

Oro: Here Comes the Sun ¹

Oro con espacio de apreciación moderada en el mediano-largo plazo:

- *Incertidumbre fiscal y política en EE.UU*
- *Política monetaria expansiva del Fed → continuaría la debilidad del dólar*
- *Desdolarización: Principales bancos centrales del mundo diversifican sus reservas y aumentan exposición a oro*

La racha continúa

Hace un año, en nuestro addendum *Gold on the Ceiling*, destacábamos el sólido rally del oro que cotizaba en torno a los USD 2,900 por onza. Desde entonces, el *momentum* no se ha detenido: el metal ha subido más de 50% desde octubre de 2024, y alrededor de 60% en lo corrido de este año, superando los USD 4,000/oz (según LBMA²), y marcando nuevos máximos históricos constantemente (Gráfico 1). Impulsado por una demanda creciente gatillada por la incertidumbre fiscal y geopolítica, el renovado ciclo expansivo del Fed y la persistente demanda de bancos centrales, el oro mantiene su brillo.

Aun en un escenario incierto, el metal otorga certeza con condiciones alineadas para su avance. La incertidumbre fiscal y política en Estados Unidos deteriora la confianza en el dólar como activo refugio, en medio de un creciente déficit estructural, tensiones recurrentes en el Congreso y el reciente *shutdown* del gobierno -el más largo de la historia-, que reavivó las dudas sobre la sostenibilidad fiscal.

En paralelo, la reconfiguración del orden geopolítico global y la búsqueda de refugio han llevado a un ajuste más profundo en las reservas internacionales, con bancos centrales fuera de EE.UU. reduciendo de forma sostenida tanto su exposición al dólar como a bonos del tesoro americano. Este proceso se ha vuelto especialmente evidente en los últimos años, al punto de que estas instituciones ya cuentan con mayores tenencias de metal precioso que de bonos del Tesoro estadounidense (Gráfico 2), reflejando un cambio estructural en la composición de reservas y reforzando el rol estratégico del oro en el sistema financiero internacional.

Por su parte, China ha sido protagonista en este proceso, liderando la acumulación global de oro como parte de su estrategia de diversificación de reservas y reducción de dependencia del dólar.

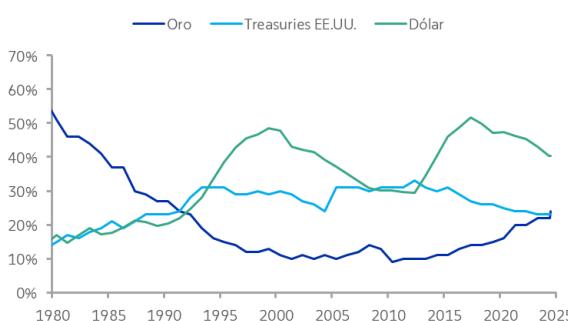
Gráfico 1: Precio del oro
LBMA | USD/oz



Fuente: Bloomberg, datos al 13 de noviembre de 2025

Gráfico 2: Bancos centrales ex EE.UU. en postura anti-dólar

Reservas (%) de bancos centrales



Fuente: Crescat Capital LLC

1. “Aquí viene el sol” canción de The Beatles
2. London Bullion Market Association

Desde la crisis subprime de 2007-2008 se registró un aumento en las reservas de oro del Banco Central chino (Gráfico 3), reflejando una estrategia de acumulación ante la incertidumbre global. Sin embargo, a partir de 2015, China comenzó gradualmente a reducir su exposición a deuda del gobierno de EE.UU. mientras intensificó la compra de oro, tendencia que se acentuó tras el inicio de la guerra comercial con EE.UU. en 2018. El hecho más reciente —la invasión rusa a Ucrania en 2022 y el congelamiento de las reservas internacionales de Rusia— profundizó aún más las alzas en el precio del oro y en las reservas chinas, mientras las tenencias chinas de bonos del Tesoro americano continuaron cayendo con fuerza, consolidando el proceso de desdolarización de los activos de la autoridad monetaria del gigante asiático.

A este rally se suma como soporte la política monetaria expansiva del Fed. Tras nueve meses sin cambios, la entidad monetaria recortó la tasa de referencia en septiembre, marcando el inicio de un nuevo ciclo expansivo. El cambio de tono de Jerome Powell en Jackson Hole fue el punto de inflexión: desde esa conferencia (23 de agosto), el oro se ha disparado más de 20%, reflejando la reacción inmediata del mercado ante la expectativa de menores tasas y un dólar más débil. Pese al reciente *hawkish cut* de la reunión de octubre—donde, si bien la Fed recortó la tasa en línea con lo esperado, el mensaje de Powell transmitió un tono más cauteloso de lo previsto de cara a diciembre—, el mercado mantiene la expectativa de 2 a 3 recortes para 2026. Estas proyecciones siguen brindando soporte al oro, en un contexto de tasas reales bajas y una política monetaria que, pese al matiz de cautela, continúa perfilándose hacia una postura más laxa en 2026.

