

**UNIVERSIDAD DEL ACONCAGUA**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y JURÍDICAS**  
**CARRERA: LICENCIATURA EN ECONOMÍA**

**ALUMNO: LUIS ENRIQUE PONCE GOYOCHEA**

**CURSO: 4º AÑO**

**PROFESOR: LIC. MARIO LÓPEZ**

**TEMA: “LA NATURALEZA DEL PATRÓN ORO COMO  
ESENCIA DEL EQUILIBRIO ESTRUCTURAL EN LA  
ECONOMÍA DE MERCADO”**

**MENDOZA • 2010**

**“LA NATURALEZA DEL PATRÓN ORO COMO ESENCIA DEL  
EQUILIBRIO ESTRUCTURAL EN LA ECONOMÍA DE  
MERCADO”**

## Índice analítico

|  |    |
|--|----|
| Introducción .....   | 5  |
| 1. Reseña histórica y evolución monetaria .....                                      | 8  |
| 1.1 Del Patrón Oro a Bretton Woods .....   | 8  |
| 1.2 El mundo financiero después de 1971: Shocks Petroleros.....                      | 12 |
| 1.3 Revalorización de la Filosofía Austríaca y el Monetarismo.....                   | 12 |
| 1.4 Influencia de Thatcher y Reagan .....  | 13 |
| 1.5 Sucesión de burbujas financieras .....   | 16 |
| 2. Sentido y viabilidad de la restauración del Patrón Oro .....                      | 18 |
| 2.1 Ludwig Von Mises y la Teoría del Valor del Dinero.....                           | 18 |
| 2.2 Estructura financiera y estructura productiva.....                               | 19 |
| 2.3 Distorsiones ocasionadas por la expansión contracíclica de activos líquidos..... | 21 |
| 2.4 La sensibilidad de los mercados financieros .....                                | 22 |
| 2.5 Restauración del Patrón Oro .....  | 23 |
| 3. Perspectivas concretas de revalorización de la unidad monetaria .....             | 25 |
| 3.1 Deducciones algebraicas.....   | 25 |
| 3.2 Evidencia empírica y proyecciones analíticas.....                                | 26 |
| 3.3 Carrera alcista del oro y crisis del dólar .....                                 | 26 |
| 3.4 Evolución del respaldo en oro de los agregados monetarios básicos en EEUU .....  | 29 |

|  |    |
|--|----|
| 3.5 Agregados monetarios y poder adquisitivo ..... | 32 |
| 3.6 Determinantes de la solidez monetaria .....    | 35 |
| Conclusiones .....                                 | 39 |
| Índice bibliográfico .....                         | 42 |
| Índice de gráficos .....                           | 43 |

## **Introducción**

A través del presente informe se busca demostrar que la desvinculación gradual del oro con respecto a la gestión monetaria, ante el avance de los medios fiduciarios como instrumentos de intercambio, se refleja empíricamente en la devaluación o depreciación de las principales divisas a nivel mundial, con énfasis en el dólar como marco de referencia, en sentido comparativo con la carrera alcista del oro verificada desde mediados de la década de 1970 hasta la actualidad.

Se apunta en este sentido a ensayar una aproximación empírica a los factores determinantes de la correlación negativa entre la evolución de la valuación de los instrumentos fiduciarios (esencialmente papel moneda plasmado en divisas) y la cotización de commodities como el oro, particularmente desde su libre fluctuación en los mercados luego de la formalización de su independencia con respecto al dólar, coincidentemente con la explosión de crecientes expectativas inflacionarias.

Desde una perspectiva empírica, el respaldo de la unidad monetaria reconoce en el patrón oro un sistema basado en la solidez y fluctuación gradual de sus existencias, dotando de equilibrio al mercado de dinero y erigiéndose en sustento de la estructura de confianza inherente a los flujos de transacciones comerciales y financieras.

La clave para el éxito del patrón metálico reside en la evolución natural de la oferta de dinero, siempre con el debido correlato en la evolución de las existencias reales del metal de referencia, lo cual resulta en un equilibrio natural entre la estructura financiera y la estructura productiva o economía real.

Ello implica la ausencia de desfasajes significativos derivados de la discrecionalidad inherente al accionar del Estado vía banca central, y por lo tanto un mecanismo de prevención ante potenciales tendencias inflacionarias, privilegiando además la función del dinero como depósito de valor.

Los desequilibrios crónicos entre la oferta y la demanda de medios de cambio son producto de la diversificación de instrumentos financieros utilizados a tales efectos, con un valor nominal escasamente representativo de la riqueza subyacente a su valuación real.

Tras un período de solidez financiera durante el apogeo del patrón oro, el paso a un patrón fiduciario como el papel moneda ha derivado en la emisión monetaria artificialmente distorsiva tendiente a la financiación de persistentes déficits fiscales, en el marco de un feedback negativo ocasionado por un gasto público carente de mecanismos de control eficientes.

No resulta muy extraño entonces, a la luz de la historia reciente, que las caídas en primera instancia de la libra y luego del dólar, como marcos de referencia de los sistemas de tipos de cambio fijos posteriores al clásico patrón oro, hayan dado lugar al sistema imperante de tipos de cambio flexibles.

Para evitar la sucesión cada vez más frecuente de shocks financieros adversos derivados de pronunciadas fluctuaciones cíclicas, resulta no solamente viable sino también determinante la restauración de la función del dinero como depósito de valor, para lo cual debería restablecerse la natural correlación del mismo con el costo inherente al incremento de la oferta del metal sustento de su valor objetivo y subjetivo de cambio: el oro.

El presente informe se divide en tres capítulos.

En el primero de los mismos, analizamos empíricamente la evolución de los sistemas financieros en general y del patrón oro en particular, con referencia a la sucesión de circunstancias que llevarían a que el clásico patrón metálico se desvinculara gradualmente de la gestión monetaria a partir de la instauración de patrones fiduciarios carentes de respaldo en términos reales.

Luego, en el segundo capítulo detallamos los *fundamentals* que confieren sentido a la viabilidad de restauración del patrón oro como sistema financiero, con énfasis en las condiciones inherentes a la naturaleza estructural de la economía de mercado desde la perspectiva de la Escuela Austríaca de Economía.

Finalmente, en el tercer capítulo ensayamos un análisis evolutivo de las relaciones entre los agregados monetarios básicos y su respaldo en oro, apuntando esencialmente a dotar de rigor analítico a las perspectivas de restauración de la función del dinero como depósito de valor.

## 1. Reseña histórica y evolución monetaria

### 1.1 Del Patrón Oro a Bretton Woods

El sistema financiero clásico imperante hasta comienzos del siglo XX era el **patrón oro**, que consistía esencialmente en la fijación del precio de la moneda en términos de oro.

De esta manera, se deduce que el oro constituía una especie de moneda única a nivel mundial, ya que en función del mismo se homogeneizaba el valor relativo de las divisas de distintos países en los mercados internacionales de bienes, servicios y capitales.

Por ejemplo: una onza troy (unidad de medida específica para el oro) era equivalente a \$20 y a £4, por lo tanto el tipo de cambio nominal entre el dólar (\$) y la libra (£) quedaba fijado en  $\text{£ } 1 = \$ 5$ .

Entre las ventajas de este sistema de tipos de cambio, se destacan la autorregulación de los mercados, la estabilidad de las paridades nominales y reales entre las divisas (dada la neutralización de potenciales presiones inflacionarias en virtud del anclaje a un metal precioso cuyas existencias mundiales fluctuaban gradualmente) y



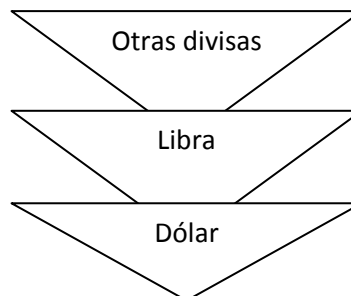
la natural convergencia al equilibrio de la balanza de pagos (dado que ante un déficit global en la misma la moneda de un país se devaluaba impulsando su saldo por cuenta corriente, en consistencia con la apreciación compensatoria del tipo de cambio en los países con superávit global, reduciéndose su superávit comercial hasta que cada país arribaba a un equilibrio en sus respectivas balanzas de pagos).

Además, durante el período de apogeo del patrón oro, especialmente desde las Guerras Napoleónicas hasta el advenimiento de la Primera Guerra Mundial, prácticamente no se registrarían conflictos bélicos, ya que se planteaba una disyuntiva inherente al costo-beneficio negativo resultante de los gastos militares en detrimento del nivel de vida de la ciudadanía, además del deterioro de las relaciones comerciales y financieras.

De allí surgiría el clásico lema cristalizado en la paradoja “oro o guerra”.

Las únicas desventajas que se señalan en torno al patrón oro hacen referencia a los ajustes en el mercado laboral y el desempleo resultante de los mismos, dada la lentitud de los mecanismos de transmisión de las fluctuaciones cíclicas al mercado de trabajo y las consecuentes dificultades para el reajuste estructural del mismo.

