

Las inversiones en documentos del gobierno

Movidos por la preocupación de armonizar la ayuda que el Banco de la República debe prestar al gobierno cuando quiera que ella sea necesaria, con las restricciones legales establecidas para las operaciones con aquel y para las inversiones en papeles oficiales permitidas al Banco, y con los principios esenciales que rigen la marcha de un banco de emisión, desde nuestro ingreso a la Junta Directiva dedicamos especial cuidado al estudio de aquella materia delicada y compleja de suyo, y que adquirió trascendencia especial cuando, debido al cambio de personal del gobierno, se modificaron las ideas que hasta entonces habían prevalecido de no apelar a la ayuda del Banco sino en casos de verdadera necesidad, en el sentido de convertir al Instituto Central de Emisión en una especie de sucursal de la Tesorería General, adonde se acudía en solicitud de fondos para los más variados y extraños menesteres.

En una de las varias ocasiones en que expusimos nuestras dudas ante la Junta Directiva, se nos comisionó para que en asocio de otros miembros de aquella analizáramos el asunto y presentáramos las conclusiones que se juzgaran acertadas. Como resultado de nuestro estudio formulamos la siguiente norma, que fue aceptada sin observación por la Junta:

El Banco de la República podrá llevar a cabo operaciones con los gobiernos nacional, departamentales o municipales, o negociar con los bancos accionistas y con el público las obligaciones provenientes de aquellos, siempre que se encuentren dentro del cupo total señalado por la ley, que consten por escrito, que el término de vencimiento no sea mayor de noventa días y que aparezca que dicho término será realmente efectivo.

Los motivos en que esta determinación se apoyó son los siguientes⁷:

El artículo 11.º de la Ley 25 de 1923, modificado en parte por la Ley 17 de 1925, establece las limitaciones a que está sujeto el Banco de la República para

⁷ Véase *El Banco de la República: nociones sobre su organización y funcionamiento*, página 121 y siguientes.

ejecutar las operaciones que le son propias y que puede verificar con el gobierno y con los bancos accionistas.

Ese artículo encierra cuatro clases de disposiciones: la primera, de carácter general, impone dos condiciones comunes a todas las obligaciones de los bancos accionistas o del gobierno. Esas condiciones consisten en que el plazo de aquellas no sea mayor de noventa días, como regla general, y de ciento ochenta días para las que sirvan de garantía a los préstamos solicitados por los bancos accionistas, y que consten por escrito.

La segunda clase la constituyen las reglas que encierran prohibiciones expresas para el Banco. Tales son: la de que no puede conceder créditos flotantes ni autorizar giros en descubierto, en ninguna forma; la de que no puede negociar sus propias acciones, ni documentos asegurados por ellas o por los billetes del Banco; ni acciones de otras empresas, o documentos que las tengan como garantía. Estas disposiciones también se aplican cualquiera que sea la entidad que las proponga, y no podrán, por tanto, llevarse a cabo ni con el gobierno ni con los bancos accionistas.

La tercera clase está formada por las disposiciones que establecen requisitos especiales para las operaciones provenientes de los bancos accionistas, que son las que determinan el número de firmas que ha de llevar el documento y la naturaleza del destino dado al valor de las obligaciones, el que no podrá ser en ningún caso para objetos de especulación o inversiones permanentes.

Y, finalmente, la cuarta clase concierne de modo exclusivo a los gobiernos nacional, departamentales y municipales, y señala un cupo fijo como límite máximo para las operaciones que pueden llevarse a cabo con tales entidades.

Según esto, los requisitos que deben llenar las operaciones con el gobierno son estos: que tengan un término de vencimiento no mayor de noventa días, que consten por escrito y que se encuentren dentro del cupo señalado por el aparte d) del artículo 11.º de la Ley 25.

Corresponde a la Junta Directiva estudiar cuidadosamente en cada caso si esas condiciones se llenan plenamente y, por lo tanto, si el fin para el cual se solicita el empréstito es de aquellos que por su misma naturaleza no pueden cumplirse y dar lugar al reintegro dentro del plazo de noventa días, no podrá otorgarlo; como no podría, en otro orden de ideas, aceptar el redescuento de una obligación suscrita por un deudor que no reúna las condiciones de solvencia, moralidad comercial, etc., aun cuando el documento, por otra parte, reuniera todos los requisitos legales.

