



ARTÍCULOS

## El Oro en la Encrucijada de los Acontecimientos Monetarios Internacionales

Xenophon Zolotas

Revista de Economía y Estadística, Tercera Época, Vol. 15, No. 1-2-3-4 (1971): 1º, 2º, 3º y 4º Trimestre, pp. 129-139.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3681>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.  
Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.  
Contacto: [rev\\_eco\\_estad@eco.unc.edu.ar](mailto:rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar)  
Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

Cómo citar este documento:

Zolotas, X. (1971). El Oro en la Encrucijada de los Acontecimientos Monetarios Internacionales. *Revista de Economía y Estadística*, Tercera Época, Vol. 15, No. 1-2-3-4 : 1º, 2º, 3º y 4º Trimestre, pp. 129-139.

Disponible en: <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3681>

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>



REVISTAS  
de la Universidad  
Nacional de Córdoba



Universidad  
Nacional  
de Córdoba



FCE  
Facultad de Ciencias  
Económicas



1613 - 2013  
400  
AÑOS

## EL ORO EN LA ENCRUCIJADA DE LOS ACONTECIMIENTOS MONETARIOS INTERNACIONALES \* \*\*

XENOPHON ZOLOTAS

En los últimos meses, el problema del oro se ha agudizado especialmente como consecuencia de la prolongada crisis monetaria internacional iniciada el año pasado y el desarrollo de una intensa actividad especulativa que momentáneamente llevó el precio del oro en el mercado libre, hasta alcanzar el doble del cambio oficial.

Las autoridades monetarias de los principales países industriales y el Fondo Monetario Internacional, han mostrado una creciente preocupación ante estos acontecimientos y son varias las propuestas presentadas con el objeto de controlar esta situación. Pero, pese a su parcial desmonetización, el oro sigue ligado al sistema monetario internacional y afecta su natural desenvolvimiento en muchos e importantes aspectos.

El período actual es crucial para el oro y el futuro del sistema monetario internacional. Podría decirse que el oro ha llegado a una encrucijada de su historia monetaria. Las decisiones que pronto tendrán que tomarse, determinarán si hemos de proseguir con la definida desmonetización del oro, o hemos de volver para iniciar su re-monetización. En el segundo de los casos, estaríamos perpetuando la inestabilidad y la incertidumbre que han castigado al sistema monetario internacional en los últimos años, mejor dicho, en los diez últimos años.

---

\* Versión inglesa de un artículo del Profesor *Xenophon Zolotas*, ex-Director del Banco de Grecia, publicado en el diario de Atenas *TO VIMA*, el 18 y 19 de agosto de 1972.

\*\* Traducción del inglés realizada por la Sra. Lelia Bustos Vocos de Ortiz, jefe de la División Traducciones de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba.

Realmente es de lamentar que todas las últimas decisiones importantes que afectan al oro y al sistema monetario internacional se hayan tomado bajo la presión de enormes movimientos especulativos que han medrado con los errores de las autoridades monetarias y la politización de los problemas de la moneda. Por temor a que ahora ocurra lo mismo y que las decisiones a tomar no ofrezcan la solución para el problema del oro, haciendo posible la reorganización del tambaleante sistema monetario internacional sobre una base sólida o firme, nos hemos visto impulsados a presentar la propuesta contenida en este trabajo.

El oro fue factor de estabilidad del sistema monetario de post-guerra, donde jugó un rol múltiple (el de común denominador de las monedas, componente principal de las reservas oficiales y fuente más importante de incremento en la liquidez internacional) mientras su precio de mercado libre o su precio de venta se mantuvo igual al cambio oficial de \$ 35 la onza de oro puro.

La igualdad de precio del mercado libre y el cambio oficial en lo referente al oro, en realidad se mantuvo de una manera general, hasta 1960, pese a algunas desviaciones incidentales y secundarias, por el hecho de que la demanda de oro no-monetario se mantenía más baja que la oferta del mercado al precio oficial. En estas circunstancias, la demanda perfectamente elástica de los bancos centrales que absorbían el exceso de la oferta de oro al precio oficial aseguraron la estabilidad del precio en el mercado abierto.

Sin embargo, pudo advertirse una fuerte tendencia alcista de la demanda de oro en el mercado libre, desde 1961 en adelante, con el resultado que los precios tendieron a elevarse por encima del precio de \$ 35 la onza. Frente a esta emergencia, se creó una fuente de reservas de oro (Gold Pool) con los aportes de los bancos centrales de los más importantes países industriales, de acuerdo a un plan convenido de cuotas. Este fondo de reservas de oro fue concebido como instrumento de intervención destinado a mantener las condiciones de orden del mercado y evitar por medio de la compra o la venta de oro cualquier desviación sustancial del precio oficial.