El patrón oro entraría en crisis a partir de la Primera Guerra Mundial (1914-1918), y se vería gradualmente distorsionado luego de la Conferencia de Génova (1922), en la cual se instauraría un sistema financiero definido en torno a una triple pirámide invertida:

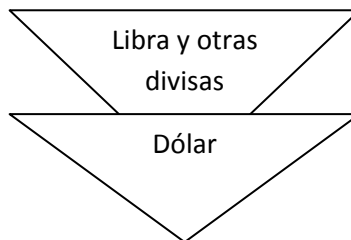


Este nuevo orden financiero implicaba que el dólar estaría respaldado por una cantidad menor de existencias en oro, mientras que la libra sería convertible en dólares (en lugar de oro) y las restantes divisas serían convertibles en libras.

De esta manera, se institucionalizaba la brecha gradual entre el dinero metálico respaldado en sólidas reservas de oro y el dinero fiduciario o papel moneda, cuya oferta se distanciaría vertiginosamente de la base representativa de su respaldo y valor original.

Nacía entonces un sistema intrínsecamente generador de perturbaciones vía expectativas inflacionarias, que se vería profundizado durante el boom de inversiones en la década de 1920 y la burbuja financiera que haría eclosión en el Crack de Wall Street en 1929, derivando en la Gran Depresión de la década siguiente.

Cerca del final de la Segunda Guerra Mundial, se desarrollaría la Conferencia de Bretton Woods (1944), luego de la cual se instauraría un nuevo sistema financiero basado en el dólar como divisa de referencia para las transacciones comerciales y financieras a nivel internacional, pasando del patrón oro al patrón dólar, ya que sólo esta divisa sería convertible directamente en oro, mientras las restantes (incluida la libra) serían convertibles en dólares (eliminando de esta manera la segunda pirámide del sistema de la Conferencia de Génova):



Este sistema financiero surgido en Bretton Woods, impulsado esencialmente por EEUU como nueva potencia hegemónica a través de la delegación encabezada por Harry Dexter White, implicaría además una acción coordinada global para alcanzar la estabilidad económica a nivel mundial, con la creación de organismos multilaterales de

crédito como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (originalmente denominado Banco Internacional para la Reconstrucción y el Fomento: BIRF).

El dólar se había devaluado en términos de oro (de \$ 20 a \$ 35 por onza troy) y con el sistema Bretton Woods continuaría perdiendo valor dada su masiva utilización en las transacciones internacionales, reduciéndose vertiginosamente las reservas líquidas disponibles en la Fed, como consecuencia de la dinámica de un sistema intrínsecamente inflacionario.

Esto llevaría a que el 15 de agosto de 1971 la Administración Nixon dispusiera que el dólar dejaba de ser a partir de entonces convertible en oro, adoptándose un sistema de tipos de cambio flexibles aún vigente en la actualidad.

En este sentido, con respecto al argumento esencial para que EEUU abandonara el patrón oro o las reminiscencias del mismo (ya que luego de Bretton Woods se había distorsionado pasando a constituir en realidad un patrón dólar), la evidencia empírica sugiere que la razón más contundente estaría dada por la notable caída en las reservas de oro en la Fed, que en menos de 30 años habían pasado de \$20.000 millones a menos de \$9.000 millones, lo cual tornaba insostenible la continuidad de la relación de canje (que se había mantenido oficialmente en \$35/oz durante ese período) a un plazo mayor.

La citada circunstancia se vería agravada en función de las perturbaciones de oferta que se describen en la sección siguiente, las cuales se erigieron en fuente generadora de nuevas y crecientes expectativas inflacionarias que aceleraron la caída en el valor del dólar con respecto a commodities como el oro y el petróleo.

## **1.2 El mundo financiero después de 1971: Shocks Petroleros**

Las denominadas Crisis del Petróleo o Shocks Petroleros representarían puntos de inflexión, perturbaciones negativas de oferta agregada a nivel mundial con marcada repercusión en la evolución del análisis macroeconómico de allí en adelante.

El Primer Shock Petrolero (1973-1975) fue originado por una conjunción de circunstancias, esencialmente los conflictos bélicos en Medio Oriente y la gran cohesión entre los países de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) con vistas a reducir la oferta de crudo a efectos de impulsar la cotización internacional del mismo; mientras el Segundo Shock Petrolero (1979-1980) tuvo como detonantes la revolución iraní y las consiguientes tensiones entre Irán e Irak.

Durante el Primer Shock Petrolero, se cuadruplicó el precio del barril de crudo, con repercusión negativa sobre los costos de transporte y por consiguiente sobre el comercio exterior, erigiéndose además en determinante de un contexto recesivo con estanflación, al verificarse simultáneamente elevados niveles de desempleo e inflación.

Luego de una tenue recuperación, el Segundo Shock Petrolero implicaría nuevas perturbaciones a nivel macroeconómico, llegando casi a triplicarse el precio del barril de crudo y profundizando el contexto de estanflación en las economías más avanzadas, lo cual llevaría a la conceptualización analítica detallada de las perturbaciones de oferta desde una perspectiva teórica y empírica.

## **1.3 Revalorización de la Filosofía Austríaca y el Monetarismo**

Como antesala a la concreción empírica del endurecimiento de las políticas monetarias y su preeminencia sobre las restantes medidas de carácter macroeconómico, en el ámbito académico y profesional se destaca el otorgamiento de

sendos Premios Nobel de Economía a grandes exponentes de la Filosofía Económica Austríaca por un lado y del Enfoque Monetarista por el otro.

De esta manera, en 1974 los honores fueron para Friedrich August Von Hayek (discípulo de Ludwig Heinrich Von Mises, máximo representante histórico de la Escuela Austríaca de Economía, en un nuevo impulso a esta corriente del pensamiento económico) por su trabajo pionero en la teoría del dinero y las fluctuaciones económicas y por sus análisis profundos de la interdependencia de fenómenos económicos, sociales e institucionales.

Mientras, Milton Friedman recibiría el halago en 1976, por sus logros en los campos del análisis del consumo, historia y teoría monetaria y por su demostración de la complejidad de las políticas de estabilización.

#### **1.4 Influencia de Thatcher y Reagan**

El retorno al poder del Partido Conservador en Gran Bretaña (Administración Thatcher: 1979-1990) y del Partido Republicano en EEUU (Administración Reagan: 1981-1988) reflejaría la concreción empírica de la preeminencia de la política monetaria sobre la política fiscal y otras medidas, a través del advenimiento de políticas monetarias “inflation target”, con el objetivo esencial de preservar la estabilidad de las divisas como unidades monetarias fuertes, vía restricción gradual de la oferta monetaria y el consiguiente incremento de las tasas de interés de referencia.

El endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed) durante el período 1979-1982, a efectos de concretar la eliminación gradual de las presiones inflacionarias, se explica en virtud de las expectativas que acompañaban al contexto recesivo de la época, lo cual se refleja en el siguiente gráfico, donde las tasas de interés de corto plazo presentaban una evolución porcentual más que proporcional

con respecto a las tasas de interés de largo plazo, indicando que se preveía una caída en los niveles de actividad y una mayor exposición al riesgo para las inversiones a plazos mayores, dada la incertidumbre derivada de la volatilidad de los mercados tras los Shocks Petroleros:



**Gráfico 1: Estructura temporal de los tipos de interés 1977-1980 (Fuente: *The Wall Street Journal* / Big Charts)<sup>1</sup>**

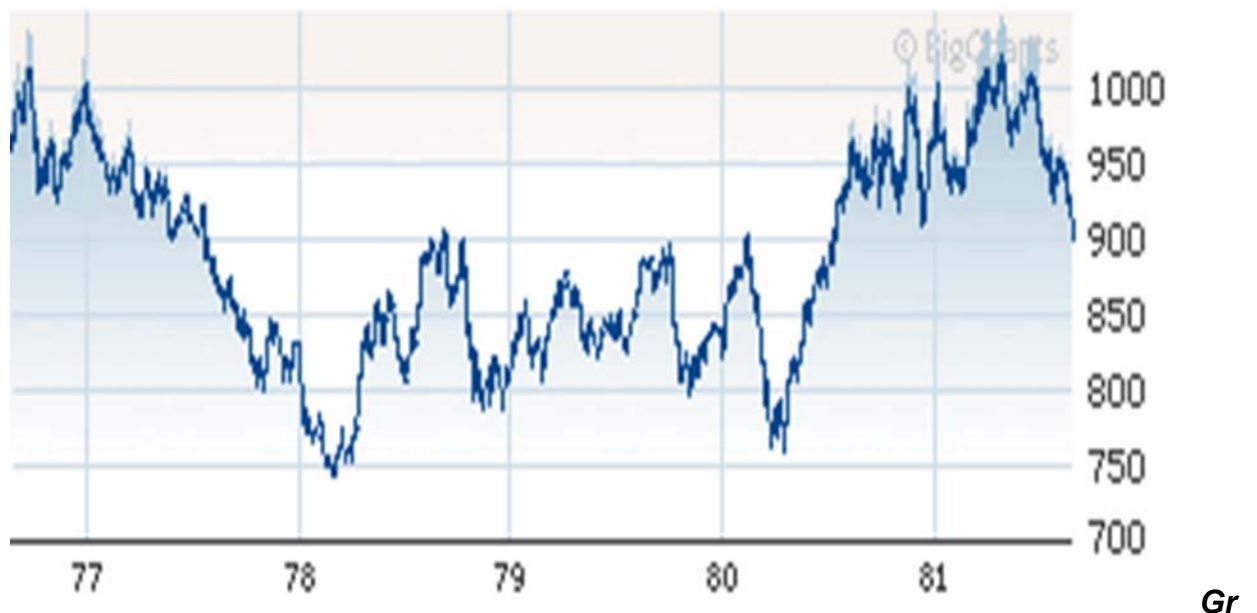
Se destaca en este sentido el cambio de objetivo de la Fed entre 1979 y 1982, pasando de un objetivo de precios (control del tipo de interés de los fondos federales) a un objetivo de cantidad (control de la oferta monetaria, apuntando a reducir la inflación y reposicionar al dólar como divisa fuerte en los mercados comerciales y financieros a nivel mundial).

