

La cotización del oro: una revisión de los ÚLTIMOS 50 AÑOS

MAURICIO DE LA CUBA*, JESÚS FERREYRA**,
LUIS SURCO*** Y JAIRO FLORES****



* Jefe, Departamento de Economía Mundial del BCRP
mauricio.delacuba@bcrp.gob.pe



** Supervisor especializado, Departamento de Economía Mundial del BCRP
jesus.ferreyra@bcrp.gob.pe



*** Supervisor especializado, Departamento de Economía Mundial del BCRP
luis.surco@bcrp.gob.pe



**** Especialista en investigación económica, Departamento de Economía Mundial del BCRP
jairo.flores@bcrp.gob.pe

Desde fines de 2022, el oro ha registrado una tendencia al alza que se acentuó en los primeros meses de este año: el día 6 de mayo alcanzó un máximo nominal de USD/oz. t. 3434. El presente artículo reseña la reciente tendencia al alza, describe sus principales determinantes y establece las similitudes y diferencias con los otros episodios observados desde inicios de los años setenta, cuando se puso fin al patrón oro.

LA EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN ENTRE 1970 Y 2025: IDENTIFICACIÓN DE EPISODIOS

El Gráfico 1 presenta el precio internacional del oro en el mercado de Londres¹ en términos nominales (USD por onza troy, eje izquierdo), en términos reales (ajustado por inflación mediante el índice de precios al consumidor (IPC) de Estados Unidos, eje derecho), los cuatro principales episodios de incremento del precio del oro (regiones sombreadas de azul) y su posterior corrección (regiones sombreadas de rojo). Al respecto, en términos nominales, el precio del oro alcanzó su máximo histórico el 22 de abril de 2025, con una cotización de 3 434 USD por onza troy.

A pesar del reciente récord nominal, el precio del oro en términos reales del 22 de abril de 2025 es el segundo más alto, inferior al máximo histórico del 21 de enero de 1980, en un contexto de inestabilidad geopolítica (la invasión soviética de Afganistán y la crisis de los rehenes estadounidenses en Irán) y una inflación persistentemente alta en Estados Unidos.

El Cuadro 1 describe con mayor detalle los periodos al alza, el precio inicial del oro al comienzo del

episodio, el precio máximo alcanzado durante el mismo, el incremento porcentual acumulado, la fecha de finalización del episodio de corrección y el precio registrado al cierre de dicha fase.

El Cuadro 1 muestra que, desde que Estados Unidos puso fin a la convertibilidad del dólar en oro en 1971, el precio del oro ha registrado cuatro episodios de alzas: (i) de agosto de 1976 a enero de 1980, (ii) de noviembre de 2008 a setiembre de 2011, (iii) de setiembre de 2018 a agosto de 2020 y (iv) de octubre de 2022 a mayo de 2025. Este último episodio presenta la tercera alza más alta y pronunciada, luego del incremento sucedido entre fines de los setenta e inicios de los ochenta.

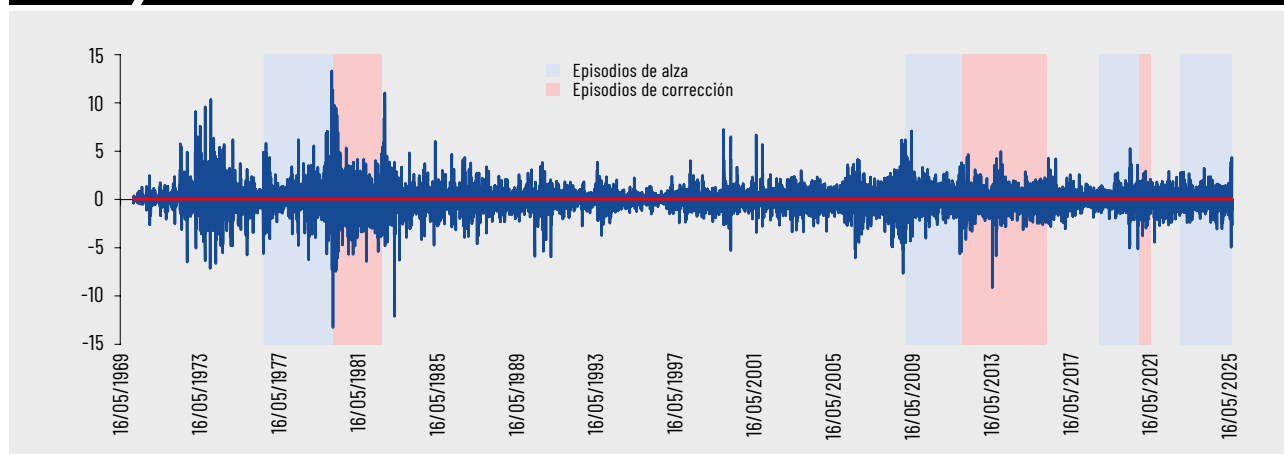
El Gráfico 2 muestra el rendimiento interdiario del oro (línea negra) frente a su rendimiento promedio histórico (línea roja). Los rendimientos del oro han experimentado amplias fluctuaciones diarias, oscilando entre 13 y -13 por ciento, que coinciden con los periodos de alza y contracción del Cuadro 1. Como se explica más adelante, la alta volatilidad suele coincidir con importantes eventos geopolíticos o económicos, como crisis financieras, guerras o cambios abruptos en la política monetaria.