En nuestro concepto, el estudio que la Junta debe verificar con respecto a toda operación del gobierno que se le proponga, no puede reducirse, en relación con el plazo, a ver si el documento está otorgado a noventa días o si faltan esos para el vencimiento de la obligación, sino que ha de extenderse a examinar si la capacidad de reintegro dentro de ese plazo es satisfactoria. Esto

hará que, prácticamente, el campo de las operaciones al gobierno se limite a los empréstitos de Tesorería, que fue sin duda el pensamiento de la misión y del Legislador de 1923.

Entendíamos nosotros, y así lo entendió también la Junta al acoger en todas sus partes los conceptos anteriores, que en la forma indicada se prestaría al gobierno el servicio que la ley autoriza, sin menoscabar las prerrogativas del Banco ni comprometer los requisitos esenciales de su estabilidad y liquidez. Sin embargo, no habían transcurrido muchos días desde la adopción de la norma transcrita, cuando el ministro de Hacienda pidió al Banco que comprara \$500.000 en unos proyectados bonos del 8 por 100, cuyo producto se destinaba a los trabajos de la carretera de Cambao.

Nos opusimos decididamente a aquella operación que contrariaba abiertamente la regla establecida por la Junta; que comprometía el crédito del gobierno, pues hubiera sido preciso estipular un descuento inicial de consideración para efectuar la compra; que reducía el cupo libre del gobierno en momentos difíciles y que afectaba de modo directo la liquidez del activo del Banco, y la Junta Directiva, consecuente con su proceder anterior, la rechazó de manera definitiva.

Sin embargo, no transcurrió mucho tiempo sin que el mismo funcionario, miembro de la Junta, presentase en forma premiosa la solicitud para una nueva operación de la misma índole: se trataba entonces de la compra de las cédulas del Banco Agrícola Hipotecario, de la que nos ocupamos antes al estudiar las inversiones del Banco de la República en cédulas hipotecarias. A lo expuesto entonces debemos agregar que objetamos también la operación proyectada porque las cédulas emitidas por el Banco Agrícola, ni en la realidad, ni jurídicamente son obligaciones del gobierno en el sentido que la ley las consideró, como quiso hacerlo entender el ministro de Hacienda; y porque aun en el supuesto de que fueran obligaciones de la clase dicha, subsistían los motivos que, a nuestro juicio, impiden al Banco hacer inversiones en ese género de papeles. Aquella operación fue rechazada únicamente debido a la mayoría de votos que la ley establece para aceptar tales inversiones; y las circunstancias que han sobrevenido a tal evento se han encargado de justificar todavía más, si cabe, la conducta de quienes defendimos los verdaderos intereses generales en aquella emergencia.

Con el deseo de que se definiera de una vez y en forma precisa lo concerniente al punto debatido, formulamos a la Superintendencia Bancaria la siguiente consulta: “Teniendo en cuenta los términos precisos e imperativos del inciso 2.º del artículo 11.º de la Ley 25 de 1923, ¿puede el Banco de la República legalmente hacer inversiones en bonos del gobierno, cuyo término de vencimiento exceda de 90 días?”.

La Superintendencia pasó el asunto al estudio del abogado de dicha oficina, cuyo concepto, que nos fue comunicado como respuesta a la consulta formulada por nosotros, puede sintetizarse así: el inciso 2.º del artículo 11.º establece que, salvo disposición legal especial en contrario, el Banco no puede hacer inversiones de ninguna clase a un término mayor de noventa días; pero respecto de las obligaciones del gobierno existe la disposición especial del aparte d) del mismo artículo, que solo señala como restricción para ellas la del cupo numérico; luego el Banco sí puede hacer la inversión de que se trata.

Esta tesis, como se ve, equivale a sostener que la única restricción que tiene el Banco de la República para verificar operaciones con el gobierno, o en general, para hacer inversiones en obligaciones suyas, es la de que queden comprendidas dentro del cupo del 30 por 100 del capital pagado y las reservas del Banco, según los términos del aparte d) citado.

Como no estuviéramos en manera algunos conformes con esta interpretación, formulamos a ella los siguientes reparos, a los cuales no se nos dio respuesta:

- a) De la exposición de motivos de la Ley 25 de 1923, redactada por la misión que presidió el profesor Kemmerer; de los reportajes en que el mismo profesor contesta varias observaciones referentes a la marcha del Banco Central de Chile, que fueron ampliamente conocidos en esta ciudad; y de los principios generales que regulan la materia, resulta que el primero y el más importante de los requisitos señalados para el Banco de Emisión es el de la completa liquidez de su activo, es decir, de su aptitud para ser reducido fácilmente a dinero en corto tiempo.