El siguiente gráfico denota la concreción empírica de las expectativas en torno a la caída en los niveles de actividad entre fines de la década de 1970 y comienzos de la década de 1980, lo cual se refleja en la evolución del Dow Jones Industrial Average, al cual le tomaría poco más de 4 años recuperar sus niveles anteriores al Segundo Shock Petrolero, en un contexto de marcada incertidumbre en torno a la evolución de los

<sup>1</sup> Sitio web de “**The Wall Street Journal**”: [www.wsj.com](http://www.wsj.com)

mercados, presentando significativas oscilaciones, dadas las expectativas en constante modificación y su reflejo en los movimientos de los inversores, quienes ensayaban continuos cambios de rumbo en su constante búsqueda de optimizar los rendimientos de sus posiciones en los mercados de capitales.

Por lo tanto, las oscilaciones ilustran el “random walk” (paseo aleatorio) como reflejo gráfico de la volatilidad intrínseca de la cotización de las acciones en su naturaleza de títulos de renta variable, presentando un alto nivel de riesgo asociado, dada su significativa vulnerabilidad a las perspectivas que enmarcan las expectativas de evolución tendencial inmediata en los mercados de capitales en los cuales cotizan:



**Gráfico 2: Evolución del Dow Jones Industrial Average 1977-1981 (Fuente: The Wall Street Journal / Big Charts)<sup>2</sup>**

La aplicación de políticas monetarias restrictivas conduciría a la significativa apreciación del dólar con respecto a otras divisas a nivel mundial, tendencia que determinaría la ulterior reducción de los tipos de interés de los fondos federales hacia finales de los ´80 y comienzos de la década de 1990.

---

<sup>2</sup> Ibidem

### **1.5 Sucesión de burbujas financieras**

Tras un breve período de recesión, a partir de 1992 comenzaría una fase expansiva sustentada en la masiva diversificación de instrumentos financieros, profundizando la tendencia iniciada durante las décadas previas, lo cual implicaría un pronunciado boom de emisión de medios fiduciarios por encima de los recursos reales subyacentes a la estructura productiva de la economía.

Este nocivo impulso no asimilaría las señales de alerta derivadas de las crisis en México, Rusia, Brasil y los Tigres Asiáticos (Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur), dando continuidad a la fase artificialmente distorsiva de expansión, cristalizada en una burbuja que explotaría con el denominado “Dot Com Crash” (2000-2001), con la caída de varias compañías vinculadas a tecnologías de información y comunicación.

Durante el resto de la década pasada (2001-2009), la citada expansión de medios de pago continuaría con el sustento derivado del accionar discrecional del Estado y la banca central, sin contemplar debidamente el riesgo asociado y llevando a la mayor crisis del naciente siglo.

Los así denominados “activos tóxicos” no son otra cosa que el producto de la emisión monetaria sin respaldo en un activo subyacente dotado de valoración real como sustento de confianza inherente al poder adquisitivo de la unidad monetaria.

De allí las expectativas inflacionarias, que conllevan su propio cumplimiento dada la creciente crisis de confianza y desvalorización del dinero como medio de cambio con valor sustentable en el tiempo, esencialmente en el medio y largo plazo.

Inestabilidad y desconfianza son los denominadores comunes de los patrones fiduciarios imperantes en los sistemas financieros.



El retorno al patrón oro aparece como la solución más razonable. No mágica. Esencialmente razonable. Su viabilidad de concreción es la asignatura que dadas las circunstancias convoca a quienes añoramos la estabilidad monetaria, basándonos en la firme convicción que la moneda no debería ser monopolio del accionar del Estado vía banca central como instrumento, sino que como activo dotado de naturaleza especial como medio de cambio, conforme analizara Mises y detallaremos en el capítulo siguiente, sus fluctuaciones son inherentes en forma exclusiva y excluyente a su valor de mercado.

## 2. Sentido y viabilidad de la restauración del Patrón Oro

### 2.1 Ludwig Von Mises y la Teoría del Valor del Dinero

En su primera gran obra referida a temas monetarios, Mises<sup>3</sup> puntualiza la relevancia determinante del valor subjetivo de cambio de los bienes en la valuación de bienes económicos, relegando en influencia al valor subjetivo de uso.

A diferencia de otros bienes, el valor del dinero se relaciona exclusiva y excluyentemente a su naturaleza de patrón de intercambio en términos de otros bienes económicos, como anticipación de las expectativas en torno a la satisfacción de necesidades provista por el valor subyacente de otros activos.

Es decir, el dinero no posee intrínsecamente un valor subjetivo de uso, por lo tanto su valor objetivo de cambio o poder adquisitivo se encuentra basado en la valuación de bienes económicos subyacentes, en relación a los cuales se determina su valor subjetivo como patrón de intercambio.

---

<sup>3</sup> MISES, Ludwig Von, **“The Theory of Money and Credit”**, Edición en inglés traducida por H.E. Batson (*Irvington-on-Hudson, The Foundation for Economic Education, 1971, págs. 97-109*)

De esta manera, el valor objetivo de cambio del dinero es el determinante de su valor subjetivo de cambio.

Ello denota el carácter derivado del valor del dinero como activo líquido, puesto que su existencia no tendría fundamento alguno si no ostentase un valor de intercambio por otros bienes económicos en cuya naturaleza intrínseca revisten además de ese valor de intercambio un valor subjetivo de uso que se desprende de la utilidad marginal que proveen en términos de satisfacción de necesidades humanas.

En el sistema de libre mercado, en el cual la producción en serie se destina al abastecimiento de la demanda en curso, las fluctuaciones en términos de oferta y demanda de bienes se basan en el valor subjetivo de cambio de los mismos con preeminencia en relación a su valor subjetivo de uso.

Esto se verifica especialmente en virtud de la naturaleza del dinero como patrón de intercambio con potencial de circulación ilimitado dada su prescindencia absoluta de valor subjetivo de uso (que en definitiva no posee), en relación a otros commodities, en particular las materias primas, cuyo potencial de circulación como medio de cambio se ve limitado ulteriormente por su valor subjetivo de uso para la satisfacción directa de necesidades humanas.

Análogamente, de la misma forma en que los alimentos pierden su potencial de circulación al poseer un valor subjetivo de uso, el dinero fiduciario o papel moneda pierde valor como instrumento financiero o medio de cambio al ser emitido discrecionalmente sin respaldo real en un activo subyacente dotado de valor objetivo, como el ejemplo clásico del oro.

Ello se encuentra reflejado empíricamente en la vertiginosa depreciación del dólar desde que su cotización y posición relativa con respecto al oro fluctúa libremente bajo los sistemas actuales de tipos de cambio flexibles.

## **2.2 Estructura financiera y estructura productiva**

El valor económico de los bienes, tendencialmente, es directamente proporcional a su vida útil en el tiempo y el consecuente peso relativo de su aporte a la estructura productiva, por lo tanto resultará a su vez inversamente proporcional a su liquidez, puesto que la prolongación temporal de su participación en la actividad económica implica la postergación de su realización en términos de dinero.

Esto es, los bienes de capital como activos no corrientes, cuya realización se produce en el largo plazo, presentan una magnitud mayor en términos de apreciación económica en relación a los bienes de consumo, de habitual realización en el corto plazo dada su naturaleza de activos líquidos en el marco de la estructura patrimonial de los agentes económicos.

En este sentido, el dinero como activo de mayor nivel de liquidez por excelencia, presenta a su vez el mayor grado de riesgo asociado en términos de exposición a la pérdida de poder adquisitivo que se produce como consecuencia de los procesos inflacionarios.

Por lo tanto, a efectos de evitar la desvalorización de la unidad monetaria en circulación, debe existir un equilibrio en virtud del cual la emisión de activos monetarios no altere significativamente su relación proporcional, en términos de ajustes relativos, con los niveles de activos no monetarios que conforman la estructura productiva.