NOTA: EL PRECIO EN TÉRMINOS REALES ES LA DIVISIÓN DEL PRECIO NOMINAL DEL ORO SOBRE EL IPC DE ESTADOS UNIDOS.
FUENTE: LONDON BULLION MARKET ASSOCIATION Y BUREAU OF LABOR STATISTICS.

CUADRO 1 ■ Episodios de alza y de corrección del precio internacional del oro				
Episodio de alza	Precio inicial (USD/oz. t.)	Precio máximo (USD/oz. t.)	Incremento acumulado (%)	Precio corregido (USD/oz. t.) y fecha del fin del episodio de corrección
Ago. 1976-Ene.1980	110	668	509%	315 (Jun. 1982)
Nov. 2008-Set. 2011	761	1 772	133%	1 068 (Dic. 2015)
Set. 2018-Ago. 2020	1 198	1 968	64%	1 718 (Mar. 2021)
Oct. 2022-Abr. 2025	1 664	3 228	94%	-

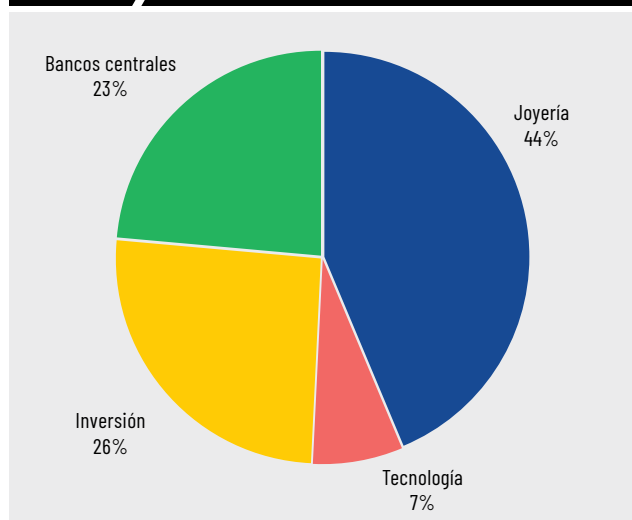
1 Precio oficial del oro indicado por la London Bullion Market Association (LBMA).

GRÁFICO 2 ■ Rendimiento interdiario de la cotización del oro

FUENTE: LONDON BULLION MARKET ASSOCIATION.

LOS DETERMINANTES DEL PRECIO DEL ORO: OFERTA Y DEMANDA

Como todo bien, el precio está determinado por las condiciones de oferta y demanda. La oferta mundial se ha mantenido relativamente constante en los últimos años, compuesta de cerca del 75 por ciento por la producción de mina y el restante 25 por ciento del reciclaje. Según datos del Servicio Geológico de los Estados Unidos (USGS), la producción de oro está diversificada entre diversos países, principalmente China, Rusia, Canadá, Estados Unidos, Ghana, México, Kazajistán y Uzbekistán, que explican el 56 por ciento de la producción mundial de este metal.