Si se acepta la teoría de que los préstamos al gobierno, y, en general, las inversiones en obligaciones de él no están sujetos al plazo general de noventa días establecido por la ley para todas las operaciones del Banco, se acaba con la liquidez del activo de este en un 30 por 100, ya que las obligaciones del gobierno que aquel negocie serán de duración indefinida y, en todo caso, nada liquidables en momentos de emergencia.

La capacidad de respaldo del Banco de la República para los bancos accionistas en los tiempos de crisis queda disminuida en un 30 por 100, sin que sea preciso hacer mayor hincapié en las consecuencias funestas de esa disminución.

- b) La adopción de la teoría objetada tendría el resultado práctico de que el gobierno podría tomar por un tiempo indefinido el 30 por 100 del capital pagado y las reservas del Banco de la República; es decir, que de los \$5.000.000 que aportó al capital social, retiraría hoy más de \$4.000.000. Sobre estos últimos pagaría el 7 por 100 anual y, en cambio, sobre los cinco

millones representados en acciones continuará recibiendo de un 12 a un 13 por 100 anual por concepto de dividendos y capitalizaciones de utilidades.

Se cumpliría así el “engaño” previsto por la misión financiera de su exposición de motivos, de que el gobierno con una mano aportaría cinco millones y con la otra tomaría cuatro del capital del Banco.

A más de esto, la suerte del Banco de la República quedaría ligada ya para siempre a la situación fiscal del gobierno, y poca sería entonces la diferencia con el banco de Estado, cuyo establecimiento fue rechazado unánimemente por el país.

c) Es cierto que en otros países se permite al banco de emisión invertir sus activos en bonos del gobierno; pero es preciso tener en cuenta que aquellas obligaciones en esos países tienen un grado de seguridad que no han solido tener entre nosotros; y no puede perderse de vista que en el año de 1923, precisamente cuando la misión redactó el proyecto de ley que hoy rige, los bonos del gobierno del 10 por 100 de interés se cotizaban con más del 50 por 100 de descuento; “y esa depreciación, agregábamos textualmente en la comunicación a la Superintendencia, no se hará esperar al sobrevenir una nueva crisis fiscal, evento que no parece tan remoto como algunos lo creen y que ya ha tenido su primera manifestación efectiva en el déficit real de no menos de \$3.000.000 con que terminó la vigencia de 1927”. Así, pues, la inclusión de los bonos del gobierno entre las inversiones no permitidas al Banco se explica fácilmente.

d) Finalmente, por el aspecto legal, hallamos incuestionable el argumento que sigue. El inciso 2.º del artículo 11.º de la Ley 25 de 1923 dice textualmente: “Salvo disposición legal especial en contrario, el Banco no podrá hacer préstamos, descuentos o inversiones sobre documentos, bonos o letras de cambio cuyo término de vencimiento exceda de 90 días desde la vista o desde la fecha de la compra, del descuento o del préstamo, etc.”.

Es tan clara y tan rotunda la prohibición que, para poder realizar cualquiera operación de préstamo, descuento o inversión en un papel con término mayor de 90 días, se necesita una “disposición legal especial en contrario”, es decir, una disposición legal que autorice para verificar la operación con un término mayor del de 90 días.

Esta autorización solo existe en la forma requerida en dos casos: para las operaciones sobre papeles garantizados plenamente con productos agrícolas y con ganados, caso en el cual la ley (inciso 2.º, artículo 11.º) dice expresamente

que el término de vencimiento *puede ser hasta de seis meses*; y para los préstamos a los bancos accionistas, con garantía de obligaciones cuyo término de vencimiento *puede ser hasta 180 días* (Ley 17 de 1925, base 4.ª in fine).

Ahora bien, el aparte d) del artículo 11.º no dice que en las operaciones con el gobierno el término de vencimiento de las obligaciones negociadas pueda ser mayor de los 90 días de la regla general; ni dice tampoco que la única restricción a que esas operaciones estén sometidas sea la del cupo; luego no puede sostenerse en manera alguna que la disposición legal del aparte d) sea *contraria* a la del inciso 2.º, y que encierre, por lo tanto, la excepción concerniente al plazo para las operaciones del gobierno. Si esa disposición no dice expresamente, ni implícitamente, como lo hemos visto, que el plazo o término de vencimiento de las obligaciones del gobierno negociables por el Banco puede exceder de 90 días, es evidente que para esas obligaciones rige la disposición general. Una disposición legal como la del aparte d), que nada establece acerca del término de vencimiento de las obligaciones, no puede ser *contraria* a la del inciso 2.º que regula lo concerniente al término del vencimiento.