Esto es, la estructura financiera de la economía debería mantener un nivel de equilibrio en términos de su relación porcentual con el sustento de los activos líquidos que la conforman, representado justamente por la estructura real o productiva de activos con menor nivel de liquidez.

Cuando se produce un desfase proporcional entre las citadas estructuras, reflejado en una burbuja de mercado, existe una sobrevaluación o subvaluación de la

estructura real o productiva en términos de la estructura financiera, como consecuencia del exceso o defecto en la emisión de medios fiduciarios como títulos representativos de activos no monetarios.

Los instrumentos financieros van perdiendo su condición de activos monetarios al caer drásticamente su valor de mercado como consecuencia de las corridas que desmoronan la estructura de confianza y revelan la falta de liquidez de sus emisores, en un marco de explosión del riesgo asociado a las transacciones y debilitamiento de los medios de crédito disponibles.

La base monetaria se deteriora al producirse una saturación del mercado de divisas y las expectativas inflacionarias acompañan al incremento vertiginoso en los precios de bienes y servicios de consumo inmediato, con la consecuente disminución de los salarios reales al caer progresivamente el poder adquisitivo de la moneda.

Ello implica una distorsión en los mecanismos de formación de expectativas, repercutiendo negativamente en la natural anticipación de tendencias a la cual apuntan los agentes económicos, y erosionando gradualmente la estructura de confianza que sustenta los vínculos contractuales, así como también el desarrollo institucional.

### **2.3 Distorsiones ocasionadas por la expansión contracíclica de activos líquidos**

El principal mecanismo generador de las crisis financieras es el desequilibrio derivado de la inconsistencia dinámica entre la estructura financiera de la economía y la estructura productiva o real de la misma, dando lugar a la ineficiencia de los mecanismos naturales de formación de precios en su función de indicadores de la escasez relativa de los bienes y servicios transables en los mercados.

Por lo tanto, ante el advenimiento de una circunstancia como la descrita, la recesión como mecanismo correctivo es saludable para los mercados, erigiéndose en la instancia natural para la restauración de sus niveles de equilibrio, a efectos de reflejar el valor real de los activos transables en virtud del sistema de oferta y demanda.

El natural desarrollo y evolución de este proceso conduce a la eventual recuperación de la confianza en los agentes económicos y contribuye a la reducción gradual del riesgo asociado a las transacciones, erigiéndose en un resurgimiento enriquecedor para los mercados al impulsar la restauración de la eficiencia y eficacia de los mecanismos de formación de expectativas.

#### **2.4 La sensibilidad de los mercados financieros**

La consecuencia cíclica natural del desfasaje entre producción y consumo es la pérdida de confianza derivada del incremento vertiginoso en los niveles de incobrabilidad.

Ello se relaciona a la emisión excesiva de medios fiduciarios, incorporando artificialmente al mercado flujos de activos monetarios que incrementan en términos nominales la valuación de la estructura financiera de la economía sin el debido correlato en la estructura real de la misma, representada por activos no monetarios, esencialmente bienes de capital.

La citada escasez de recursos reales para sustentar la emisión de medios de intercambio conduce inevitablemente a la cesación de pagos y la consecuente crisis de confianza como corolario del eventual colapso del sistema financiero.

De esta manera, la estructura productiva se ve nítidamente deteriorada a través de la vertiginosa acción de los agentes económicos, quienes buscan liquidez vía realización de sus instrumentos financieros subvaluados como producto de la creciente

crisis de confianza y el incremento exponencial del riesgo asociado a las transacciones, para luego reinvertir los agregados monetarios en activos durables menos expuestos a la volatilidad del contexto.

Los títulos representativos de activos con cotización en mercados de capitales pierden valor a raíz de la cesación de pagos de las entidades emisoras, colapso que se transmite en efecto dominó a los distintos instrumentos financieros derivados y a las acciones de compañías que oportunamente habían invertido en tales títulos.

Ello no es extraño, puesto que los mercados financieros en los cuales se comercializan los citados instrumentos anticipan naturalmente las fluctuaciones cíclicas, reflejándolas nítidamente en los respectivos índices bursátiles de las principales bolsas a nivel internacional.

## **2.5 Restauración del Patrón Oro**

Cuando estaba en vigencia el sistema financiero en virtud del cual el oro se erigía en moneda única mundial, una de las características estaba dada por las paridades nominales fijas entre este commodity y las distintas unidades monetarias a nivel internacional, lo cual dotaba de estabilidad al tipo de cambio real que se verificaba entre las mismas, y por consiguiente impulsaba la convergencia al equilibrio ante desfasajes temporales en las balanzas de pagos de distintos países.

Este mecanismo de autorregulación de los mercados comerciales y financieros se sustentaba en las relaciones de canje fijas o anclaje nominal entre el valor de la onza troy de oro y cada divisa de referencia. A modo de ejemplo citamos la relación de canje original de la onza troy (oz) con respecto a la libra (£) y al dólar (\$):  $1\text{oz} = £4 = \$20$

Durante las últimas décadas el dólar ha perdido una significativa proporción de su valor real con respecto al oro, particularmente desde que se encuentra en vigencia el

sistema de tipos de cambio flexibles, ya que desde entonces la cotización del oro por onza troy en los mercados internacionales se ha incrementado vertiginosamente, potenciada por el crecimiento de la demanda del mismo como depósito de valor a medida que los agregados monetarios perdían gradualmente respaldo y efectividad para cumplir la citada función originaria del dinero.

El significativo desfasaje entre el valor nominal de los agregados monetarios como medios fiduciarios y la valuación real de los mismos, denota la caída en la capacidad potencial del dinero para la concreción efectiva de su función de depósito de valor, circunscribiéndose casi con exclusividad a la función de medio de cambio sustentado en niveles de confianza decrecientes y de origen netamente discrecional por parte de la autoridad monetaria.

Por lo tanto, en este sentido se verifica empíricamente que la alternativa más seria y viable para reconquistar la solidez de la unidad monetaria es la gradual restauración del patrón oro, con el citado metal precioso como respaldo natural de la confianza inherente a las transacciones y vínculos contractuales.

El mejor sustento respaldatorio para algo tan natural como el intercambio transaccional, propio de la naturaleza de los individuos como agentes económicos, es precisamente el patrón metálico como esencia del equilibrio y autorregulación de los mercados, neutralizando la discrecionalidad derivada de la banca central.



### **3. Perspectivas concretas de revalorización de la unidad monetaria**

#### **3.1 Deducciones algebraicas**

El interrogante esencial a plantear sería en cuántos dólares por onza troy podría fijarse la paridad o relación de canje para concretar la restauración del patrón oro en la actualidad, siempre contemplando la evolución y regularidades empíricas inherentes a la carrera alcista del mismo durante el transcurso de las últimas décadas.

Basándonos en las relaciones de canje originales y sus respectivas modificaciones, en función de la evolución de algunas variables de referencia vinculadas a los agregados monetarios, podemos ensayar una respuesta estimativa al interrogante previamente planteado.

### **3.2 Evidencia empírica y proyecciones analíticas**

Comenzamos esta sección con una aproximación ilustrativa de la vertiginosa carrera alcista verificada en la cotización del oro en los mercados internacionales, focalizándonos en el período comprendido entre 1959 y los primeros meses de 2010.

Luego, en forma complementaria analizamos detalladamente algunos datos estadísticos relativos a la evolución de los agregados monetarios y su respaldo en reservas de oro para el mismo período de la historia reciente, tomando como marco de referencia la información histórica disponible en el sitio web oficial de la Fed (Reserva Federal de EEUU).