Oferta rígida, el otro lado de la historia

Si bien la narrativa reciente se ha concentrado en la demanda, la dinámica de oferta también resulta clave. A pesar de que el precio del oro se ha duplicado desde 2018, la producción global se ha mantenido prácticamente estancada—tanto en minería primaria como en reciclaje—, reflejando las limitaciones estructurales del sector. A diferencia de otros *commodities*, casi todo el oro extraído sigue existiendo, por lo que el stock mundial es prácticamente fijo y la nueva producción solo suma un volumen marginal.

Este carácter limitado implica que pequeños cambios en la demanda generan fuertes variaciones de precio, amplificando los movimientos del mercado. Aunque los costos de producción rondan los USD 2,000/oz y el precio se acerca a los USD 4,000/oz, la respuesta de la oferta ha sido nula: el desarrollo de nuevos proyectos mineros puede tardar entre 6 y 9 años, lo que retrasa cualquier aumento de producción. En otras palabras, la escasez estructural de oferta —combinada con grandes compradores como bancos centrales, inversionistas institucionales y tenedores extranjeros que se diversifican fuera del dólar— ha convertido al oro en un activo cada vez más sensible a shocks de demanda.

Gráfico 3: Del dólar al oro

Reservas Chinas



Fuente: World Gold Council, U.S Department Of The Treasury

Gráfico 4: Expectativas de recortes

Número de recortes esperados 2026 | WIRP



Fuente: Bloomberg, datos al 17 de noviembre de 2025

Con espacio para más

Pese a su impresionante rendimiento en lo que va del año, el oro aún muestra espacio para seguir avanzando. En términos relativos, su precio frente al S&P 500 sigue bajo el promedio de las últimas dos décadas, lo que indica que el metal continúa cotizando con descuento respecto a las siempre demandadas acciones estadounidenses (Gráfico 5).

Además, destaca su rol como *hedge* en un momento en que se evalúa una posible corrección en el precio de las acciones en EE.UU., reforzando su atractivo como refugio y reserva de valor en un entorno de mayor incertidumbre macroeconómica y geopolítica.

Por el lado de los flujos, los principales ETFs respaldados por oro registran entradas sostenidas tanto en lo que va del año como en el último mes, con la mayoría acumulando retornos cercanos al 50% en 2025 (Gráfico 6). Esta fortaleza se ve además acompañada por una demanda persistente por parte de los bancos centrales, cuyas compras se aceleraron ~28% respecto al trimestre anterior, reforzando el apetito firme por exposición directa al metal.

¿Rally o burbuja?

Si bien el sólido desempeño del oro podría generar dudas sobre una posible sobrevaloración, el consenso de mercado ve espacio para que el metal avance, estimando que el precio podría llegar a niveles cercanos a USD 4,900–5,000 por onza durante el próximo año. La oferta aún acotada y los flujos persistentes desde inversionistas retail, bancos centrales e inversionistas institucionales sugieren una demanda más bien estructural que respalda parte del movimiento reciente. Y aunque difícilmente se repitan las ganancias de este año, el panorama todavía deja margen para una apreciación adicional moderada, incluso si el mercado adopta un tono algo más cauteloso en adelante.

Gráfico 5: Oro físico aún con descuento frente a acciones EE.UU

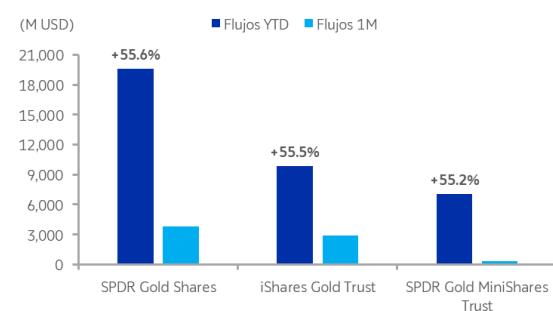
Ratio del precio del oro con el S&P 500



Fuente: Bloomberg, datos al 13 de noviembre de 2025

Gráfico 6: Inflows sostenidos a ETFs de oro físico

Flujos | Retornos (%)



Fuente: Bloomberg, datos al 17 de noviembre de 2025

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Vinci Compass y/o personas relacionadas ("Vinci Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Vinci Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.