GRÁFICO 3 ■ Demanda de oro en 2024 (En toneladas)

FUENTE: CONSEJO MUNDIAL DEL ORO.

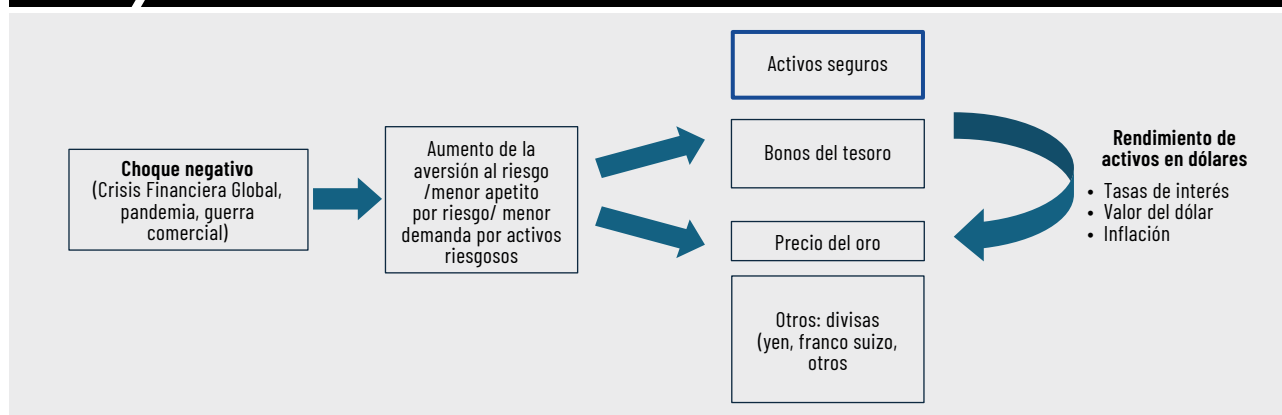
El Gráfico 3 presenta la demanda de oro en 2024 según agentes económicos. El 50 por ciento de la demanda mundial de oro está vinculada a la actividad económica, en el sector de joyería (donde destaca el rol de India y China) y de las industrias tecnológicas (conductor eléctrico). La demanda en estos sectores económicos depende principalmente del crecimiento del ingreso de estos países y de la evolución de sus monedas (rupia y yuan, respectivamente) respecto al dólar. También se observa una demanda creciente en las áreas tecnológicas debido a las cualidades del oro por su alta conductividad eléctrica, resistencia a la corrosión y ductilidad. Según estimados del World Gold Council, durante 2024, estas industrias representaron el 7 por ciento de la demanda total². El otro 50 por ciento representa a la demanda como activo financiero.

El Gráfico 4 muestra los determinantes de la demanda de oro como activo financiero en episodios de alza. La demanda por oro —como activo de reserva de valor— suele aumentar en períodos de alta aversión al riesgo, es decir, cuando los inversionistas dejan los activos riesgosos en busca de activos seguros. Ello incluye eventos como la Crisis Financiera Global, las guerras comerciales, la pandemia del COVID-19 y los conflictos en Ucrania y Medio Oriente.

La cotización del oro también se incrementa cuando disminuye la rentabilidad de otros activos considerados seguros sustitutos al oro, como los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Asociado a ello, el precio del oro es presionado al alza en contextos de alta inflación o de depreciación del dólar. Algunas monedas, como el yen o el franco suizo, también son demandados en períodos de alta aversión al riesgo.

² Según el Consejo Mundial del Oro (World Gold Council), la demanda de oro en el sector tecnológico se distribuye principalmente en tres subcategorías: electrónica, otros usos industriales y odontología. El sector electrónico representa la mayor proporción, ya que el oro es un excelente conductor eléctrico, resistente a la corrosión, y se utiliza en la fabricación de componentes como conectores, microchips y placas de circuito. Los otros usos industriales incluyen aplicaciones en nanotecnología, sensores, catalizadores y tratamientos especializados. Por su parte, la odontología emplea oro debido a su biocompatibilidad, maleabilidad y durabilidad en coronas y restauraciones dentales.