Este sistema de intervención al principio pareció asegurar un cierto grado de estabilidad. Sin embargo, luego de regir por espacio de algunos años, demostró ser nada más que un instrumento por el cual los especuladores y los tradicionales acaparadores de oro tuvieron acceso al oro monetario de los bancos centrales. En realidad, por el año 1966, el oro del banco central comenzó a fluir en grandes cantidades hacia el mercado libre, al precio oficial de \$ 35 la onza y el movimiento cobró tales proporciones en 1967, que tuvo que abolirse el fondo de reservas de oro, denominado *Gold Pool*. El acuerdo del mes de marzo de 1968, estableció en su lugar, un sistema de precio doble como medida de emergencia destinada a prevenir la gradual depleción o el paulatino agotamiento del stock de oro en moneda del Mundo Occidental. En virtud de este convenio, el precio de \$ 35 la onza se mantenía sólo para las transacciones en oro entre los bancos centrales que tuvieron que refrenar sus compras o ventas de oro en el mercado abierto, para que éste quedara en libertad hasta encontrar su nivel.

La experiencia ha demostrado que este convenio no dio solución duradera al problema, ni pudo salvaguardar al sistema monetario internacional y al dólar de la amenaza de una demanda en constante aumento del oro, principalmente con fines especulativos. Pudo advertirse además que la amenaza aumentaría en proporción a la mayor diferencia entre el precio de venta oficial y libre del oro. Mientras tanto, el 15 de agosto de 1971, el gobierno de los Estados Unidos abolió oficialmente la convertibilidad del dólar en oro, cosa que en la práctica, ya se había abandonado unos años antes, desde que se había solicitado a los bancos centrales que no pidieran la conversión de las reservas en dólares por oro. Por último, el 18 de diciembre de 1971, en forma simultánea con el re-alineamiento de las monedas, se elevó el precio oficial del oro de \$ 35 a \$ 38 la onza. Esto, naturalmente no impidió que se reanudara la suba del precio del oro en el mercado libre. Subiendo lentamente, y en forma discontinua al principio, el precio del oro subió bruscamente desde el mes de abril de 1972 y para los primeros días de agosto del mismo año había superado el precio de \$ 70 la onza.

El estado actual del mercado de oro constituye indudablemente, una seria amenaza para el sistema monetario internacional, principalmente en su dislocada condición presente.

Pese al abandono de la convertibilidad del dólar, el sistema monetario internacional sigue atado al oro. Los valores de paridad como así también los Derechos Especiales de Giro, se fijan según los términos del oro y las transacciones del Fondo Monetario Internacional se basan en las paridades del mencionado metal. Es evidente que dicho sistema, no puede operar suavemente cuando el precio del oro en el mercado libre está cerca del doble del precio oficial. El precio oficial del oro de \$ 38 la onza, es totalmente irreal, y es prácticamente imposible que el precio del mercado libre llegue alguna vez a acercarse. Por lo tanto, la diferencia de precio, establecida en forma permanente, constituye una seria anomalía como ha podido apreciarse en la reacción de los bancos centrales. En realidad, ninguno de ellos está actualmente preparado para usar sus reservas de oro como forma de pago de sus obligaciones a la tasa oficial. A este respecto resulta particularmente significativo que los bancos centrales de Francia y Japón se hayan negado últimamente a cumplimentar su deuda en oro con el Fondo Monetario Internacional en razón de los aumentos de la cotización de algunos de los países miembros. La magnitud de la diferencia entre el precio oficial y el del mercado libre eleva el grado de incertidumbre y nerviosismo de los mercados financieros internacionales y constituye un factor negativo en los intentos por reformar el sistema monetario internacional.

Diversas propuestas diametralmente opuestas entre sí se han propugnado para la solución del problema. Pero mientras se demoren las decisiones adecuadas, estas propuestas sólo contribuirán a empeorar la mala situación actual.

Una de tales propuestas es duplicar el precio oficial del oro. Esta es la decisión deseada por los acaparadores principalmente, los especuladores y los productores del metal. Pero tal medida no habría de resolver el problema de salvaguardar el sistema monetario internacional de los movimientos especulativos del mercado de oro. Los especuladores simplemente encontrarían una nueva base, digamos

por ejemplo, de \$ 70 la onza, de la cual podrían iniciar un nuevo esfuerzo para elevar más todavía el precio del oro. El sistema monetario internacional quedaría a merced de los especuladores que seguirían perturbando hasta que dentro de algunos años se viera obligado a fijar un nuevo aumento en el precio oficial del oro.

