías alternas de acción financiera, cuyo propósito consistiría en la diversificación de opciones, de tal manera que el Banco Central de Venezuela mantenga en su portafolio de reservas internacionales la cualidad razonable para la asignación proporcional de sus activos, pues la situación presente del portafolio pudiera conducir a una mayor participación de este activo, lo cual provocaría vulnerabilidad de la cartera al momento que tienda a la baja en el mercado, el valor del oro. Sin embargo, el comportamiento del precio internacional del oro durante el período 2000-2010 ha mantenido una tendencia creciente superando los 1200 USD/Onza en el mes de junio de 2010.

Gráfico N° 2

Evolución del precio del oro basado en el precio fijado diariamente en Londres 2000-2010

USD/Onza



Elaboración propia

Otra situación de vulnerabilidad en la cartera de Reservas Internacionales del BCV se observa en las políticas emanadas del ente rector al concentrar en sus bóvedas más del 50% de la producción del oro venezolano según se estipula en la Resolución N° 09-06-03 publicada el día 17/06/2009 sobre el régimen de comercialización del oro y sus aleaciones, en la cual ratifica que las empresas participantes, públicas o privadas, deberán destinar un 70% de su producción al mercado interno en proporciones de 60% al BCV obligatoriamente y un 10% al sector transformador; mientras que el 30% restante podrá ser exportado. Los datos mencionados pierden vigencia a partir del 11 de agosto de 2010 cuando se publica en Gaceta Oficial N° 39.485 la nueva Resolución N° 10-07-01 definiendo los nuevos porcentajes de comercialización en el cual las personas naturales o jurídicas, autorizadas por la autoridad nacional competente para

comercializar oro y sus aleaciones, en barras, fundido, amonedado, manufacturado o en cualquier otra forma, deberán ofrecer obligatoriamente en venta al Banco Central de Venezuela al menos el cincuenta por ciento (50%) del total de su producción aurífera, y el 50% restante estará disponible para la exportación

También habría que considerar la posibilidad de una acumulación inactiva de los niveles de oro no monetario, ya que estos son destinados a formar parte del oro monetario en el BCV incrementando así la proporción de oro monetario sobre el total de reservas internacionales. Por otra parte, cuando ocurren los movimientos de las reservas internacionales, como los traspasos al Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN), frecuentemente son extraídos de la parte más líquida de las mismas, es decir, de las disponibilidades en divisas o el efectivo, lo cual produce una reducción de este activo, generando a su vez, un incremento en la proporción del oro monetario de las reservas internacionales.

Partiendo de la premisa de que ésta es la situación actual en Venezuela en relación al incremento del oro monetario y la reducción de reservas en divisas, es propio plantear que si esta tendencia se mantiene en los próximos años, probablemente se generaría un problema o dificultades en la conformación de las reservas internacionales de Venezuela; por consiguiente, ¿Permite la composición actual del portafolio de reservas internacionales del BCV, la introducción de un nuevo instrumento respaldado en oro?, ¿la composición de las reservas internacionales de Venezuela se fortalecerá con el diseño e implementación de un instrumento financiero respaldado en oro del BCV?

¿El diseño de un instrumento financiero promoverá el uso alterno del oro de las reservas internacionales?, ¿Es recomendable producir cambios en la distribución de los elementos del portafolio de las reservas internacionales del BCV mediante la elaboración de nuevos instrumentos financieros?

Justificación del problema

A raíz de la trayectoria de los niveles proporcionales del oro monetario sobre las reservas internacionales en la última década en Venezuela, surge la necesidad de generar instrumentos financieros que motiven un uso alterno de este activo financiero, junto con el oro no monetario y la producción futura de oro, justificado en la alta concentración del mismo en las reservas internacionales y por la volatilidad que presenta este activo financiero.

Al mismo tiempo nace el deseo de establecer un conjunto de reglas explícitas que definan un nivel de proporcionalidad del oro monetario en las reservas internacionales, y que a su vez este nivel siga los patrones de la mayoría de las economías del mundo. Conjuntamente puede establecerse una estrategia de uso del oro no monetario proyectando la producción futura de oro de manera óptima o eficiente, a fin de aprovechar las reservas acumuladas en respaldo a nuevas decisiones financieras, así como propiciar la disminución del porcentaje destinado al BCV sin generar continuamente una mayor acumulación del oro monetario en la economía.

Hernández Sampieri (1997) y Tapia M. (2000), coinciden en la exposición de los criterios que justifican un trabajo de investigación: La conveniencia de diseños de instrumentos financieros desde el punto de vista metodológico, reside en el hecho de brindar la oportunidad de realizar nuevos formatos, nuevos métodos para las decisiones

futuras del BCV; por otra parte, el trabajo aquí desarrollado implica **relevancia social** en el sentido de que Venezuela, pudiera ofrecer al mercado del oro tanto interno como externo otras formas de negociaciones. Las **implicaciones prácticas** están íntimamente ligadas al instrumento de valor que mediante esta propuesta será presentada en los capítulos finales. La indagación para el contenido del trabajo representa un **valor teórico** al respaldar el contenido y su propuesta instrumental en las teorías que para tales efectos fueron consultadas así como la concepción teórica misma que soporta la investigación llevada a cabo.

La **factibilidad** de la investigación es posible gracias a la información disponible en las diferentes fuentes de información consultadas. La **novedad** de esta investigación radica en la elaboración de un instrumento que sirva de herramienta al BCV para reestructurar su portafolio de reservas internacionales. El **aporte** que se pretende con este trabajo, es que el BCV lo considere como una opción de aplicación, y, por otra parte, estudiantes investigadores podrán consultarlo cuando la temática de estudio esté relacionada con el oro monetario y no monetario como recurso que puede ser distendido en su uso o utilidad.

El alcance del estudio incluye un período de comparaciones entre los años 2000-2010 y un período de simulación de cinco años a futuro. Para llevar a cabo las comparaciones, el investigador se valdrá de tablas con datos específicos y de la técnica de la simulación.

Objetivos de la investigación

Objetivo General

Diseñar un instrumento financiero respaldado en oro monetario, no monetario y compras futuras de oro, que permita evaluar el uso del oro y la configuración del portafolio de reservas internacionales del BCV.

Objetivos Específicos

1. Diagnosticar la posición del oro monetario, no monetario y compras futuras de oro del BCV.
2. Definir el rol del oro en el portafolio de las reservas internacionales del BCV.
3. Definir la estructura y los elementos componentes del instrumento financiero con respaldo del oro monetario, no monetario y compras futuras de oro del BCV.
4. Formular un instrumento financiero respaldado en el oro y compras futuras de oro del BCV.
5. Evaluar el impacto del instrumento financiero respaldado en el oro y compras futuras de oro del BCV

Hipótesis

La creación de instrumentos financieros respaldados en oro, permite rebalancear favorablemente la estructura de las reservas internacionales del BCV para afrontar eventos futuros desfavorables en la economía venezolana.

CAPITULO II

MARCO TEÒRICO

Consideraciones Generales

Acerca del tema por desarrollar en el presente trabajo, a continuación se presentan investigaciones cuyos contenidos, en cierta forma, guardan congruencia con los objetivos que se quieren alcanzar, de tal manera que, de la revisión hecha al respecto, se toman tres trabajos en virtud de la variedad que se presenta al recurrir tanto a las bibliotecas de las universidades como a la herramienta de la Internet.

2.1 Antecedentes de la Investigación

Baur y Lucey (2009) **Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold.** University of Technology de Sydney y University of Dublin. Los investigadores se propusieron comprobar si el oro es un activo de refugio seguro mediante un análisis de diferencias y similitudes de comportamiento en tres mercados específicos, Estados Unidos, Reino Unido y Alemania. Para llevar a cabo su trabajo de

investigación aplicaron la metodología econométrica la cual se basó en un modelo de regresión en la que los rendimientos del oro junto a los retornos de acciones y bonos más dos términos de interacción, ponen a prueba si el oro funciona como un refugio seguro si el mercado de acciones y bonos caen o exhiben rentabilidades extremadamente negativas. Los resultados empíricos muestran que el oro es un refugio seguro para las acciones. Sin embargo, el oro no es generalmente un refugio para los bonos en cualquier mercado.

En cuanto a la investigación previa guarda relación con el trabajo de grado en el papel que desempeña el oro como activo de refugio seguro en los mercados internacionales.

Blanco, Consejo y Mercado (2006). **Factor Determinante del Precio de los Bullions: El Precio Del Oro.** Universidad Juan Carlos Rey de España. Los investigadores tienen como objeto de estudio definir la relación existente entre el oro y los Bullions (lingotes) de oro con más prestigio internacional. Para ello basan su estudio empírico mediante el uso de métodos estadísticos y econométricos, utilizando una muestra de trece series temporales divididas en dos grupos, un grupo constituido por el precio del oro y otro por los precios de los doce Bullions de oro más importantes, debido a su liquidez y prestigio internacional, durante el período 2000-2006. Los resultados alcanzados por las autores concluyen que el factor determinante de los precios de los Bullions de oro es el oro, por lo que vendrá originado por una variación precedente de los precios del oro. Estos resultados son muy significativos por lo que la intensidad de la

relación es tan elevada, según el coeficiente beta, que no es necesario aplicar métodos de análisis multivariable.

De esta investigación analizada se puede hacer referencia a la relación que tiene con el trabajo de grado, en el sentido de la determinación del precio de los Bullions de oro y del precio del oro y su comportamiento en los mercados internacionales.

Lucey y Tully (2003) **International Portfolio Formation, Skewness and the Role of Gold.** University of Dublin. Los autores realizaron una investigación sobre la asignación óptima de activos en lo referente a un portafolio diversificado, tomando en cuenta la asimetría de los rendimientos, y no sólo la media y la varianza. Para el análisis metodológico evaluaron mediante un modelo de programación polinomial, basado en la derivación técnica del modelo de Lai (1991) y en Chunhachinda y otros (1997), que sugiere que el objetivo de la investigación es el conjunto de los pesos relativos asignados a los diferentes activos, utilizando la técnica de media-varianza tradicional y la media-varianza-oblicua. Los resultados demostrados estuvieron condicionados al supuesto de la selección de los pesos de forma arbitraria por ausencia de justificación teórica, concluyendo que a menor horizonte de inversión, más activos son incluidos en los portafolio óptimos, además en la mayoría de las circunstancias los lingotes de oro tienen un papel importante en la creación de una cartera óptima.

La relación encontrada en el trabajo de Lucey y Tully consiste en la creación de un portafolio óptimo, en la que el oro tiene un papel preponderante como activo diversificador.

2.2 Bases Teóricas

2.2.1 El Oro como signo de riqueza

El oro y la doctrina mercantilista

A través de la evolución de las civilizaciones, el hombre en cada época vivida ha buscado refugio, respaldo y protección valiéndose inicialmente de los recursos que le provee la naturaleza y de aquellos que son productos de su propio ingenio. Estas formas de vida son resultantes de habilidades descubiertas impulsadas por las necesidades ocurrentes en el entorno, diferenciadas en cada etapa del desarrollo de las civilizaciones.

Al surgir los mercados como puntos o lugares de intercambios, se dieron los primeros pasos para las negociaciones futuras. tal es así que el intercambio comercial dio origen a diversas corrientes del pensamiento económico. Las primeras teorías mercantilistas desarrolladas a principios del siglo XVI estuvieron marcadas por la

ideología del Bullionismo (del inglés *Bullion*: oro en lingotes). A ese respecto, Adam Smith, en su publicación *Riqueza de las Naciones*, Libro IV, capítulo I escribió:

> "La doble función que cumple el Dinero, como instrumento de comercio y como medida de los valores, ha hecho que se produzca de modo natural esa idea popular de que el Dinero hace la riqueza, o que la riqueza consiste en la abundancia de oro y plata [...]. Se razona de la misma manera con respecto a un país. Un país rico es aquél en el que abunda el dinero, y el medio más sencillo de enriquecer el suyo, es amasar el oro y la plata [...]. Debido al creciente éxito de estas ideas, las diferentes naciones de Europa se han dedicado, aunque sin demasiado éxito, a buscar y acumular oro y plata de todas las maneras posibles".

Siguiendo el pensamiento mercantilista, para los escritores *Bullionistas*, como Jean Bodin o Thomas Gresham, la riqueza y el poder del Estado se miden por la cantidad de oro que poseen. Bajo este criterio, sin importar el perjuicio a otras naciones, se procura acumular cada vez más los niveles de reservas de oro a fin de hacer crecer dicho poder. De la misma manera, los españoles del siglo XVII llegaron a considerar al mercantilismo como el sentido mismo de la riqueza mediante la teoría del enriquecimiento de las naciones a través de la acumulación del metal precioso. El oro y la plata constituyen el objetivo del comerciante y por lo tanto suponen el impulso del intercambio de mercancías. Más sin embargo, estos metales no generaron los acontecimientos económicos de la época, sino que conjuntamente con otras causas fueron moldeando la economía europea de esos tiempos.

Ahora bien, el reconocimiento del oro como unidad de valor ha hecho que durante la historia se hayan establecido diversos regímenes monetarios internacionales

definiendo la unidad monetaria por un cierto peso de ese metal. En ese sentido, el oro toma importancia como patrón de intercambio. Este fue un sistema monetario que fijaba el valor de una divisa en términos de una específica cantidad de oro, en el cual el emisor de la divisa garantizaba al poseedor de billetes la entrega de la cantidad de oro en ellos representados. Sin embargo, bastó que empezara la Primera Guerra Mundial para que este sistema financiero internacional cayera, debido a la imposibilidad de mantener la paridad entre las monedas y billetes y la cantidad de oro, a consecuencia de la necesidad de los países participantes durante este enfrentamiento de introducir grandes cantidades de dinero para financiarse. Años más tarde desaparecido el patrón oro, se firma el acuerdo de Bretton Woods (1944), donde se establecía que la mayoría de las divisas del mundo mantendrían una paridad específica con el dólar y éste a su vez una con el oro a 35 dólares por onza.