GRÁFICO 4 ■ Determinantes de la demanda de oro como activo de valor o financiero en episodios de alza



LOS DETERMINANTES EN EL PRECIO DEL ORO DURANTE LOS EPISODIOS DE ALZA Y SU POSTERIOR CORRECCIÓN

En esta sección se presentan los factores que presionaron al alza la cotización de oro: demanda de joyería, demanda como activo financiero por parte de privados y bancos centrales, choques de mayor riesgo, evolución del dólar estadounidense y datos de inflación, resumido en el Cuadro 2. Asimismo, se describen los principales determinantes que, en mayor o menor medida, explicaron el alza en los cuatro episodios anteriores, sucedidos por correcciones parciales.

(i) De agosto de 1976 a enero de 1980. En este episodio la cotización del oro, al igual que la plata, tuvo el mayor incremento en un período extremadamente corto. Parte de la demanda tuvo su origen en su rol como activo de refugio ante la inestabilidad geopolítica por la invasión soviética en Afganistán y la crisis de los rehenes estadounidenses en Irán. También fue un período de alta inflación en Estados Unidos.

La corrección fue igualmente brusca y pronunciada, en un contexto de cambio hacia una postura agresiva de la política monetaria para reducir la inflación (el gobernador de la Reserva Federal Paul Volcker imple-

mentó tasas de interés de política alrededor de 20 por ciento) y menores tensiones globales (liberación de los rehenes estadounidenses en Irán).

(ii) De noviembre de 2008 a setiembre de 2011.

El incremento fue más sostenido y gradual, y su corrección más moderada. El impulso inicial, derivado de la aversión al riesgo que generó la Crisis Financiera Global, fue sucedido por una política monetaria expansiva de la Fed y una consecuente depreciación del dólar durante un período prolongado. Ello se corrigió posteriormente de forma parcial ante el ciclo de ajuste de la política monetaria (*tapering*), entre otros factores.

(iii) De setiembre de 2018 a agosto de 2020.

Este episodio, que representa el menor incremento, también estuvo influenciado por choques globales, como la guerra comercial entre Estados Unidos y China y, posteriormente, la pandemia del COVID-19. La política monetaria expansiva dio soporte al precio porque atrajo inversionistas hacia activos refugio –como el oro– ya que se redujo el rendimiento de los bonos y elevaron las expectativas de inflación. Es relevante mencionar el comportamiento del metal durante el periodo de altísima volatilidad que se manifestó durante las primeras semanas de pandemia. La cotización del oro luego fue corregida a partir de agos-

CUADRO 2 ■ Factores que presionaron al alza la cotización de oro (I)

Episodio	Demanda de joyería	Demanda de <i>exchange-traded fund</i> (ETF) o fondo cotizado en bolsa	Compras de bancos centrales
Ago. 1976–Ene. 1980	Alta demanda, especialmente en India y Medio Oriente, impulsada por la inflación y la incertidumbre económica.	No aplicable; los ETF de oro no existían en este período.	Moderadas; las compras de los bancos centrales fueron limitadas por el sistema de Bretton Woods.
Nov. 2008–Set. 2011	Disminución inicial debido a la crisis financiera, seguida de una recuperación impulsada por la demanda en Asia.	Significativo aumento; los ETF de oro experimentaron fuertes entradas como refugio seguro.	Aumento moderado; algunos bancos centrales comenzaron a diversificar sus reservas hacia el oro.
Set. 2018–Ago. 2020	Estable en 2018, con una disminución en 2020 debido a la pandemia de COVID-19.	Crecimiento notable; en 2020, los ETF de oro alcanzaron un récord de 877,1 toneladas.	Compras significativas; en 2018, los bancos centrales adquirieron 651,5 toneladas, el segundo mayor total anual registrado.
Oct. 2022–Abr. 2025	Disminución del 21% interanual en el primer trimestre de 2025 debido a los altos precios del oro.	Significativo aumento; en el primer trimestre de 2025, las entradas en ETF de oro fueron las más altas desde principios de 2022. Desde el segundo semestre de 2024, la demanda neta de ETF ha sido positiva, lo que invirtió la tendencia de 2022–2023.	Compras de oro de China: en 2024, los bancos centrales adquirieron más de 1,000 toneladas por tercer año consecutivo. China reanudó compras en noviembre 2024 tras cinco meses de pausa, adquiriendo oro durante tres meses consecutivos (noviembre 2024–enero 2025). Con ello, el oro representó el 6,0% de sus reservas (≈2,3 mil TM) al cierre de enero 2025.

