

BONOS DE PODER ADQUISITIVO CONSTANTE

Javier Márquez

En los últimos años, y sobre todo desde que se inició la emergencia de Corea, se ha venido debatiendo la conveniencia de emitir bonos amortizables en unidades monetarias que tengan igual poder de compra que las invertidas originalmente en ellos. En varios países se han hecho ensayos con bonos de esta clase, y en Estados Unidos, aunque las proposiciones de que se emitan no han prosperado, la campaña en su favor adquirió suficiente fuerza para que el proyecto fuera tratado con detenimiento por el Comité Patman hace dos años.¹ En México, el Secretario de Hacienda declaró el 17 de marzo de 1953 que se estudiaba la conveniencia de emitirlos.

Este artículo contiene un examen de parte de la literatura existente sobre el tema y consideraciones sobre la aplicabilidad de esta técnica de captación de ahorros a países de América Latina, y más concretamente a México.

I. Evolución de la idea

La idea de unos bonos con poder adquisitivo constante no es nueva. Hoy se reconoce a Alfred Marshall como el primer exponente de la idea, o de una aproximación a ella, aunque Marshall mismo se refirió, como precedente, a las sugerencias hechas a principios del siglo XIX de que el gobierno inglés publicase un “patrón tabular” de valor para uso optativo dentro del Reino Unido en todas las transacciones a plazo largo.

Las ideas de Marshall se encuentran en sus declaraciones ante la Royal Commission on the Depression of Trade and Industry, en 1886² y en un artículo de 1887.³

Marshall propuso que se crease un patrón de valor independiente del oro y la plata. Un ministerio fijaría anualmente, o más a menudo, el índice de precios e indicaría qué cambios habían ocurrido en el poder adquisitivo del dinero. Cuando se hiciera un préstamo, éste podría ser, a discreción de los interesados, en términos de dinero o en términos de “unidades” (poder adquisitivo constante). “En este último caso, el prestamista sabría que, cualquier cambio que hubiera en el valor del dinero, él recibiría, al devolverse el préstamo, la misma cantidad de riqueza real, igual poder de compra de artículos necesarios, útiles y de

¹ Se conoce con el nombre de Comité Patman el que redactó el informe sobre *Monetary Policy and the Management of the Public Debt* en 1952.

² Reimpreso en *Official Papers*, Londres, MacMillan, 1926, pp. 9-12 y 31.

³ “Remedies for fluctuation of general prices”, *The Contemporary Review*, Londres, marzo de 1887; “Remedios para las fluctuaciones de los precios en general”, versión española publicada en Alfredo Marshall, *Obras escogidas* (México, Fondo de Cultura Económica, 1949), pp. 35-59.

lujo, que prestó. Si contrató una tasa de interés del 5 por ciento recibiría anualmente dinero de igual valor a un veinteavo de las unidades que prestó... El prestatario no estaría en ocasiones impaciente por lanzarse a empresas mal pensadas a fin de ganar con el alza esperada de los precios, ni en otras temeroso de tomar prestado para fines legítimos por miedo a ser afectado por una baja general de precios." La renta de la tierra también debía fijarse en unidades generales, aunque para las rentas agrícolas sería preferible tener una unidad especial basada sobre todo en los precios de los productos agrícolas. En general, Marshall deseaba que paulatinamente se fueran introduciendo una serie de unidades especiales según fuera el destino de los préstamos, y así, además de la unidad agrícola, se refirió también a una unidad minera "y lo mismo para otros sectores". "Un arreglo similar para las obligaciones y bonos del gobierno daría a sus tenedores lo que quieren: un ingreso realmente constante." Marshall aboga por su "unidad" para prácticamente todos los pagos (contratos, testamentos, impuestos, sueldos, pensiones y jornales). Para iniciar este programa el gobierno debería empezar por ofrecer pagar sus Consolidados a una tasa de interés constante de verdad y no sólo nominalmente. "Creo que antes de mucho tiempo la moneda quedaría restringida a las funciones para las que sirve, de medir y liquidar operaciones que se completan poco después de iniciarse."

Aunque según Sumner Slichter, Irving Fisher propuso hace más de una generación unos bonos de poder adquisitivo constante,⁴ el siguiente autor que ha recibido crédito como precursor de la idea ha sido Keynes. En sus declaraciones ante el Committee on National Debt and Taxation,⁵ en 1924, Keynes dice: "Sugiero que se emitan bonos cuyo capital e interés no se paguen en una suma fija de esterlinas, sino en una suma tal de esterlinas que tenga un valor fijo en términos de mercancías, de acuerdo con un número índice. Creo que debería establecerse un número índice oficial para tal finalidad siguiendo los lineamientos del patrón tabular recomendado hace mucho tiempo por el Dr. Marshall y todo el mundo, incluso la Tesorería, debería poder ofrecer préstamos cuyo interés y principal fueran pagaderos de acuerdo con los movimientos del número índice." Keynes pensaba que estos bonos tendrían gran aceptación.

El siguiente paso en el desarrollo de las ideas actuales sobre esta

⁴ La única referencia de Fisher a tales bonos que hemos encontrado es a la que se refiere la nota 17 más adelante, que no es una propuesta, como dice Slichter, sino una mención (con aprobación) de un hecho ocurrido. Sin embargo, no hemos revisado, ni con mucho, toda la obra de Fisher.

⁵ Declaración del 19 de octubre de 1924. Publicada en las *Minutes of Evidence* de ese Comité. Londres, Vol. 1, 1927, pp. 278 y 286-87. Debo agradecer a Richard Goode la gentileza de haberme enviado copias fotostáticas de este documento, así como de otros materiales sobre el mismo tema que no se encontraban en México.

clase de bonos lo dan G. L. Bach y R. A. Musgrave en 1941,⁶ y en su aportación encontramos ya prácticamente todos los elementos del pensamiento actual sobre el tema. Bach y Musgrave pensaron que estos bonos serían una ayuda al financiamiento de la guerra y que en tiempos de paz podrían ser una aportación a un programa de seguridad social y ejercer una influencia estabilizadora en las fluctuaciones económicas. Las virtudes que les atribuyeron fueron: a) absorberían fondos que se hubieran dedicado al consumo y que se podrían utilizar para hacer frente a los gastos de defensa, pues ante la expectativa de un alza de precios (si no se quiere especular en valores) los consumidores harán mayores gastos presentes y huirán de la tenencia de efectivo y de la inversión en bonos. El ahorro se destina a adquirir bienes de consumo duraderos, lo cual es una forma de inversión económicamente indeseable; con los bonos de poder adquisitivo garantizado el consumidor estará menos influido en su política de gastos por las perspectivas de alza de precios. b) Se daría seguridad al ahorrador y sobre todo al pequeño ahorrador. c) Se ampliaría el mercado no bancario para los valores del Estado. d) Se ejercería una presión antiinflacionaria sobre el Congreso. e) Su compra y amortización serían contracíclicas y ejercerían una influencia estabilizadora.

Tras de Bach y Musgrave pasamos ya al movimiento actual, del que Sumner H. Slichter es el principal representante y cuyas ideas, en términos generales, son un desarrollo de las que se acaban de exponer. La novedad, después de Bach y Musgrave, está más en la controversia, el rebatir de los argumentos adversos, así como en los detalles de emisión que se idean, que en los conceptos básicos.

Es interesante observar cómo han evolucionado las ideas desde que Marshall propuso su plan. Hoy ⁷ sólo por excepción se señala que al compensar los movimientos de precios se contribuye a estabilizarlos, y es más frecuente pensar que esa compensación aceleraría la inflación (véase más adelante). El razonamiento favorable a los bonos como instrumento permanente se presenta en la actualidad mayormente en términos de su justicia social y de su efecto sobre el consumo y la inver-

⁶ "A stable purchasing power bond", *The American Economic Review*, Vol. xxxi, Nº 1, marzo de 1941, pp. 823-25.

⁷ Sin perjuicio de hacer más adelante algunas citas concretas, la siguiente es, junto con las referencias de las cinco notas anteriores, la bibliografía utilizada: Sumner H. Slichter, "We can win the economic 'cold war' too", *New York Times Magazine*, 13 de agosto de 1950, pp. 7, 22-26; "On Treating Symptoms", editorial de *The New York Times*, 20 de octubre de 1950, p. 26; Sumner H. Slichter, "Bonds to offset inflation", cartas al editor, *The New York Times*, 30 de octubre de 1950, p. 26; R. C. Leffinwell, "Our fiscal and banking policy. How to adapt it to limited war and rearmament", *Baron's*, 13 de noviembre de 1950, p. 29; "Patches vs. prevention", Editorial en *The New York Times*, 18 de noviembre de 1950, p. 14; P. G. Agnew "Stabilizing our economy", cartas al editor, *The New York Times*, 18 de noviembre de 1950, p. 14; Sumner H. Slichter, "Curb inflation with a purchasing-power bond", *The Commercial and Financial Chronicle*, 15 de marzo de 1951; Renzo Bianchi, "Guaranteeing bonds", cartas al editor, *The*

sión. El efecto sobre los precios se considera también estabilizador, pero indirecto, vía la absorción de ingreso, es decir, la disminución de consumo. Además, en la argumentación actual representan papel básico las expectativas que, como es natural, no aparecen explícitamente en Marshall, ni en el Keynes de 1924.

Todos los que han abogado por estos bonos en los últimos años los han concebido como un arma a emplear en épocas de inflación. En unos casos se ha presentado el problema a que se enfrenta un gobierno que necesita obtener determinada suma de dinero para hacer frente a sus gastos inmediatos y no puede conseguirlo mediante impuestos (ya sea por razones políticas o porque los aumentos de impuestos repercutirían sobre los precios y éstos, a su vez, sobre los salarios) y que, además, no puede atraer el suficiente ahorro adicional porque las expectativas de inflación hacen que sus bonos sean poco atractivos. En otros casos se ha subrayado la tendencia de alza de los precios a largo plazo como elemento perturbador del mercado de valores de renta fija: por ser injustos para el ahorrador éste huye de ellos. La compra de valores de renta fija en la actualidad equivale a una especulación que tiene por base el supuesto de que los precios no subirán o de que bajarán, cuando en realidad las probabilidades son de que van a aumentar.

Es necesario, se insiste, dar al pequeño ahorrador una oportunidad de no especular o, por lo menos, de no especular en un sentido en el que apenas tiene probabilidades de ganar, y en el que, si ganara, sería porque la economía del país se encuentra en mal estado. Con bonos de poder adquisitivo constante se le proporciona un instrumento con el que puede ponerse al cubierto de la inflación.

Los bonos son un arma para combatir la inflación una vez que ésta se ha iniciado. Es decir, en épocas de inflación es poco atractiva la tenencia de efectivo, pues se deprecia y por ello la gente tiende a convertir su dinero en bienes (muchos defensores de los bonos han subrayado la tendencia a atesorar bienes duraderos) e incluso a hacer compras con anticipación al ingreso (compras a crédito, a plazos) para cubrirse contra el alza de precios. De este modo se apresura el proceso inflacionario. Los tenedores de valores de renta fija también tenderán a desprenderse de ellos a fin de evitar conservar títulos que se desvalorizan, y el gobierno tendrá que monetizar su deuda para que ésta no baje de valor,

New York Times, 20 de mayo de 1951; A. Wilfred May, carta al editor, *The New York Times*, 3 de junio de 1951; Sumner H. Slichter, "To market bonds" *The New York Times*, 27 de mayo de 1951; Richard Goode, "A constant-purchasing-power saving bond", *National Tax Journal*, vol. IV, pp. 333-340; Sumner H. Slichter, "Personal saving in an inflationary economy, *The Commercial and Financial Chronicle*, 27 de septiembre de 1951; Clark Warburton, "A hedge against inflation", *Political Science Quarterly*, Vol. LXVII, Nº 1, marzo de 1952, pp. 13-17; Joint Committee on the Economic Report, *Monetary Policy and the Management of the Public Debt*, 1952, Parte I, pp. 142-45; Parte II, pp. 888-89 y 1097-1114; "Indexed loans", *The Bankers' Magazine*, Nº 1313, agosto de 1953, pp. 94-95.

y sólo podrá recurrir al mercado en busca de fondos a una tasa de interés alta. Ahora bien, si hubiese en venta unos bonos cuyo poder adquisitivo estuviera garantizado, disminuiría considerablemente el aliciente para apresurar las compras de bienes duraderos o de consumo en general, y al disminuir la demanda se reducirían también las presiones inflacionarias. En época de baja de precios, por el contrario, habría menos aliciente para comprar estos bonos y, por consiguiente, se retraería menos dinero del consumo.

Como se acaba de indicar, la transformación de bonos en efectivo por el público apresura los movimientos inflacionarios. En cambio, los bonos por que se aboga no serían negociables, o su negociabilidad estaría restringida. Darían por ello estabilidad a la tenencia de valores oficiales.