Este acuerdo permanece vigente hasta el año 1971, fecha en la cual los Estados Unidos registran un déficit comercial por primera vez en el siglo XX, trayendo como consecuencia que los países europeos empezaran a cambiar los dólares sobrevalorados por marcos alemanes y oro. A partir del quiebre del acuerdo, internacionalmente el valor del oro comienza a fluctuar libremente en los mercados producto de movimientos de oferta y demanda.

Consecuentemente, la modernidad permitió la generalización del uso del papel moneda, el establecimiento de bancos comerciales y otras organizaciones financieras en el interés por mantener en resguardo la institucionalización de las riquezas propias de

cada nación, procurando con ello la creación de un ente financiero encargado de controlar la riqueza nacional.

2.2.2 Bancos Centrales, Reservas Internacionales y Oro

2.2.2.1 Bancos Centrales

Para hablar de los bancos centrales es fundamental hacer referencia a los dos países precursores de esta iniciativa: Suecia e Inglaterra. El primero crea en 1668 El Riskbank, y el segundo El Bank of England en 1694. Transcurren 220 años para que en los Estados Unidos se fundara el Sistema de Reserva Federal, banco privado encargado de guardar todos los fondos privados de los bancos del sistema bancario norteamericano.

Hacia el primer cuarto del siglo XX, reflejado en el año de 1914 con la devastadora guerra mundial, los países en conflicto incurrieron en excesivos gastos militares por lo que para hacer frente a ello incrementaron sus niveles de endeudamiento, y consecuentemente ocasionaron presiones inflacionarias. Estos acontecimientos llevaron a la generalización de bancos centrales con un total de dieciocho entes financieros nacionales, frente a la necesidad de tener un emisor único de monedas y billetes, y disminuir el caos bancario de la época.

Las motivaciones iniciales que dieron origen a la constitución de bancos centrales, para la década de 1950 tomaron un giro universal por cuanto las actuaciones están promovidas por intereses múltiples derivadas de las relaciones internacionales. La base para este supuesto afirmativo es la existencia de 59 bancos centrales en 1950 y para marzo 2009, según el *Bank International Settlements* operan en el mundo 165 bancos centrales.

Funciones Básicas de los Bancos Centrales

Los bancos centrales poseen dos funciones importantes dentro del sistema económico: la primera es preservar el valor de la moneda y mantener la estabilidad de precios, para ello su principal herramienta es el manejo de las tasas de interés. La segunda es mantener la estabilidad del sistema. Con ambas funciones los bancos centrales tienen gran influencia en la política económica de los países y son una pieza clave en el funcionamiento de la economía.

Con base en sus funciones principales, los bancos centrales caracterizan la mayoría de sus actividades en:

- Custodios y administradores de las reservas de oro y divisas.
- Proveedores de dinero de curso legal.

- Ejecutores de políticas cambiarias.
- Responsables de las políticas monetarias y la estabilidad de precios.
- Prestadores de los servicios de Tesorería y agentes financieros de la Deuda Pública de los gobiernos nacionales.
- Asesores del Gobierno, en los informes o estudios que resulten procedentes.
- Auditores, encargados de realizar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones.
- Prestamistas de última instancia (banco de bancos).
- Promotores del correcto funcionamiento, de la estabilidad del sistema financiero y los sistemas de pagos.
- Supervisores de la solvencia y del cumplimiento de la normativa vigente, de las entidades de crédito, otras entidades o mercados financieros cuya supervisión esté bajo su tutela.

Las operaciones enunciadas no son una regla, más bien son un referencial para la definición de las distintas labores a desarrollar. Por consiguiente, uno de los aspectos fundamentales implícitos en el funcionamiento y estructura organizativa de los bancos centrales, es propiciar las condiciones macroeconómicas necesarias para el desarrollo de la actividad económica.

En tal sentido, los bancos centrales como custodios y administradores de las reservas de oro y divisas, conservan la preeminencia de moderar efectos económicos indeseados.

2.2.2.2 Reservas Internacionales

La ausencia de un concepto exacto o único de las reservas monetarias internacionales lleva a realizar un recorrido por varias definiciones que permitan obtener una percepción más amplia sobre el tema.

Declaraciones del Concepto

Las reservas internacionales para Aizenman y Marion (2008), "*permite estabilizar el consumo del país en caso de incumplimiento de la deuda externa que se traduce en la pérdida al acceso de los mercados de capitales internacionales*".

El Banco Central de Chile (2006), define a las reservas internacionales como "*los activos líquidos en moneda extranjera... para apoyar su política monetaria y cambiaria. Ellas constituyen uno de los instrumentos de que dispone el Instituto Emisor*

para poder cumplir con el objetivo de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos."

Según el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (2005) "*En términos generales, las reservas internacionales son los activos en moneda extranjera que tiene el Banco Central y que respaldan los billetes y monedas en circulación, es decir, las divisas de otros países, así como los metales preciosos monetarios (oro y plata) que compra el Banco Central y que conserva para ser utilizadas cuando la economía lo requiera*".

Para el Banco Central de Venezuela en su Informe Sobre las reservas internacionales en Venezuela (2004), las reservas internacionales se definen como "*el conjunto de medios de pago internacionalmente aceptados de que dispone la autoridad monetaria para afrontar las transacciones externas de un país*".

Para Méndez Quesada (1997), las reservas internacionales "*son los activos financieros en moneda extranjera que le permiten realizar las operaciones normales y reducir los efectos de fluctuaciones adversas en los ingresos por exportaciones, los pagos de importaciones y los flujos de capital*".

El Diccionario de Economía y Finanzas define reservas internacionales como "*la cantidad de oro y divisas que posee un país para hacer frente a sus compromisos internacionales. Las reservas se incrementan o disminuyen de acuerdo a los saldos netos del comercio internacional*"

Con base en las declaraciones sobre el concepto de reservas internacionales, el autor de este trabajo se permite generar una definición que encierre los aspectos más importantes de cada una de ellas, concibiéndolo de esta manera:

Conjunto de activos en moneda extranjera aceptados internacionalmente del cual disponen los bancos centrales con el propósito de asegurar las transacciones internas y externas de un país, al tiempo de garantizar la estabilidad de la moneda nacional con criterios de liquidez, seguridad y rentabilidad.

Este concepto, abarca las funciones y operaciones contenidas en las lecturas anteriores para tal fin, así como lo relativo a los criterios universalmente utilizados por especialistas en materia económica, nacionales e internacionales.

Tanto los conceptos emitidos como la aceptación internacional de los criterios de liquidez, seguridad y rentabilidad, direccionan el manejo efectivo de las reservas internacionales maximizando el valor de las reservas dentro de los parámetros de riesgo aceptados, asegurando entre otros aspectos la disponibilidad de los fondos.

Composición Genérica de un Portafolio de Reservas Internacionales

Los activos que comúnmente se reúnen en una cartera de reservas internacionales son: moneda extranjera o divisa, derechos especiales de giro (DEG ó SDR en inglés),

posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional, Oro monetario, letras del tesoro de un gobierno extranjero, bonos del Gobierno, Institucionales o de bancos extranjeros, depósitos del Banco Central del país en bancos del exterior, convenios internacionales o algún otro instrumento extranjero de inversión.

Para mayor comprensión de los activos que conforman dicho portafolio, se admite el punto de vista del Banco Central de Chile en cuanto a los aspectos generales de la composición de las reservas internacionales. La misma consiste en un portafolio en moneda extranjera, a su vez dividido en tres subportafolios: el portafolio de efectivo en moneda extranjera, el portafolio de inversión de corto plazo, y el portafolio de inversion de largo plazo.

El portafolio de efectivo en moneda extranjera o portafolio líquido consiste principalmente en depósitos overnight y depósitos de fin de semana, esto es, un portafolio a muy corto plazo. Este representa la preferencia de liquidez para afrontar con dinero en efectivo todos los días las exigencias derivadas de los retiros de las cuentas comerciales de divisa que los bancos o el sector público tienen en el Banco Central. Este portafolio puede recibir o transferir fondos hacia y desde la cartera de inversión de corto plazo, cuando el flujo de efectivo del portafolio es muy bajo o muy alto.

El portafolio de inversión de corto plazo actúa como un amortiguador para hacer frente a los cambios en las necesidades de liquidez en moneda extranjera. Las

inversiones de esta cartera se encuentran en depósitos bancarios e instrumentos del mercado con vencimiento de hasta un año.

El portafolio de inversión de largo plazo supone una inversión en instrumentos de largo plazo, que incluyen bonos con vencimiento de uno a 30 años. Las transferencias de dinero desde y hacia el portafolio inversión de largo plazo a la cartera de de inversión a corto plazo y viceversa, se produce por consideraciones financieras derivadas de la estrategia de inversión.

Dada la composición genérica de un portafolio de reservas internacionales, dependerá de cada banco central proporcionarle mayor o menor asignación a cada uno de los instrumentos que constituyen su portafolio.

Portafolio Referencial o Benchmark de Reservas Internacionales

Los bancos centrales en búsqueda de cumplir los criterios de liquidez, seguridad y rentabilidad deben construir un portafolio, haciendo la combinación de activos que permita maximizar el rendimiento de las reservas en el contexto de las restricciones existentes, creando así un portafolio referencial o "Benchmark".

El portafolio referencial de reservas internacionales orienta las decisiones de inversión y ayuda a identificar y a cuantificar el riesgo involucrado en el manejo de

reservas de los bancos centrales. Se determinan los parámetros básicos en el control de su composición, por moneda, duración, distribución del riesgo de crédito -para cualquier tipo de riesgo e instrumento-, y unos respectivos compradores de referencia.

Un portafolio de reservas internacionales según el Banco Central de Australia es:

- *Representativo*, el Benchmark debe reflejar los objetivos generales del banco central en cuanto a la gestión de reservas de los activos que pueden ser adquiridos.
- *Replicable*, los instrumentos que conforman la cartera deben estar lo más aproximados o representados en el Benchmark.
- *Transparente*, el Benchmark debe estar claramente definido y de fácil comprensión.
- *Computable*, los administradores del portafolio deben ser capaces de analizar las carteras de referencia y ser consistente con los objetivos, decisiones, restricciones y perfil de riesgo del inversor.

Con base en los lineamientos que tenga el banco central de cuál debe ser la asignación de sus activos dentro del portafolio, éste debe designar los instrumentos que considere con mayor rentabilidad ajustada a riesgo para la construcción de la cartera.

2.2.2.3 El Oro

El Oro como activo estratégico en los Bancos Centrales

El WGC en su publicación Gold: Report 2009, registra la información del comportamiento del oro durante los últimos diez años, basado en el precio fijado diariamente en Londres. Este movimiento de precio ha escalado desde bajos niveles que registraban alrededor de 250 USD/onza en 2001, hasta niveles máximos que superan los 1.250 USD/onza en junio de 2010.

Dado este comportamiento en el precio del metal, aún cuando las economías se han visto afectadas por las crisis de crédito (2007-2010), desplomándose el valor de sus activos y por otro lado, cayendo el precio de otras materias primas, el oro ha demostrado firmeza frente a otros productos básicos. Por consiguiente, el oro tiene varias propiedades únicas que se reflejan de alguna manera en su rendimiento como un instrumento de inversión. Las características del oro como cobertura contra la inflación, además de la cualidad de cubrirse contra los movimientos en el valor del dólar americano, son particularidades ampliamente reconocidas, estudiadas y demostradas estadísticamente por el WGC, el mundo académico y otras instituciones de investigación.

Las necesidades que tienen los bancos centrales de liquidez suele ser más fuerte en momentos de crisis, momento en el cual sus monedas tienden a ser más vulnerables.

En ocasiones como estas, los bancos centrales no pueden esperar a que los precios de sus activos y la disponibilidad de sus divisas mejoren, por lo que es ahí en donde el oro tiene un papel clave para proporcionarle liquidez al ente.

En una investigación desarrollada por Wozniak titulada *Gold as a Strategic Asset for Central Banks*, presenta la estructura de dos portafolio bases; el primero constituido por Bonos del Gobierno de Estados Unidos entre 1 y 5 años, Letras del Gobierno de Estados Unidos a 3 meses, Títulos del Reino Unido de 1 a 5 años, Bonos del Gobierno de Alemania y Bonos del Gobierno de Japón entre 1 y 3 años; y el segundo, compuesto por los activos mencionados anteriormente incluyendo esta vez al Oro para identificar su calidad como activo estratégico en un banco central. Tomando como base la segunda composición, se desprende una pluralidad de carteras donde determina las diferentes asignaciones de los activos o instrumentos, asumiendo diferentes niveles de riesgo.

En el segundo portafolio, la asignación de oro es inmejorable en todos los niveles de riesgo de la cartera, sin embargo, esta asignación incrementa bruscamente dado el nivel de riesgo aumentado. Para este escenario se presenta un rango de 6% de asignación de oro con un riesgo o desviación estándar de 3%, a un 36% de participación de oro con un nivel de riesgo de 10%. Para a llegar a estos resultados, la fuente utilizó un software optimizador de portafolio llamado *New Frontier Advisor (NFA)*.

Al hacer el análisis de los datos anteriores, se deduce que el efecto de la adición de oro no afecta a un activo único en particular: en su lugar, se reduce la asignación para cada activo por una proporción relativamente constante.

El WGC en 2010, publica un reporte como parte de una serie de papeles de trabajo denominado *"The importance of gold in reserve asset management"*, para el estudio de una cartera constituida por Bonos del Tesoro Americano, Títulos de Agencia de Estados Unidos, Títulos del Reino Unido, Bonos del Gobierno de Alemania y Bonos del Gobierno de Japón, para examinar si el agregar oro al portafolio de un "típico" banco central de una economía emergente o en desarrollo puede expandir su frontera eficiente y mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo. Se utilizó el mismo optimizador de portafolio *(NFA)* para dar validez a su investigación.