Otra propuesta, que según los informes de la prensa, ha sido tema de discusión entre el Presidente de Francia y el de Italia, consiste en fijar el precio del oro para la comunidad interna de Europa y a los fines contables, al doble del nivel actual del cambio oficial. Si se adoptara esta propuesta, tendríamos tres precios para el oro: el precio o cotización oficial, el del Mercado libre y el contable o financiero, que sólo llevaría a aumentar la confusión, la incertidumbre y el nerviosismo.

Parece también que el Fondo Monetario Internacional en su memoria anual para 1972, propondrá que se venda el oro monetario en el mercado libre para poder comprimir el precio del mismo a un nivel cercano al de \$ 38 la onza. El objeto de esta medida es ostensiblemente, crear un momento de alivio o dar un "impasse" en el cual las principales potencias financieras puedan decidir con tranquilidad, respecto al futuro del oro dentro del marco de la reforma monetaria. En caso de adoptarse dicha propuesta, volveríamos a la política del Fondo de Reservas de Oro (Gold Pool) de 1961, que contribuyó al enorme desarrollo de la especulación en cuya acometida sucumbió más tarde.

Las mismas consideraciones se aplican a la idea que las autoridades financieras de Estados Unidos parecen estar tratando seriamente, que es la de proveer oro de sus reservas monetarias a los usuarios de la industria a precios razonables.

Personalmente, opino que todas estas propuestas lejos de inmunizar al sistema monetario internacional contra la especulación del oro, tienden más bien a incrementar y perpetuar su vulnerabilidad a los ataques especulativos. El problema en realidad, consiste en saber cómo aislar el sistema monetario internacional de los azares o riesgos del oro, que durante tanto tiempo han provocado serias perturbaciones monetarias.

Antes de intentar resolver el problema será útil hacer un avalúo de las condiciones de oferta y demanda en el mercado del oro.

La demanda no-monetaria de oro (para el tradicional acaparamiento, la industria y artículos de joyería) ha llegado actualmente a un nivel casi igual al de la producción del mercado libre y se espera que continúe subiendo a una tasa anual de 3-4%. Sin embargo, lo que provocó los últimos y espectaculares aumentos sucesivos en el precio del oro, ha sido la demanda de los especuladores que persisten en obtener apreciables ganancias del aumento del precio oficial del oro que las autoridades financieras internacionales se verán obligados a conceder. La demanda especulativa recibió un poderoso ímpetu cuando varias firmas que se especializaban en la venta de oro pronosticaron la creciente escasez para los próximos años, con la correspondiente presión alcista en los precios.

Las tratativas franco-italianas sobre el posible aumento en el precio del oro con respecto a las transacciones entre los bancos centrales de la Comunidad Económica Europea y otros informes similares han contribuido a intensificar la demanda especulativa.

Evidentemente, si se rompiera el ímpetu de la demanda especulativa y se invirtiera su tendencia, el precio del oro declinaría a corto plazo, aunque lógicamente, nadie puede decir en qué medida y hasta cuándo.

Con respecto a la oferta de oro cabe hacer notar que la producción disminuyó el año pasado y que los especialistas en la materia no esperan un aumento sustancial en los próximos años. Naturalmente, un eventual retorno a la calma o la tranquilidad en el mercado por la estabilización del precio del oro a un nivel considerablemente más alto que el precio oficial es probable que lleve a un incremento en la producción de oro mediante nuevas inversiones. Pero aun en este caso, la tendencia alcista de la demanda para fines no-monetarios no permitirá agregados sustanciales al stock de oro monetario.

Además, los efectos de la demanda especulativa sobre el mercado, se componen de variaciones especulativas en la oferta de los países productores de oro, principalmente de Sud Africa y probable-

mente de la Unión Soviética. Se supone que Sud Africa ha reducido la oferta de oro para el mercado en los últimos meses para hacer subir el precio.

Sin embargo, si es verdad que los últimos acontecimientos registrados en el mercado del oro, son el resultado de un resurgimiento de la especulación, también es cierto que el movimiento no hubiera alcanzado la amplitud que mostró si a pesar de la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro no hubiera seguido ocupando la posición crucial en el sistema monetario mundial y constituido el componente principal de las reservas monetarias oficiales. En tanto proposiciones tales como el retorno del oro a su posición de pivote en el sistema monetario que ocupaba en el pasado y la reimplantación de la convertibilidad del dólar en oro, sean seriamente consideradas, tanto el mercado de oro como el sistema monetario internacional seguirán a merced de los movimientos especulativos con sucesivas explosiones y crisis.