Al proporcionarnos un valor oficial atractivo para los ahorradores particulares tendríamos una forma de evitar la creciente institucionalización de las tenencias de esos valores, y su mayor difusión en el público es un factor deseable, al ampliar el mercado potencial al que el gobierno puede recurrir.

Los nuevos bonos serían una influencia saludable para los esfuerzos antiinflacionistas del gobierno, ya que, una vez emitidos, si éste permitiera la inflación crecerían sus obligaciones. Mientras los gobiernos tengan la oportunidad, en épocas de alza de precios, de vender sus bonos con una tasa de interés baja, no existe este freno a sus gastos.

Algunos de estos argumentos han sido presentados desde ángulos distintos, pero no se alteran los puntos básicos expuestos, que no parece necesario ampliar aquí. Además, en las secciones III y IV ya se hacen esas ampliaciones al rebatirse los argumentos adversos, y al estudiarse las características.⁸

II. *Aplicabilidad a economías poco desarrolladas*

Algunos, o muchos, de los argumentos favorables a la emisión de esta clase de bonos nos son fácilmente aplicables. Otros, en cambio,

⁸ En cierto modo, una variante de la idea de los bonos de poder adquisitivo garantizado es la propuesta hecha por el profesor J. G. Koopmans en dos artículos publicados en la revista *Economisch-Statistische Berichten*, del 22 de noviembre de 1950 y el 20 de junio de 1951 (de los que el Dr. L. C. Kuiken tuvo la gentileza de enviarme un resumen), en el sentido de que se permita a las compañías de seguros invertir en valores de rendimiento variable (acciones) y de que los pagos a tenedores de pólizas consistan en una parte variable y otra fija, con objeto de reducir el "riesgo monetario" de los asegurados, aunque a base de aumentar el "riesgo de tenedor de acciones", cosa que muchos asegurados podrían preferir. Se trataría de un híbrido de seguro de vida y fideicomiso de inversión. El profesor Koopmans dice que el nuevo contrato de seguro no estaría expresado en florines u otras monedas, sino en "unidades" representativas en cierta parte de un fondo o cartera de inversiones ya existente o creado *ad hoc*. Los pagos se harían en dinero, pero en cantidades que variarían con el valor de la unidad de inversión elegida. Este principio regiría para los pagos de la compañía de seguros y para los que se hicieran a ella. Para mantener equilibrio entre el activo y el pasivo en la misma "moneda", de acuerdo con los conocidos princi-

implican, quizá por razón de las circunstancias que prevalecían en el momento de proponerse en otros países, condiciones relativamente distintas, y hay, en fin, situaciones que no son típicas y que es preciso examinar para poder emitir un fallo.

Vale la pena observar, primero, que no puede considerarse como una diferencia básica que los bonos de poder adquisitivo constante se propongan y se justifiquen como método de recaudar fondos con que hacer frente a necesidades apremiantes del Estado, como los gastos de defensa, pues existe un paralelismo bastante estrecho entre, por ejemplo, los gastos del gobierno de Estados Unidos con fines de defensa y los gastos públicos en economías subdesarrolladas con fines de fomento económico. La diferencia es meramente de grado, y es posible que muchos consideren que esa diferencia no es tan grande.

En el México de estos momentos, o de aquél en que se hizo el anuncio del interés del gobierno por emitir esta clase de bonos, faltaba, sin duda, uno de los elementos básicos favorables a su emisión en otros lugares, es decir, no había alza de precios ni perspectivas reales de ella, dados los propósitos del gobierno de evitarla y teniendo en cuenta la tendencia de los precios en Estados Unidos. Faltaba, pues, el elemento básico con que se justifican en otros lugares los bonos.

Sin perjuicio de que el argumento anticíclico pueda en algunos momentos llegar a ser válido para nosotros, la base de la argumentación en pro de esta clase de bonos en México, así como en otros países de América Latina, podría encontrarse en las consecuencias que para nuestros esfuerzos de desarrollo económico tienen las expectativas permanentes de inflación y de devaluación. En México, y en mayor grado hoy en otros países de América Latina, como consecuencia de un largo historial de inflaciones y devaluaciones, las expectativas son de que el alza de precios y la devaluación se producirán de nuevo, de que si en estos momentos, y desde hace algunos meses, tenemos bastante estabilidad de precios y no hay peligro inmediato de devaluación, estamos en un compás de espera, pues volveremos, quizá pronto, a padecer ambos males. Para el público esta expectativa es fruto de la experiencia de muchos años, y para algunos economistas la inflación y la devaluación son concomitantes inevitables del desarrollo económico.

pios de inversión de las empresas de seguros, las reservas de éstas tendrían que invertirse en las mismas "unidades". El principal problema para las empresas de seguros sería la ausencia de un rendimiento constante, pero, dice Koopmans, este problema podría resolverse sumando los seguros de capital y los de anualidades, y dividiendo en dos partes la cantidad que se pague a los tenedores de pólizas: una dependiente del precio de la unidad de inversión en el momento del pago y la otra del ingreso procedente de las acciones entre el momento de contratar y el de hacer el desembolso. El profesor Koopmans resuelve algunas otras dificultades técnicas, pero no podemos extendernos sobre ellas aquí.

En la medida en que se considere que los precios de las acciones siguen a los precios de las mercancías y servicios, la idea básica de tal sistema de seguros no diferiría mucho de la de los bonos de poder adquisitivo constante.

Estas expectativas influyen sobre la orientación del consumo y, más aún, sobre la de la inversión en una forma adversa al desarrollo económico. Por un lado desalientan el ahorro, por otro crean una tendencia a anticipar el gasto en consumo y especialmente en bienes duraderos, a menudo de importación, por otro lado influyen en la orientación de las inversiones, y por otro, en fin, crean inestabilidad monetaria en el sentido de que la liquidez es una amenaza permanente para la estabilidad del tipo de cambio. Es decir, aun cuando haya un esfuerzo por evitar la inflación y aun si ésta no existe, las expectativas dan origen a una estructura de gastos similar a la que se da típicamente en una época de inflación. Sin duda, cuando falta la base de un proceso inflacionario, es decir, no hay expansión del ingreso monetario, esta orientación de los gastos no puede provocar desajustes en el sentido de alzas de precios y desequilibrios de balanza de pagos, pero habrá un nivel de consumo excesivamente alto (en las clases de ingresos medios y altos) y una desviación insistente de recursos hacia actividades que no son propicias al desarrollo económico. La estabilidad se logra a costa del desarrollo, de un ritmo más lento de progreso que si las expectativas fueran de otro orden.

Por supuesto que sería altamente deseable actuar sobre esas expectativas, y nuestros gobiernos no deberían cejar en su esfuerzo por ello. Pero cambiar las expectativas es una labor de mucho tiempo, pues requiere borrar un recuerdo que tiene probabilidades de perdurar y que, además, se nutre de experiencias ajenas presentes. ¿No sería entonces deseable, mediante bonos de poder adquisitivo garantizado, allegarse con fines de desarrollo los fondos de quienes tienen expectativas de alza de precios y de devaluación, y contribuir en esa forma al desarrollo económico dentro de un régimen de estabilidad? Se daría a los ahorradores que tienen esas expectativas una oportunidad de colocar sus ahorros en un activo tan seguro y al cubierto de inflaciones y devaluaciones como cualquier otro, y los fondos recaudados podrían destinarse a fines de desarrollo. Podría inducirse a algunos a aumentar su ahorro, a aplazar gastos en bienes duraderos, etc.

Todos conocemos el ejemplo de quienes, a fin de proveer a su familia de una renta fija, se lanzan a construir casas de alquiler, o de quienes, aun cuando normalmente preferirían alquilar una casa, construyen la propia como un seguro. Ni los unos ni los otros consideran que el seguro de vida o los bonos que hasta ahora se han usado garantizan contra el esperado aumento de precios. Tampoco tienen tiempo, experiencia u oportunidad de adquirir acciones de empresas cuyas utilidades fluctúan con la inflación y la devaluación. Todos conocemos el caso, o hemos oído hablar, de quien teniendo alguna inversión en bonos altamente líquidos los convierte en efectivo y a continuación en dólares ante un

rumor de devaluación. ¿No sería atractivo para estas personas un valor que les proporcionara, sin ninguna molestia por su parte, la seguridad que les ofrecen estas inversiones y operaciones? En resumen, cabe concebir que, una vez que el pequeño y mediano inversionista se hayan familiarizado con los bonos de poder adquisitivo constante, éstos podrían ayudar a absorber fondos que en otras circunstancias se habrían colocado en inversiones no conducentes al progreso económico y en inversiones transitorias en títulos altamente líquidos que son una amenaza para la estabilidad de la moneda.

El problema que más suele alarmar es la repercusión que tendría una emisión de esta clase de bonos sobre las otras emisiones tanto públicas como privadas. A este respecto es preciso observar que es altamente deseable diversificar las características de los bonos disponibles en el mercado de modo que cada ahorrador encuentre el tipo de valor que desea, que le acomode. Además, unos bonos no son buenos o malos en términos absolutos, sino por comparación con los que ya hay.

Unas personas desearán un valor fácil de adquirir, aunque les rindan pocos intereses; otras preferirán uno con intereses altos sin preocuparse por las demás características, o descontando sus otros inconvenientes; otras querrán uno que sea perfectamente líquido, a fin de ganar algunos intereses mientras encuentran la oportunidad de colocar su dinero en forma más lucrativa; hay quien prefiere una obligación de ahorro, pues si no se la crea no se juzga capaz de ahorrar, y querrá un título que se compre a plazos, que sólo se pueda rescatar anticipadamente con un fuerte descuento; otros querrán un valor emitido por una institución que, en caso de necesitarlo, le haga préstamos, y así sucesivamente.

En México tenemos toda una gama de valores oficiales, pero los que más favor han alcanzado son aquellos que gozan de una absoluta liquidez (legal o *de facto*). Esta característica de liquidez, es decir, la garantía de recompra a la vista y a la par no es distinta de la que tienen o han tenido muchos valores públicos, digamos en Estados Unidos, o distinta de la que de hecho tienen en un mercado de capitales altamente desarrollado los valores muy sólidos, que siempre encuentran comprador con un descuento insignificante, o sin descuento alguno. La diferencia básica está en que en Estados Unidos no se le ocurre a nadie la idea de especular contra el tipo de cambio del dólar, pues no hay una moneda más sólida a la cual huir, ni las salidas de capital ponen en peligro las reservas internacionales del país. El rescate o recompra a la vista de los valores oficiales en Estados Unidos, puede tener consecuencias inflacionarias, pero no pone en peligro la balanza de pagos, ni el tipo de cambio. Entre nosotros, en cambio, esa liquidez es un peligro constante para nuestra moneda; significa que el dinero invertido en un bono

se pone a circular, a trabajar, como préstamo o inversión de la entidad emisora y que, al mismo tiempo, el tenedor de ese valor puede recuperar y gastar ese dinero cuando quiera; el tenedor no pierde liquidez por el hecho de haber invertido en ese bono. Cuando la liquidez la da el mercado no hay el mismo peligro para la balanza de pagos, pues el dinero que recupera el tenedor, por venta al comprador, no significa una adición al dinero en circulación, o al ingreso, sino un simple traspaso de dinero de una persona a otra. En nuestro caso la forma en que el tenedor de un bono del gobierno se hace de fondos no es por traspaso, venta, de ese bono a otra persona, sino que consigue el efectivo devolviéndolo a la entidad emisora o vendiéndolo al banco central, y una venta a este último significa *creación* de dinero. La característica de recompra a la vista no tiene gran importancia en el caso de las tenencias institucionales (bancos y empresas de seguros, por ejemplo), pues las autoridades monetarias suelen tener facultades y armas para controlar la especulación por éstas, o para exigirles una tenencia mínima de determinados valores (y además está de acuerdo con las mejores teorías bancarias que las inversiones de las instituciones que manejan fondos ajenos sean muy líquidas); pero sí es grave en el caso de las tenencias de particulares, pues dichas autoridades carecen de armas para controlar la especulación por parte de éstos con sus fondos propios. En México, al ser fijo el tipo de cambio, la especulación contra el peso es prácticamente gratis; no se pueden perder más que algunos intereses y pequeños márgenes de compra y venta de divisas. Un gasto muy pequeño en comparación con la posible ganancia a obtener o la posible pérdida a evitar.