Sin alejarse de los resultados obtenidos por la investigación de Wozniak en mayo del 2009, el WGC ratifica que la asignación de oro a medida que incrementan los niveles de riesgo debe ser mayor, en un rango de desviación estándar entre 4,8% y 8,3%, para asignaciones de oro que corresponderían a 2,4% y 29% respectivamente.

El siguiente cuadro muestra las asignaciones de activos en varios portafolios con una proporción de oro, dado un nivel determinado de riesgo:

Tabla N° 1
Resultado de portafolios seleccionados

Activo	1	11	21	31	41	51
US Treasury	62,2%	55,1%	41,3%	27,3%	15,5%	9,3%
US Agencies	25,0%	24,2%	20,8%	17,3%	11,2%	1,6%
German Bunds	0,1%	2,9%	7,5%	12,9%	18,8%	23,6%
JGB	4,2%	4,7%	6,6%	9,1%	11,6%	13,8%	
Gilts	6,1%	10,1%	15,2%	20,6%	24,8%	22,1%
Gold	2,4%	5,0%	8,5%	12,7%	18,0%	29,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Media	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	3,9%	3,9%
Desviación Estándar	4,8%	4,9%	5,3%	6,0%	6,9%	8,5%

Fuente, World Gold Council
Elaboración Propia

La distribución de los activos de los portafolios al analizarlos en forma consecutiva, es decir, del portafolio *1* al *51* muestra la relación que tienen los instrumentos con un nivel de riesgo dado, representado en la tabla N° 1 por la desviación estándar. Para los activos de Estados Unidos tanto del Tesoro como de Agencias, el incremento de los niveles de riesgo genera una menor asignación de los mismos en la cartera. Por el contrario, los Títulos del Reino Unido, Bonos del Gobierno de Alemania, Bonos del Gobierno de Japón y el Oro, muestran que la correlación entre estos instrumentos y el nivel de riesgo es positiva, ocasionando mayores asignaciones de estos activos en cada portafolio.

Este comportamiento del oro demostrado en este estudio será tomado en cuenta como punto de referencia para la elaboración del instrumento financiero para presentar en este trabajo de grado. Dada la privacidad de la información que tiene el BCV, habría

que diseñar un portafolio tomando como referencia los mostrados anteriormente asumiendo una participación similar de los activos para proponer un modelo a seguir en los lineamientos de la cartera del BCV. Además, el nivel de riesgo tolerado por el BCV no es información de alcance público, por lo que debe estimarse un nivel de riesgo o desviación estándar entre el rango establecido en los trabajos previos, y poder enmarcar al BCV dentro de un nivel de oro óptimo en su cartera.

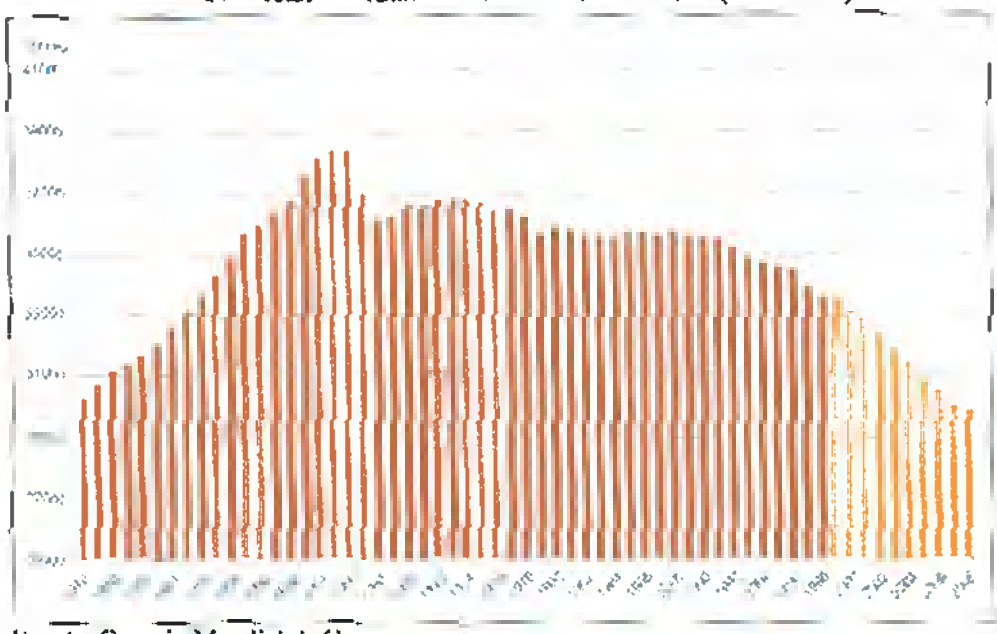
Acuerdos de Oro de los Bancos Centrales

Para la última década, los bancos centrales en conjunto han mantenido un promedio cercano a unas 31.000 toneladas de oro en sus reservas según el WGC, con un rango que va entre 29.000 y 39.000 toneladas desde los años cincuenta (Ver gráfico N° 3).

El comportamiento de los últimos diez años ha sido producto en gran parte de los Acuerdos de Oro de los Bancos Centrales (CBGA siglas en inglés). Estos acuerdos surgen por las preocupaciones crecientes de que las ventas de oro no coordinadas de los bancos centrales desestabilizaran el mercado del oro y condujeran al precio del oro a niveles muy bajos.

Gráfico N° 3

Tendencias mundiales de oro del sector oficial (Toneladas)



Fuente: Consejo Mundial de Oro

Efectivamente, se firma el primer acuerdo CBGA (1) (Ver tabla N° 2) en septiembre de 1999 con una vigencia hasta septiembre de 2004, en el que los bancos signatarios representaban alrededor del 45% de las reservas de oro mundiales. Las ventas durante este periodo de cinco años alcanzaron las 2.000 toneladas de oro, límite establecido en el acuerdo.

Tabla N° 2

Ventas bajo el CBGA (1)

Toneladas	Year 1 1999-00	Year 2 2000-01	Year 3 2001-02	Year 4 2002-03	Year 5 2003-04	Total
Reino Unido	150	135	60	0	0	345
Holanda	100	27	9	39	60	235
Austria	30	30	30	0	0	90
Suiza	120	200	283	283	284	1 170
Alemania	0	12	11	6	6	35
Portugal	0	0	0	90	35	125
Total	400	404	393	418	385	2.000

Fuente: WGC

Elaboración propia

El CBGA (2) (2004-2009) estuvo conformado por nuevos signatarios como Grecia y Eslovenia, sin embargo, el Reino Unido no firmó el acuerdo debido a que su gobierno anunció que no tenía planes de venta de oro. Se totalizaron unas 1.884 toneladas de oro vendidas por el sector oficial con límites de venta anual de 500 toneladas de oro, y un total de 2.500 toneladas para todo el período (Ver tabla N° 3).

Tabla N° 3

Ventas bajo el CBGA (2)

Toneladas	Año 1 2004-05	Año 2 2005-06	Año 3 2006-07	Año 4 2007-08	Año 5 2008-09	Total
Eurozona al 26-09-2009	352,2	385,8	352,8	211	142	1.144
Banco Central Europeo	47	53	60	72	35,5	272
Austria	18,0	19,3	2,7	0	0	37
Belgica	30,0	0	0	0	0	30
Francia	115,0	132,8	113,1	[illegible]	92,1	572
Alemania	5,4	5,3	5,1	4,8	4,9	25
Holanda	55	61,5	34,0	19,5	0	165
Portugal	54,5	44,0	0	0	0	100
España	50	52,5	49,3	0	0	152
Países todavía no conocidos			0,5		0,4	1
Suecia	15	10	10	10	15	60
Suiza	130	0	113	137	0	380
Total	497,2	395,8	475,8	358	157	1 884

Fuente: WGC

Elaboración propia

El actual Acuerdo de Oro de los Bancos Centrales CBGA (3), se firma en septiembre de 2009 con las limitaciones de ventas establecidas en el CBGA (1), 400 toneladas de oro anuales y 2000 toneladas de oro durante la vigencia del Acuerdo. Según el WGC las ventas posibles reportadas o estimadas del sector oficial alcanzan las 305,5 toneladas hasta septiembre de 2010 (Ver tabla N° 4)

Tabla N° 4

Ventas bajo el CBGA (3)

Toneladas	Año 1 2009-10	Año 2 2010-11	Año 3 2011-12	Año 4 2012-13	Año 5 2013-14	Total
Eurozona al 10 de Septiembre 2010	6,2					6,2
Banco Central Europeo						
Austria						
Belgica						
Francia						
Alemania	***5,2***					***5,2***
Grecia	0,3					0,3
Malta	***0,3***					***0,3***
Holanda						
Portugal						
España						
Países todavía no conocidos						
Sweden						
Switzerland						
FMI al 10.09.2010	88,3					88,3
Total ventas reportadas o estimadas	**91,5**					**94,5**
Posible a Septiembre 2010	305,5					305,5

Fuente: WGC

Elaboración propia

Visión Internacional del Oro

Solamente aquellos países que tienen una moneda doméstica que funciona al mismo tiempo como moneda de reserva, en particular Estados Unidos, pueden prescindir

de mantener reservas internacionales, en cambio, las economías pequeñas, con deficiencia de recursos, que dependen casi exclusivamente de insumos externos de todo tipo, las reservas internacionales revisten un significado importante.

Bajo este esquema general de la posición de reservas de oro en toneladas por países con relativa importancia en el mercado de oro mundial, además de la proporción de oro sobre sus respectivas reservas internacionales y la valoración de las mismas en billones de dólares, se puede establecer comparaciones entre los mismos, contrastando y argumentando sus posiciones en el mercado internacional del oro.

Tabla Nº 5

Principales tenedores de oro en el mundo

País	Reservas (Toneladas)	Proporción Oro Reservas Internacionales	Valoración en billones USD
Estados Unidos	8.133,50	[illegible]	358,63
Alemania	**3.406,80**	**68,10%**	**150,17**
FMI	2.968,80		132,40
Italia	**2.451,80**	**67,00%**	**108,07**
Francia	2.435,40	65,60%	107,35
China	**1.054,10**	**1,60%**	**46,46**
Suiza	1.040,10	24,10%	45,84
Japón	**765,10**	**2,80%**	**33,73**
Rusia	668,60	5,50%	29,36
Holanda	**612,50**	**55,20%**	**26,90**
India	557,70	[illegible]	24,49
BCE	**501,40**	**27,10%**	22,10
Portugal	382,50	82,20%	[illegible]
Venezuela*	**363,90**	**51,62%**	**15,90**
Arabia Saudita	322,90	[illegible]	14,11
Reino Unido	**310,30**	**16,60%**	**13,63**

* Proporción calculada sobre el total activos de reserva

Fuente: World Gold Council Junio 2010

Elaboración propia

Para poder analizar el comportamiento y el riesgo de los portafolios de reservas internacionales, en los que implica una relación directa con el oro, es necesario analizar un conjunto de variables como nivel de actividad de los países, el intercambio comercial, las tasas de interés y los flujos de capitales entre los mismos, que caracterizan y diferencian a las economías desarrolladas como Estados Unidos, Alemania, Francia, Italia, Japón, entre otras, de algunas de las principales economías emergentes como China y Rusia, y de otros países en desarrollo como Venezuela.

En la tabla N° 5 se observa una desproporción en cuanto al nivel de oro en el total de reservas internacionales, puesto que al comparar los porcentajes de reservas de las economías desarrolladas con respecto, a por ejemplo, Venezuela cuya economía en desarrollo mantiene un 52,11% de oro en el total de sus reservas internacionales resultan porcentajes similares. Esto da una visión del mayor nivel de vulnerabilidad en el cual pudieran encontrarse las economías menos desarrolladas país en momentos determinados.

Además de las consideraciones de las variables mencionadas, otros aspectos también deben ser tomados en cuenta para diseñar instrumentos financieros relacionados con el oro, estos son:

- *Análisis del ciclo económico:* implica la inflación en el ciclo. Las economías desarrolladas se caracterizan por bajos niveles de inflación y los índices más altos de inflación para las economías emergentes y en

desarrollo. También las expectativas del ciclo económico, positivas a medida que las economías son más desarrolladas y menos positivas o negativas para los paises con menor grado de desarrollo. Igualmente, las actividades económicas de los paises en desarrollo mantienen generalmente una elevada concentración en las exportaciones de un solo producto o recurso, o en pocos productos primarios agricolas, forestales, pesqueros y/o mineros, exponiéndose a considerables variaciones de la producción y de los precios, que con impactos adversos sobre el mercado del oro internacional generaría una pérdida en el nivel de las reservas internacionales

- *Shocks Exógenos;* basado en los impactos sobre los precios de las materias primas, como el petróleo fundamentalmente. Estos cambios en sus valoraciones internacionales crean sobre las economías menos desarrolladas, dada su dependencia en estos recursos, un grado mayor de vulnerabilidad que el que representaría para las economías más desarrolladas. Al mismo tiempo, las crisis financieras son un elemento básico en el riesgo que implica sobre el portafolio de reservas internacionales, que conllevarían a los paises en desarrollo y/o emergentes a sufrir un impacto mayor al que recaería sobre las desarrolladas por la dependencia que tienen sobre las primeras economías

del mundo. Por un lado, la vulnerabilidad de estos países desarrollados para enfrentar shocks externos sobre sus economías es menor a la que se enfrentan otros países en desarrollo poseedores de reservas de oro, como es el caso de Venezuela, Líbano, Argelia, Filipinas. La dependencia de un recurso natural o productos agrarios constituyen una proporción importante de las exportaciones de muchos países en desarrollo, caso del petróleo ruso, venezolano o de países del Medio Oriente (Krugman, 2006).