Las dos disposiciones no solo no son contradictorias, sino que se complementan. El inciso 2.º establece un requisito general; el aparte d) uno especial para el gobierno, y ambos aplican simultáneamente, como sucede con las disposiciones especiales que rigen para los bancos, como la de que el documento tenga dos firmas, que la inversión no sea permanente o para objetos de especulación, etc. La primera parte del artículo 11.º (los incisos 2.º y 3.º) establece los requisitos generales aplicables a todas las obligaciones negociables por el Banco, consideradas en sí mismas, con prescindencia de las personas o entidades que propongan la operación; la segunda parte del mismo artículo (del inciso 4.º en adelante), las restricciones especiales que pudiéramos llamar *intuitu personae*, o sea, las restricciones particulares para los bancos o para el gobierno, que se aplican, no en lugar de los incisos 2.º y 3.º, sino *además de las de estos*.

Aun cuando los textos legales al respecto son de claridad meridiana, y la exposición de motivos de la misión no deja duda acerca del alcance de aquellos, decidimos consultar el punto en concreto al mismo profesor Kemmerer, y al efecto, en carta del 20 de febrero de 1928, le planteamos la cuestión en los términos siguientes:

Hay un punto especial acerca del cual me atrevo a solicitar su opinión, pues ha sido para mí materia de continuas dificultades para la actuación en la Junta Directiva. Es el referente a las inversiones que el Banco puede hacer en bonos del gobierno, pues de los términos perentorios del inciso 2.º del artículo 11.º de la Ley 23, aparece que el término de noventa días rige para toda clase de bonos, y, por lo tanto, que el Banco no puede comprar bonos del gobierno a plazo mayor de noventa días,

pues no existe ninguna “disposición legal especial en contrario” para poder negociar papeles de un término de vencimiento más largo, que es lo que yo he venido sosteniendo en la Junta, y que creo que es lo que le conviene al Banco para asegurar mejor su liquidez y su independencia efectiva respecto del gobierno.

La respuesta de Mr. Kemmerer fue precisa y concluyente, como puede verse por sus palabras textuales:

Con referencia a la cuestión que usted plantea, concerniente al párrafo 2.º del artículo 11.º de la ley del Banco de la República, debo decirle que la principal razón de esta disposición, según lo que yo recuerdo, es la que usted da, especialmente la de conservar al Banco en condiciones de completa liquidez. Si usted examina la explicación del artículo 11.º de la exposición de motivos y al mismo tiempo las disposiciones de la ley y las explicaciones concernientes a las cédulas de Tesorería y a los bonos del Tesoro, verá que nuestra misión estuvo muy preocupada con el peligro de que los fondos del Banco pudieran invertirse en proporciones considerables en créditos ilíquidos del gobierno. Fue para reducir a su mínimo ese peligro que se adoptaron las muy rígidas restricciones en relación con el vencimiento de los empréstitos del gobierno, a que usted se refiere. No estoy suficientemente familiarizado con las condiciones actuales de Colombia para emitir un juicio acertado sobre la cuestión de si la situación de ahora es tal que justifique mayor lenidad para los préstamos al gobierno en relación con el lapso por el cual pueden ser hechos tales préstamos. En tales materias es generalmente acertado ser muy conservadores. Excepto en circunstancias anormales y en tiempos de emergencia, el gobierno no debe depender del Banco Central de Emisión en ninguna forma para préstamos a largo tiempo.

No obstante esta opinión decisiva, que hicimos valer a su debido tiempo, la Junta Directiva no modificó sus puntos de vista y rechazó la siguiente proposición presentada por nosotros, y que, según todo lo expuesto, resume el espíritu y la letra de la ley, y constituye una garantía indispensable para la seguridad e independencia del Instituto Central de Emisión: “El Banco de la República no puede hacer inversiones en bonos, papeles u obligaciones del gobierno, de cualquier clase que ellas sean, cuyo término de vencimiento exceda de 90 días desde la vista o desde la fecha de la operación”.

Por su parte, la Superintendencia en el último informe anual se declara conforme con la práctica adoptada por la Junta Directiva, para lo cual se funda en el concepto, erróneo a nuestro sentir, como lo hemos demostrado ya, de que el aparte d) del artículo 11.º es una disposición especial en contrario de la del inciso 2.º del mismo artículo, y llega así a la conclusión, peligrosa sin duda, de

que la única restricción que el Banco de la República tiene para los préstamos al gobierno y para las inversiones en sus papeles es la del cupo numérico, o sea, únicamente el 30 por 100 del capital y las reservas del Banco, lo que llevaría a las conclusiones fatales que hemos hecho notar antes, y está en abierta contradicción con el concepto copiado, y para nosotros decisivo, del profesor Kemmerer.