### **3.3 Carrera alcista del oro y crisis del dólar**

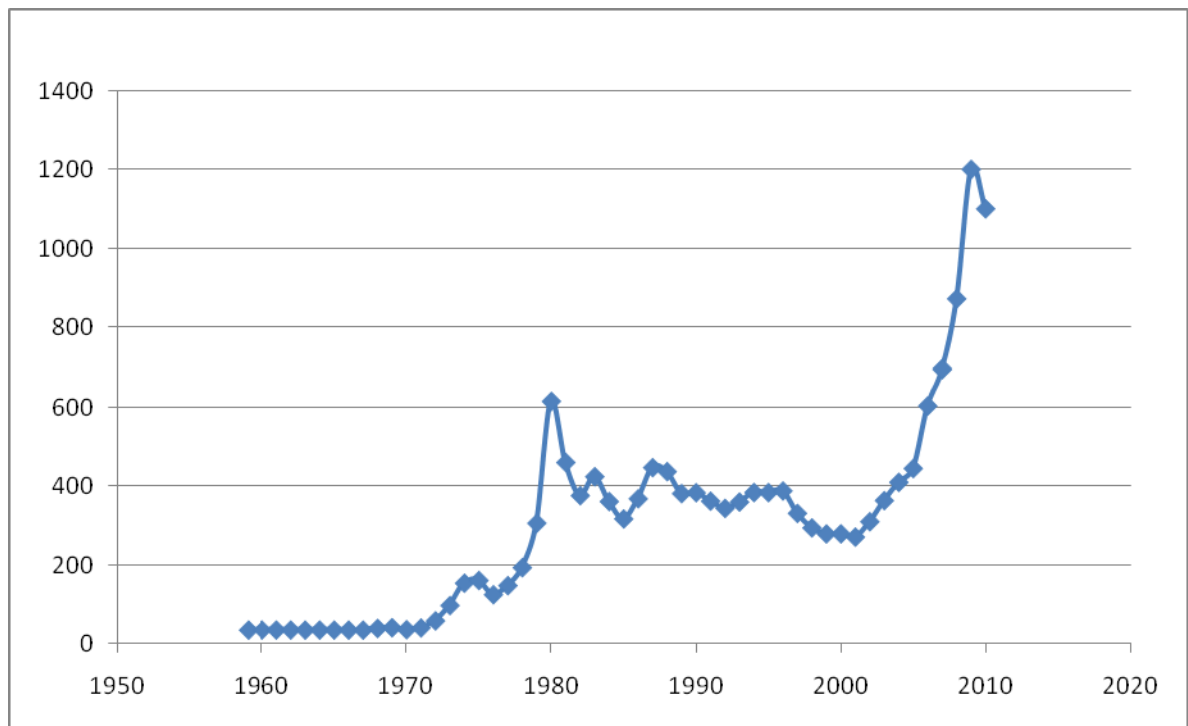
Durante la vigencia del clásico sistema de tipos de cambio fijos, el dólar como unidad de cuenta y medio de cambio era naturalmente complementado por su anclaje a la evolución del oro como depósito de valor, lo cual le confería estabilidad y sustentaba su nivel de confianza en los mercados comerciales y financieros que lo adoptaban como patrón de referencia a nivel internacional.

Esta tendencia, sustentada en la realidad estructural subyacente previamente referida, se modificaría sustancialmente desde la desvinculación del oro con respecto a la evolución del dólar como divisa patrón.

La caída en el valor relativo del dólar a partir de mediados de la década de 1970 es consecuencia directa de la transferencia de su función como depósito de valor hacia el patrón metálico que hasta entonces se erigía en respaldo de su potencial como activo financiero transable: el oro.

Desde entonces, las oscilaciones en la cotización internacional del mismo podrían conceptualizarse como el producto de las expectativas de apreciación o depreciación futura del dólar en el marco de un sistema de tipos de cambio flexibles con alto nivel de volatilidad.

En el siguiente gráfico se observa la evolución de la cotización del oro, medida en dólares por onza troy (\$/oz), para el período 1959-2010, sobre la base de la estimación de la cotización promedio para cada período anual analizado y los primeros meses del año actualmente en curso (2010):



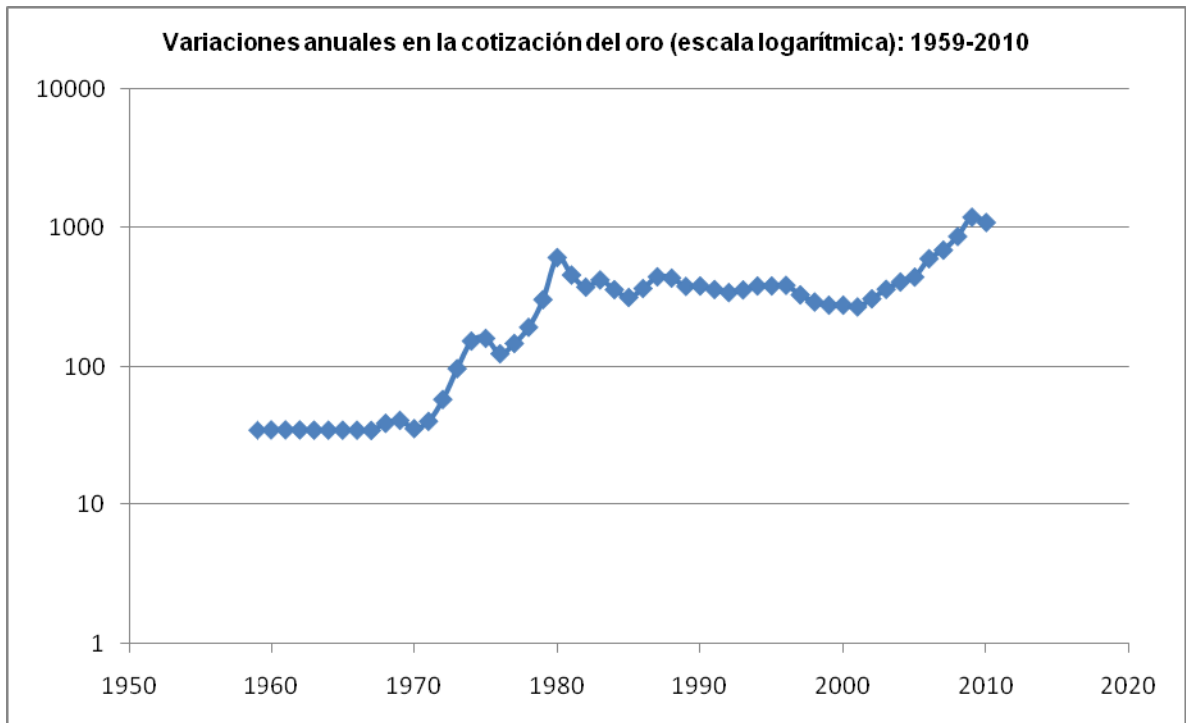
**Gráfico 3: Cotización internacional del oro 1959-2010 (Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos obtenidos en “Historical Gold Price Table”)<sup>4</sup>**

Se observa claramente el contraste entre la estabilidad imperante durante la vigencia del sistema de tipos de cambio fijos (hasta 1971), y las marcadas fluctuaciones verificadas en función de la carrera alcista del oro al cotizar libremente en los mercados

<sup>4</sup> Sitio web: [www.nma.org/pdf/gold/his\\_gold\\_prices.pdf](http://www.nma.org/pdf/gold/his_gold_prices.pdf). Tomando como fuentes: “**Timothy Green’s Historical Gold Price Table (1833-1994)**” y [www.kitco.com](http://www.kitco.com)

internacionales, potenciando la caída relativa en la valoración del dólar con respecto a los commodities en general y al oro en particular.

A efectos de dotar de mayor rigor analítico a las oscilaciones previamente analizadas en sentido evolutivo, se presenta complementariamente un gráfico en escala logarítmica, en el cual se agudiza la claridad conceptual de la percepción de tendencias volátiles plasmadas en la inestabilidad del valor del dólar con respecto al oro, a tal punto de registrarse niveles exponenciales en la desvalorización de la divisa estadounidense, lo cual denota su pérdida de respaldo como depósito de valor, con la consiguiente traslación de la citada función clásica hacia el patrón metálico como símbolo de solidez y confianza:



**Gráfico 4: Cotización internacional del oro 1959-2010: Escala logarítmica (Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos obtenidos en “Historical Gold Price Table”)<sup>5</sup>**

<sup>5</sup> Ibidem

No debería resultar muy extraño entonces notar que desde la instauración de los tipos de cambio flexibles, hace más de tres décadas, la cotización internacional del oro se ha incrementado en proporciones muy elevadas, a tal punto de multiplicar su valor por onza troy por una razón superior a 30 veces en comparación a la época de los tipos de cambio fijos:  $1100(\$/\text{oz})/35(\$/\text{oz}) = 31,43$

### **3.4 Evolución del respaldo en oro de los agregados monetarios básicos en EEUU**

Con respecto a la evolución intertemporal del respaldo de la unidad monetaria en oro, se observan claramente las significativas oscilaciones en el peso relativo (medido en términos porcentuales) del dinero circulante respaldado por las existencias (reservas) de oro en EEUU con respecto a los agregados monetarios en circulación, sobre la base de datos inherentes al período comprendido entre 1959 y los primeros meses de 2010.