- *Interacciones Internacionales:* reflejan las relaciones macroeconómicas entre las diversas economías. Diversos países con elevados niveles proporcionales de oro sobre sus reservas internacionales, como por ejemplo, Estados Unidos, Alemania, Italia y Francia, son justificados en gran parte por sus condiciones macroeconómicas que le permiten mantener un alto porcentaje en sus reservas. Naturalmente, a medida que se produzca con mayor fuerza la disminución del precio internacional del oro, los países poseedores de este activo dentro de sus reservas internacionales se verán afectados negativamente, disminuyendo su valor. Sin embargo, representaría un efecto más perjudicial para las economías en desarrollo, emergentes o atrasadas que para las economías desarrolladas, dado que los flujos internacionales de capital tienden a afectar considerablemente al comportamiento de variables

macroeconómicas de los países receptores, como son el tipo de cambio o el precio de los activos. Una fuerte caída de los flujos netos de capital privado sobre los países atrasados o en desarrollo, experimentarían una depreciación en términos reales de sus monedas.

Instrumentos o prácticas comunes en el mercado del oro

Los bancos centrales del mundo frecuentemente utilizan instrumentos financieros con el fin último de generar mayores niveles de rentabilidad. De esta forma, es que el oro es utilizado por los bancos centrales en diferentes operaciones, tomándolo como activo subyacente, para proporcionar los máximos posibles niveles de retorno. Entre las prácticas más comunes se encuentra las siguientes:

- Acuerdos de Recompra

Es una operación a través del cual el banco central vende oro con el compromiso de recomprarlo en un tiempo y precio determinado. Al momento de pactar la operación se produce una trasformación transitoria de activos, por un lado un incremento en las tenencias de moneda extranjera y por otro la disminución de las tenencias de oro.

Al vencimiento, el banco central reingresa o recompra el oro con la consecuente pérdida en las tenencias en moneda extranjera. Además de la recompra del oro, se incluye los intereses pactados de haber sido incluidos en la operación.

- Opciones con oro

Es una operación cuya finalidad es la de resguardar al banco central de situaciones imprevistas de fluctuaciones adversas en la cotización del oro. La valuación del oro a precio de mercado, expone al banco a un estado vulnerable por los movimientos, a veces muy pronunciados, dada la volatilidad del mercado.

Por tal motivo, surge la posibilidad de que el banco compre opciones, por ejemplo, "comprar a futuro" cuando los precios pactados resultaran inferiores a los precios de mercado; y "vender a futuro" cuando los precios pactados resultaran superiores a los de mercado. Esto puede ser una herramienta que permita a los bancos enfrentar a la valuación a precio de mercado que le permita disminuir las pérdidas por esta causa.

El título de "comprar a futuro" y "vender a futuro" es estrictamente referencial dado que en la práctica los bancos centrales no se desprenden de sus tenencias en metálico, sino lo que se realiza al vencimiento es la compensación entre los precios pactados y los efectivamente verificados.

- Depósitos en Oro

Consiste en la colocación del metal por un plazo determinado en un banco depositario, a cambio de remuneración mediante una tasa de interés. Al vencimiento del depósito el banco depositario devolverá el metal más los intereses devengados, que comúnmente son pagados en divisas. No obstante, existe la opción de pago de intereses en oro, la cual es especialmente utilizada para operaciones de cobertura y de muy largo plazo. Los intereses devengados en divisas se calculan sobre la base del precio del oro de referencia de la fecha de inicio de la transacción, multiplicado por la cantidad de onzas involucradas y por el número de días. Si el depósito es mayor a un año los intereses suelen ser pagados semestralmente.

- Swaps de oro por divisas

Consisten en un canje de oro por otro activo, generalmente divisas, con el compromiso de revertir la transacción en una fecha futura y a un precio de oro y tasa de interés convenidos. Es como un pacto de venta con recompra a plazo, similar a los acuerdos de reporto de títulos, con la variante de que la garantía en este caso es el metal. El dueño del oro, que cede su propiedad temporalmente cancela a su contraparte, quien le da divisas a cambio, una tasa de interés que refleja el diferencial de tasas existente entre depósitos en oro y depósitos en divisas para el correspondiente plazo. Los Swaps son utilizados para corregir eventualidades de liquidez o para aprovechar alguna oportunidad de mercado en donde la tasa de interés que paga el dueño original del oro

resulte inferior a la que obtendría por invertir las divisas recibidas en el swap. Para ello, el inversionista deberá asumir riesgos proporcionales a su expectativa de retorno financiero.

- Swaps de localización y pureza

Consisten en un canje o permuta tanto de localidad, o plaza, donde se encuentra originalmente el metal, como del grado de pureza o contenido de oro fino que posee dicho oro. En esta transacción se intercambia generalmente, de manera inmediata, un grupo de lingotes de bajo tenor o pureza, desde las bóvedas de bancos centrales, minas o refinerías, por un número menor de lingotes cuyo valor es aproximadamente equivalente en contenido de oro fino al original. Ello a cambio de un monto en divisas (o metal), que resulta aceptable a ambas partes. El Swap de Localización y Pureza se puede combinar con otros instrumentos financieros, como depósitos a plazos y Opciones, a objeto de abaratar su costo.

- Productos Estructurados

Existen múltiples combinaciones entre depósitos de oro, opciones, swaps, entre otros, y otros productos y mercados, como consecuencia de requerimientos específicos y creatividad e innovación en materia de ingeniería financiera. Ello ha devenido en la creación de infinidad de estructuras, denominadas exóticos, cuyo nivel de complejidad financiera y riesgo asociado pudiera ser difícil de comprender. Los bancos centrales actúan poco en el mercado de exóticos, y prefieren estructuras en las cuales se garantice

la preservación del capital invertido, cónsonas con el perfil conservador de inversionista que los caracteriza.

Para alcanzar los fines de este trabajo de grado, se citaron varios de los instrumentos utilizados frecuentemente por los bancos centrales para examinar los diversos usos del oro y las alternativas de futuras creaciones de instrumentos financieros con este activo como respaldo.

Tratamiento contable del oro por los Bancos Centrales y Organismos Internacionales.

- Tratamiento en el Federal Reserve System

El Consejo de Gobernadores de las Reservas Federales de Estados Unidos ha desarrollado las prácticas y principios contables especiales que consideran más apropiados para la contabilización de las operaciones que realizan. Estas prácticas y principios contables están recogidos en el Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks, que deben seguir las Reservas Federales a la hora de elaborar sus estados financieros. El oro es propiedad del Tesoro de los Estados Unidos, y los bancos que integran la Reserva Federal están autorizados a emitir certificados de oro a fin de monetizar las tenencias de oro del Tesoro.

- Tratamiento en el Banco Nacional de Suiza

Los principios contables que rigen la contabilización de las operaciones que realiza el Banco Nacional de Suiza se rigen por la Ley del Banco Nacional de Suiza, por el Código Federal Suizo de Obligaciones y por los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados que emite la Fundación de Recomendaciones para la Contabilidad e Informes.

A fin de año el oro y los derechos sobre el oro de operaciones de préstamo de oro son valorados al precio de mercado (incluidos los intereses acumulados). Los derivados financieros utilizados para cubrir las tenencias de oro son valorados al precio de mercado de fin de año. Las diferencias entre el precio medio contable y el de mercado se anotan en cuentas de revalorización que se consideran formando parte de los fondos de provisiones. Estas provisiones se utilizarían para cubrir riesgos operacionales; asignados a activos libres; o para cubrir los riesgos de mercado, crédito y liquidez de los activos de reserva.

- Tratamiento en Fondo Monetario Internacional

Según el Informe Anual 2004 del Fondo Monetario Internacional (FMI), los estados financieros del FMI se prepararán de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS). Los estados financieros se expresan en DEG (Derechos Especiales de Giro). El FMI valora sus tenencias de oro al costo histórico aplicando el método de identificación específica.

Siguiendo el texto del Informe Anual, "el Convenio Consultivo limita el uso del oro en las operaciones y transacciones del FMI. Todo uso previsto en dicho Convenio requiere una decisión adoptada por mayoría del 85% del total de votos. De conformidad con lo dispuesto en el Convenio, toda vez que el FMI venda el oro en su poder en la fecha de la segunda enmienda del Convenio Consultivo de la Institucion (1 de Abril de 1978) deberá colocar en la Cuenta de Recursos Generales la parte del producto de la venta equivalente, en el momento de la operación, a 35 DEG por onza troy de oro fino. Los recursos que excedan de este valor se mantendrán en la Cuenta Especial de Desembolsos o se transferirán a la Cuenta Especial de Inversiones.

Por tanto, el FMI valora el oro al coste histórico, y no revaloriza sus tenencias.

- Tratamiento en el Eurosistema

El tratamiento contable del oro en los bancos centrales del Eurosistema viene recogido en la Orientación del Banco Central Europeo de 1 de Diciembre de 1998 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, modificado el 15 de Diciembre de 1999 y el 14 de Diciembre de 2000.

Según el artículo 3 de esta Orientación, uno de los principios contables fundamentales es el de prudencia, que dice "la valoración de los activos y pasivos y el reconocimiento de gastos se llevarán a cabo con prudencia... ello significa que las

ganancias no realizadas no deben reconocerse como ingresos en la cuenta de pérdidas y ganancias, sino transferirse directamente a una cuenta de revalorización."

La revalorización del oro se realizará trimestralmente, a los precios de mercado. No se efectuará distinción alguna entre las diferencias de revalorización por precio y por tipo de cambio, sino que se contabilizará una única diferencia de revalorización, basada en el precio en euros de la unidad de peso definida para el oro en función del tipo de cambio euro/dólar estadounidense a la fecha de revalorización trimestral.

- Tratamiento establecido en los Criterios contables para la banca central de América Latina y el Caribe

Tales Criterios proponen con respecto al oro lo siguiente: el oro que recibe (o entrega) el Banco Central por una operación de compra (venta) de oro se registrará como un aumento (disminución) en una cuenta de activo denominada en la divisa que determine dicho Banco Central (normalmente dólares), por un importe igual al número de onzas recibidas (entregadas) valoradas a su cotización de mercado vigente; en contrapartida, se registrará una disminución (incremento) en la posición de la divisa entregada (recibida) como pago (cobro) del precio pactado.

Cuando el valor de las divisas recibidas (entregadas) por concepto del cobro (pago) del precio pactado, resulte diferente al valor de las onzas entregadas (recibidas) valoradas a su precio de mercado vigente en la fecha de efectuar la compra (venta) de

oro, la ganancia o pérdida obtenida se registrará a su equivalente en moneda nacional en la cuenta de resultados.

La cuenta de activo que registra la tenencia de oro, la cual está denominada en la divisa que para tal efecto determine cada Banco Central, se revaloriza al precio de mercado de la onza respecto a la divisa en que se mantiene dicho registro, así como al tipo de cambio de mercado de la moneda nacional respecto a la citada divisa. Las ganancias o pérdidas que se obtengan por estos efectos, deberán considerarse como un resultado por tipo de cambio, el cual se debe registrar en una cuenta de resultados o en una cuenta de reservas de capital.

2.2.3 El BCV, sus Reservas Internacionales y el Oro

Breve historia del BCV

Desde los inicios de la creación del BCV en el año 1940, el oro ha tenido vinculación directa con el ente, creando sus reservas áureas en la Ley de Creación del Banco. Al mismo tiempo, se estableció que el Instituto tomara a su cargo la emisión de billetes, hasta entonces realizadas por los bancos privados, y estos debían otorgar el oro que las respaldaba.

En ese mismo año, las reservas internacionales totalizaban unos USD 31 millones de los cuales USD 29 millones estaban constituidos por oro amonedado en su mayor parte como consecuencia de las transferencias de los bancos privados. Posteriormente, en 1945, cuando finaliza la Segunda Guerra Mundial, las reservas habían incrementado de manera importante y alcanzaron las 180 toneladas conformadas en su mayor parte por oro monetario, pero en forma de barras del Banco de la Reserva Federal de Nueva York producto de los pagos de exportaciones petroleras hacia Estados Unidos.

El comportamiento de las reservas de oro en Venezuela durante el periodo postguerra, específicamente entre 1946 y 1958, se fue fortaleciendo, representando para el periodo 1957-1958 el máximo nivel histórico de Venezuela con alrededor de 630 toneladas del mineral. Además, la participación de este metal sobre las reservas internacionales fue porcentualmente muy elevado, con proporciones de hasta el 100% para los años 1950 y 1951, y la más baja de casi un 50% para el año 1957. La proporción de oro en las reservas internacionales en esta etapa, en promedio, fue de 80%, correspondiendo el resto a depósitos a la vista en bancos del exterior.

Debido al desequilibrio del mercado cambiario causado por la inestabilidad institucional, permitió al BCV la venta de oro de las reservas del país con el fin último de atender la demanda de moneda extranjera. En 1961, las reservas áureas cayeron alrededor de 290 toneladas y se ubicaron en 340 toneladas. En septiembre de 1982, se ajustó la valoración oficial del oro de USD 42,22 por onza troy que se había establecido

en 1973, hasta USD 300 por onza troy. Durante el año 2008 el Directorio decidió acumular el oro no monetario refinado en el exterior para su uso estratégico.

A comienzos de 2009 se inicia la discusión para la aprobación de la monetización del oro no monetario. Esta decisión crea un mayor vínculo entre la producción doméstica del metal y las reservas internacionales del BCV, por cuanto las correspondientes entregas de oro de las empresas públicas y privadas, conllevan a incrementar con esta medida (la monetización) los niveles de oro monetario; siendo éste el que cumple las características requeridas para formar parte del portafolio de las reservas internacionales.

2.2.3.1 Reservas Internacionales del BCV: Composición del portafolio

En el caso particular de Venezuela, país caracterizado por tener una economía poco diversificada, cuyos ingresos en divisas provienen principalmente de la exportación de petróleo, se ha conformado las reservas internaciones de la siguiente manera: disponibilidad en divisas, tenencias en derechos especiales de giro (DEG), inversiones en divisas, oro monetario, posición crediticia en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y convenios internacionales.