Los bonos de poder adquisitivo garantizado, pero sin la característica de recompra a la vista (véase más adelante), serían un progreso considerable en la defensa de nuestra balanza de pagos, y no serían un factor de competencia para los otros bonos oficiales, que seguirían siendo más atractivos para quienes prefieren la liquidez a la garantía de conservación del poder adquisitivo; y en la medida en que hubiera traslado de fondos de los actuales valores oficiales a los de poder adquisitivo garantizado, y siempre a condición de que no fueran recomprables a la vista y a la par, se habría producido un saneamiento correspondiente de nuestro mercado de valores. Sin embargo, es evidente que el ideal sería que estos bonos se compraran con fondos restados al consumo y con fondos que, en otro caso, hubiesen ido a inversiones especulativas o inversiones de lujo. Del tema de la recompra a la vista se volverá a tratar en la sección sobre características de los bonos, pues es el punto básico de la argumentación.

En las secciones siguientes se hacen nuevas consideraciones sobre la posible adaptación de esta clase de bonos. Para concluir ésta basta

con añadir que la argumentación anterior no debe interpretarse en el sentido de que se considere que los bonos de poder adquisitivo garantizado sean una panacea, sino simplemente en el de que pueden ser una *ayuda* a los esfuerzos de desarrollo económico y merecen ser ensayados, siquiera sea en escala moderada.⁹

III. Objeciones

Distintos autores han acumulado un número mayor o menor de objeciones a la emisión de bonos con garantía de poder adquisitivo, y otros han contestado en detalle a esas objeciones con argumentos que tienen distinta fuerza. Muchas de las objeciones, por no decir todas, son expresiones de opinión y no pruebas objetivas de la indeseabilidad de tales bonos, y lo mismo puede decirse de la validez de los argumentos con que se rebaten las objeciones. Para algunos el saldo es favorable a ellos y para otros es desfavorable. Hay quienes los objetan en el supuesto de que las emisiones tendrán determinadas características, sin admitir (implícitamente) que puedan tener otras, y hay quienes los aceptan a condición de que las emisiones sean de esta o aquella forma. Hay muchos argumentos que se refieren exclusivamente a la situación norteamericana y que apenas tendrían aplicación a nosotros. También se advertirá en las páginas que siguen que hay objeciones que son contradictorias entre sí. Sin embargo, a veces estas objeciones contradictorias son sostenidas por las mismas personas.

Aunque es difícil en ocasiones individualizar los argumentos y las respuestas que se les da, pues algunos están íntimamente ligados, haremos un esfuerzo por separarlos, agrupando en primer término los argumentos relativos a las posibles consecuencias inflacionarias de estos bonos y pasando revista después a los demás.

1. La emisión de tales bonos equivaldría a un reconocimiento tácito por parte del gobierno de que la inflación es inevitable. Sería una actitud derrotista y significaría que nos resignamos a tener inflación. Ante el anuncio de que van a emitirse se desataría una oleada de especulación que aceleraría el proceso inflacionista.

La contestación a esto ha sido que tal conclusión no es obligada, pues igual puede interpretarse la emisión de los bonos como expresión de la confianza de los gobiernos en que se evitará la inflación y, con

⁹ Aunque no sea éste el lugar de examinar en detalle el tema, pues sería una técnica distinta en algunos aspectos, valdría la pena estudiar, para los países que realizan esfuerzos de desarrollo económico y que desean allegarse fondos para llevar a cabo sus proyectos de fomento por procedimientos no inflacionarios, la viabilidad de un plan de depósitos de ahorro, a plazo o con preaviso efectivo, y con poder adquisitivo garantizado. Esto podía realizarse con la colaboración de la banca privada, a la que se garantizara la compensación por las diferencias de valor de retiro de los depósitos a cambio de la inversión de los fondos recaudados, o parte de ellos, en bonos creados específicamente con este objeto.

una buena publicidad, esta opinión debería prevalecer. Un argumento distinto para rebatir la objeción, y más aplicable a nuestro medio, es que los bonos demostrarían al público que el gobierno ha adoptado una posición realista, que reconoce que los posibles ahorradores esperan un alza de precios y, por lo tanto, buscan una inversión que no pierda poder adquisitivo si suben los precios. Es de sentido común, se ha dicho, que el gobierno tome en cuenta estas actitudes y preferencias de los inversionistas y les ofrezca un valor que les satisfaga. Esta es la manera de estimular el ahorro ante un alza de precios.

2. Los bonos de poder adquisitivo constante serían una forma de crear en la economía fuerzas inflacionarias intrínsecas. Si se redimieran cuando suben los precios, aumentaría la presión inflacionaria por aumentar la cantidad de dinero en un momento en que el mercado está al alza. Los ajustes de salarios cuando suben los precios son parte del mecanismo de la inflación, que se acelera con estos ajustes. Unos aumentos de precios llevan a otros. Si se permite que los precios suban y luego se intenta proteger a todo el mundo contra esta alza tendremos una inflación más rápida, con la amenaza de una inflación virulenta de la que nadie se escaparía. La ventaja de atraer algunos ahorros adicionales estará más que compensada por la agravación de la espiral inflacionaria que podría resultar de ese ahorro.

Este argumento contrario es de los más usados, también es frecuente establecer un paralelismo con el sistema de ajustes automáticos de los salarios a las alzas de precios, considerado en Estados Unidos como dañino e inflacionista y que no debe imitarse en otros campos.

Ha habido varias contestaciones a esta objeción. Una es que si la gente esperara que continuase el alza de precios, los bonos con poder adquisitivo garantizado serían los últimos activos que se convertirían en efectivo o mercancías. Antes se convertirían en ellas (ejercerían presión inflacionaria) los actuales bonos de ahorro (norteamericanos) y los depósitos de ahorro, porque con el aumento de precios estos activos pierden valor. Lo que es un potencial inflacionario peligroso son los actuales bonos de ahorro, redimibles a la vista y expuestos a pérdida de valor con el alza de precios. Otra contestación es que, en efecto, si se redimieran en momentos de alza de precios aumentaría la presión inflacionaria por los mayores pagos necesarios, pero, se arguye, si el plan tiene éxito ayudaría a impedir que subieran los precios en la medida en que subirían si no existieran esos bonos. Esto, junto con la mayor estabilidad de las tenencias de estos bonos, en comparación con los tradicionales, facilitaría el control de la inflación de aquí a una década, así como en el futuro inmediato. Por último, ya hemos visto el entusiasmo que Marshall expresaba por la difusión de esta técnica a todos los órdenes de la vida económica, cosa que consideraba como un elemento

estabilizador en vez de como uno de desestabilización explosiva, y en los últimos años, siguiendo esta tesis, se ha dicho que "si todas las obligaciones de pagar fueran en poder adquisitivo constante por estar ligadas al costo de la vida... tendríamos una economía estabilizada. Cada vez que se liga un segmento de nuestra economía al costo de la vida, la economía está un paso más cerca de la estabilización".

A nuestro modo de ver, los que hacen la objeción anotada adolecen de falta de lógica o atribuyen falta de lógica a los tenedores de los bonos garantizados, pues suponen que la reacción de un tenedor de un activo cuyo precio está subiendo *pari passu* con la inflación sería la de desprenderse de él cuando más está subiendo de precio. Más lógico parece pensar que el tenedor cuyo bono venza en un momento de alza de precios querrá invertir su dinero en otro bono del mismo tipo a fin de no poseer efectivo. Sería más lógico que la liquidación o redención ocurrieran cuando los precios bajan (si la garantía de poder adquisitivo juega en ambos sentidos), a fin de tener efectivo que no se deprecia, pero no lo contrario. El razonamiento también parece suponer, a veces, que todos los bonos se adquieren en un momento determinado y todos vencen en el momento de alza de precios, sin que haya opción a comprar otros de la misma clase, de modo que la gente se encuentra con una cantidad de efectivo mayor de la que tendría si hubiese redimido un bono normal y lo gastan en seguida para evitar la pérdida de poder adquisitivo. Nada de esto tiene por qué darse por supuesto. La compra (y, en consecuencia, el vencimiento) de los bonos puede concebirse como un proceso continuo y que lógicamente se acelera (la compra) en los momentos de alza de precios como inversión fácil que protege contra la esperada continuación del alza.

3. Siguiendo con esta clase de objeciones, se ha dicho que los bonos podrían ejercer presión inflacionaria aunque no lleguen a monetizarse, pues ante la perspectiva de aumento de su valor los tenedores tenderán a ahorrar menos de su ingreso corriente. Refiriéndose al brote inflacionario originado por los acontecimientos de Corea, que fué cuando más se discutió esta técnica de captación de ahorros se dijo, de acuerdo con la tesis anterior, que, sobre todo, se estimularían los gastos después de la emergencia provocándose así la inflación en ese momento.

La respuesta de un partidario de los bonos a este punto de vista ha sido que si bien es cierto que a medida que la gente acumula ahorros se siente más dispuesta a gastar su ingreso corriente, la mayor disposición a gastarlo se creará gradualmente, a medida que se acumulan ahorros; por el momento, se contestó, el gobierno de Estados Unidos necesita ahorros para hacer frente a los gastos de defensa, y dentro de dos o tres años bajarán los gastos del gobierno, y entonces se necesitará mayor gasto en bienes de consumo, más gastos privados, para mantener alto el

ingreso. De este modo, si ocurre lo que dicen los detractores, los bonos habrán ayudado a cumplir una importante función estabilizadora, al proporcionar fondos para que el gobierno gaste hoy, y proporcionar fondos para que el público (el que ahorró hoy) gaste mañana.

4. Otro de los argumentos, y uno que han empleado casi todos los opositores a los bonos de poder adquisitivo garantizado, es el de que en caso de emitirse desaparecería una de las fuerzas principales de oposición a la inflación. El grupo de gente que más se perjudica por la inflación y que más clama contra ella, es decir, los pequeños ahorradores, se sentirá protegido e incluso podría pensar que la inflación no es mala cosa, debilitándose así la voluntad de combatirla, y la presión de estos grupos sobre el gobierno para que la evite.

Se contesta a esto que el argumento sobreestima la influencia de los tenedores de bonos como grupo distinto y opuesto a la inflación. Además, no puede esperarse que los tenedores de los bonos garantizados transfieran a ellos todas sus tenencias de instrumentos de ahorro, y seguirán teniendo interés en el valor real de sus seguros, rentas vitalicias, etc., y, además, las implicaciones presupuestales de un alza de precios cuando se han emitido estos bonos, es decir, los mayores gastos que se necesitan para redimirlos si suben los precios, reforzarán la determinación de los Ministerios de Hacienda y los Congresos de oponerse a la inflación. Otro autor ha dicho, contestando al mismo punto, que es pobre argumento el de que se necesiten las injusticias de la inflación para que la gente se oponga a ella.

Parece que para que el punto fuera aceptable sería preciso suponer que el hombre de clase media, que sería el ahorrador típico de esta clase de bonos, es indiferente a las consecuencias de la inflación sobre su ingreso corriente.

5. Por comparación con los bonos ordinarios, sin estas garantías de poder adquisitivo, se dice que cuando el nivel de precios sube los tenedores de bonos convencionales se empobrecen y gastarán menos en consumo corriente. Viceversa, cuando los precios bajan los tenedores de estos bonos son más ricos y esto les inducirá a gastar más en consumo corriente. Estas fluctuaciones del gasto son contracíclicas. En los bonos garantizados falta esta influencia estabilizadora.

La contestación ha sido que un alza o baja insistente de precios crea la expectativa de la continuación de los movimientos en el mismo sentido y por eso un alza de precios estimula a menudo compras anticipadas, y las bajas inducen a aplazar las compras. Los tenedores de bonos con poder adquisitivo garantizado tendrían, en cambio, menos incentivo para apresurar o posponer sus gastos en previsión de aumentos o disminuciones de precios y, por ello, estos bonos ejercerían una influencia estabilizadora.

6. Si los precios han bajado al vencimiento de los bonos contribuirían menos a estimular la economía que los tipos convencionales de bonos.

Se arguye contra esto que tal efecto quizá se contrarrestara porque durante un período inflacionario la venta de estos bonos pudiera exceder a los que se hubieran vendido de tipo convencional por un margen suficiente para compensar la baja de su valor al tiempo del vencimiento.

A esto se puede añadir que, una vez más, la argumentación adversa supone una compra global en el momento de alza de precios con vencimiento en el momento de baja, y no un proceso de ventas, que daría vencimientos escalonados. Esta respuesta, sin embargo, debe atemperarse con la consideración de que las ventas deberían lógicamente ser más abundantes durante las épocas de alzas del nivel de precios por ser entonces más atractivos los bonos. La objeción, sin embargo, supone que el valor de rescate de los bonos sería inferior al precio de compra en caso de baja de precios, siendo así que una de las razones para no hacer ajustes a la baja es precisamente el efecto compensador que se lograría haciendo que el valor mínimo de redención fuera el precio de compra.