A tales efectos, se procede analíticamente desde dos perspectivas secuencialmente combinadas:

- ❖ Desde el punto de vista de las magnitudes físicas (reales): partiendo del stock de oro, medido en toneladas métricas (mt) para cada período anual y ajustado estacionalmente, se realiza la conversión en onzas troy (oz), contemplando las siguientes equivalencias:

$$1 \text{ mt} = 1000 \text{ kg} \quad (10^3) \quad 1 \text{ kg} = 1000 \text{ gr} \quad (10^3) \quad 1 \text{ oz} = 31.1035 \text{ gr}$$

Por lo tanto:

Primero, expresamos el dato original medido en toneladas métricas (mt) en gramos (gr):

$$\text{Stock de reservas en oro (mt)} * 10^3 * 10^3 = \text{Stock de reservas en oro (mt)} * 10^6$$

$$\text{Stock de reservas en oro (mt)} * 10^6 = \text{Stock de reservas en oro (gr)}$$

Luego, realizamos la conversión del stock medido en gramos (gr) a onzas troy (oz):

$$\text{Stock de reservas en oro (gr)} / 31.1035 \text{ (gr/oz)} = \text{Stock de reservas en oro (oz)}$$

- ❖ Por otro lado, desde el punto de vista de las magnitudes monetarias (nominales): determinamos la valuación monetaria del stock de oro medido en onzas troy (oz), en función de la cotización del mismo en el mercado para cada período anual:

$$\text{Stock de reservas en oro (oz)} * \text{Precio de mercado (\$/oz)} = \text{Stock de dinero respaldado por reservas en oro}$$

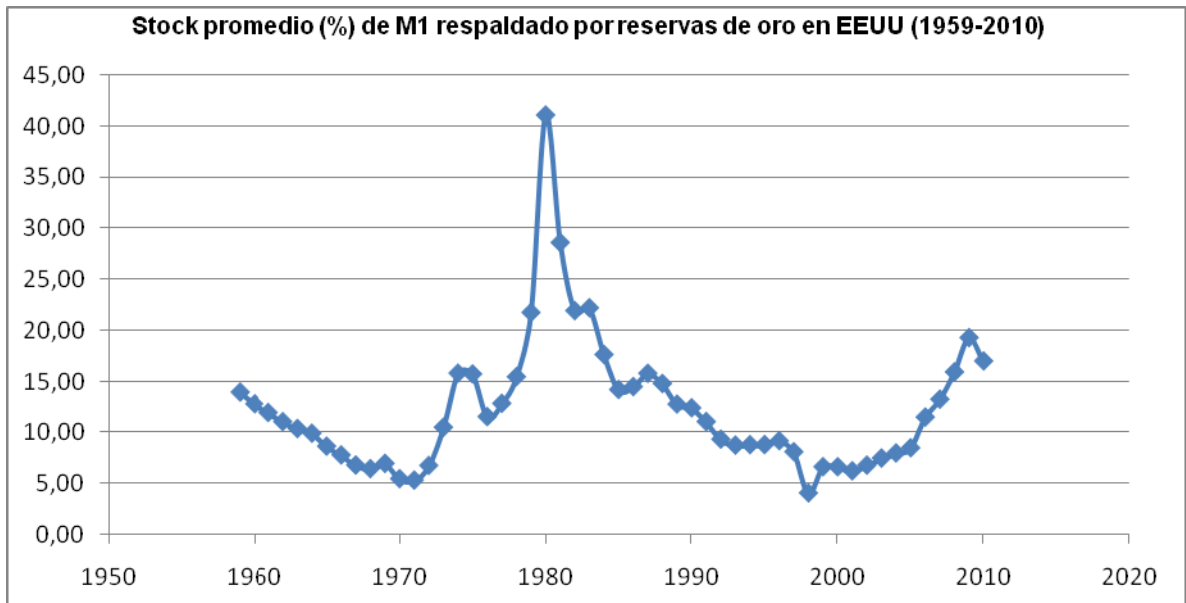
En este sentido, cabe aclarar que para el cálculo de los porcentajes correspondientes a cada año se toma como referencia el stock promedio anual del agregado monetario M1 (dinero circulante, depósitos a la vista y cheques de viajero) medido en dólares y ajustado estacionalmente.

Para los períodos anuales 1959-2009 se toma el promedio simple de 12 meses de stock de M1, mientras que para el año en curso (2010) se toma el promedio simple entre los stocks correspondientes a enero y febrero.

Finalmente, el porcentaje para cada período anual se obtiene a través de la siguiente deducción algebraica:

$$(\text{Stock de dinero respaldado por reservas en oro} / \text{Stock promedio anual M1}) * 100 = \text{Proporción relativa del stock promedio anual de M1 respaldada por reservas en oro}$$

De esta manera, el siguiente gráfico nos muestra las fluctuaciones que se verifican desde 1959 hasta la actualidad (durante medio siglo) en la proporción relativa del stock de M1 respaldada por reservas de oro en EEUU:



**Gráfico 5: Stock de M1 con respaldo en oro: 1959-2010 (Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos obtenidos en el sitio web de la Fed: “Federal Reserve Statistical Release”, Money Stock Measures: SA and NSA)<sup>6</sup>**

En función de lo previamente observado, se deduce nítidamente que la caída gradual en el respaldo en oro del dinero circulante durante la década de 1960, en particular a medida que la liberación del mercado mundial de oro anticipaba el final del sistema de tipos de cambio fijos, daría lugar a una tenue recomposición de la estructura respaldatoria del dólar en respuesta a la crisis en el valor del mismo durante la década de 1970, marcada por las notables perturbaciones en la oferta de petróleo (shocks petroleros) y la carrera alcista del oro en concordancia con su desvinculación de la gestión monetaria.

También podemos destacar el significativo impulso brindado por la revalorización del Monetarismo y el endurecimiento de las políticas macroeconómicas, con particular énfasis en el gradualismo como mecanismo de respuesta ante los shocks previos de oferta que habían derivado en las sucesivas crisis de la divisa estadounidense, alcanzando un nivel de respaldo superior al 40% hacia comienzos de la década de

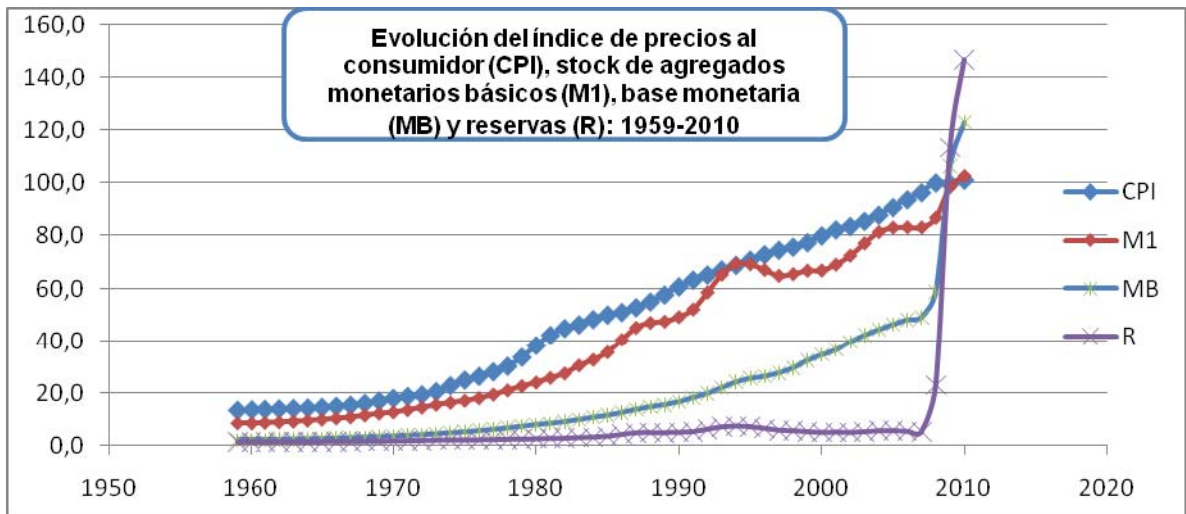
<sup>6</sup> Sitio web de la Fed: [www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.pdf)

1980, como consecuencia esencial del cambio de objetivo de la Fed (focalizándose en el endurecimiento de la oferta monetaria y el consiguiente incremento en los tipos de interés de los fondos federales, a efectos de fortalecer la unidad monetaria y evitar el resurgimiento de potenciales expectativas inflacionarias).

Actualmente, el respaldo en oro del stock de M1 apenas se acerca al 20%.

### 3.5 Agregados monetarios y poder adquisitivo

Seguidamente analizamos el comportamiento evolutivo de la base monetaria comparativamente con las reservas, focalizándonos en su impacto sobre el stock de M1 y los precios al consumidor, conforme al detalle del siguiente gráfico elaborado sobre la base de números índice (tomando como base: 2009 = 100) para una exposición más clara:



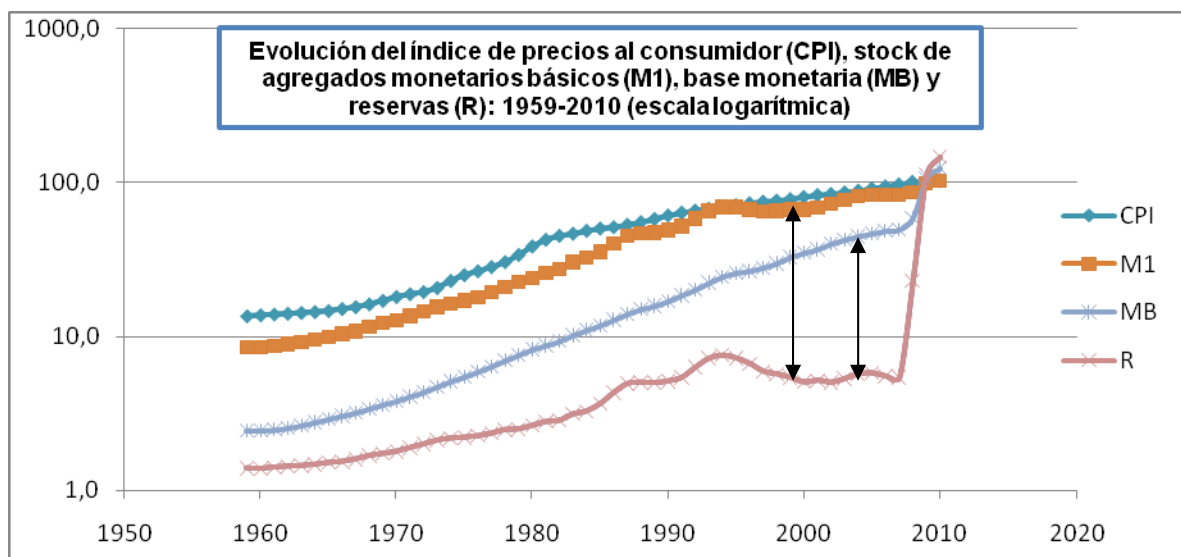
**Gráfico 6: Evolución conjunta de variables de referencia (Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en el sitio web del Federal Reserve Bank of St. Louis)<sup>7</sup>**