CUADRO 3 ■ Factores que presionaron al alza la cotización de oro (II)

Episodios	Choques que afectan el riesgo global	Evolución del dólar estadounidense	Inflación
Ago. 1976– Ene. 1980	Crisis energética, inestabilidad geopolítica (Irán, Afganistán), especulación en metales preciosos.	El dólar se depreció significativamente frente a monedas como el franco suizo y el yen.	La inflación en Estados Unidos aumentó del 4,9% al 14,8%.
Nov. 2008– Set. 2011	Crisis Financiera Global (CFG), aumento de la demanda de activos de refugio.	El dólar se debilitó debido a políticas monetarias expansivas de la Reserva Federal a raíz de la CFG.	La inflación en Estados Unidos se mantuvo moderada, con un promedio anual entre 1,5% y 3,0%.
Set. 2018– Ago. 2020	Guerra comercial Estados Unidos-China, pandemia de COVID-19, políticas monetarias expansivas.	El dólar mostró volatilidad: inicialmente se fortaleció y luego se debilitó por las políticas expansivas.	La inflación en Estados Unidos fue baja, con tasas anuales alrededor del 1,2% al 1,4%.
Oct. 2022– Abr. 2025	Tensiones geopolíticas (Ucrania, Medio Oriente), preocupaciones fiscales en Estados Unidos, y aumento de la demanda de refugio y de algunos bancos centrales emergentes.	El dólar se debilitó más del 1% en una semana recientemente, y aumentó la demanda de oro.	La inflación en Estados Unidos alcanzó el 2,3% en abril de 2025, pero las expectativas de inflación se han elevado.

to de 2020, en un contexto de reapertura gradual de la economía y de la continua aplicación de fuertes estímulos monetarios y fiscales.

(iv) De octubre de 2022 a abril de 2025. El presente episodio muestra un alza significativa que supera los incrementos de fines de los setenta e inicios de los ochenta, y el aumento entre el 2008 y 2011. Aunque hay factores comunes a otros episodios, como el aumento de la aversión al riesgo producto de las tensiones geopolíticas y comerciales, también es un evento que presenta algunas características propias. Estas se analizan en la sección siguiente.

SOBRE EL RECIENTE EPISODIO DE ALZA (2022-2025)

Los determinantes en la evolución del precio del oro son, en términos generales, similares a los observados en episodios anteriores, aunque presentan algunos elementos a resaltar.

El episodio actual estuvo caracterizado por la persistencia de choques que afectaron la aversión al riesgo, como el conflicto en Ucrania (desde febrero de 2022) y en Medio Oriente (desde octubre de 2023), y las presiones inflacionarias al alza (en junio de 2022 la inflación en Estados Unidos alcanzó un máximo de 9,1 por ciento desde 1981). La respuesta de la Fed ante dichas presiones (una elevación sostenida de tasas y reducción del tamaño del balance) limitó la tendencia al alza en la cotización del oro. Sin embargo, a partir del cuarto trimestre de 2024, las presiones sobre la cotización aumentaron sostenidamente. Como se señaló, el alza del presente episodio, en magnitud y tendencia, se asemeja al episodio de inicios de los ochenta.

El aumento de las tensiones comerciales, en particular en Estados Unidos y China, no solo ha implicado un aumento en la aversión al riesgo. La elevación de los aranceles ha incrementado las expectativas de inflación, mientras las expectativas de una política fiscal más expansiva han generado presiones en el precio de los bonos de mayor vencimiento ante las proyecciones de una mayor oferta de bonos para financiar el mayor déficit fiscal. Estos factores ayudan a explicar por qué en el presente episodio de aversión al riesgo ha incrementado, al

menos temporalmente, el diferencial entre la cotización del oro y los rendimientos de los bonos del tesoro.