7. Los bonos en cuestión tendrían una eficacia muy limitada para combatir la inflación porque buena parte de los fondos para adquirirlos vendría de saldos bancarios (es decir, los bancos tendrían que reducir concomitantemente sus inversiones en valores del Estado), o constituirían un desplazamiento hacia ellos de fondos que en otro caso hubieran ido a comprar valores de empresas. En pocos casos la gente realmente reduciría su consumo para comprarlos.

Se admite que, en efecto, a veces se comprarían con el capital en vez de comprarse con el ingreso, como sería deseable. Pero, se añade, suponer que no puede persuadirse a la gente a aumentar sus ahorros para comprarlos es tener una actitud demasiado pesimista respecto al deseo de ahorrar. Si la gente no aumenta sus ahorros para comprar estos bonos, no los aumentará en ningún otro caso.

Aplicado a nuestras circunstancias, el argumento adverso tiene relativamente poco interés, en primer lugar porque las tenencias voluntarias o deseadas de valores oficiales por parte de los bancos son mínimas, y en segundo lugar porque las inversiones que una entidad oficial pudiera hacer con los fondos recaudados por emisión de estos bonos serían probablemente más importantes para el desarrollo económico que las que hagan las entidades privadas en donde la gente hubiese ido a depositar sus ahorros; en consecuencia, su aportación antiinflacionaria sería mayor.

8. Un grupo de objeciones muy generalizadas se refieren al daño

que harían estos bonos a los bonos oficiales de tipo tradicional, por la competencia que les crearían.

A esto se contesta que tal objeción equivale a decir que el gobierno a fin de no colocar en condiciones de inferioridad a los que ya habían comprado valores no debe ofrecer nunca un valor más atractivo que los que ha venido ofreciendo. También se ha sostenido que este desplazamiento hacia los nuevos bonos por canje de los antiguos o su liquidación sería una cosa favorable, pues dadas las características que tendrían de no negociabilidad ni recompra a la vista, se obtendría una mayor estabilidad de las tenencias de valores públicos, y es por ello un desplazamiento que debería favorecerse, en vez de evitarse. Sin embargo, algunos partidarios de los bonos con poder adquisitivo garantizado, en parte por reconocer implícitamente cierta fuerza a la objeción y en parte con el deseo de evitar que se produzca un simple desplazamiento de los bonos antiguos a los nuevos, sin aumento neto del ahorro, sugieren quitar a los nuevos ciertas características de unos u otros bonos de tipo tradicional, y así recomiendan, para reducir la competencia de unos con otros, que los nuevos, por ejemplo, no sean negociables, o que no sean redimibles antes de un cierto número de años (cinco, por ejemplo), o que tengan una tasa de interés muy baja, o todas estas características juntas.

La objeción indicada tendría menos fuerza en países de América Latina, donde (salvo algunas excepciones) la tenencia por parte del público de bonos oficiales es muy limitada. Además, en México, por ejemplo, si se eliminara de los bonos de poder adquisitivo garantizado la característica de recompra a la vista (legal o *de facto*) que tienen los bonos oficiales de mayor popularidad, además de conseguirse otras ventajas, se establecería una diferenciación neta entre los motivos de tenencia de los bonos garantizados y los que indujeran a adquirir los tradicionales, y en la medida en que hubiese desplazamiento el argumento de la estabilidad sería perfectamente válido.

9. Paralelo al punto anterior, los adversarios de la idea subrayan que los nuevos bonos tendrían efectos nocivos sobre las emisiones de valores privados. Sería imposible la competencia por parte de las empresas privadas. La venta de dichos bonos, dicen algunos, está llamada por fuerza a tener demasiado éxito. Sería absurdo para cualquier tenedor de activos de renta fija no cambiar sus otras tenencias por los nuevos bonos tan pronto como pudiera. El ofrecimiento de los nuevos bonos originaría una liquidación general de los de empresas privadas menos favorecidos. ¿Qué sucedería con los seguros, las hipotecas, las construcciones residenciales, los depósitos de ahorro, etc.? Las empresas privadas querrían ofrecer quizá el mismo atractivo a sus valores, pero no todo financiamiento privado podría adoptar esta forma, pues no

pueden socializar los riesgos mediante impuestos, como un gobierno. Los nuevos bonos inducirían a la gente a pedir la socialización de los seguros de vida y de los ahorros en general, para que estas obligaciones tuvieran la misma garantía. El gobierno tendría que ampliar sus ya excesivas actividades en este campo y lo mismo ocurriría en otros. El resultado final sería: o financiamiento de las empresas privadas por el gobierno o financiamiento mediante acciones. Además, las instituciones que han recogido grandes sumas ahorradas por individuos estarían en peligro, pues estos individuos retirarían de ellas sus ahorros para comprar los bonos. Estas instituciones, por último, no podrían protegerse comprando acciones en tiempos de alza de precios porque les está prohibido por la naturaleza de sus operaciones. (Es muy significativo que quienes más empeño han puesto en este argumento hayan sido los representantes de compañías de seguros de vida.) En fin, el éxito de los bonos haría que se compraran con el capital y no con el ingreso corriente.

Una respuesta a este punto de vista ha sido que (en Estados Unidos) el mercado de bonos privados es desde hace tiempo un mercado institucional y que los nuevos bonos no se ofrecerían a las instituciones, a las que las empresas privadas podrían seguir vendiendo sus bonos. Además, si los nuevos valores resultaran ser una forma de obligar a las empresas a financiarse ofreciendo acciones, en vez de obligaciones, se obtendría otro resultado deseable.

Es evidente que esta contestación no resuelve el problema, sino que sencillamente lo elude, pues no dice si se secará o no la fuente de fondos de que se nutren esas instituciones y con los cuales adquieren las obligaciones emitidas por las empresas privadas.

Se acepta que parte de los bonos se comprarían con el capital (liquidación de activos ya existentes), en perjuicio de quienes emitan los valores liquidados, o bien (en Estados Unidos) con crédito bancario; pero, se dice, esta objeción es válida para cualquier bono que sea suficientemente atractivo para inducir un volumen sustancial de nuevos ahorros, sean bonos con poder adquisitivo garantizado, sean bonos libres de impuestos, sean bonos con una tasa de interés elevada, etc. ¿Se sigue de aquí que el gobierno no deba hacer ningún esfuerzo para estimular el ahorro debido a que el valor atractivo puede comprarse con dinero prestado o con capital y hacer competencia a otros valores de renta fija?

Esta contestación tiene, a nuestro modo de ver, más fuerza que la anterior (ambas son de Slichter, aunque en diferentes ocasiones). Sin embargo, no por ello dejan de preocupar las repercusiones que puedan tener unos nuevos bonos de esta clase en un mercado de capitales en formación (no en uno inexistente, donde tendría poca impor-

tancia). La objeción pierde fuerza, sin embargo, si se proyecta una emisión limitada y con otras características de que se hablará en la sección siguiente, al menos mientras se averiguan las repercusiones que tuviera de hecho su emisión.

10. Serían discriminatorios contra los tenedores de otra clase de bonos u otras formas de ahorro.

Sin duda ésta es de las objeciones menos fuertes, o más débiles: no hay tal discriminación, pues todo el mundo puede comprarlos.

11. Sería injusto que los tenedores de bonos trasladaran al público en general, a través de los impuestos, las pérdidas ocasionadas por la inflación. Los tenedores serían una clase privilegiada. Se subsidiaría a un grupo a expensas del resto de la comunidad.

Esta tesis se ha contestado diciendo que no hay nada injusto en ofrecer devolver el mismo poder adquisitivo que se tomó prestado. Esto no es un privilegio. Además, lo único que ocurriría, en una época de alza de precios, sería que los compradores de bonos no estarían dando un subsidio al gobierno.

Quienes conciben estos bonos como un instrumento de ahorro especialmente adecuado para los pequeños ahorradores, arguyen también que los grupos de altos ingresos tienen forma de protegerse contra la inflación mediante compra de acciones mientras que los grupos de pequeños ingresos no tienen la oportunidad ni los conocimientos necesarios para hacer estas inversiones.

Al mismo tiempo, con un buen sistema fiscal, progresivo, los grupos de ingresos altos, más protegidos contra la inflación o beneficiados por ella y que pagan los más altos impuestos, serían en realidad quienes subsidiarían a los pequeños ahorradores, que son los perjudicados. Esto no parece inequitativo.

12. Los gastos del servicio de la deuda contraída en estos bonos podrían ser muy grandes y el gobierno verse en dificultades para hacerles frente si en el momento de la amortización han subido mucho los precios. Algunos economistas han llegado a decir que su emisión sería un acto de irresponsabilidad de parte del gobierno, pues éste no puede tener seguridad de poder hacer frente en todo momento a la obligación que se crea.

La respuesta es: *a)* que si hay inflación en esa medida es porque el gobierno lo ha consentido; *b)* que la venta de los bonos tiene, al absorber fondos que de otro modo hubiesen ido al consumo, un efecto deflacionario que limitaría la inflación y *c)* que en las épocas de inflación, al ensancharse la base impositiva y rendir más los impuestos, es cuando los gobiernos tienen mayores entradas, de modo que la mayor obligación a que tendrían que hacer frente para amortizar los bonos estaría compensada por las mayores recaudaciones. En esas épocas también aumen-

ta la capacidad de crear ahorros y éstos se pueden obtener en préstamo.

13. Del mismo tipo que el anterior es el argumento de que el gobierno asume una obligación indeterminada. La contabilidad de las tesorerías se dificultaría porque no sabrían nunca a ciencia cierta cuál es su deuda, y esto es mala técnica financiera.

Se ha dicho que esto es cierto, pero que, por otro lado, el tipo tradicional de bonos interfiere con la contabilidad de los tenedores, pues no saben nunca cuál será el poder adquisitivo de sus activos. Es más importante que los pequeños ahorradores sepan el poder adquisitivo de sus activos que no que la Tesorería sepa la magnitud exacta de sus obligaciones.

14. La gente no sabría cuanto ha ahorrado, al no saber lo que recibiría al vencimiento de los bonos.

Se contesta que es lo contrario, que es hoy cuando la gente no sabe lo que ahorra.

15. Un grupo de objeciones son las relativas a la fijación del índice de precios que se eligiera para decidir los cambios en el poder adquisitivo de los bonos. Algunos dicen que cualquiera que fuera el elegido la gente no quedaría satisfecha. Otros han sostenido que los encargados de compilarlo estarían sometidos a presiones.

La deficiencia de cualquier índice de precios para los fines que ahora nos interesan es una dificultad técnica con la que todo el mundo estará de acuerdo, aunque no parece objeción suficiente para desechar por ella el plan. Ya Marshall había dicho en 1886, en relación con su proposición, que “una medida perfectamente exacta del poder adquisitivo no sólo es inalcanzable, sino inconcebible. El mismo cambio de precios afecta al poder adquisitivo del dinero de distintas personas de diferente manera, pues para quien rara vez puede costearse la carne una baja de un cuarto en el precio de la carne acompañada por un alza de un cuarto en el precio del pan, significa una baja en el poder adquisitivo del dinero: su salario ya no le alcanzará para tanto como antes; mientras que para su vecino más rico, que gasta el doble en carne que en pan, el cambio actúa en dirección contraria”. La ponderación de los índices, añade Marshall, debería revisarse de tiempo en tiempo, y sería preferible que el índice que se emplease se refiriese sólo a productos primarios, pues los otros están siempre cambiando de carácter. “La sencillez y la precisión son, en este caso, mucho más importantes que la exactitud teórica.” En 1924, Keynes, por su lado, dice: “No creo que importe mucho cuál de los números índices conocidos (*standard*) se emplee, pero yo tendería a algo como el índice del costo de la vida más que al de precios de mayoreo; preferiría, para esta finalidad, un número índice especial.” Bach y Musgrave abogaron por el índice del costo de la vida “sobre todo en vista del atractivo especial

de estos bonos para los ahorradores particulares, para quienes el costo de la vida tiene probabilidades de ser el principal factor en los problemas de poder adquisitivo constante”, y añaden que no hay índice de precios ideal, y aunque lo hubiera no sería ni con mucho un indicador perfecto del valor del dinero, pero un índice del costo de la vida es *suficiente* para los fines de tal bono; “la consideración básica es encontrar un indicador bastante satisfactorio que pueda protegerse lo más posible de los grupos de presión que se beneficiasen de alterarlo”. Bach, en sus declaraciones ante el Comité Patman dijo que podría utilizarse cualquier índice, y que la mayor parte de los partidarios de los bonos se inclinan por el empleo de un índice estándar de los precios que los consumidores de ingresos medios y bajos pagan por los principales componentes de su nivel de vida.

Hay, sin embargo, partidarios de los bonos que no ven con tanta indiferencia cuál índice se emplee y abogan por uno nuevo. Warburton,¹⁰ por ejemplo, dice que el índice debería contener, en la medida de lo posible, toda clase de artículos de consumo y de servicios, construcción de nuevas residencias y bienes de capital fijos, tales como equipo y construcciones industriales.