Si en el futuro han de evitarse tales casos, el sistema monetario internacional tendrá que hacerse impermeable al oro. Debemos aprender la lección que nos diera la experiencia de la década del 60 y hacer cuanto esté a nuestro alcance para neutralizar la trampa del oro que causara tanto daño al sistema en los últimos diez años.

No escapa la conclusión que dice que desde que la demanda no-monetaria absorbe toda la oferta del oro recién extraído, son tres las consecuencias que seguramente habrá de tener: *Primero*, que el oro no puede contribuir a la expansión de la liquidez internacional. *Segundo*, que en un sistema de doble precio, el precio del mercado libre tenderá en el largo plazo a subir y permanecer por encima del cambio oficial, mientras que en el corto plazo, estará sujeto a fluctuaciones y explosiones por la presión de los movimientos especulativos de diversa intensidad. *Tercero*, que cada vez que el precio del mercado libre se eleve sustancialmente por encima del cambio oficial, correrá una ola de incertidumbre y desconfianza por el sistema monetario y las presentes dificultades habrán de reaparecer en cada ocasión.



Aun suponiendo que se aboliera el sistema de doble precio, cualquier intento por estabilizar el precio del mercado libre al nivel del oficial, implicará inevitablemente la venta de cuantiosas sumas de oro monetario y nos llevará directamente a caer en la trampa del *Gold Pool*.

Es por lo tanto evidente que la única solución duradera es la de aislar el sistema monetario internacional de los sucesos del mercado de oro. Además ésta es también la forma más segura de recuperar la calma para el propio mercado de oro.

El problema de la relación entre el oro y el sistema monetario internacional debe enfrentarse ahora y de manera que en el futuro evite las perturbaciones que la naturaleza de su interconexión está actualmente provocando.

Ya hemos señalado que el oro, desde el momento que la demanda no monetaria del mismo prácticamente absorbe la oferta, ha dejado de ser factor estabilizante del sistema monetario y fuente de aumento de la liquidez internacional. Actualmente sólo puede emitir olas de incertidumbre y perturbación que hacen mecer el sistema. La superposición de la especulación en la demanda corriente provoca agudas fluctuaciones en la demanda total con los consecuentes movimientos espasmódicos del precio. Pero la especulación, como ya lo dijera, tiene sus raíces en el nexo existente entre el oro y el sistema monetario internacional. Los especuladores siempre cuentan con presionar a las autoridades financieras para elevar apreciablemente el precio oficial del oro de forma de consolidar sus ganancias y nuevamente iniciar otro saqueo desde el terreno firme de la nueva posición.

Creo que el sistema monetario internacional no podrá estabilizarse mientras sus ataduras con el oro no se hayan cortado completamente. Creo también que ha llegado el momento de hacerlo.

La tarea parece, a primera vista, imposible o al menos extremadamente difícil dada la participación del oro en las reservas monetarias oficiales. No obstante ello, pienso que existe una solución: la abolición del precio oficial del oro y la extensión del precio de mercado libre conforme lo determinen la oferta y la demanda, para las

transacciones oficiales en oro, actualmente sujetas al precio o cambio oficial. En efecto, lo que yo propongo es aplicar al oro monetario, el sistema de tasa o cambio flotante experimentado ya temporariamente para las monedas de reserva, por ejemplo, el dólar estadounidense entre el 15 de agosto y el 18 de diciembre de 1971, y generalmente, la libra esterlina. Un elemento esencial de la solución sería la permanente exclusión en el futuro de la convertibilidad del dólar o de cualquier otra moneda en oro a un cambio o precio fijo. Naturalmente, los Bancos Centrales podrían utilizar sus reservas de oro para sus pagos internacionales en caso de necesidad, aunque al precio del mercado libre predominante en el momento de la transacción.

Por cierto que se puede argumentar en contra de esta proposición, en el sentido de que crea un sinnúmero de problemas difíciles. El primero surge del hecho que el oro ha servido hasta el presente de común denominador de los valores a la par que se expresan directamente o indirectamente en términos de oro. Los Derechos Especiales de Giro también se definen en oro. El hecho de que todas las monedas floten en función al oro crearía por lo tanto una situación confusa porque eliminaría el común denominador en referencia al cual se devalúan o revalúan las monedas. El Ministro de Hacienda del Reino Unido, Mr. Barber avanzó mucho dando las disposiciones sobre el particular, cuando en la reunión de 1971 del Fondo Monetario Internacional, sugirió que los Derechos Especiales de Giro asumieran el rol del oro como común denominador. Pero, aunque Mr. Barber advertía perfectamente la utilidad de los Derechos Especiales de Giro para este objeto, no alcanzó a ver que el éxito de su propuesta exigía también romper la atadura de los Derechos Especiales de Giro con el oro. Porque, en sustancia, nada habría de cambiar, si se mantenía el nexa estable de los Derechos Especiales de Giro con el oro. Los Derechos Especiales de Giro se convertirían en denominador común de las monedas pero al mismo tiempo, se haría flotar en contra del oro.