<sup>7</sup> Sitio web del **Federal Reserve Bank of Saint Louis**: [research.stlouisfed.org/fred2/](https://research.stlouisfed.org/fred2/)



Es notable el vertiginoso incremento en los precios al consumidor durante el último medio siglo, en particular desde mediados de la década de 1970, en concordancia con la volatilidad derivada de los tipos de cambio flexibles, reflejándose en la brecha cada vez más significativa entre la evolución porcentual de la base monetaria y el stock de M1, ante el estancamiento en el nivel de reservas hasta el advenimiento de la reciente crisis financiera (2008-2009).

Esta brecha generadora de burbujas en función de la emisión artificialmente distorsiva de medios fiduciarios se encuentra plasmada aún con mayor nitidez en el siguiente gráfico en escala logarítmica, donde destacamos la significativa diferencia en la variación porcentual de la base y oferta monetaria con respecto a las reservas representativas de su respaldo:



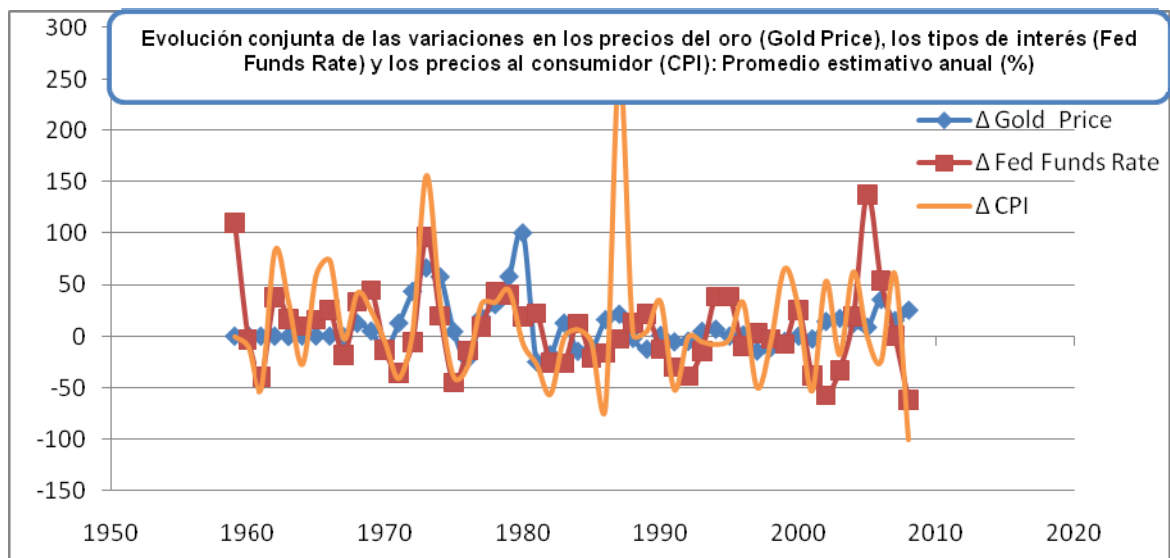
**Gráfico 7: Evolución conjunta de variables de referencia: Escala logarítmica (Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en el sitio web del Federal Reserve Bank of St. Louis)<sup>8</sup>**

La citada brecha evolutiva entre el stock de M1 y las reservas se vio acentuada durante la década pasada en virtud de la significativa expansión en la emisión de

<sup>8</sup> Ibidem

medios de pago en los mercados financieros, hasta generar un colapso con repercusión altamente negativa en los mecanismos de formación de expectativas y consecuentemente en la estructura de confianza que sustenta los mercados de crédito.

De hecho, los precios al consumidor representan una de las variables que mayor nivel de volatilidad han adquirido en los últimos treinta años, especialmente en comparación con la evolución de la cotización del oro y los tipos de interés de los fondos federales, conforme lo ilustrado en el gráfico que se presenta a continuación:



**Gráfico 8: Variación promedio anual de los precios del oro, tipos de interés y precios al consumidor (Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en el sitio web del Federal Reserve Bank of St. Louis)<sup>9</sup>**

Se observa una relativa estabilidad en la evolución de los precios del oro luego de su explosión alcista a fines de los ´70 y comienzos de los ´80, repuntando nuevamente en la actualidad, mientras las oscilaciones más pronunciadas corresponden a los precios al consumidor, al tiempo que los tipos de interés de los fondos federales se mueven en sentido contracíclico en procura de moderar las

<sup>9</sup> Ibidem

variables vinculadas a los agregados monetarios en función de las fluctuaciones cíclicas.

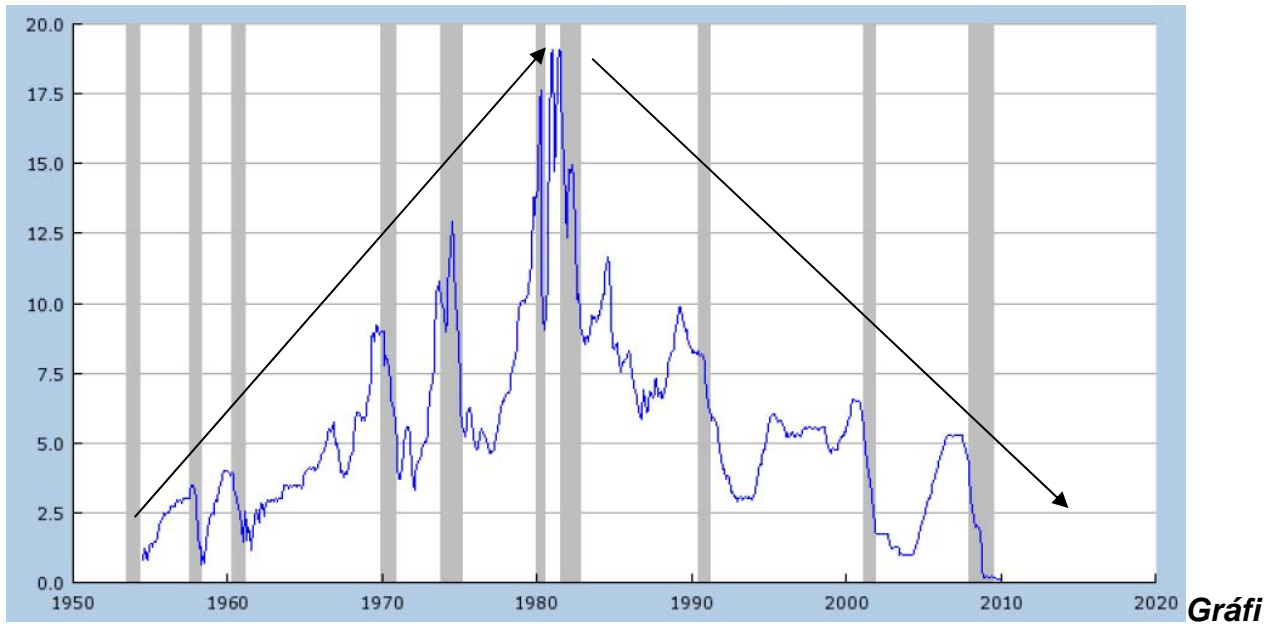
Por lo tanto, el “pass-through” o mecanismo de transmisión de la depreciación del dólar con respecto al oro se refleja en la marcada sensibilidad de los precios al consumidor, lo cual denota la vulnerabilidad de los mercados de bienes y servicios ante estas perturbaciones originadas en el mercado del dinero.

Esto implica que la fuente de perturbaciones en los mercados financieros reconoce empíricamente su origen en desfases estructurales inherentes a la valoración de la unidad monetaria en términos de activos subyacentes a su valor objetivo de cambio, particularmente el oro.

En función de lo observado, la consecuencia más nítida que se verifica empíricamente es la continua erosión del poder adquisitivo de los agentes económicos a medida que las paridades entre el dinero fiduciario y el oro se modifican en torno a la depreciación del primero en concordancia con el encarecimiento de éste último a medida que crece su demanda como depósito de valor.