Como puede verse, los diferentes autores reconocen la dificultad. La mayoría, sin embargo, no le da importancia para fines prácticos.

16. Los ajustes en el valor de rescate de los bonos, para que fuesen equitativos, deberían ser al alza y a la baja, pero los ajustes a la baja darían lugar a protestas y serían políticamente imposibles.

Los defensores de los bonos no parecen haberse interesado por contestar esta tesis. Sin embargo, creemos que la dificultad es real y que es preciso decidir entre emitirlos sin lógica (es decir, sin ajuste hacia abajo en caso de baja de precios) o no emitirlos, pues estamos de acuerdo en que sería políticamente imposible, o daría lugar a muchas protestas, redimirlos por debajo de su precio de emisión. La justificación económica de prometer una amortización al 100 por ciento como mínimo, aunque los precios bajen, puede encontrarse, sin embargo, en el efecto contracíclico de tal decisión (como ya se indicó antes) y también en las perspectivas de largo plazo de los precios, que son al alza (aunque puede haber, y de hecho hay, movimientos descendentes de corta o mediana duración), máxime en países en proceso activo de desarrollo.

17. Algunos argumentos contrarios que se han expresado sólo pretenden tener un valor parcial, o ser una limitación a la idea de los bonos con poder adquisitivo garantizado. Uno de los adversarios de esta clase de bonos, Renzo Bianchi, estaría dispuesto a aceptarlos como forma de recaudar nuevos ahorros con que hacer frente a los gastos de

¹⁰ Loc. cit.

defensa que exigió la guerra de Corea y la tensión internacional, considerando que las objeciones a ellos, que él considera válidas (perjuicio a los seguros de vida y a diversas clases de financiamiento), no son lo bastante importantes en vista de la alta finalidad que se desea conseguir. Lo que hace el plan peligroso, según Bianchi, es que no se sabe cuánto durará la emergencia, y la política del Estado tiene la mala costumbre de institucionalizarse y es demasiado probable que una restauración eventual de la estabilidad política internacional no detenga la emisión de estos bonos.

Es decir, se considera que los bonos en cuestión son un buen procedimiento de allegarse fondos en un momento de emergencia, en que los efectos que tuvieran para la empresa privada pasan a segundo término.

18. G. L. Bach, uno de los primeros exponentes de la idea, en sus recientes declaraciones al Comité Patman, señala que es arriesgado experimentar con tipos de valores radicalmente nuevos y por ello dice que al principio sólo deben emitirse en una escala limitada, a fin de obtener la mayor información posible sobre su utilidad y poder sacar pronto una conclusión del experimento, antes de lanzarse a él en grande.

Con lo anterior creemos haber pasado revista a los argumentos contrarios a la emisión de bonos con poder adquisitivo garantizado que se encuentran, cuando menos, en la literatura sobre este tema de los últimos años en el Continente Americano, así como a las contestaciones que se han dado a esos argumentos, a las que hemos añadido algunas observaciones personales.

19. Para poder concluir esta parte necesitamos, sin embargo, señalar una dificultad que estos bonos podrían tener en algunos países de América Latina y que no se ha apuntado en la literatura examinada, seguramente, por no ser aplicable a Estados Unidos. Es ésta que los niveles de precios de algunos de nuestros países están muy influidos por los precios de los grandes países industriales y, concretamente, por los precios de Estados Unidos. Nuestros precios, digamos los de México, siguen a los precios de Estados Unidos muy de cerca. No vamos a examinar aquí las razones de esto (que son, además, conocidas) ni las posibles divergencias de precios. En términos generales, la conexión es bastante estrecha. Entonces, una inflación (aumento de precios) en Estados Unidos haría subir los precios en México y el gobierno mexicano habría de amortizar sus bonos con poder adquisitivo garantizado a un precio más alto sin haber tenido parte ni arte en el alza. La garantía de poder adquisitivo en México es equivalente a una garantía contra la inflación en Estados Unidos tanto como contra una inflación nuestra, no por repercusión. Sin duda, también es una garantía contra la deva-

luación del peso, puesto que a la devaluación sigue un aumento de precios. Cabría, pues, objetar que un gobierno no debería echarse a costas la responsabilidad por los pecados ajenos, además de los propios.

En un plano abstracto, de simple especulación, nos parece que la objeción es muy fuerte. Sin embargo, es posible que un gobierno, quizá con razón, no dé mucha importancia a los peligros que entraña tal emisión de bonos, teniendo en cuenta una serie de razones, tales como la probabilidad más o menos remota de alza de precios en Estados Unidos, o bien el hecho de que a una inflación en Estados Unidos corresponde un aumento de nuestros ingresos fiscales por diferentes conceptos así como el que la emisión de los bonos puede ser un factor que ayude a moderar los efectos de una inflación norteamericana sobre nuestra economía, o también con base en que los efectos beneficiosos de la inversión de los fondos recaudados compense con creces la desventaja de tener que responder por una eventual elevación de precios norteamericanos.

La forma de evitar la dificultad señalada sería, sin duda, que el contrato llevase una cláusula respecto a paridad de poder adquisitivo, pero no parece que pueda pensarse seriamente en tal cosa. Tendríamos un bono ideado para economistas y, en consecuencia, un rotundo fracaso de captación de ahorros.

IV. Características

En la sección anterior se ha puesto de manifiesto que es difícil formar juicio sobre la deseabilidad o indeseabilidad de unos bonos con poder adquisitivo garantizado si no se entra a examinar las características que pudieran tener (y en diversas ocasiones, para contestar a objeciones, ha sido preciso anticipar algunas de ellas). Los bonos que una persona aceptaría si tienen ciertas características podrían considerarse malos sin ellas, y distintas personas sólo los aceptarían con características diferentes.

1. *La garantía de poder adquisitivo.* En la literatura sobre el tema que hemos estudiado, sólo se examinan dos posibilidades: garantía del poder adquisitivo del principal y garantía del principal y de los intereses. Evidentemente hay otra posibilidad más: garantía de sólo los intereses. Una cuarta posibilidad sería que los intereses ajustados fueran sobre el principal también ajustado por las variaciones de precios, pero ésta podemos descartarla desde ahora por excesivamente compleja para fines prácticos y, además, porque duplicaría el pago de intereses, sin razón de equidad en su favor.

Algunos¹¹ consideran que al principio no deberían garantizarse

¹¹ Bach y Musgrave, *op. cit.*, p. 823; Goode, *op. cit.*, p. 335.

los intereses, pues resulta complicado y crearía confusión. Muchos tienden a quitarle importancia a si se garantizan o no, y también señalan que sería complicado. Marshall suponía que los intereses serían variables con los movimientos de los precios y G. L. Bach (en sus declaraciones al Comité Patman) sigue el mismo criterio aunque resuelve las dificultades prácticas suponiendo todo el pago de intereses al vencimiento del bono, una característica de la que trataremos más adelante.

En países en que la tasa de interés normal es alta y que están expuestos a fluctuaciones de precios mayores de las que es lógico esperar en las grandes potencias industriales, parece que un plan que garantice el poder adquisitivo de los intereses y el principal podría resultar demasiado caso y por ello no nos inclinamos a abogar por él. Sin embargo, pensamos que la garantía del poder adquisitivo del principal no es incompatible con la garantía del poder adquisitivo de los intereses, y cabe concebir dos clases de bonos, uno que garantice el primero y otro el segundo. Cada uno de ellos cumpliría fines distintos, pues unos bonos con garantía del poder adquisitivo de los intereses pueden concebirse como una forma de seguro de vida, de lograr una renta constante, mientras que unos bonos con principal garantizado pueden concebirse como una manera conveniente de ahorrar para algún fin de inversión de capital o como ahorro sin fin específico.

En países, como muchos de la América Latina, donde los temores de inflación y de devaluación son uno de los factores más conducentes a ambas cosas, a causa, como se indicó, de las repercusiones de esos temores sobre la orientación de las inversiones y el gasto en bienes de consumo duraderos, parece que los bonos de estos dos tipos podrían cumplir una misión sumamente importante, tanto para reorientar el destino del ahorro de los grupos de ingresos medios (nosotros no podemos hablar de ahorro de los grupos de ingresos bajos) como para estimular las costumbres de ahorro. También se podría contribuir a aliviar el problema de la desvalorización de las reservas de depreciación y reposición de equipo, que muchas empresas industriales de pequeña magnitud sencillamente no hacen por temor de esa desvalorización.

Es cierto que la garantía del poder adquisitivo de los intereses puede ser difícil de manejar, pero no parece que el problema sea insalvable en la práctica, a base de no compensar sino variaciones de precios superiores a un determinado por ciento, cinco o diez por ciento, por ejemplo, ya sea ajustando sólo cuando se hayan alcanzado, ya sea redondeando a esos por cientos cuando se está en la segunda mitad y no compensando cuando se está en la primera.

No hay por qué desechar, en cualquiera de las dos clases de bonos, un sistema de amortización por sorteos anuales, es decir, dando a los

bonos un plazo medio de vida de la mitad de su plazo máximo. En especial para unos bonos con principal variable, la redención por sorteos puede tener la ventaja de permitir a los inversionistas la comprobación práctica del funcionamiento de la cláusula de garantía de poder adquisitivo.

2. *Plazo*. Se han sugerido varias ideas respecto al plazo de los bonos de este tipo. La mayoría de quienes han expresado opiniones sobre el particular piensan que el plazo debe ser "bastante largo", aunque no hay ninguno que tenga una ventaja especial y algunos han dicho que no debería ser de menos de 10 años. También se ha dicho que el plazo podría ser indefinido, aunque exigiendo, en este caso, una tenencia por un tiempo mínimo, por ejemplo cinco años, antes de que el tenedor pueda reclamar ajuste por cambio de poder adquisitivo. Tres ideas más han sido: que sean redimibles con un preaviso de 90 días, que el plazo dependa de la denominación, siendo más breve para las denominaciones bajas que las altas y que se emitan "anualidades" redimibles con los ajustes del caso sólo cuando el tenedor haya alcanzado cierta edad.

Parece que el plazo *relativamente* largo debería ser una característica básica de esta clase de bonos, es decir, parece derivarse de los propósitos que se quieren conseguir con ellos y del tipo de ahorradores que podría esperarse o que sería deseable que atrajeran. En caso de que los bonos se emitieran en un momento de inflación que se esperase que continuara por algún tiempo, no parece que debiera darse al tenedor la oportunidad de especular (vendiendo su bono o redimiéndolo) en algo que él calculase que subiera de precio más que el índice aplicable a sus bonos. En caso de emitirse con fines de fomento económico no parece que debiera darse al tenedor la oportunidad de recuperar su dinero antes de que las inversiones hechas con su ahorro estuvieran rindiendo su fruto, pues se crearía así, o aceleraría, un proceso inflacionario. Como quiera que sea, en el caso de México, no debería darse al tenedor la oportunidad de especular contra el peso redimiendo sus bonos y comprando divisas, o influyendo en otra forma adversamente sobre la balanza de pagos.

Los bonos de poder adquisitivo garantizado tendrían por objeto, entre nosotros, infundir confianza al ahorrador en el futuro de la moneda, en el largo plazo. Si los bonos fueran de corto plazo se crea un problema al hacerlo atractivo para un tipo de inversionista distinto del que interesa, o se corre el peligro de convertir a éste en especulador en un momento inconveniente. Sin embargo, el largo plazo en México, en problema de préstamos, es menos largo que, por ejemplo, en Estados Unidos.

En el caso de un bono con principal garantizado que, entre nosotros, pudiera pensarse atractivo para el que desea ahorrar con objeto

de construir su casa, o la empresa industrial que desea poder renovar su equipo, y en especial la segunda, un plazo de diez años parece adecuado. Es un plazo bastante normal para renovación de equipo y no parece demasiado largo para reunir los fondos necesarios con fines de construcción, para una persona que empiece su vida activa de trabajo remunerado.

Este plan tiene, sin embargo, una dificultad mecánica importante. Diez años parece un plazo adecuado si se pensara que la empresa o la persona hacen toda la inversión hoy para recuperarla, con el ajuste del caso, dentro de diez años. Pero las empresas o los individuos no hacen sus ahorros de una vez, sino paulatinamente, y si suponemos que el plazo de diez años es adecuado y que el ahorro se realiza en diez años por partes iguales, tendríamos que sólo el primer abono, el diez por ciento, es redimible en la fecha en que se desearía hacer la inversión última. La solución de la dificultad estaría en la redención anticipada o, más imperfecta, en la negociabilidad de los bonos, temas de los que trataremos más adelante. Sin embargo, dadas las limitaciones a ambas cosas que se indicarán, parece preferible que, en estos bonos, se pensara en algún plan consistente en plazos menores (dos años por ejemplo) con garantía de renovación un determinado número de veces.