- Disponibilidades en divisas

Tenencias en moneda extranjera del Banco Central de Venezuela, que se encuentran en el instituto o depositadas en instituciones financieras del exterior calificadas como de primera clase, según criterios reconocidos internacionalmente. Comprende el efectivo en divisas y los depósitos en bancos del exterior a la vista. Estos recursos han sido calificados como activos monetarios, los cuales pueden ser objeto de inversión colocados a muy corto plazo (horas) en operaciones overnight, coadyuvando en la generación de ingresos mantenidos bajo la forma de depósitos a la vista como recursos de intercambio. Además pueden ser utilizados en la cancelación de activos y/o servicios que el Instituto adquiera internacionalmente, o para atender exigencias de los acreedores externos o de los demandantes nacionales de divisas.

- Tenencias en Derechos Especiales de Giro

Los derechos especiales de giro (DEG) son activos de reserva creados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), asignados a sus países miembros en proporción al monto de sus cuentas accionarias en dicho organismo. En el caso de Venezuela estos activos están a disposición del Banco Central de Venezuela en su carácter de representante de la República en el Fondo Monetario Internacional. En la cuenta se acumulan las asignaciones de DEG realizadas por el FMI, más las adquisiciones provenientes de préstamos del mismo Fondo Monetario Internacional y sus rendimientos.

- Inversiones en divisas

Recursos que el instituto coloca en los mercados financieros internacionales, los cuales pueden estar representados por los depósitos a plazo fijo, títulos valores negociables foráneos, valores sujetos a convenios de recompra, o cualquier otro instrumento de inversión, de acuerdo con lo previsto en el artículo 114 de la Ley del Banco Central de Venezuela; y las políticas que en este sentido dicte el directorio del Instituto. Así mismo, comprende la participación de Venezuela en el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

- Oro Monetario

El oro monetario forma parte de las reservas internacionales, en poder del BCV, está constituido por las existencias de oro depositado en sus propias bóvedas o en instituciones financieras del exterior calificadas como de primera clase, según criterios reconocidos internacionalmente.

Dado el interés del investigador, el oro monetario será desarrollado en un apartado posterior por la utilidad que brinda para con los fines del trabajo de grado.

- Posición crediticia neta en el Fondo Monetario Internacional

Es la disponibilidad de giro que tiene cada país del Fondo Monetario Internacional (FMI), en su cuenta del fondo general de reserva mantenida en dicho organismo. Representan recursos financieros o facilidades crediticias a favor de

Venezuela en el Fondo Monetario Internacional, conocido también como posición en el tramo de reserva, donde todo país miembro puede comprar (financiarse) hasta la totalidad del monto de su tramo de reserva en cualquier momento sin que ello constituya uso del crédito del Fondo.

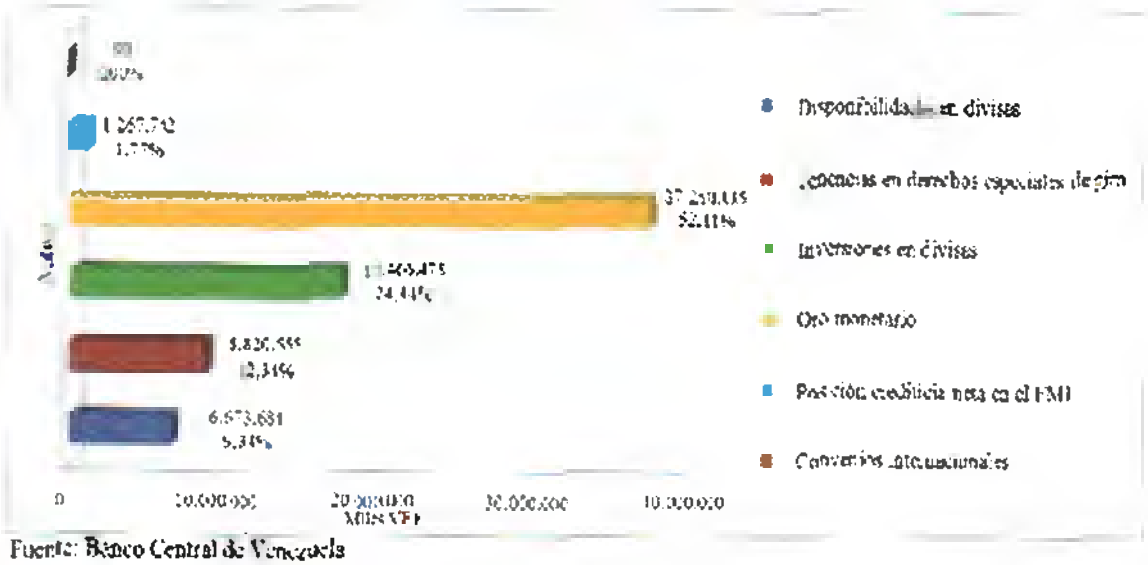
- Convenios Internacionales

Es el saldo a favor del Instituto por operaciones con otros bancos centrales realizadas a través del Convenio de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). Dichos saldos se cancelan cada cuatro meses como consecuencia de la compensación multilateral que realiza el banco compensador entre los distintos bancos centrales participantes en el convenio.

De acuerdo a la composición del portafolio de las reservas internacionales del BCV, es pertinente realizar un análisis del comportamiento de cada uno de los elementos que lo conforman durante los últimos cinco años.

Gráfico Nº 9

Proporción de Activos de Reservas Internacionales BCV – Julio 2010



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

El gráfico Nº 9 ilustra claramente la sobresaliente posición del oro monetario en la cartera de reservas internacionales, duplicando el porcentaje del segundo activo representativo del portafolio; cincuenta y dos por ciento (52,11%) es una señal de oportunidades para introducir nuevos instrumentos especialmente diseñados para expandir opciones de cobertura. Ello es así, por las propiedades que tiene el oro tales como: seguridad económica y física, contingencia, confianza y cobertura, más sin embargo, existe la probabilidad conveniente de plantearse generaciones de nuevos usos que permitan modificación en cuanto a la distribución de los activos del portafolio de reservas internacionales, procurando crear mecanismos que le proporcionen al BCV

mayores niveles de rendimiento a los obtenidos por las operaciones tradicionales con el metal, que superen los costos de mantenimiento y de custodia.

No obstante, en vista de la dinámica económica el **TFO** es una herramienta que se pone a disposición de las autoridades monetarias del país para ser evaluada y analizada con el fin último de establecer iniciativas y posibles futuras políticas a desarrollar.

Con la finalidad de continuar proporcionándole el soporte económico al instrumento, se muestra a continuación el estudio de cómo se constituye el respaldo financiero con el oro monetario y subsecuentemente con el no monetario y las compras futuras de oro.

Tenencia del Oro No Monetario

Tal como se observa en la tabla N° 8 extraída de las Notas a los Estados Financieros para el segundo semestre de 2009, la proporción del oro no monetario sobre este conjunto de activos representa un 7,38%, lo cual difiere en gran volumen con los Bonos cero cupón con un 81,26% de participación. El monto total de oro no monetario es de 768 millones 594 mil bolívares equivalentes a 358 millones 386 mil dólares.

En lo que respecta a la categoría de oro no monetario, éste ha sido denominado como "oro mercancía", por cuanto es destinado por las autoridades monetarias para ser vendido o invertido en mercados internacionales. No obstante, el oro no monetario será un recurso indispensable para el respaldo de los instrumentos financieros, ya que aportará una cifra importante para junto con el oro monetario y las compras futuras totalizar el valor de la emisión de los TFO.

El BCV y sus Compras Futuras de Oro

Se puede señalar que las compras futuras en los próximos cinco años representan un componente complementario indispensable para la consolidación del respaldo a los **TFO.**

Para el estudio de las compras futuras de oro destinadas a BCV se acudió a MINERVEN como la fuente de información más directa en el caso de la producción pública. Para la obtención de los datos pertinentes se consultó al Departamento de Producción de la empresa, quien suministró la estimación de la producción de oro en los próximos cinco años, de ocho (8) toneladas para el 2010, y una base de nueve (9) toneladas para el 2011, adicionando anualmente ½ tonelada a la producción total (Ver tabla Nº 9).

Tabla N° 9

Estimación de producción de oro CVG MINERVEN – Julio 2010

Año	Producción
2010	8,00
2011	9,00
2012	9,50
2013	10,00
2014	10,50
2015	11,00

Fuente: Dpto. Producción MINERVEN
Elaboración propia

Con lo establecido en el Régimen de Comercialización de Oro y sus Aleaciones, sirve de base para calcular las toneladas de oro destinadas al BCV durante los próximos cinco años. Con la particularidad que en el año 2010 se publicaron dos Resoluciones que contemplan el 60% y 50% respectivamente de venta obligatoria al BCV. Por consiguiente, para efectos de la construcción del cálculo proyectado se aplica el 55% como promedio para el 2010. En cuanto a los siguientes cuatro años (2011-2015) el porcentaje de aplicación es del 50% establecido en la Resolución N° 10-07-01.

La columna que representa la estimación de compras por BCV a las empresas privadas, resulta del promedio móvil de los últimos cinco años de las compras históricas (Ver tabla N° 10 y N°11).

Tabla Nº 10

Compras Históricas BCV a Empresas privadas

Año	Toneladas
2005	2,08
2006	1,42
2007	0,79
2008	0,00
2009	0,08

Fuente: BCV

Elaboración propia

Tabla Nº 11

Estimación de Compras BCV a Empresas privadas

Año	Toneladas
2010	0,87
2011	0,63
2012	0,48
2013	0,41
2014	0,49
2015	0,58

Fuente: BCV

Elaboración propia

A fin de conocer el impacto que causa en el portafolio de reservas internacionales, en las notas a los estados financieros y en los compromisos con las compras futuras, se crearán, en un apartado, diferentes escenarios que faciliten el análisis sobre la variable clave del instrumento. A partir de este estudio se definirán según criterios adoptados para los **TFO**, escenarios cuyas características de construcción permitan la escogencia idónea de la expectativa más favorable para la introducción de los **TFO**.

FUNDAMENTO ANALÍTICO

Base Internacional

El TFO como cualquier instrumento financiero debe contar con el soporte y protección suficiente para la emisión de las respectivas ofertas. Basado en las investigaciones desarrolladas por el WGC reseñadas en el apartado 2.2.2.3, y según los datos de la tabla Nº 1 como guías legítimas, teóricamente de acuerdo a cuan tolerante puede ser el banco central a niveles de riesgo, debe asignarse una participación de oro en sus reservas. Los riesgos son medidos por la desviación estándar que representan principalmente el riesgo de liquidez y el riesgo crediticio.

Para un nivel máximo de riesgo dado de 8,3%, la participación de oro debería estar en un 29%. Mientras que, para otra fuente (Wozniak) la participación de oro debe estar en un 36% asumiendo un nivel de riesgo de 10%. Ambos criterios son considerados como estándares internacionales preferentemente para bancos centrales típicos de economías emergentes o en desarrollo.

Los dos porcentajes referentes a la proporción de oro en la cartera de un banco central, se encuentran por debajo del nivel actual que mantiene en oro el portafolio de reservas internacionales el BCV. Más sin embargo, sea el 29% o el 36% que se escoja para desarrollar un escenario empírico, conscientemente se tomará para el respaldo del **TFO**, el nivel de oro monetario resultante de la diferencia que se obtenga entre el 52,11% inicial y uno de los dos porcentajes enunciados.

Enfoque Nacional

En el caso venezolano, en la literatura consultada no aparecen especificaciones en lo que se refiere a si el BCV considera el nivel de estándar internacional para la acumulación del oro monetario dentro de sus reservas, ni tampoco se observa alguna explicación en cuánto a políticas o criterios que promuevan la conformación porcentual de los activos constituyentes del portafolio de reservas internacionales. Por tal razón, para poder realizar esta evaluación se estudiará, por aproximación, la economía venezolana en cuanto al comportamiento de su *liquidez monetaria* y las *reservas bancarias excedentes* a partir del año 2009, así como también, las *emisiones de bonos soberanos* durante el período 2009-2010. Estos análisis pretenden explicar el contexto y las características en las cuales el instrumento financiero se encuentra, a fin de plantear escenarios que permitan observar en el presente los comportamientos que puede tomar el oro monetario para la selección del escenario con las mejores condiciones, canalizando un nivel adecuado para la emisión del **TFO**.

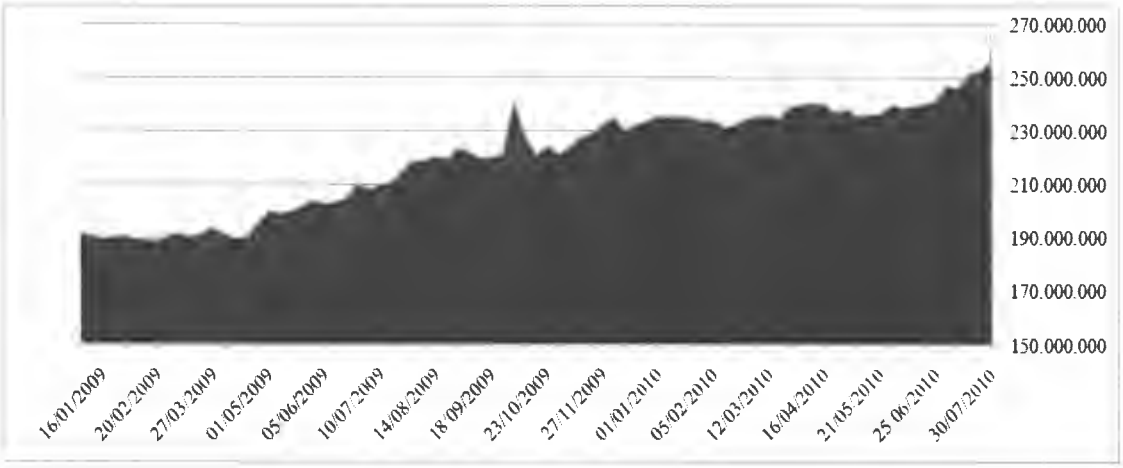
Liquidez Monetaria 2009-2010: Se incluye un gráfico (N° 10) de la liquidez monetaria para demostrar que durante el año 2009 hasta julio 2010 la tendencia va en incremento del dinero y cuasidinero en la economía venezolana, por lo que si este escenario logra mantenerse habrá mayor capacidad para demandar los **TFO**.