### **3.6 Determinantes de la solidez monetaria**

Concretamente, la evidencia empírica nos muestra que en 1980 los tipos de interés de los fondos federales alcanzaban niveles promedio cercanos al 20% (como consecuencia de la reducción gradual de la oferta monetaria), apuntando a contrarrestar el contexto estanflacionario imperante en la década inmediata anterior:



**Gráfico 9: Evolución de los tipos de interés de los fondos federales: Áreas sombreadas indicativas de períodos recesivos en EE.UU (Fuente: Sitio web del Federal Reserve Bank of St. Louis)<sup>10</sup>**

Mientras, tres décadas después, nos encontramos ante una actualidad de potencial resurgimiento tras una instancia recesiva aún más contundente y con tipos de interés prácticamente nulos.

En este contexto actual de inestabilidad monetaria y financiera: ¿hasta qué punto será viable restaurar la correlación entre la unidad monetaria de referencia como divisa y el oro como respaldo de la misma en su función de depósito de valor?

Como observamos en las secciones anteriores, el respaldo de los agregados monetarios básicos (M1) apenas se aproxima al 20% de las reservas en oro de la Fed, como consecuencia de la inconsistencia dinámica de un gasto público sin control y un déficit fiscal de dimensiones record, en concordancia con el costo prácticamente nulo de la emisión de la divisa en su carácter de medio de cambio fiduciario basado en una

<sup>10</sup> Ibidem

estructura de confianza que aún se encuentra lejos de avizorar una recuperación sustentable.

Ello reside en que, mientras las relaciones de canje entre el dólar y el oro se mantenían estables y prácticamente fijas, la base monetaria presentaba una evolución análoga en términos relativos con respecto a las reservas internacionales respaldatorias de la misma.

Con la entrada en vigencia de los tipos de cambio flexibles, las variaciones porcentuales de las reservas serían escasamente significativas en sentido comparativo con la pronunciada evolución de la base monetaria a medida que la explosión de medios fiduciarios perdía respaldo en los activos financieros hacia los cuales se producía paralelamente la traslación de la función de depósito de valor, ante la sucesión cada vez más frecuente de períodos recesivos.

Por lo tanto, en este sentido, apuntando a reconquistar la senda de evolución tendencialmente análoga del poder adquisitivo de la unidad monetaria con respecto al oro, tomando como referencia al dólar como divisa patrón, resultaría esencial que el objetivo de la Fed como entidad independiente volviera a estar focalizado en la reducción de la oferta monetaria a corto plazo.

De esta manera, los tipos de interés de los fondos federales recuperarían gradualmente en el medio y largo plazo los niveles determinados en función de la oferta y demanda de divisas, al tiempo que se perfeccionaría el equilibrio gradual de posiciones relativas entre las mismas y las cestas de bienes tanto de consumo como de producción que se demandan en los distintos mercados.

Finalmente, contemplando lo previamente analizado y en función de la evolución cada vez menos significativa de las reservas de oro a nivel mundial en términos reales, resultaría esencial, a los efectos de restaurar el anclaje del dinero fiduciario al patrón metálico, concretar la reducción progresiva de la oferta monetaria nominal de las principales divisas de referencia.

La citada tendencia, sumada a la eminente restauración de la estructura de confianza en las entidades financieras, implicaría la reducción de la brecha porcentual entre la oferta monetaria y la base monetaria (y de ésta última con respecto a las reservas internacionales), en el marco de un contexto de equilibrio de posiciones relativas entre los valores de cambio de las unidades monetarias en circulación en los distintos países y bloques económicos, eliminando a su vez las oscilaciones pronunciadas en el poder adquisitivo de las mismas en términos de commodities.

## **Conclusiones**

Para evitar arribar a situaciones extremas como las crisis sistémicas de la economía, resulta esencial un alto nivel de correlación entre la valoración de las estructuras financiera y real de la misma, contemplando además que los dilemas de política económica no reconocen soluciones virtuales o demagógicas, por lo tanto las recesiones son mecanismos naturales inherentes al ciclo económico, no susceptibles de ser contrarrestados vía políticas macroeconómicas contracíclicas.

A efectos de privilegiar la plena libertad en la toma de decisiones, se torna vital la instauración y plena vigencia de un marco legal de pleno respeto a la propiedad privada como esencia de todo desarrollo económico e institucional, con una unidad monetaria sólida que sustente la preeminencia y estabilidad de las variables reales, reduciendo a su mínima expresión la vulnerabilidad de las mismas ante potenciales distorsiones en las variables nominales.

La dinámica de mercado es inherente a la naturaleza humana y su avidez de progreso continuo, sólo cuantificable vía expectativas y concebida en un marco de plena libertad, sin restricciones derivadas del Estado, el cual deberá circunscribirse a garantizar las condiciones de seguridad para optimizar el proceso de toma de decisiones de los agentes económicos.

¿Es realmente viable satisfacer nuestra clásica añoranza de reconquistar el patrón oro?

Ciertamente desearía que la citada apreciación no quedase meramente reducida a la categoría de interrogación retórica, no obstante lo cual ante las circunstancias contextuales me remito a la esencia de tan preciada meta.

Evidentemente, para avizorar un eventual retorno al patrón oro resultaría esencial la declinación gradual de la brecha de valoración de la unidad monetaria con respecto a la cotización internacional del mismo, en concordancia con la reducción del déficit fiscal a su mínima expresión en el menor tiempo posible a efectos de dotar de sustento a la estructura de confianza sobre la cual se funda el valor objetivo de la divisa.

La incertidumbre que nos enmarca denota el carácter potencial, aunque no retórico, de la curiosidad como motor de nuestra constante avidez por arribar a una modelización de viable concreción futura.

Ello deriva de las limitaciones actuales que se erigen en barreras para la concreción de un sistema de tipos de cambio fijos a nivel mundial, para lo cual resultaría esencial la compatibilización y coordinación de políticas fiscales coherentes con los instrumentos y metas de la política monetaria respectiva.

En la actualidad, evidentemente el ejemplo más cercano al patrón oro en cuanto a sistema monetario y financiero está representado por la Unión Monetaria Europea, sustentada en el denominado Sistema Europeo de Bancos Centrales, reconociendo en el Banco Central Europeo a la institución supranacional clave en términos de fijación de metas y objetivos.

No obstante lo señalado, la moneda europea es en definitiva una moneda de naturaleza fiduciaria y no metálica, por lo tanto su proyección a medio y largo plazo presenta un significativo nivel de dependencia con respecto a las políticas fiscales de los países que conforman la Eurozona, cuya heterogeneidad resulta una fuente de



potenciales distorsiones con efecto desestabilizador en la política monetaria del bloque económico.

En virtud de ello, podemos concluir que el principal obstáculo para una moneda fuerte y sustentable es la excesiva discrecionalidad inherente al accionar del Estado, por lo tanto será condición esencial para la superación de esta barrera la instauración de un marco institucional que ejerza eficientemente los mecanismos de control y limitación al poder gubernamental, circunscribiendo su campo de acción a la dotación de un entorno de seguridad para la toma de decisiones de los agentes económicos.

Será este el desafío que impulse constantemente nuestro proyecto.

El progreso es acción en la misma medida que la riqueza es conocimiento.

## Índice bibliográfico

DE PABLO, Juan Carlos, **“La Economía Argentina en la Segunda Mitad del Siglo XX”** (Buenos Aires, La Ley, 2005)

HAYEK, Friedrich August, **“The Pure Theory of Capital”** (Chicago, University of Chicago Press, 1941)

HAYEK, Friedrich August, **“Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies”** (Londres, Institute of Economic Affairs, 1978)

HUERTA DE SOTO, Jesús, **“Money, Bank Credit, and Economic Cycles”**, Edición en inglés traducida por Melinda A. Stroup (Auburn, Ludwig Von Mises Institute, 2006)

MASCARÓ ROTGER, Antonio, Artículo titulado **“Qué es el patrón oro”** (Sitio web: [www.liberalismo.org](http://www.liberalismo.org), 29 de abril de 2004)

MISES, Ludwig Von, **“The Theory of Money and Credit”**, Edición en inglés traducida por H.E. Batson (Irvington-on-Hudson, The Foundation for Economic Education, 1971)

MISES, Ludwig Von, **“Human Action: A Treatise on Economics”** (New Haven, Yale University Press, 1949)

## Índice de gráficos

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 1: Estructura temporal de los tipos de interés 1977-1980 .....   | 14 |
| Gráfico 2: Evolución del Dow Jones Industrial Average 1977-1981.....   | 15 |
| Gráfico 3: Cotización internacional del oro 1959-2010 .....  | 27 |
| Gráfico 4: Cotización internacional del oro 1959-2010: Escala logarítmica .....  | 28 |
| Gráfico 5: Stock de M1 con respaldo en oro: 1959-2010 .....  | 31 |
| Gráfico 6: Evolución conjunta de variables de referencia .....   | 32 |
| Gráfico 7: Evolución conjunta de variables de referencia: Escala logarítmica .....   | 33 |
| Gráfico 8: Variación promedio anual de los precios del oro, tipos de interés y precios al consumidor .....                             | 34 |
| Gráfico 9: Evolución de los tipos de interés de los fondos federales: Áreas sombreadas indicativas de períodos recesivos en EEUU ..... | 36 |