Sin embargo, en el caso de bonos con tasa de interés garantizada, un plazo de diez años puede parecer demasiado corto. Un tipo de inversionista que pudiera tener interés por estos bonos sería la persona que los adquiriera en sustitución de un seguro de vida y que no pueda adquirir de una sola vez toda la cantidad necesaria para garantizarse el nivel de vida que desea. Es probable, entonces, que tarde más de diez años en completar la suma precisa o que cuando la haya reunido algunos de sus bonos sólo tengan un tiempo de vigencia demasiado breve. El inversionista tendría inseguridad respecto a la posibilidad de renovación en el momento de vencimiento, es decir, no sabrá si seguirán emitiéndose y, en segundo lugar, el índice de 100 a que pudiera reinvertir el principal redimido ya no sería el mismo a que invirtió originalmente. Otro inversionista en estos bonos que cabe fácilmente imaginar es la persona que quiere proveer, por un tiempo largo, para su familia, en caso de defunción. También en este caso puede suponerse que un plazo de 10 años no es garantía suficiente.

La solución a este problema podría hallarse en varios planes. Uno sería, para el primer tipo de inversionista citado, la compra inicial de bonos con principal garantizado que se canjearan a su vencimiento, o en una fecha a fijar, por bonos con interés garantizado. Otro sería una promesa de renovación automática por uno o más períodos de cinco o diez años por nuevos bonos que llevaran el mismo índice de 100 que los bonos originalmente adquiridos. Otro, en fin, podría ser un plazo

más largo de tales bonos, con o sin opción de amortización después de determinado plazo, aunque el anterior parece un plan más conveniente para el ahorrador.

Es inevitable (aunque no creo necesario ofrecer excusas por ello) que los bonos de este último tipo tengan fuerte parecido a un plan de seguro de vida.

3. *Amortización anticipada.* Este punto está íntimamente ligado al de la negociabilidad, pero, sin perjuicio de repetirnos más adelante, lo trataremos por separado.

Casi todos los que se han ocupado de esta clase de bonos y que los han considerado como un instrumento de ahorro muy conveniente para pequeños ahorradores, que sufren con las inflaciones, han examinado también la dificultad que representa que este tipo de inversionistas pertenece al grupo de ingresos al que sería injusto congelar sus pocos ahorros en caso de que, por razones de fuerza mayor, los necesitaran.

Ya vimos en la sección anterior que se había sugerido hacerlos amortizables con un preaviso de noventa días. Todos los demás partidarios de los bonos, sin embargo, suponen que éstos tengan un plazo largo y, al mismo tiempo, que no serán negociables, de modo que el problema de darles alguna liquidez, por razones de justicia social, ya que no económicas, se plantea con cierta agudeza. Entonces se han barajado ideas que suponen distintos tipos de castigos para el caso de redención anticipada. Estos castigos no se sugieren para que alcancen a quienes legítimamente necesitan los fondos, sino para evitar especulaciones, pero es inevitable que perjudiquen a quienes no se desea perjudicar. Unos han pensado que se podrían redimir o recompensar con los ajustes a que hubiere lugar por variaciones de precios, siempre que se hayan mantenido durante un lapso mínimo, que para bonos de diez años se ha sugerido que fuera de cinco, y que se aceptara la redención antes de los cinco años pero sólo a su precio de compra y sin intereses.¹² Hay quien ha dicho que si no fueran redimibles antes de su vencimiento deberían de ser negociables o canjeables por valores negociables, para permitir así a los tenedores hacer frente a emergencias personales o para cambiar de sistema de inversión.

Otra forma sugerida ha sido pagar, en caso de redención anticipada, una tasa de interés muy baja y sin garantía de poder adquisitivo, lo cual colocaría a los tenedores en situación de igualdad con los que mantienen cuentas de ahorro. Se señala que si los precios bajaran más que el valor de los bonos, la opción de redimirlos al precio original de compra sería más ventajosa para los tenedores que un contrato de poder adquisitivo estable. (Aquí, desde luego, se supone que los ajustes sólo son al alza, y que el precio de compra es el tope inferior.)

¹² Esto supone, desde luego, que los intereses no se pagan por cupones sino que se acumulan.

Por último se ha pensado que, cualquier clase de valor que se emita, el gobierno podría establecer la opción de liberalizar la restricción de redención. Si se presentara una situación deflacionaria antes del vencimiento, se podrían hacer redimibles a la vista con interés y con o sin garantía de poder adquisitivo. Pero el mismo autor de esta propuesta (Richard Goode) que está sin duda pensando en los efectos compensadores de tal medida, añade que el riesgo político que supone esta característica compensaría las ventajas de una mayor flexibilidad.

Pensando de manera específica en el caso de México, la no redención de los bonos antes de su vencimiento o, en el peor de los casos, sólo después de transcurrido algún tiempo desde su adquisición, parece altamente deseable. Ya existe toda una gama de instrumentos de ahorro que son (por ley o *de facto*) redimibles a la par y a la vista, con una alta tasa de interés. Esta forma de ahorrar ha dado resultado, en el sentido de que se ha logrado con ella captar fondos con qué llevar adelante nuestros proyectos de desarrollo económico. Sin embargo, esta forma de instrumentos de ahorro, llevada en gran escala y como sistema permanente, y no como simple forma de iniciar la creación de un mercado de capitales (que fué su justificación original), puede ser muy inconveniente para nosotros, con un público nervioso a los rumores de devaluación (ya que los factores políticos han pasado a término muy secundario). Hemos tenido salidas cuantiosas de capital, en parte financiadas con liquidación de valores redimibles de hecho a la vista, no sólo en momentos de dificultades de balanza de pagos, sino también en épocas en que no había ninguna razón lógica económica para ello. Como ya se dijo antes, los valores redimibles a la vista serán siempre y máxime si se hallan en manos del público (es decir, no tanto las tenencias institucionales) una espada de Dámocles pendiente sobre la cabeza de nuestras autoridades monetarias. Ya es tiempo de restringir la venta de esos valores, o de hacer efectivos los plazos de preaviso establecidos para la recompra de algunos. Sería altamente inconveniente añadir a los instrumentos ya existentes de este género uno más. Es muy deseable reducir al máximo el número de personas que, siendo ahorradores, se encuentran en posibilidad de especular contra el peso.

Es decir, a las razones aducidas en Estados Unidos para no aceptar que unos bonos de esta clase sean redimibles antes de su vencimiento se añade, en nuestro caso, el argumento de que las recompras a la vista o con breve preaviso son una amenaza para la estabilidad del tipo de cambio, por exportación especulativa de capitales o por aumento especulativo de las importaciones. A quienes temen la competencia que esta clase de bonos puede hacer a las instituciones privadas captadoras de ahorros, probablemente las restricciones a la redención anticipada también les parecerá una característica deseable.

Pero después de hacer este alegato siguen en pie las dificultades que se han apuntado ya, de la justicia social, es decir, la persona o empresa que desea ahorrar para necesidades de largo plazo y a la que una emergencia obliga a liquidar todo o parte de su ahorro para hacerle frente. Volveremos por ello sobre el particular en breve.

Podría sugerirse una cláusula en el sentido de que el Estado se reserva el derecho de llamar al pago los bonos en cualquier momento con los ajustes a que hubiere lugar, protegiéndose así de los gastos a que le obligaría la continuación de un alza de precios. Sin embargo, esta posibilidad sería muy injusta para el ahorrador a quien se le crearía la expectativa de quedar desamparado en el momento en que más necesita la protección. ¿Por qué habría de renunciar a las ventajas que le ofrecen las formas presentes de ahorro, y que están ausentes en el nuevo bono, si está amenazado de perder la única ventaja de éste en el momento oportuno? Una cláusula de esta clase condenaría, a mi modo de ver, al fracaso a unos bonos de poder adquisitivo garantizado.

4. *Tenencias máximas individuales.* Aunque lógicamente la sección anterior debería ir seguida por la correspondiente a negociabilidad, la argumentación nos lleva a ocuparnos primero del tema enunciado por el encabezamiento.

Hay sobre éste las dos tendencias opuestas. Si se limitan las tenencias individuales, dicen unos, se reduce la influencia benéfica que pueden tener los nuevos bonos sobre las tasas de interés del mercado, y también su efecto antiinflacionista. Por esto no deben establecerse esas limitaciones. El punto de vista opuesto es que si no se limitan las compras individuales se corre el peligro de que los bonos se adquieran con ahorro pasado, o que el ahorro corriente se dedique por entero a adquirirlo, perjudicándose grandemente a las otras formas de ahorro.

Quienes abogan por la limitación de la cantidad que pueda adquirir una persona han pensado que ésta podría establecerse mediante planes de compra de los bonos con deducciones de nóminas o una base parecida. También han sugerido no limitar el total que se permita comprar, sino lo que cada persona pueda adquirir *cada año*, evitando así que se compren con el capital en vez del ingreso. El límite, se ha dicho, podría relacionarse quizá con el ingreso de la persona, según se determine en su declaración para el impuesto sobre la renta, fijándose una suma máxima anual para las personas que no lo pagan.

En el caso de México, dado que no nos encontramos en un período inflacionario, la emisión no se justificaría por sus efectos antiinflacionarios (inmediatos) y, por lo tanto, no habría motivo para desear una venta muy abundante en los momentos actuales. Además, como sería prudente no lanzarse a una emisión de esta clase en gran escala desde un principio y sólo experimentar primero para ver el comportamiento

de una emisión pequeña, es decir, sus repercusiones sobre otras clases de ahorros, parecería conveniente, al menos como sistema inicial, limitar las tenencias individuales de alguna forma: suma máxima por comprador, o compra anual máxima por comprador o una combinación de ambos, aunque los dos últimos métodos supondrían un compromiso de seguir emitiendo, a los compradores iniciales cuando menos.

En cierto modo relacionado con el problema de las tenencias máximas individuales y el plazo de los bonos está el plan sugerido por Clark Warburton, y que apuntamos antes, de que el plazo de los bonos dependa de su denominación. Warburton sugiere bonos de Dls. 1,000 y múltiplos de esta suma a plazo largo (25 años); y bonos de Dls. 100 con plazo de dos a cinco años (y tasa de interés más baja que para los de plazo largo). Este plan sugiere, para nosotros, la posibilidad de tenencias máximas (las denominaciones, al menos en bonos de principal variable, no parecen tener mucha importancia) diferentes según el plazo, por ejemplo, seis meses de plazo *mínimo* para tenencias de \$1,000 y menos, un año para tenencias hasta de \$10,000, etc., o un plan parecido. Esto cubre hasta cierto punto contra el peligro de la redención apresurada de bonos con fines especulativos, pues nuestra experiencia parece demostrar que las cuentas de ahorros o tenencias de bonos oficiales más pequeñas son las menos especulativas, las que menos movimiento tienen en momentos de especulación.

5. *Negociabilidad*. Con pocas excepciones los partidarios de los bonos han sugerido que éstos no sean negociables dado su gran atractivo. El punto de vista en favor de la no negociabilidad suele ir ligado a la tesis en favor de la posibilidad de redención antes del vencimiento con mayor o menor castigo. En general, se ha buscado una manera de proporcionar cierta liquidez al tenedor.

Richard Goode, que es quien más se ha detenido a examinar este punto, y uno de los pocos partidarios de la negociabilidad, hace las siguientes observaciones respecto a sus consecuencias. Reconoce que un bono popular (muy difundido) y negociable plantea inevitablemente algunos problemas. Si las tasas de interés suben, el precio de los bonos bajará. Los tenedores que quieran liquidar sus bonos antes de su vencimiento pueden no comprender la lógica de un valor que se supone que los protege contra los aumentos de precios pero que se vende con descuento porque hayan subido las tasas de interés. Desde luego, dice Goode, por lo general, el precio de los bonos reflejará tanto el valor de la garantía de poder adquisitivo como de las tasas de interés "reales". El valor de estos bonos no se deprimirá por un alza de las tasas de interés nominales que se debiera sólo a la expectativa de alza de precios de las mercancías. El precio de los nuevos bonos podría permanecer estable, o aun subir, a pesar de aumentos en las tasas de

interés nominales de préstamos y valores sin garantía de poder adquisitivo.¹³

Como estamos abogando por un sistema de limitación de las tenencias individuales, es evidente que estamos también abogando por un sistema de bonos nominativos. En la literatura examinada se da por supuesto que la limitación de las tenencias individuales lleva implícita la no negociabilidad. Sin embargo, no es necesariamente así. No parece que fuera demasiado complicado un sistema de negociabilidad restringida, es decir, dentro de los límites de la tenencia máxima individual permitida. Si la emisión o las emisiones, se hacen en una escala bastante limitada, de manera que no se satisfaga por entero la demanda de estos bonos, puede pensarse que quienes, por razones de emergencia u otras, deseen desprenderse de los bonos no tendrán dificultad en encontrar comprador. El traslado de un bono de una persona a otra tendría que hacerse siempre con intervención de la entidad emisora a fin de comprobar, con la cuenta de cada tenedor, que no se ha excedido el límite que le está permitido. De esta manera podría conseguirse cierta liquidez a las tenencias.