Este agregado monetario está constituido por la suma de los billetes y monedas en circulación, depósitos a la vista y el cuasidinero, que cumplen con las características de medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. Estos activos son utilizados como medio de pago en el sistema financiero los cuales tienen una representación en el gráfico N° 10.

Gráfico Nº 10

Liquidez Monetaria 2009-2010

Miles de VEF



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

El nivel de liquidez monetaria al cierre de julio de 2010 alcanza los 256 mil 693 millones 527 mil de bolívares, cifra importante y atractiva para el diseño de nuevos instrumentos financieros por parte del BCV. Esta evolución representa un incremento de un 33,69% a la fecha, el cual les da mayor capacidad a los agentes que participan en la economía para optar por nuevas vías de inversión.

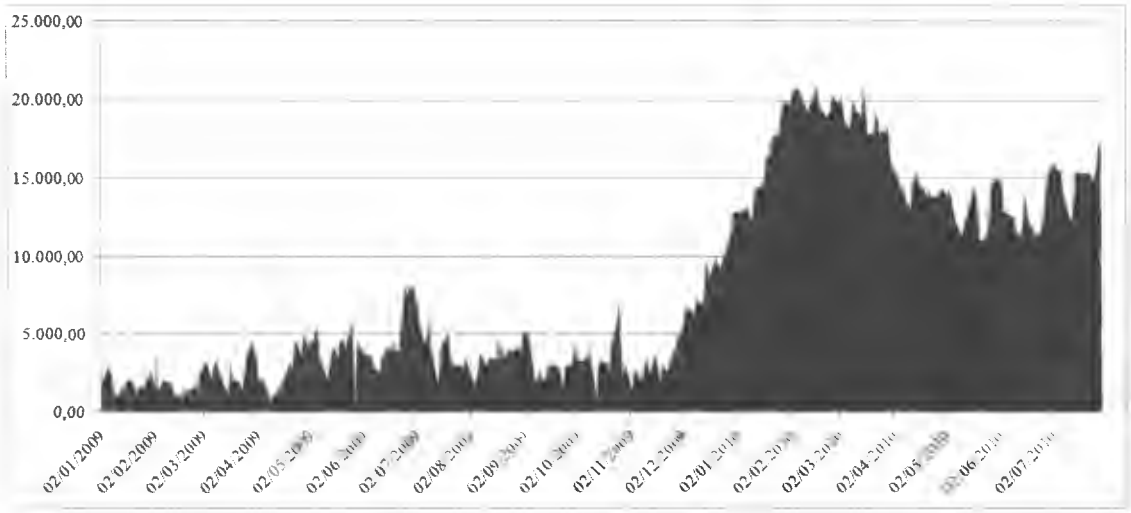
Cuando existe exceso de liquidez el BCV como autoridad monetaria pone a disposición en el mercado la venta de títulos para tomar recursos del sistema financiero y limitar la capacidad de otorgar préstamos a los bancos. Esta política sirve para retirar dinero en circulación al momento de ejecutar una política monetaria restrictiva; del mismo modo, el BCV podría disponer de una nueva herramienta financiera (**TFO**) para recoger liquidez monetaria de la economía cuando lo considere necesario.

Reservas Bancarias Excedentes 2009-2010: Las reservas bancarias son los fondos captados por los bancos y que no se han utilizado en la concesión de préstamos ni en encaje legal. Generalmente las reservas bancarias se encuentran depositadas en cuentas que los bancos tienen en el Banco Central, manteniendo una fracción en caja para atender a sus clientes. Las reservas bancarias excedentes son la diferencia entre las reservas mantenidas por los bancos y las reservas requeridas por la Ley (encaje legal).

Gráfico Nº 11

Reservas Bancarias Excedentes 2009-2010

Millones de VEF



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

Las reservas bancarias excedentes son presentadas en el gráfico Nº 11 con la intención de conocer los fondos excedentes de los cuales disponen los bancos del país en poder del BCV. Ello representa un indicativo de la capacidad que tienen en el sistema financiero nacional para movilizar recursos y adquirir nuevos mecanismos de rentabilidades diferentes a los tradicionales. En el mismo sentido, se observa un crecimiento desde enero de 2009 con mil 766 millones 650 mil bolívares hasta julio de 2010 con 17 mil 922 millones 180 mil bolívares, lo cual representa un incremento porcentual de 914,47%. Este aumento pronunciado en el período estudiado es relevante para sustentar la existencia de fondos o recursos disponibles en la economía venezolana y destinar una porción a la adquisición de los **TFO**.

Emisiones de Bonos Soberanos durante 2009-2010: Para listar las emisiones correspondientes a este período se consulta la publicación Información Para El Sistema Financiero Nacional del BCV específicamente el apartado titulado Operaciones De Deuda Pública Nacional, Operaciones Especiales. En esta publicación se destacan *Bonos Soberanos 2019 y 2024 y Bono Soberano Internacional Amortizable 2022.* Los primeros bonos fueron emitidos en septiembre del año 2009 por un monto total de 3.000 millones de dólares en una oferta combinada, con proporciones de ½ cada uno. El Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas recibió Órdenes de Compra por 19.141 millones de dólares para la Oferta Combinada de Bonos Soberanos Internacionales 2019 y 2024, y finalmente se adjudicaron un total de 4.991 millones 926 mil dólares.

El segundo, *Bono Soberano Internacional Amortizable 2022*, emitidos en agosto de 2010 por un monto total de 3.000 millones de dólares, El Ministerio del Poder Popular de Planificación y Finanzas recibió un total de Órdenes de Compra válidas por un monto de 9.219 millones 102 mil dólares para la Oferta del Bono Soberano Internacional Amortizable 2022. Sin embargo, sólo se adjudicaron Órdenes de Compra para un total de 3.000 millones de dólares.

En los tres títulos emitidos durante 2009-2010 se manifiesta un interés por parte de los agentes demandantes en adquirir títulos, por cuanto las solicitudes y montos en dólares de órdenes de compra superan en más de tres veces las adjudicaciones de los *Bonos Soberanos 2019 y 2024* y del *Bono Soberano Internacional Amortizable 2022.*

Política Monetaria: Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), son unos de los instrumentos de política monetaria más importantes que el BCV tiene a su disposición, para regular el medio circulante, acorde con las necesidades del país y del objetivo de la estabilidad de los precios.

Las operaciones de mercado abierto son transacciones de compra-venta de títulos públicos realizadas por el BCV. En el caso venezolano, los títulos públicos utilizados en las operaciones de absorción son títulos emitidos por el banco central y no por la República, por lo tanto el costo de la colocación de los mismos recae en el ente emisor.

Tabla Nº 12

Costos en operaciones de absorción BCV – 2009-2010

	Intereses (Miles VEF)	
	DPN (Repos)	CDS
Mayo	16.739,42	31.578,18
Abril	14.857,69	44.424,78
Marzo	13.772,15	49.071,08
Febrero	14.915,23	37.623,94
Enero	14.699,76	36.864,00
Total 2010	**74.984,24**	**199.561,97**
Diciembre	13.718,12	42.536,21
Noviembre	8.205,02	51.797,22
Octubre	12.099,14	19.250,49
Septiembre	6.956,21	87.803,50
Agosto	5.879,73	104.037,63
Julio	15.522,56	141.275,26
Junio	2.851,90	138.516,62
Mayo	4.010,80	126.630,20
Abril	13.842,74	126.036,20
Marzo		353.336,49
Febrero		270.562,79
Enero		376.990,45
Total 2009	**83.086,22**	**1.838.773,06**
Total 2009-2010	**158.070,46**	**2.038.335,03**

Fuente: BCV
Elaboración propia

Los costos por intereses en los que incurre el BCV por las *ventas con pacto de recompra* (DPN) y los *certificados de depósito* (CDS) para el período que va desde enero de 2009 a mayo de 2010, suman 158 millones 70 mil 460 bolívares en DPN y 2 mil 38 millones 335 mil 30 bolívares en CDS. Esta situación podría dar al **TFO** la capacidad de disminuir los costos por pagos de intereses en las Operaciones de Mercado Abierto.

Modalidad analítica

Esta sección de la investigación se enfoca en el establecimiento de condicionantes que permiten la generación de diversos escenarios con el uso del oro monetario, no monetario y las compras futuras de oro y sus posibles consecuencias.

¿Qué pasa si…?

- Se extrae cierto porcentaje de la participación del oro monetario (julio 2010) del BCV para respaldo del TFO.
- Se recoge la totalidad del oro no monetario y las compras futuras de oro (2010-2015) para respaldar a los TFO.
- Se aplican nuevos usos con el oro del BCV.

Criterios limitantes:

- *Mínima afectación al monto actual (julio 2010) del oro monetario del BCV.* Durante la elaboración de diversos escenarios se limitará a producir cambios perjudiciales significativos en la composición del oro monetario a través de la selección elevada de este activo para el respaldo del instrumento financiero diseñado.

- *Comportamiento histórico del uso del oro por BCV.* De acuerdo a la política tradicional que mantiene el BCV en acumular oro y mantener elevadas reservas de oro, se buscará continuar los lineamientos.

PRESENTACIÓN DE ESCENARIOS

Elaboración y Análisis de Escenarios

La elaboración de escenarios como toda tarea de predicción, parte de cómo es la situación en el momento presente y a continuación se prevé lo que podría ser la situación en el futuro. El planteamiento de expectativas relacionadas al tema específico oro monetario del BCV, se basa en situaciones reales actuales que caracteriza la parte irrefutable y comprobable de los escenarios. La creatividad en la formulación, diseño y construcción de los escenarios es el agregado que le proporciona el investigador a su propia investigación.

Es por ello, que se simulan cuatro (4) situaciones con la finalidad de observar el efecto que causa la variación porcentual del oro monetario cuando se destina una porción para el respaldo de los **TFO**, así como la visualización de opciones de uso del oro del BCV. Los escenarios mostrados a continuación están constituidos por dos partes; el lado izquierdo se refiere a la nueva composición del portafolio en miles de bolívares y a su proporción con respecto al total de los activos de reservas; el lado derecho muestra el monto en miles de bolívares y el porcentaje que será tomado del activo oro monetario para respaldar los instrumentos financieros.

Tabla N° 13 - Escenario N° 1

Portafolio (1)	miles VEF	
Disponibilidades en divisas	6.673.684	12,48%
Tenencias en derechos especiales de giro	8.820.555	16,49%
Inversiones en divisas	17.466.478	32,66%
Oro monetario	**19.250.000**	**36,00%**
Posición crediticia neta en el FMI	1.267.742	2,37%
Convenios internacionales	90	0,00%
Total activos de reserva	**53.478.549**	

Respaldo en Oro Monetario
Miles VEF
18.000.135
Proporción
48,32%

El escenario No. 1 presenta un portafolio donde se disminuye en 18 mil millones 135 mil bolívares que representa el 48,32% de la reserva del Oro Monetario. Automáticamente, esta disminución coloca en 36% su participación en el total de los activos de la cartera de reserva internacional del BCV. A su vez, el 36% es el nivel establecido por una de las investigaciones de la firma de mayor relevancia en cuanto a oro se refiere, con categoría mundial, para establecer referencias en cuanto a tenencia de oro en los portafolios de bancos centrales.

La disminución en 18 mil millones 135 mil bolívares del renglón oro monetario podría causar un impacto negativo sobre la credibilidad de los niveles de seguridad y confianza del BCV, exponiendo al portafolio a condiciones de riesgo.

El descarte que se hace del 29% de asignación de oro en el portafolio de un banco central (el otro criterio de alcance mundial) se basa en el razonamiento siguiente: si se considera que para mantener el 36% de participación del oro monetario de las

reservas internacionales de Venezuela representa un elevado nivel de extracción de este activo, no debería considerarse llevar a 29% el oro en las reservas.

De acuerdo a las condiciones que presenta el portafolio en este escenario se cierran las oportunidades de opciones de uso por contemplar un panorama diferente al comportamiento histórico del BCV con la administración del oro en su poder.

Tabla Nº 14 - Escenario Nº 2

Portafolio (2)	miles VEF	
Disponibilidades en divisas	6.673.684	10,68%
Tenencias en derechos especiales de giro	8.820.555	14,12%
Inversiones en divisas	17.466.478	27,96%
Oro monetario	**28.238.025**	**45,21%**
Posición crediticia neta en el FMI	1.267.742	2,03%
Convenios internacionales	90	0,00%
Total activos de reserva	**62.466.574**	

Respaldo en Oro Monetario
Miles VEF
9.012.110
Proporción
24,19%

El escenario No. 2 presenta un portafolio que implica la reducción de 9 mil doce millones 110 mil bolívares equivalentes al 24,19% del nivel de Oro Monetario. Consecuentemente, la proporción de este activo sobre el portafolio de reservas internacionales se ubica en 45,21% nivel superior al brindado por el WGC como guía referencial desarrollada en sus investigaciones.

La disminución en 9 mil doce millones 110 mil bolívares del oro monetario podría tomarse como un porcentaje razonable desde el punto de vista de la elevada participación que tiene el oro en el portafolio base. Por consiguiente el impacto que este

escenario causaría en el BCV es de opción posible, por cuanto todavía se mantienen 28 mil 238 millones 25 mil bolívares, expresado en porcentaje es un 45,21%, continuando el oro ocupando la primacía dentro de la conformación de la cartera de reservas internacionales venezolanas.