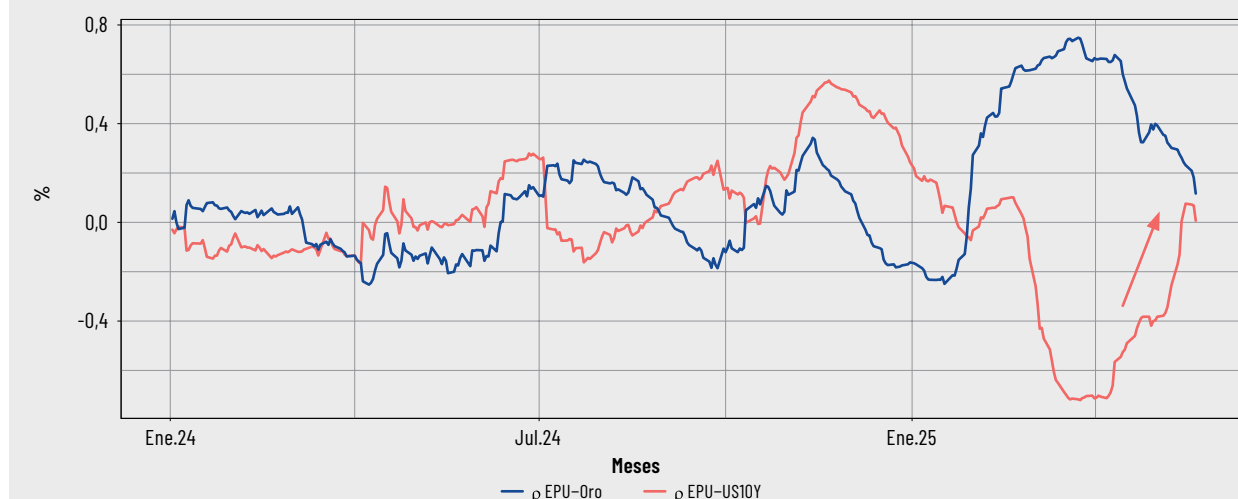
El Gráfico 5 muestra la correlación móvil a dos meses, con frecuencia diaria, entre el Economic Policy Uncertainty Index (EPU) y dos activos refugio (la cotización del oro y los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos). Durante los meses de mayor incertidumbre económica comercial, como abril y mayo, la correlación entre la incertidumbre económica y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos ha disminuido, contrario a lo que suele suceder en los episodios de alta incertidumbre de febrero y marzo. Por el contrario, el índice de incertidumbre económico y el precio del oro mantuvieron una correlación positiva. Cabe señalar que el EPU es una medida cuantitativa diseñada para capturar el grado de incertidumbre existente en torno a las decisiones y políticas económicas de un país en un momento dado.

En el mismo sentido, el actual choque de la política comercial y de tensiones geopolíticas ha coincidido con algunas recomposiciones de portafolio, en particular en China. El Gráfico 6 presenta las tenencias del país asiático de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y el porcentaje de oro en sus reservas. El Banco Popular de China, tras una pausa de cinco meses, reanudó su programa de compras en noviembre de 2024 y ha adquirido oro durante al menos tres meses consecutivos. Con ello, este *commodity* representa ya cerca del 6,5 por ciento de sus reservas internacionales (aprox. 2,3 mil TM). Simultáneamente, China redujo sus tenencias de bonos del Tesoro de Estados Unidos en USD 55 000 millones netos durante 2024.

Cabe señalar que las compras de oro del banco central de China, junto con las de Polonia, India y Turquía, explican el 83 por ciento de las compras netas por parte de los bancos centrales. La participación del oro dentro de los activos, en la gran mayoría de bancos centrales de economías emergentes, se ha mantenido estable en el presente episodio alcista, a excepción de los países mencionados. Incluso algunos bancos centrales realizaron ventas netas en 2024³.