Otra forma de dar liquidez a los bonos sería crear un fondo de estabilización, que pudiera intervenir en el mercado si la demanda de los bonos en manos de los particulares se deprimiera demasiado y, en especial, en caso de baja de precios ya que nuestras autoridades suelen ser muy sensibles a cualquier fluctuación a la baja de la cotización de los valores públicos. Pero sería sumamente inconveniente que un Fondo de esta clase fuese un artificio para volver al sistema de recompra a la vista y a la par.

6. *El nivel de la tasa de interés.* Hay unanimidad de opiniones sobre la altura de la tasa de interés: la tasa debe ser baja. Se supone que la ventaja de la garantía de poder adquisitivo debe ser atractivo suficiente para garantizar un buen mercado a estos bonos.

En las páginas anteriores se ha expresado que cabría concebir dos clases de bonos, unos con principal garantizado y otros con interés garantizado, y unos cuantos números convencerían a cualquiera de que, a tasas de interés iguales, los bonos con principal garantizado reportan al tenedor casi en cualquier situación un beneficio mayor que los de interés garantizado. En realidad, los bonos con interés garantizado sólo serían más beneficiosos (reportarían un número de pesos mayor) que los con principal garantizado en caso de que hubiere alza de precios durante la vigencia del bono y baja de precios a su vencimiento; si el aumento de precios se produce de manera paulatina sería preciso que el plazo del bono fuera más largo o la tasa básica más alta de lo que ca-

¹³ Richard Goode, *op. cit.*, p. 336.

bría imaginar para que la garantía del poder adquisitivo del interés diera una cifra mayor. Y si imaginamos que todo el aumento de precios se produce al final del tiempo de vigencia del bono es evidente que el de interés garantizado apenas si se beneficia y el de principal garantizado, en cambio, sí.

Podría decirse que esto no impide que las dos clases de bonos cumplan su función. Quienes compraron el bono con principal garantizado lo hicieron quizá para realizar una inversión a su vencimiento y en el momento de éste la inversión cuesta más cara, y quienes compraron el bono con interés garantizado de hecho obtuvieron durante su vigencia una renta con poder adquisitivo constante. Sin embargo, por justo que fuera, el ahorrador no puede estar satisfecho por esta razón ni se contentaría con un bono de interés garantizado, por muy rentista que sea, si calcula que puede obtener un total mayor de unidades monetarias adquiriendo el bono de principal garantizado. A tasas de interés iguales y más bajas que las de un bono corriente, es difícil pensar que puedan tener mucho mercado los bonos con interés garantizado al lado de los de principal garantizado.

La solución, con objeto de captar la mayor cantidad de ahorros, parece hallarse en fijar una tasa de interés más alta para bonos con interés garantizado que para bonos con principal garantizado, o venderlos con interés garantizado por debajo de la par.

A las tasas de interés que prevalecen hoy en México un ahorrador puede conseguir el 8% invirtiendo en valores altamente líquidos. Si pensamos, una vez más, en un plazo de 10 años veremos que, reinvertiendo intereses, con una inversión inicial de 100, al cabo de 10 años el ahorrador obtiene aproximadamente 216. Para que los bonos de poder adquisitivo garantizado al 4% dieran aproximadamente lo mismo sería preciso prever un aumento de precios entre el 4½% y el 5% (acumulativo) anual. Es muy posible que esto no compensara la diferencia de liquidez. Parecería que para que estos bonos fueran atractivos, y pudieran competir con los bonos que existen en la actualidad en México, sería preciso ofrecer una tasa de interés superior al 4%, si su plazo es relativamente largo (y 10 años lo es, desde luego, para nosotros).

Para hacer atractivos unos bonos con interés garantizado por las fluctuaciones de precios, hemos dicho, la tasa de interés tendría que ser más alta que en los bonos con principal garantizado. Es decir, para que unos bonos de aquel tipo, al 6%, puedan competir con bonos no garantizados al 8%, el comprador tendría que prever un alza de precios del 38% durante *todo* el plazo de su tenencia, que es una perspectiva difícil de imaginar. En realidad, las tasas de interés de estos bonos deberían acercarse mucho a las que ya prevalecen para poder competir

en rendimiento real con los valores existentes y, además, poder compensar por las diferencias de liquidez.

Es evidente que este panorama cambia mucho si se piensa en una época en que las expectativas de alza de precios sean muy acusadas, por la realidad de los aumentos de precios o acontecimientos especiales que las aviven.

En fin, puede observarse que la perturbación que ocasionase en el mercado de ahorros una tasa de interés, en esta clase de bonos, comparable a la de los que no tienen garantía de poder adquisitivo dependería de las otras características y limitaciones de que se rodeasen, en especial su liquidez, plazo, restricciones a las tenencias individuales, etc., y también dependería de las expectativas respecto a los movimientos de precios, es decir, una expectativa grande de aumentos de precios es equivalente a una tasa de interés alta.

7. *Forma de la tasa de interés.* Algunos autores han pensado que los intereses de los nuevos bonos se pagarían al vencimiento de los mismos junto con el principal, y no por el sistema de cupones (es decir, que los bonos tuvieran forma de pagarés).

Este sistema es aplicable a bonos con principal ajustable, pero no a bonos con interés variable, pues les impediría cumplir la finalidad a que se destinarían. La periodicidad del pago de intereses es problema secundario y, evidentemente, cuanto más alejados los plazos más cómodo para las autoridades emisoras y menos adecuado para el inversionista.

8. *Cálculo de ajustes.* La fijación de los índices 100, base del cálculo de los ajustes, así como de los índices de redención y pago de intereses presenta pocas dificultades prácticas si no se pretende un alto grado de perfección técnica. Los tropiezos mecánicos aparecen cuando se desea que estos índices no sean los de un mes concreto, sino los de una media de varios meses, a fin de evitar posibles distorsiones por influencias estacionales y otras de corto plazo.

El índice 100 no es problema, pues se puede establecer como una media de varios meses que incluyan el mes de compra del bono,¹⁴ pero es evidente que no puede hacerse lo mismo con el mes de redención o el de pago de intereses. El índice para la redención o pago de intereses tendría que ser el del mes anterior o una media de varios meses incluyendo el anterior a la redención o el pago de intereses, aunque técnicamente sería deseable conservar una cierta simetría: si el índice 100 se fija como una media que incluye el mes de compra, el de redención se debería fijar como una media que incluyera ese mes de redención, cosa que no se podría hacer, salvo que se pensara en posponer los

¹⁴ El comprador no sabría, sin embargo, cuál es el índice 100 que se aplica hasta algún tiempo después de adquirir el bono.

ajustes hasta algún tiempo después de los vencimientos. Pero para fines prácticos la solución habría de ser la que acaba de indicarse: que para los vencimientos y pagos de intereses se elija el índice del mes anterior al de que se trate, o una media de los meses anteriores.

Sería fácil exponer las posibilidades teóricas de especulación a que podrían dar lugar, en épocas de movimientos intensos de precios, estas técnicas de fijación de índices, pero no parece que valga la pena, dado que estas posibilidades tienen poca importancia práctica en bonos de plazo relativamente largo, no redimibles a la vista y de negociabilidad limitada.

9. *Los inversionistas.* Casi todo el mundo está de acuerdo en que ni los bancos ni los otros inversionistas institucionales, como las compañías de seguros privadas, deberían poder invertir en ellos. Unos han dicho que serían poco atractivos para tales instituciones y otros que, como éstas tienen sus obligaciones fijadas en términos absolutos de unidades monetarias, no habría razón para darles la oportunidad de adquirirlos. Alguien ha sugerido, sin embargo, que serían deseables para empleo en conexión con planes de pensiones y otros de retiro, y que podría estudiarse la posibilidad de combinarlos con seguros oficiales y privados.

Otro autor sugiere que sería deseable extender a tenedores de pólizas de seguros de vida y los miembros de asociaciones mutuas de ahorros la protección de unos bonos de poder adquisitivos garantizados "en la medida en que sus pólizas, depósitos o acciones estén respaldados por activos consistentes en obligaciones del gobierno. En consecuencia, las compañías de seguros de vida, los bancos de ahorro mutuos y las asociaciones de ahorro y préstamo podrían hacerse elegibles para adquirir bonos con poder adquisitivo garantizado, a condición de que se ideen procedimientos adecuados para distribuir de manera equitativa cualquier prima de poder adquisitivo que estas empresas reciban sobre tales bonos."¹⁵

Su máximo atractivo, se ha dicho, sería para la clase media relativamente próspera, para la que el ahorro como provisión para la vejez y la familia es tradicional, pero deberían atraer a todos los grupos interesados en tener seguridad y contrarios a la especulación.

A estos grupos se han añadido en las páginas anteriores las empresas a las que convenga hacer provisión para la renovación de equipo.

10. *El índice de precios.* Al hablar de las objeciones se hicieron consideraciones sobre la dificultad de encontrar un índice de precios adecuado. Este inconveniente se agudiza aún más en México, donde todos nuestros índices de precios se refieren al Distrito Federal y no al país entero, donde las ponderaciones de los índices de costo de vida y de

¹⁵ Clark Warburton, *op. cit.*, p. 14.

menudeo se calcularon hace mucho tiempo y difícilmente se puede esperar que reflejen las variaciones de los precios pagados por quienes fueran a comprar estos bonos y donde, además, estos últimos índices comprenden un número excesivamente pequeño de artículos. La comparación de los movimientos de los distintos índices revela grandes discrepancias y, como era de esperar, son más fuertes las fluctuaciones de los índices que comprenden menos artículos. Todo el mundo está de acuerdo, sin embargo, en que el mejor de nuestros índices es el de precios al mayoreo calculado por el Banco de México y que comprende 210 artículos.

Si pensamos en dos clases de bonos, uno con principal garantizado, y otro con interés garantizado que sirvan propósitos diferentes, parecería lógico también (siguiendo la tesis de Marshall) pensar que se empleasen índices que reflejaran los movimientos de precios de los bienes y servicios a que se creyera que se destinará el rendimiento y las amortizaciones de los bonos, por ejemplo, el costo de vida de la clase media para unos bonos con interés garantizado y el costo de los bienes de capital para bonos con principal garantizado. Sin embargo, dadas las deficiencias de nuestros índices de costo de la vida y precios al menudeo y de que podría crear confusión la aplicación de índices distintos, parece preferible olvidarse de la perfección técnica, inalcanzable en cualquier caso, y elegir el índice de precios de mayoreo de 210 artículos, que está bien acreditado en nuestro medio.

V. *Aplicación de los principios en algunos países*

A continuación se hace, por orden cronológico de primera aparición, una exposición resumida de varios ejemplos reales (de que se han podido obtener algunos datos, aunque incompletos) de aplicación práctica de los principios en que se basa la idea de los bonos de poder adquisitivo garantizado.

Estados Unidos. En 1925 la Rand Kardex Company of Buffalo, N. Y., emitió bonos cuyo valor estaba ligado al índice de precios, ajustándose las fluctuaciones superiores al 10 por ciento al alza o la baja. No parece que la emisión tuviera mucho éxito, pues los bonos se convirtieron a acciones preferenciales y a bonos ordinarios con objeto de lograr un mercado más amplio del que era posible con unos valores con los que el público no estaba familiarizado.¹⁶

*Finlandia.*¹⁷ En virtud de una Ley de Indemnización por pérdidas

¹⁶ Ver Irving Fisher, *Stable Money*, Adelphi Co., 1934; p. 112. Parece que la emisión de estos bonos se hizo por inspiración del mismo Irving Fisher, que era consejero, o director, de la empresa.

¹⁷ *Boletín Mensual* del Banco de Finlandia, octubre-diciembre de 1946, vol. xx, nos. 10 a 12, p. 24; Fondo Monetario Internacional, *International Financial News Survey*, 21 de agosto de

ocasionadas por la guerra después del 31 de marzo de 1944, quienes las habían sufrido fueron compensados en parte con bonos. Estos bonos se emitieron al 4%, valor nominal, y amortización del 10% anual entre 1944 y 1955. El valor de los bonos varía con el índice de precios de mayoreo de los productos finlandeses en forma tal que la amortización pagadera el 1º de agosto de cada año se aumenta o reduce en tantos 10 por cientos (completos) como haya subido o bajado ese índice entre diciembre de 1944 y marzo del año de que se trate (el valor de amortización de agosto de 1946 fué superior en 110% al valor nominal). Quien reciba una indemnización puede emplear los bonos recibidos en compensación para pago de deudas y del segundo impuesto sobre el capital, así como para otros fines especificados en la ley.