La Superintendencia agrega en su informe lo siguiente:

En todos los países del mundo el bono del Estado es una obligación de extrema liquidez porque, aun cuando tenga diez o más años de plazo para su amortización, en cualquier momento puede venderse en el mercado, y así es convertible en dinero en el momento en que el tenedor de ese bono quiera venderlo. Los Bancos de las Reservas Federales tienen facultad ilimitada de comprar bonos emitidos por el gobierno, porque esa clase de obligaciones se consideran superiores a cualesquiera otras. Además, existiendo como existen dos restricciones, de las cuales la primera dispone que el límite máximo para las operaciones con el gobierno es el 30 por 100 del capital y reservas del Banco, y la segunda impone la necesidad de siete votos afirmativos en la Junta Directiva, parece que sería depresivo para el Estado que todavía fueran a buscarse nuevas restricciones y más si se tiene en cuenta que el país tiene acciones en el Banco de la República por valor de \$5.000.000.

No deja de ser un exceso de benevolencia aquello de que en “todos” los países del mundo los bonos del Estado sean obligaciones de extrema liquidez convertibles en dinero en el momento en que el tenedor lo desee, pues en realidad no son pocas las naciones donde el crédito del gobierno suele ser muy inferior al que desde aquí les asignamos, y donde no solo no es fácil convertir las obligaciones oficiales en dinero en cualquier momento, sino que sería poco menos que imposible verificarlo aun con pérdidas enormes. La experiencia misma de lo sucedido entre nosotros en épocas recientes no puede dejarnos muy tranquilos al respecto, y en vista de los últimos sucesos, en que no solo los tenedores de los bonos oficiales, sino también los gobiernos mismos no han podido convertir en dinero cuando lo han deseado las obligaciones y bonos de que nos ocupamos, estamos seguros de que la Superintendencia Bancaria habrá cambiado de opinión acerca de la “extrema liquidez” de las obligaciones del Estado.

El hecho de que a los Bancos de las Reservas Federales se permita hacer inversiones ilimitadas en bonos del gobierno no es argumento para el caso, porque nadie ha sostenido que las inversiones en bonos oficiales sean contrarias a la naturaleza del Banco de Emisión, sino que esas inversiones solo son permitidas donde tengan un carácter de verdadera liquidez, es decir, una aptitud real para

convertirse en dinero en cualquier momento y en cualesquiera circunstancias. Y por ese aspecto no es posible, desgraciadamente, poner en un mismo pie de igualdad al gobierno de los Estados Unidos y al nuestro. Ya queda dicho que las restricciones especiales que en nuestra ley se establecieron para las operaciones con el gobierno y las inversiones en papeles suyos, restricciones que no existen en los Estados Unidos, fueron impuestas precisamente por “el temor de que el Banco Central pueda ser indebidamente explotado por el gobierno, temor que parece justificado ampliamente por la historia bancaria de Colombia y de muchos otros países latinoamericanos”, como dice en forma textual la misión financiera en la exposición de motivos de la Ley 25. Y esa circunstancia no existe en los Estados Unidos.

Las dos restricciones para las operaciones con el gobierno, consistentes en el límite máximo impuesto por el 30 por 100 del capital y las reservas del Banco, y la del número de votos favorables a la operación propuesta, que ha de obtener en la Junta Directiva, nada tienen que ver con la restricción relativa al plazo de las obligaciones; y así como no puede decirse que sea “depresivo” para los bancos accionistas el que se les exija que las obligaciones que envíen al redescuento consten por escrito, que lleven dos firmas por lo menos, que tengan un vencimiento no mayor de 90 días y que certifiquen sobre la naturaleza de la inversión que se ha dado o va a darse a los fondos provenientes de la obligación, así tampoco cabe sostener que sea “depresivo” para el gobierno el someterse a todas las condiciones impuestas por la ley para obtener fondos del Banco de la República. Porque no puede perderse de vista que las restricciones establecidas lo han sido únicamente en beneficio y para seguridad del Banco de Emisión y no precisamente con el fin de facilitar al gobierno el camino para usar de esos fondos en cualesquiera circunstancias.

En resumen, para nosotros son ilegales y contrarias a las conveniencias del Banco de la República las inversiones hechas y que se hagan en adelante en bonos u obligaciones del gobierno, cuyo término de vencimiento sea mayor de 90 días desde la vista o desde la fecha de la operación, y los préstamos o anticipos por un término mayor de 90 días, sea que este lapso se fije inicialmente o que se establezca en la práctica, como ha sucedido, por medio de prórrogas sucesivas de una misma obligación.