De elegir este escenario, la situación señalada podría modificar los niveles de seguridad y confianza del BCV; pues al comparar los niveles de oro venezolano con los custodiados por otras economías en desarrollo o emergentes, puede exponerse la fortaleza de la cartera de reservas internacionales venezolanas o verse debilitada en su conformación por el monto obtenido en esta operación. Considerando además que las compras futuras y el oro no monetario se adicionaran al respaldo de los TFO.

Entre las posibilidades que se le abre a este escenario es que se motive al inversionista a la adquisición masiva de instrumentos respaldados en oro. No obstante, hay que tener presente que el criterio limitante establecido previamente es la afectación mínima al oro monetario, para que el impacto sobre las reservas no cause un desajuste.

Tabla N° 15 - Escenario N° 3

Portafolio (3)	miles VEF	
Disponibilidades en divisas	6.673.684	10,33%
Tenencias en derechos especiales de giro	8.820.555	13,65%
Inversiones en divisas	17.466.478	27,03%
Oro monetario	**30.388.025**	**47,03%**
Posición crediticia neta en el FMI	1.267.742	1,96%
Convenios internacionales	90	0,00%
Total activos de reserva	**64.616.574**	

Respaldo en Oro Monetario
Miles VEF
6.862.110
Proporción
18,42%

El escenario No. 3 muestra una cartera que reduce en 6 mil 862 millones 110 mil bolívares, es decir, en 18,42% del nivel de Oro Monetario. Inmediatamente, se sitúa en un 47,03% de participación en el portafolio, con un 11,03% superior al nivel del estándar internacional utilizado en estos escenarios.

La disminución en 6 mil 862 millones 110 mil bolívares del oro monetario representa una porción válidamente concebida para un escenario con la naturaleza posible de los aquí presentados. Seis mil millones de bolívares es una cifra considerada posible en el mercado venezolano de ser transada en condiciones normales. La composición de este escenario se refuerza con la existencia de elevados niveles de liquidez monetaria que conllevaría a los agentes económicos a migrar hacia nuevas vías de inversión, a fin de contrarrestar las expectativas inflacionarias.

La ventaja de este escenario es su estructura proporcional, pues al disminuir 18,42% del total de las reservas de oro monetario, el BCV pudiera observar mayores probabilidades de asignación al instrumento financiero presentado. La poca variación (-5,08%) del oro en el total del portafolio logra mantener la seguridad y confianza del BCV.

La situación observada en este escenario permite asignarle alto grado de probabilidades de aceptación debido que cumple con la modalidad analítica y los criterios limitantes.

Tabla N° 16 - Escenario N° 4

Portafolio (4)	miles VEF	
Disponibilidades en divisas	6.673.684	10,00%
Tenencias en derechos especiales de giro	8.820.555	13,21%
Inversiones en divisas	17.466.478	26,16%
Oro monetario	**32.538.025**	**48,73%**
Posición crediticia neta en el FMI	1.267.742	1,90%
Convenios internacionales	90	0,00%
Total activos de reserva	**66.766.574**	

Respaldo en Oro Monetario
Miles VEF
4.739.272
Proporción
12,72%

El escenario No. 4 En este portafolio se plantea tomar 12,72% del oro monetario equivalente a 4 mil 739 millones 272 mil bolívares para el respaldo del **TFO**. Este activo del portafolio de reservas internacionales disminuye 3,4% y se ubica en un 48,71% con 32 mil 510 millones 863 mil bolívares a diferencia del escenario base de 52,11% con una participación en bolívares de 37mil 250 millones 135 mil. Este escenario modifica levemente el oro monetario, y al mismo tiempo, la distribución del resto de los activos que constituyen el portafolio de reservas internacionales. Al hacer el análisis referencial con el estándar internacional, aún tomando un 12,72% del oro monetario para los **TFO,** la proporción que resulta de oro sobre el total de la cartera se aleja de los indicadores internacionales en un 19,71% respecto al 29% y 12,71% respecto al 36% lo que representa niveles de exceso de oro de acuerdo a lo establecido por el WGC para países como Venezuela.

El Directorio del BCV podría considerar la factibilidad de este escenario en vista de que el **TFO** no exige una liquidación del metal en físico, sino que en este caso, el oro

representa una garantía a la emisión del instrumento sin desviar la esencia del ente de las políticas orientadas a mantener posiciones del metal.

Selección del Escenario Factible

La construcción y análisis de los cuatro escenarios permitió visualizar con mayor claridad los futuros posibles para reflexionar, debatir y finalmente seleccionar el escenario factible.

El ejercicio se centró en tres vértices más importantes para el alcance del objetivo propuesto en la presente investigación documental: *Diseñar un instrumento financiero respaldado en oro monetario y no monetario que produzca opciones de uso en el componente oro para una activa configuración dentro del portafolio de reservas internacionales del BCV.*

Es así que se diseñó el instrumento financiero denominado **Título Financiero en Oro (TFO)** que con la selección del escenario posible se respaldará financieramente con una porción del oro monetario, lo que a su vez origina alternativas de uso con el oro monetario. Lo esperado, en este caso, es que con la selección del **Escenario No. 4** se disponga de 4 mil 739 millones 272 mil bolívares para el respaldo del **TFO** lo cual como ya fue planteado, sólo representa un 12,72% del oro monetario.

El Escenario No. 4 satisface la condición "Mínima afectación al monto actual (julio 2010) del oro monetario del BCV", restricción impuesta previamente por el autor del presente Trabajo, con el propósito de reducir el impacto sobre este activo y canalizar una nueva conformación del portafolio de reservas internacionales de Venezuela. Con **El Escenario No. 4** permanecen los niveles de seguridad y confianza que mantiene el BCV. Finalmente, **El Escenario No. 4** proporciona un monto suficiente para el respaldo del **TFO** en oro monetario.

RESPALDO FINANCIERO DEL TFO

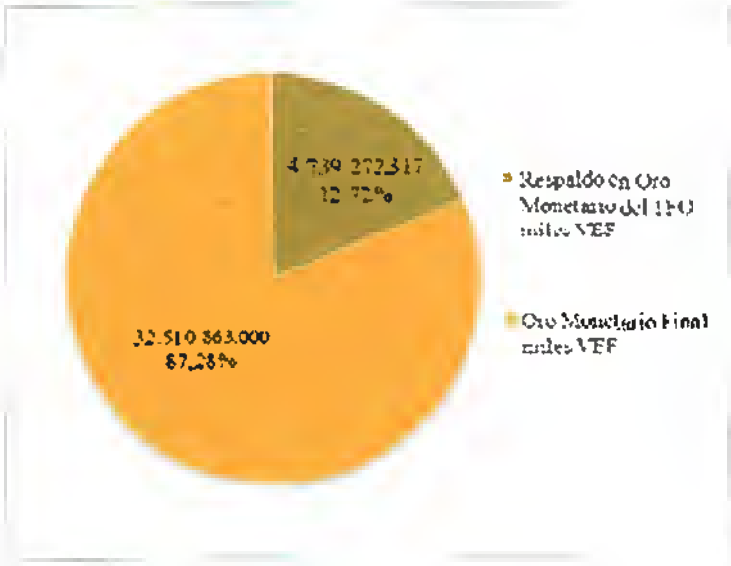
Las disponibilidades exploradas del oro monetario, no monetario y las compras futuras, se muestran a continuación.

Proporción de Oro Monetario para respaldar el TFO

Según como se observa en el gráfico N° 12, la totalidad del oro monetario en el portafolio de reservas internacionales asciende a la suma 37 mil 250 millones 135 mil bolívares de los cuales se toman 4 mil 739 millones 272 mil bolívares, que traducidos a dólares según el tipo de cambio oficial de 4,30 bolívares por dólar americano, registra una cifra de mil 102 millones 156 mil 352.

Gráfico N° 12

Proporción de Oro Monetario para respaldar el TFO



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

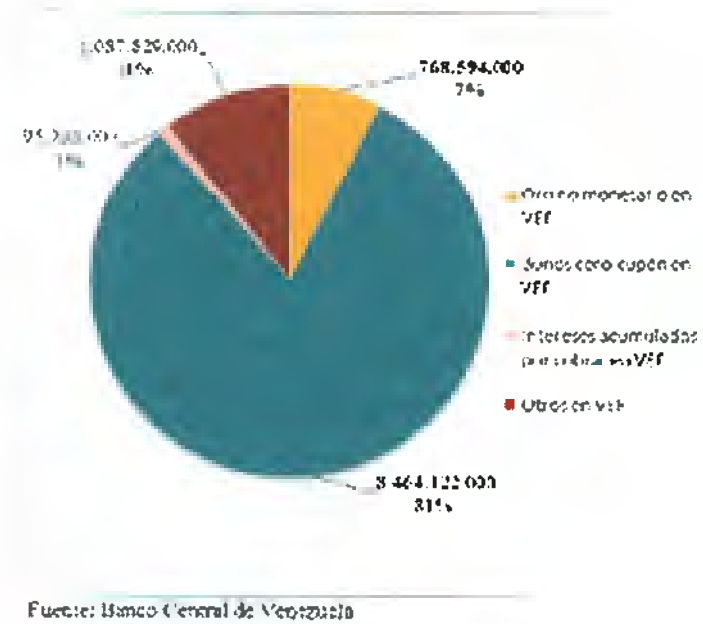
La asignación de oro monetario de acuerdo al estudio realizado y a la metodología seguida para conformar el respaldo del **TFO**, figura como la mayor cantidad a requerir para la emisión prevista en la implementación del instrumento.

Proporción de Oro No Monetario para respaldar el TFO

Del total de Activos Diversos en Divisas, se toma para el respaldo de los **TFO** el monto total acumulado del oro no monetario, que representa el 7% del total de esos activos, equivalente a 768 millones 594 mil bolívares o 358 millones 386 mil dólares (Según Notas a los Estados Financieros del BCV – II semestre 2009).

Gráfico N° 13

Proporción de Oro No Monetario para respaldar el TFO



Fuente: Banco Central de Venezuela
Elaboración propia

Debido a que el BCV utiliza el oro no monetario de forma infrecuente y en ocasiones especiales, en la actualidad se justifica darle un uso a la totalidad del oro no monetario por la relativa posición que ocupa este activo dentro los Activos Diversos en Divisas.

Uso de las compras futuras de oro

Las estimaciones de los precios para el período de estudio fueron obtenidas de la institución bancaria ANZ Banking Group Ltd. /Melbourne, elaboradas a finales del mes de febrero del 2010, el cual presenta precios descendentes.

Tabla N° 17

Estimación de precios 2010-2015

Año	USD/Onza
2010	1.060,99
2011	1.053,00
2012	1.042,00
2013	988,75
2014	892,00
2015	890,00

Fuente: ANZ Banking Group

Elaboración propia

Los precios que se muestran en la tabla N° 17 son utilizados en la tabla N° 18 para el cálculo de los valores en dólares de las toneladas que serán producidas en el país por empresas públicas y privadas las cuales por ley deben destinar obligatoriamente un

porcentaje específico al BCV. Dado que el precio del oro internacional está medido en onzas, se hizo la conversión de toneladas a onzas para obtener el valor definitivo de las compras futuras de oro de los próximos cinco años.

Tabla Nº 18

Compras futuras

	Toneladas	Valor en VEF	Valor en USD
2010*	5,27	773.592.064,47	179.905.131,27
2011*	5,13	747.211.080,46	173.770.018,71
2012*	5,23	752.739.186,58	175.055.624,79
2013*	5,41	739.842.949,71	172.056.499,93
2014*	5,74	708.450.169,92	164.755.853,47
2015*	6,08	747.832.431,83	173.914.519,03
Total	**32,87**	**4.469.667.882,97**	**1.039.457.647,20**

Fuente: Propia

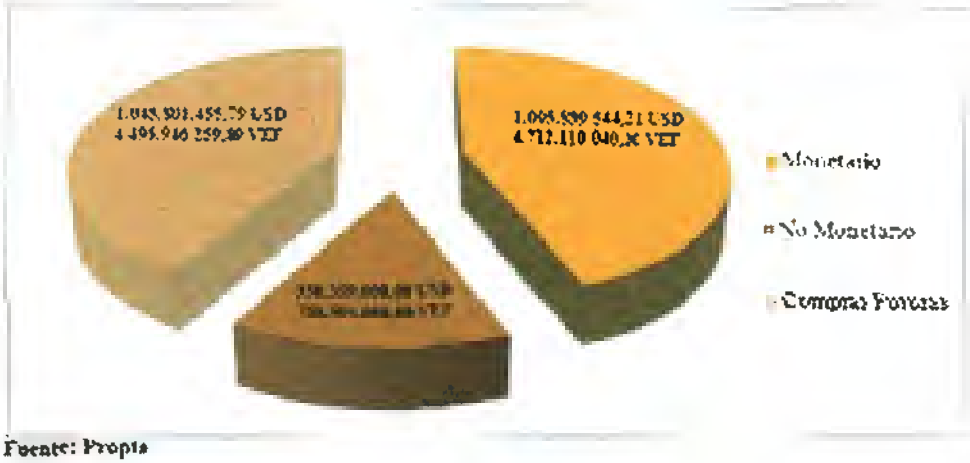
El monto total de compras futuras destinadas al respaldo del **TFO** es de 4 mil 469 millones 667 mil 883 bolívares que traducidos a dólares según el tipo de cambio oficial de 4,30 bolívares por dólar americano registra una cifra de mil 39 millones 457 mil 647 dólares.

El escenario presentado muestra datos prudentes basados en estimaciones conservadoras suministradas por MINERVEN, más el cálculo probable de producción de las empresas privadas en el país. Esta producción de corto plazo es la destinada para el respaldo los **TFO**.

Respaldo a la Emisión del TFO

Gráfico Nº 14

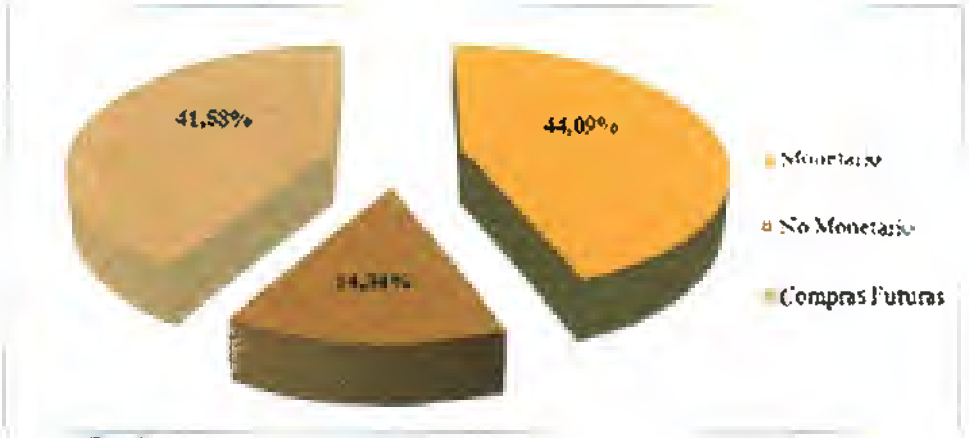
Designación por rubro para la emisión del TFO



Fuente: Propia

Gráfico Nº 15

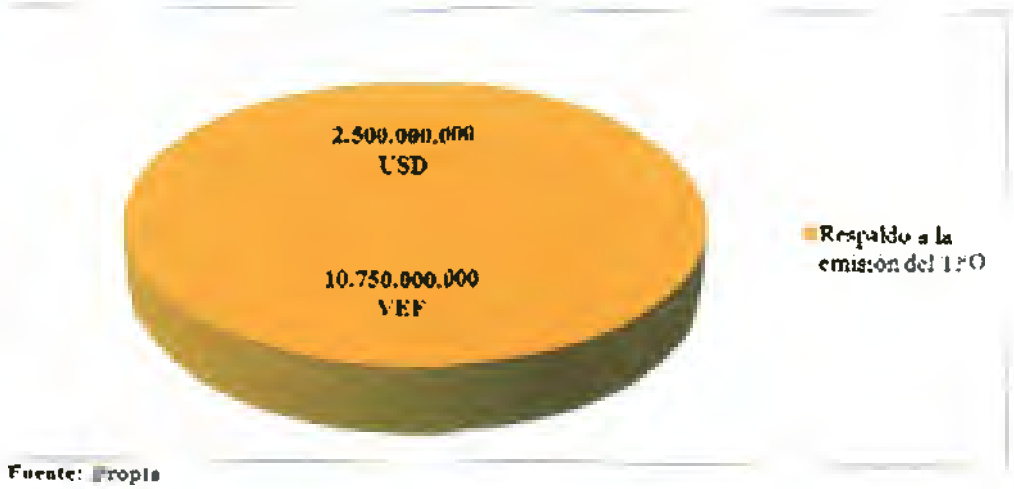
Representación porcentual por rubro



Fuente: Propia

Gráfico N° 16

Respaldo a la Emisión del TFO



Fuente: Propia

ESTAMENTO-SUSTENTO LEGAL

Artículo 114 de la Ley del Banco Central de Venezuela: *Las reservas internacionales en poder del Banco Central de Venezuela estarán representadas, en la proporción que el Directorio estime conveniente, de la siguiente forma:*

1. *Oro amonedado y en barras, depositado en sus propias bóvedas y en instituciones financieras del exterior calificadas de primera clase, según criterios reconocidos internacionalmente.*

Artículo 318 de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela:

"...El Banco Central de Venezuela es persona jurídica de derecho público con autonomía para la formulación y el ejercicio de las políticas de su competencia. El Banco Central de Venezuela ejercerá sus funciones en coordinación con la política económica general, para alcanzar los objetivos superiores del Estado y la Nación..."

Artículo 320 de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela:

...La actuación coordinada del Poder Ejecutivo y del Banco Central de Venezuela se dará mediante un acuerdo anual de políticas en el cual se establecerán los objetivos finales de crecimiento y sus repercusiones sociales, balance externo e inflación, concernientes a las políticas fiscal, cambiaria y monetaria, así como los niveles de las variables intermedias e instrumentales requeridos para alcanzar dichos objetivos finales...

CAPITULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En este apartado del Trabajo de Investigación orientado a *diseñar un instrumento financiero respaldado en oro monetario, no monetario y compras futuras de oro, que permita evaluar el uso del oro y la configuración del portafolio de reservas internacionales del BCV*, se presentan las conclusiones y recomendaciones derivadas de la revisión de las fuentes de información consultadas durante la investigación y del análisis estadístico en el estudio.

5.1 Conclusiones

En Venezuela resultó importante analizar el comportamiento del oro depositado y por depositar en el BCV así como sus usos por el ente, debido a que es un tema poco trabajado en el país que puede contribuir con la literatura sobre el BCV y sus reservas de oro. *

En este Trabajo de Investigación se diseñó un instrumento financiero respaldado en oro monetario, no monetario y compras futuras de oro, con el fin último de producir cambios en el uso del oro del BCV para rebalancear favorablemente el portafolio de reservas internacionales.

Se concluyó que la tendencia del oro monetario en las reservas internacionales ha sido creciente, específicamente en el período 2000-2010, generando circunstancias adecuadas para la evaluación y el desarrollo de alternativas para la diversificación del portafolio.

A mayores tenencias de oro, una menor percepción de riesgo de inversión se atribuye a los países, sin embargo, debe establecerse un punto límite de acumulación de reservas de oro. De mantenerse esta situación en el futuro, este argumento perdería validez, pues una participación muy elevada del activo generaría un portafolio vulnerable.

La participación del oro monetario, no monetario y las compras futuras de oro constituyen una sola categoría para el análisis correspondiente a la investigación, sin embargo, a pesar de que el estudio de cada una de ellas se realiza de forma separada, inter-temporalmente se constituirán como oro monetario. El oro no monetario no permite ser aceptado en los mercados internacionales, por lo que el mineral se encuentra en proceso de certificación y es transformado con el fin último de cumplir con las exigencias del mercado internacional. Las compras futuras son las próximas adquisiciones que, en este caso en particular, durante los próximos cinco (5) años y de manera obligatoria serán destinadas al BCV, que consecuentemente conformarán el oro monetario.

Se desarrollaron cuatro (4) escenarios con el fin último de analizar la reestructuración y rebalanceo favorable del portafolio de reservas internacionales del BCV. Para ello, se realizaron diferentes asignaciones de oro monetario para respaldar los TFO, y finalmente, se seleccionó el cuarto escenario debido a que este conserva las características más idóneas con respecto a: cumplimiento de los criterios limitantes en la afectación de manera poco significativa al oro monetario y al portafolio, respaldo representativo para la emisión del instrumento y la posible receptividad del activo en la economía.

Se determinó que el TFO en un instrumento financiero que le brinda al BCV una nueva herramienta de política monetaria que puede ser utilizado en operaciones de absorción disminuyendo los costos de los intereses en los que incurre con los certificados de depósitos y las ventas con pacto de recompra que superan los 2.000 millones de bolívares desde enero 2009 a mayo 2010. Al mismo tiempo, el BCV puede intervenir en el mercado en ambas puntas (compra y venta), proveer liquidez y participar en la formación del precio del título.

Desde el punto de vista de política cambiaria el BCV presenta restricciones en la venta de divisas. Por esta razón, la adquisición de dólares se hace mediante la compra de títulos en moneda extranjera vendidos por el BCV emitidos por la República. Sin embargo, el TFO es un activo que amplía la oferta de divisas al mercado, y al mismo tiempo evita la emisión de nuevos pasivos con objetivos de oferta cambiaria.

El BCV requiere de instrumentos de política cambiaria y el TFO le brinda la oportunidad de introducir en su agenda un nuevo instrumento con esas características.

A través de la emisión del instrumento se obtendría un mercado homogéneo con mercado secundario organizado, con un precio público y transparente. De la misma manera, se crea un instrumento de ahorro alternativo a los tradicionales, y se genera un activo de diversificación de carteras privadas y públicas en la economía.

5.2 Recomendaciones

Al finalizar la investigación se desprenden las siguientes recomendaciones:

A nivel académico: Conforme al comportamiento de las reservas de oro, así como el del precio en el mercado internacional y la relación con los bancos centrales, las Universidades deben orientar estudios por medio de la aportación de técnicas de simulación que permitan evaluar los alcances y oportunidades que esta línea de estudio brinda.

A nivel universitario: Es importante la generación de incentivos a la investigación en áreas referidas a los bancos centrales y sus reservas de oro, puesto que brinda nuevas líneas de estudio que pueden contribuir positivamente con las políticas por desarrollarse por el ente en las economías. En el caso particular de Venezuela, es

relevante que se suministre información y datos estadísticos por parte del BCV que proporcionen fuentes de apoyo para enriquecer las futuras investigaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- Aizenman, J. y N.P Marion (2004). **International Reserve Holdings with Sovereing Risk and Costly Tax Collection.** The Economic Journal.
- Arvelo, J. (2010). **Cómo se constituyeron las reservas de oro monetario del BCV.** Banco Central de Venezuela.
- Ascanio, A. (2010). **Oro en el sistema financiero internacional.** Banco Central de Venezuela.
- Baur y Lucey (2009). **Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold**. University of Technology de Sydney y University of Dublin.
- Blanco, Consejo y Mercado (2006). **Factor Determinante del Precio de los Bullions: El Precio Del Oro.** Universidad Juan Carlos Rey de España.
- Casañas, M. (2000). **El proceso contable de identificación, medición y comunicación de las reservas internacionales venezolanas.** Cuadernos BCV, Series Técnicas.
- CVG Minerven (2010).
- Firmenich, E. (2010). **Metodología para la construcción de escenarios**.
- Gold Reserve Inc. (2010).
- Guerrero, F. (2005). **Las IFRS y la contabilización del oro en los bancos centrales.** Banco de España.

- Hernández Sampieri (1997). **Metodología de Investigación.** Mc Graw Hill, México 1997, Capítulo 2.
- Koch, J. (2009). **Libro sobre oro.** Universidad de Málaga.
- Krugman, P. y M. Obstfeld (2006). **Economía internacional.** Pearson Educación, Madrid (España).
- Lucey y Tully (2003). **International Portfolio Formation, Skewness and the Role of Gold**. University of Dublin.
- Marion, W. (2004). **La administración de las reservas internacionales**. Centro de Estudios Monetarios Latino Americanos.
- Martínez, J. (2004). **Estrategias metodológicas y técnicas para la investigación social.** Universidad Mesoamericana.
- Méndez Quesada, Eduardo (1997). **Lineamientos generales de la administración de reservas monetarias internacionales por parte de la banca central**. Banco Central de Costa Rica.
- Nugée, J. (2004). **Manejo de las reservas de oro y divisas**. Centro de Estudios Monetarios Latino Americanos.
- Ramsbott y Silva (2007**). El papel del oro en las reservas internacionales. Caso Venezuela 1998-2006**. Universidad Católica Andrés Bello.
- Sánchez, E. (2010). **Participación del BCV en el mercado aurífero nacional**. Banco Central de Venezuela.
- Smith, A (1776). **Riqueza de las Naciones**. Libro IV, capítulo I.

- Tapia, M. (2000). **APUNTES. Metodología de Investigación**. Universidad Tecnológica de Chile.
- Universidad Nueva Esparta (1997). **Estructura de un proyecto de investigación.** Estudios de Postgrado, UNE.
- Universidad Pedagógica Experimental Libertador (2006). **Manual de Trabajos de Grado de Especialización y Maestría y Tesis Doctorales.** Vicerrectorado de Investigación y Postgrado.
- Villada, M. (2010). **Clasificación de la investigación.**
- Wozniak, R. (2009). **Gold as a Strategic Asset for Central Banks**. Consejo Mundial del Oro.

Informes y Publicaciones:

- Banco Central de Australia (2010) http://www.rba.gov.au/
- Banco Central de Chile (2006) http://www.bcentral.cl/
- _____Banco Central de Chile (2005). **Informe de Política Monetaria, 2005. Anexo C: Gestión de Reservas Internacionales.**
- Banco Central de Venezuela (2010) http://www.bcv.org.ve
- _____Banco Central de Venezuela (2010). **Glosario de Términos. BCV-Balance General**.
- _____Banco Central de Venezuela (2010). **Normas sobre el régimen de comercialización de oro y sus aleaciones. Resolución N° 10-07-01.**

- _____Banco Central de Venezuela (2009). **Normas sobre el régimen de comercialización de oro y sus aleaciones. Resolución N° 09-06-03.**
- _____Banco Central de Venezuela (2009). **Normas sobre el régimen de comercialización de oro y sus aleaciones. Resolución N° 09-04-03.**
- _____Banco Central de Venezuela (2004). **Informe Sobre las Reservas Internacionales en Venezuela**, Caracas.
- Bank for International Settlements (2010). http://www.bis.org/
- CEMLA (DFXG). **Activos de Reservas y Operaciones con Activos de Reservas.**
- Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (2005). **Fuentes y Usos de las Reservas Internacionales en México, 1996-2005/May.**
- Consejo Mundial del Oro-WGC (2010). http://www.reserveasset.gold.org/
- _____Consejo Mundial del Oro (2010). **The Importance of Gold in Reserve Asset Management.**
- _____Consejo Mundial del Oro (2009). **Structural Change in Reserve Asset Managment.**
- _____Consejo Mundial del Oro (1999). **Central Bank Gold Reserves: An Historical Perspective since 1845.**
- Diccionario de Economía y Finanzas (2010) http://www.finanzas.com/