En base a este sistema, las monedas conseguirían un valor a la par estable en función o en términos a los Derechos Especiales de

Giro y las devaluaciones y revaluaciones se expresarían solamente en términos de los Derechos Especiales de Giro, por medio de los cuales se determinarían los cambios contrarios o adversos con otras monedas. Por lo tanto, el sistema monetario internacional se basaría en el patrón de los Derechos Especiales de Giro en lugar del patrón del cambio en oro. Un derivado de esta solución sería que los cambios en los valores nominales de las monedas de reserva se facilitarían sustancialmente. La adopción de esta propuesta por cierto que exigiría la enmienda de los Artículos del Acuerdo del Fondo Monetario Internacional.

La segunda dificultad sería que las reservas de oro de los bancos centrales que en algunos casos representan una elevada proporción de sus reservas totales, fluctuarían en su valor. Este, sin embargo, no sería un obstáculo serio. No he hallado diferencia alguna entre las reservas de oro sujetas a una tasa flotante y las reservas de divisas extranjeras compuestas de monedas cuyos valores nominales han variado en repetidas ocasiones (tal como la libra esterlina y más recientemente, el dólar) o las monedas claves sujetas a tasas flotantes (como en el caso actual de la esterlina y el dólar en los últimos meses del año 1971).

Conforme al sistema propuesto, cuando un banco central tuviera que pagar en oro a otro banco, la transacción se haría al valor del precio de mercado libre predominante en ese momento. Como medida de precaución adicional, podría estipularse que el banco central pagador en oro, retuviera el derecho a solicitar el reembolso del oro en cualquier moneda convertible al precio de la operación o de la transacción original, dentro de un cierto período de tiempo. Sin embargo, es bastante difícil que las transacciones oficiales en oro entre bancos centrales, sean frecuentes. Es lógico que un banco central que enfrentara un déficit en su balanza de pagos, eche mano primero de sus reservas y haga uso de las facilidades del crédito internacional y recurra en última instancia al oro.

El tercer problema surgiría de la libertad que los bancos centrales alcanzarían bajo el sistema propuesto, para comprar y vender oro en el mercado libre. Por el momento existe un acuerdo tácito

que prohíbe tales transacciones aunque, la intención declarada de los Estados Unidos de vender oro a la industria parece haber debilitado considerablemente esta prohibición. Este aspecto especial del problema será sin duda el tema de un acuerdo que fije las normas de conducta del mercado y disponga las medidas necesarias de consulta, al menos entre los más importantes bancos centrales.

Estoy convencido que la solución propuesta tiene ventajas sustanciales con respecto a las que hasta ahora se han hecho. La principal de estas ventajas es que asegura la independencia del sistema monetario internacional de la especulación del oro. Su adopción sería un paso decisivo adelante en la desmonetización del oro. El proceso está ya en una etapa avanzada. El primer paso ha sido la adopción de un sistema de precio doble, en marzo de 1968. Luego siguió la introducción de los Derechos Especiales de Giro como una suerte de papel oro que redujo aún más el rol del metal en el sistema monetario. El tercer paso se tomó en agosto de 1971, cuando el dólar se hizo oficialmente inconvertible en oro. El abandono propuesto del precio oficial del oro monetario puede constituir el cuarto paso decisivo, que llevará a la total desmonetización del oro una vez que se revean los Artículos del Acuerdo del Fondo Monetario Internacional de modo que los valores nominales que actualmente se expresan en oro puedan convertirse en Derechos Especiales de Giro, y el papel del oro como medida del valor de las monedas, desaparezca.

La separación del sistema monetario internacional del oro contribuiría a calmar el mercado de oro dado que la demanda por el metal se restringiría en todos los casos a los acaparadores tradicionales, la industria y los artículos de joyería. La especulación que se origina del nexo estable entre el oro y el sistema monetario desaparecerá y el mercado de oro llenará normalmente la función de la misma manera que los otros mercados de metales y con fluctuaciones también similares.

Sería un error no aprovechar la oportunidad que se nos presenta con las condiciones monetarias actuales, para eliminar el oro de una vez por todas del sistema monetario, que practicar la reforma sobre bases o fundamentos más estables.