En 1953 se hizo en Finlandia una nueva emisión de deuda pública. Ésta se utilizó para amortizar los cupones del Empréstito de Indemnización recién citado que vencían en agosto de ese año. Sólo podían suscribir el nuevo empréstito los tenedores de esos cupones y el máximo que se permitía suscribir a cada persona era igual al equivalente de su tenencia de esos cupones el 1º de agosto de 1953. El nuevo empréstito es amortizable en cinco anualidades. Si el índice de precios de mayoreo en marzo de cualquiera de los cinco años excede al de marzo de 1953 en un 5% o más, el valor de los bonos que venzan ese año se aumentará en el mismo por ciento en que subió el índice. De manera similar, si el índice baja, el valor de amortización de los bonos se reducirá proporcionalmente. Sin embargo, el aumento no puede exceder del 100%. El valor nominal de los bonos es de 5,000, 10,000 y 50,000 marcos finlandeses y la tasa de interés es del 4% pagadero sobre el valor nominal del bono.

China. El 14 de junio de 1949, a raíz de la toma de Shangai, el gobierno comunista chino instituyó una práctica que ya había venido empleando en las zonas ocupadas con anterioridad: los “depósitos en especie” o “depósitos de paridad”. La unidad de paridad era la suma del precio de 1 *sen* (1.72 libras) de arroz de clase media, un pie de tela “cabeza de dragón” de 12 libras, una onza de aceite de cacahuete y un *cati* ($1\frac{1}{3}$ libras) de carbón. Es decir, la unidad de paridad era un índice de los precios de estos artículos, con las ponderaciones indicadas. Se calculó el valor de esta unidad y se publicó diariamente, y los depósitos de paridad tuvieron un poder adquisitivo constante en términos de estos artículos de primera necesidad. Se pretendía con esto atraer a los bancos la mayor cantidad posible del dinero en poder de los particulares y asegurar a los depositantes contra pérdidas por alza de precios.

1953, p. 59. Me ha servido para ésta y otras partes de la presente sección de datos proporcionados por economistas de la Junta de la Reserva Federal de Washington.

Se crearon varias clases de depósitos, según su plazo y método de retirarlos y se fijaron tasas de interés que variaban entre el 0.6 y el 7.2% anual, rigiendo la tasa más baja para los depósitos a un plazo de 15 días, y las más altas para los depósitos a un año. Todo el mundo podía hacer depósitos a tres meses de plazo o más, pero sólo eran elegibles para depósitos a plazo menor los empleados del gobierno y los trabajadores organizados en sindicatos. La reglamentación se enmendó el 31 de agosto y se exigió a los obreros que recibieran más de un determinado jornal colocar parte de él en depósitos garantizados. Se tomaron disposiciones para la concesión de préstamos con garantía de estos depósitos si se necesitaba el dinero para una emergencia. En septiembre de 1949 se amplió el concepto de paridad a los préstamos a exportadores para compra de materias primas, equipo, empaques, o para pago de salarios y transportes de artículos de exportación. En diversas ocasiones el gobierno aumentó las tasas de interés sobre los depósitos de paridad a fin de acrecentar el incentivo para hacerlos.

A consecuencia de los esfuerzos del gobierno para estimular esta clase de depósitos y su aceptación por los obreros, en una época de rápido aumento de precios, cuando no había otra manera de proteger el valor de los ingresos, se informa que entre el 10 y el 30 de noviembre de 1949 el valor de los depósitos de paridad en el Banco del Pueblo subió de 1,700 millones de JMP (*Yen-min-piao* ó 100 millones de yuan oro; 1,000 JMP = un dólar) a 36,700 millones.

El gobierno chino aplicó la misma técnica a una emisión de bonos de 1950 hecha con objeto de cubrir parte del proyectado déficit presupuestal. La emisión se hizo en unidades de 200 millones de *yen*, que era una unidad formada por arroz, harina, tela de algodón y carbón, como en el caso de los depósitos de paridad.

En mayo de 1950, el Banco del Pueblo anunció que se crearían depósitos con "valor garantizado" y otros con "premios", con mayores tasas de interés que las de los depósitos de paridad. Una razón de esto fué la baja del valor de la unidad de 6,229 en marzo a 4,967 en octubre, lo que significaba una baja de su valor en yuan, con la consecuencia de que la gente ya no los utilizaba. En una conferencia sobre ahorros que tuvo lugar en Shangai en noviembre de 1950 se decidió suprimir en esa población los depósitos de paridad al 15 de diciembre de 1950 y que se permitiera a los depositantes retirarlos.

Los depósitos con "valor garantizado", al parecer, estaban garantizados contra el aumento de precios, pero no bajaban de valor como los de paridad si los precios caían; y estaban ligados a ciertos precios que cambiaban según la región. En la región algodonera estaban ligados al precio del algodón en bruto, lo cual puede haber sido un incentivo para persuadir al agricultor a aceptar un volante de depósito bancario en vez

de efectivo para vender su algodón al gobierno al precio oficial en vez de mantener el producto en espera del alza de su precio.

Los depósitos con “premios” eran un simple sistema de lotería.

Los depósitos con valor garantizado y los de paridad se suprimieron en junio de 1952 reteniéndose sólo los depósitos con “premios”.

Parece que los depósitos de ahorro aumentaron considerablemente con los sistemas de depósito de paridad y de valor garantizado, con una contracción correspondiente de las tenencias de efectivo por parte del público, que contribuyeron a reducir el uso de los préstamos y los depósitos bancarios para atesoramiento y fines especulativos y que canalizaron el gran aumento de los préstamos a aquellas industrias y actividades comerciales aprobadas por el gobierno.

Francia. En Francia encontramos tres ejemplos de bonos de la clase que nos interesa.

En 1952 aparecen los llamados “Bonos Pinay” emitidos para hacer frente a un esperado déficit presupuestal de unos 600,000 millones de francos. Las características de los bonos fueron las siguientes: *a)* no se fijó el monto de la emisión; *b)* eran nominativos o al portador, a elección del comprador; *c)* se emitieron en denominaciones de 10,000, 50,000, 100,000 y 1.000,000 de francos; *d)* la tasa de interés se fijó en 3.5% anual; *e)* estaban libres de impuestos; *f)* se podían adquirir con efectivo, con los antiguos bonos al 5% de 1949, sin ninguna formalidad especial y a su valor nominal, con “renta” perpetua al 3% adquirida o usufructuada con posteridad al primero de enero de 1946, con Bonos de la Defensa Nacional, Bonos del Tesoro de interés progresivo y Bonos de Reconstrucción emitidos antes del 19 de mayo de 1952, todos los cuales se aceptaron por un valor de adquisición ajustado de acuerdo con una tabla que tomaba en cuenta los intereses acumulados; *g)* no se podían suscribir bonos mediante entrega directa de oro, pero se anunció que se tomarían medidas para facilitar al máximo las operaciones de venta de oro y divisas hechas con el fin de suscribir el empréstito;¹⁸ *h)* la amortización se haría por sorteos anuales en un plazo máximo de 60 años, si bien el Estado se reserva el derecho de rescatar la emisión antes de esa fecha en todo o en parte, pero no antes del 19 de junio de 1960; *i)* el valor de reembolso sería para un bono de 100,000 francos, igual a 25 veces la media de la cotización de la pieza de oro francesa de 20 francos en el mercado libre de París en las 100 sesiones precedentes de la bolsa. Para valores de 10,000, 50,000 y 1.000,000 de francos el valor de reembolso del capital sería igual a 2½, 12½ y 250 piezas de oro

¹⁸ El arreglo consistió, de hecho, en que los poseedores de oro que quisieran suscribir el empréstito lo venderían primero a los bancos comerciales, que se lo venderían, a su vez, al Fondo de Estabilización, el cual informó a los bancos que hasta una determinada fecha compraría todos los “Napoleones” que éstos le vendieran a 4,000 francos por unidad.

de 20 francos respectivamente calculado de la misma manera;¹⁹ j) si el valor del oro bajara, el valor de reembolso sería el valor nominal; k) los intereses no tienen garantía oro; l) los bonos son aceptables en pago de determinados impuestos siguiendo la siguiente fórmula para fijar el valor de aceptación: antes del 31 de mayo de cada año el Ministerio de Hacienda determina, para los seis meses siguientes, el valor resultante de la media de las cotizaciones de las piezas de 20 francos en el mercado libre de París en las 100 sesiones de la Bolsa anteriores al 15 de noviembre; antes del 30 de noviembre se fija en la misma forma el valor de aceptación en pago de impuestos durante los seis meses siguientes.

El empréstito Pinay se abrió el 29 de mayo de 1952 y se cerró el 17 de julio. Se recaudaron 428,000 millones de francos, de los cuales 195,000 millones fueron de nuevo dinero y el resto por canje de antiguas emisiones. Se dice que el gobierno esperaba haber recaudado cerca de 400,000 millones de nuevo dinero. Se recogieron 15,000 millones de francos en oro, al precio del mercado (aproximadamente 34 toneladas).

Otro ejemplo francés es el de los bonos de la Electricité de France del otoño de 1952. En estos bonos están garantizados el interés y el principal, ligándose al precio medio del kilovatio-hora. Se emitieron bonos de 2,200 kilovatios-hora con intereses de 100 kilovatios-hora. Traducido a dinero esto significaba un interés teórico de 4.54 por ciento. El precio de emisión fué de 16,000 francos. Más tarde subió el precio de la electricidad subiendo con ello la tasa de interés a 5%. En 1953 se puso en el mercado una nueva emisión a 15,750 francos con un rendimiento del 5.07%, pero a los tenedores de la primera se les da la opción a adquirir la segunda en la misma proporción de su tenencia de la primera al precio de 15,250 francos y quienes ejercitaron ese derecho lograron una tasa de interés del 5.12%.

Por último, tenemos también los bonos de ferrocarriles de marzo de 1953. Antes de esta fecha los ferrocarriles mismos habían emitido valores cuyos cupones eran boletos de ferrocarril que daban al tenedor derecho a ser transportado cierta distancia en primera o tercera clase. Los de marzo de 1953 fueron de dos clases, unos de tipo normal al 6%, a 15 años y emitidos a 9,550 francos (nominal de 10,000) y otros con las siguientes características: intereses pagaderos, a elección del portador, en efectivo por un monto igual a 90 veces el precio del kilómetro en tercera clase a la tarifa en vigor en la fecha del vencimiento (en aquel momento de cinco francos), y por lo menos 450 francos, o bien en cupones de transporte correspondientes a un recorrido de 100 kilómetros en tercera clase, lo que supone una prima de 10 kilómetros. Las amortizaciones serían, a elección del portador, ya fuera en efectivo por un monto equivalente a 2,000 veces el precio básico de un kiló-

¹⁹ Obsérvese que el reembolso es en francos y no en oro.

metro en tercera clase en el momento de la emisión y por un mínimo de 10,000 francos, ya fuera en cupones de transporte correspondientes a un recorrido de 2,100 kilómetros en tercera clase (es decir, una prima de 100 kilómetros). Los cupones de transporte eran válidos hasta por dos años y aceptables en liquidación de pagos de transporte (viajeros y mercancías) a su valor en el día de utilización.

No disponemos de información sobre el éxito que haya tenido la emisión de bonos de electricidad o los de ferrocarriles.

Suecia. La Kooperativa Förbundet decidió emitir, en febrero de 1952, bonos por un mínimo de 40 millones de coronas y un máximo de 100 millones redimibles a su valor real original. El límite superior se estableció porque se ofrecía canjear por los nuevos bonos dos emisiones anteriores. Los bonos garantizados tienen un plazo de 20 años, pero a partir del primero de febrero de 1955 los tenedores tendrán derecho a pedir la redención de los bonos a su valor nominal con preaviso de seis meses. La tasa de interés se fijó en el 3%. La Kooperativa Förbundet se comprometió a amortizar los bonos a su vencimiento, en 1972, a su valor nominal, y en caso de que el valor de la moneda se hubiese deteriorado para esa fecha, en comparación con 1951, a compensar al prestamista por esta baja de valor hasta por un máximo del 50%. Quienes redimieran los bonos antes de 1972 no tendrían derecho a compensación. Se establecían reglas respecto al índice a emplear, así como respecto a la forma de proceder si el índice designado sufriera algún cambio sustancial. Las denominaciones de los bonos fueron de 100, 500, 1,000 y 5,000 coronas. Por último, se fijó un período para la suscripción del empréstito, estableciéndose que si las solicitudes de suscripción de bonos excedían de los que se emitían la cooperativa se reservaba el derecho de ajustar las sumas suscritas.

Tampoco tenemos datos de los resultados de esta emisión.