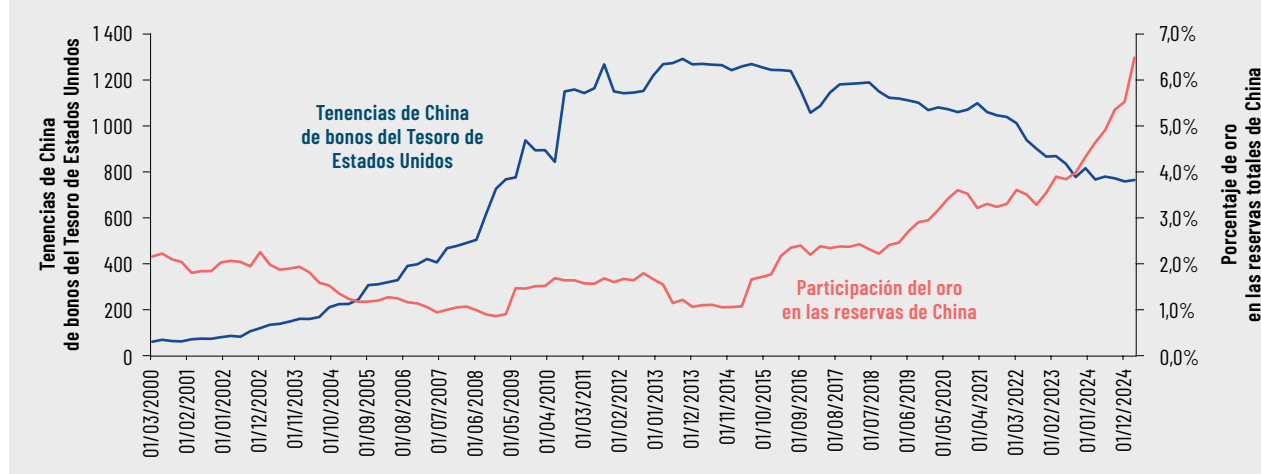
³ Filipinas fue el mayor vendedor neto con 29,4 TM. También realizaron ventas durante el año Singapur (10 TM), Singapur (9,6 TM) y Alemania (1,1 TM). Kazajistán vendió 10 TM en 2024, lo que se suma a las ventas de 50,7 y 57,4 TM en los años 2022 y 2023, respectivamente.

GRÁFICO 5 ■ Correlación móvil a dos meses (con frecuencia diaria) entre el EPU y dos activos refugio (la cotización del oro y los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos)



FUENTE: FRED Y BLOOMBERG.

GRÁFICO 6 ■ Tenencias de China de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y el porcentaje de oro en sus reservas



FUENTE: WORLD GOLD COUNCIL Y BLOOMBERG.

REFERENCIAS

- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Clark, G. (2013). "Commodities Rising Supply, but Sticky Prices", *Commodities Dashboard*, Roubini Global Economic, 14 de mayo.
- Esquire Philippines (7 de marzo de 2025). Surprise? The Philippines Sold the Most Gold in the World in 2024. Recuperado de <https://www.esquiremag.ph/money/industry/countries-that-sold-the-most-gold-2024-a2556-20250307>
- Hildebrand, P. M. (5 de mayo de 2005). *SNB Gold Sales - Lessons and Experiences*. Swiss National Bank. Recuperado de https://www.snb.ch/en/publications/communication/speeches/2005/ref_20050505_pmh
- Hoffman, P. (2024). *Gold's 2025 Rally: Mapping central banks' demand for the precious metal in 2025*. Recuperado de <https://www.bestbrokers.com/gold-brokers/golds-2024-rally-mapping-central-banks-demand-for-the-precious-metal-in-2024/>
- Martin, M. (1980). The changing gold market, 1978-80: A view of the volatile, mostly speculative market. *Finance & Development*, 17(4). International Monetary Fund.
- Mombelli, A. (7 de noviembre de 2014). *Swiss love affair with gold could heat up again*. SWI swissinfo.ch. Recuperado de <https://www.swissinfo.ch/eng/politics/swiss-love-affair-with-gold-could-heat-up-again/4101844>
- Reuters (19 de mayo de 2025). Gold rises as soft dollar, Trump's tariff threats spur safe-haven demand.
- Reuters (16 de mayo de 2025). Gold players keep faith despite trade truce-induced correction.
- World Bank (2025). Consumer Price Index (CPI) data. Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
- World Gold Council (2024). *Gold Demand Trends: Full Year 2024*. Retrieved from <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2024>
- World Gold Council (2011). *Gold Demand Trends Full Year 2010*. Retrieved from <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends>
- World Gold Council (2009). *Gold Market Commentary Q4 2008*. Retrieved from <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends>
- World Gold Council (30 de julio de 2024). *Gold Demand Trends Q2 2024*. Retrieved from <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends>