

Capítulo 8

Brasil: los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental

Las reformas económicas de Brasil datan de fines de los años ochenta y principios de los noventa, lo cual significa que el país formó parte de la tercera ola de reformas en América Latina. Sin embargo, aun en aquel entonces, el proceso de reforma en Brasil fue moderado y pragmático en comparación con las transformaciones más bruscas e ideologizadas realizadas en algunos de sus países vecinos. Al mismo tiempo, el gobierno tuvo que enfrentar un creciente desequilibrio macroeconómico que incluía grandes déficit fiscales, una creciente deuda del sector público e incrementos en los precios que amenazaban con alcanzar niveles hiperinflacionarios. El conjunto de reformas macroeconómicas y estructurales estaba destinado a reorientar la economía para estimular un retorno al crecimiento acelerado.

El panorama financiero de Brasil había sido delineado durante cincuenta años por una estrategia de desarrollo relativamente cerrada y dirigida por el Estado. Entre sus características más importantes se encontraban las siguientes: los bancos del sector público desempeñaban un papel importante en el financiamiento de grandes proyectos de desarrollo y de empresas públicas y privadas; la inversión extranjera de cartera desempeñaba un papel restringido, debido a los estrictos controles de capital y al acceso mínimo a los mercados financieros internacionales hasta la década de 1970; los intermediarios privados brindaban financiamiento fundamentalmente de corto plazo, una parte importante del cual se destinaba al gobierno; los mercados nacionales de capitales, a

pesar de su sofisticación, cumplían solo un pequeño rol en el financiamiento de actividades productivas y existía la tradición de utilizar la inflación como una fuente importante de financiamiento.¹

Las dudas acerca de si esta estructura era la apropiada en un mundo cada vez más globalizado condujeron al gobierno a embarcarse en un importante proceso de reforma. En el año 1994 se adoptó un eficaz programa de estabilización (el Plan Real) y la inflación cayó abruptamente de niveles de cuatro dígitos a niveles de un dígito. Sin embargo, el éxito del Plan Real contribuyó al surgimiento de serios problemas bancarios en el año 1995, que impulsaron una reestructuración encabezada por el gobierno que profundizó la privatización y la apertura financiera al permitir que las instituciones financieras extranjeras tuvieran acceso a los mercados nacionales de capitales y de crédito. Además, las autoridades monetarias promovieron una mejora considerable en la regulación y la supervisión.

Como consecuencia de estas reformas, el sector financiero cambió de diversas maneras. Se incrementó la competencia y la competitividad de las instituciones financieras nacionales, lo cual condujo a mejoras en la eficiencia microeconómica. Los bancos extranjeros pasaron a formar parte del sector financiero (si bien lo hicieron en menor proporción en comparación con otros países de América Latina), mientras que el peso de los bancos públicos se redujo pero continuó siendo considerable. Los mercados de capitales crecieron gracias al incremento de los inversionistas institucionales y al desarrollo de un sinnúmero de nuevos instrumentos financieros. Los fondos privados de inversión también florecieron en la década de 1990 y se convirtieron en un sector importante. Paradójicamente, sin embargo, el incremento del crédito fue mucho menor que el esperado y las emisiones primarias de bonos y acciones continuaron siendo pequeñas. En comparación con las economías desarrolladas y con algunas en desarrollo, el sector financiero privado de Brasil continuó siendo una fuente de financiamiento relativamente pobre, tanto para las empresas como para los hogares. El financiamiento de largo plazo y el acceso de las pequeñas y medianas empresas eran escasos y la mayor parte del financiamiento provenía de los bancos públicos.

Si bien algunas de estas tendencias y características son similares a las descritas en relación con Chile y México, también representan algunas diferencias importantes. La diferencia más evidente se refiere a la estructura de la propiedad. La importancia que siguieron teniendo los bancos públicos, junto con la alta competitividad de las instituciones nacionales privadas, limitó las oportunidades para los bancos extranjeros

¹ Puede encontrarse un análisis histórico del sector financiero en Lees, Botts y Cysne (1990). Para obtener información acerca del papel del sector financiero en el proceso de industrialización de Brasil, véase Studart (1995).

en Brasil. Otra diferencia fundamental es la ausencia de una crisis sistémica de los bancos. Se presentaron graves problemas luego de la aplicación del programa de estabilización en el año 1994, pero las autoridades tomaron medidas preventivas y evitaron el trauma observado en Chile y en México, que se extendió durante una década entera. Al mismo tiempo, Brasil enfrenta problemas que en los otros dos países no tienen tanta importancia. En particular, los desequilibrios macroeconómicos son más apreciables en Brasil, manifestándose en un déficit presupuestario de gran tamaño, altos coeficientes de deuda, altas tasas de interés y un crecimiento lento y volátil. Existen semejanzas con México, principalmente en relación con el pequeño tamaño del sector financiero (como proporción del PIB), la orientación hacia el financiamiento gubernamental y los problemas institucionales que inhiben el desarrollo financiero.

En este capítulo se tratan estos temas. En la primera sección se analizan las reformas financieras aplicadas en la década de 1990 (es decir, la liberalización y las nuevas regulaciones), así como lo que se esperaba de ellas. En la segunda sección se examinan las transformaciones en la estructura del sector financiero, tanto en los bancos como en los mercados de capitales. En la tercera sección se estudian los efectos de las reformas y el contexto macroeconómico sobre el suministro de financiamiento para el desarrollo, mientras que en la cuarta sección se examina quién tuvo acceso al financiamiento. Se concluye en la última sección con un análisis de las dificultades que Brasil enfrenta hoy en día en su intento de ampliar y profundizar el sector financiero.

Liberalización, crisis y respuesta

Tres metas que fueron evolucionando motivaron las políticas financieras aplicadas en Brasil a fines de los años ochenta y durante los años noventa. De 1988 a 1995 las políticas estaban orientadas a la desregulación de los mercados nacionales y a su apertura a los inversionistas extranjeros. En 1995, los bancos enfrentaron serias dificultades que condujeron a una segunda ronda de transformaciones motivadas por la necesidad de fortalecer el sector financiero y promover su estabilidad. Estas políticas incluían una reestructuración del sistema bancario, una mayor privatización de los bancos públicos, un nuevo intento de atraer a los bancos extranjeros y una mejora considerable en la regulación y la supervisión. En 1999 surgió una crisis cambiaria, pero las reformas que se habían realizado con anterioridad permitieron al país evitar una crisis gemela, es decir, bancaria y cambiaria. Luego, el gobierno

comenzó a adoptar reformas microeconómicas destinadas a incrementar el suministro de crédito y de capital en general.

De la liberalización a los graves problemas bancarios

Las reformas financieras implantadas a fines de los años ochenta y principios de los años noventa fueron motivadas en gran parte por la ola liberal que impregnó la elaboración de políticas en diferentes partes del mundo en desarrollo, sobre todo en América Latina.² Estas transformaciones se pusieron en práctica junto con otras reformas, como por ejemplo la flexibilización de los controles de capital, la privatización y la liberalización del mercado. Las transformaciones simultáneas en los contextos macroeconómicos y regulatorios tuvieron consecuencias importantes en el sector financiero que Brasil había heredado de los años ochenta.

El contexto macroeconómico en los años ochenta era muy perjudicial para el proceso de otorgamiento de préstamos, dado que el elevado nivel de inflación y el crecimiento volátil habían provocado un considerable incremento del riesgo crediticio. Sin embargo, fue un período de expansión y concentración en el sector bancario que fue, por un gran margen, el sector más rentable del país durante esta década. Esta paradoja se explica por el hecho de que los bancos brasileños se adaptaron bien al contexto macroeconómico que aparentemente era negativo. Lo lograron mediante una especialización en las operaciones del tesoro y la obtención de cuantiosos beneficios procedentes de las ganancias inflacionarias vinculadas con la intermediación de la deuda pública en el largo período de alta inflación e indexación.³

² Para obtener información acerca de este proceso en la región de América Latina, véase Stallings y Peres (2000). Para obtener información acerca de las reformas realizadas en Brasil, véanse Baumann (2002); Pinheiro, Bonelli y Schneider (2004).

³ Véase Studart y Hermann (2001). En OCDE (2001, p. 117) se explica claramente esta "adicción" a las ganancias inflacionarias: Dentro del contexto inflacionario, que se había convertido en una característica de la economía de Brasil desde la década de 1950, los bancos podían cobrar considerables márgenes de intermediación. Al mismo tiempo, las tasas de incumplimiento de los prestatarios se mantuvieron en un nivel bajo gracias a la reducción de sus obligaciones de reembolso en términos reales. La lucrativa flotación, procedente de los ingresos obtenidos por la reinversión temporal de las obligaciones de bajo costo (como los ingresos fiscales, los depósitos a la vista y las garantías de los préstamos) en títulos de corto plazo que otorgaban una alta remuneración, condujo a una expansión explosiva del número de bancos comerciales y sucursales bancarias. También se obtuvieron apreciables ganancias en las operaciones del tesoro basadas en el arbitraje de las tasas de interés y de las monedas. Otra fuente de ganancias fue el importante porcentaje de cuentas corrientes generadas por los pagos de salarios o mantenidas para su utilización en transacciones, que no obtenían ninguna compensación por la inflación. En resumen, la inflación brindó diversas fuentes de ganancias inesperadas para los bancos. Alentado por la indexación generalizada, el público siguió

Hacia el año 1988, el sector ya estaba dominado por grandes conglomerados financieros de facto que florecieron como consecuencia de los altos niveles de inflación. Como reconocimiento oficial de esta tendencia a la consolidación, se llevó a cabo una reforma bancaria y se estableció un sistema bancario universal. Mediante esta reforma se transformó a los bancos comerciales, los bancos de inversión y las empresas financieras en bancos universales, instituciones que siguen dominando el sistema financiero de Brasil hasta el día de hoy. El crédito bancario no solo se racionó, sino que se otorgaba con vencimientos muy cortos y a un costo muy alto. Las autoridades vincularon naturalmente dicho racionamiento con la falta de competencia. Por consiguiente, en las primeras reformas se redujeron considerablemente las barreras al ingreso en el mercado bancario, con lo cual se estimuló un acelerado incremento en el número de instituciones. De 1988 a 1994 la cantidad de bancos se duplicó ampliamente, ya que pasó de 106 a 242. Los préstamos se expandieron en el período 1990–1994, sobre todo para los consumidores y las empresas. Dicha expansión se aceleró en los primeros meses del Plan Real, debido a que la abrupta disminución de las ganancias inflacionarias indujo a los bancos a buscar nuevas fuentes de ingresos.

Con las reformas del año 1988 se incrementó considerablemente la competencia y esto se tradujo, a su vez, en un aumento de los préstamos, pero este resultado, que de otro modo hubiese sido positivo, tuvo consecuencias negativas imprevistas debido a por lo menos dos causas. En primer lugar, la competencia en el sector bancario durante los años noventa estaba basada en la expansión física de los bancos, es decir, en el número de las sucursales, los cajeros automáticos y el personal, lo cual brindó a los bancos un mayor acceso a los depósitos. Dichos depósitos, a su vez, se asignaron a la refinanciación de la considerable deuda pública y a otras operaciones de corto plazo, lo cual produjo cuantiosos beneficios. Por consiguiente, los bancos tenían costos fijos altos en el momento en que sus ganancias inflacionarias cayeron marcadamente. En segundo lugar, luego del lanzamiento del Plan Real, las autoridades monetarias intentaron restringir la expansión del crédito mediante requisitos que imponían altos niveles de reservas. Esta combinación se tradujo en una mezcla cada vez más peligrosa de expansión crediticia y de altas tasas de interés, lo cual provocó un incremento de la cartera vencida y atrasos en el pago de los préstamos. Durante este período se hicieron evidentes las importantes deficiencias estructurales que tenían algunos de los principales bancos privados. Se produjeron graves problemas en la administración, la transparencia y el manejo del riesgo en el Banco

manteniendo sus fondos dentro del sistema bancario nacional. Como consecuencia de ello, a diferencia de lo ocurrido en otros países que tenían altos niveles de inflación, la sustitución de la moneda no tuvo lugar en Brasil.

Económico y el Banco Nacional, por ejemplo, que desempeñaban un papel fundamental en el impulso de las medidas gubernamentales. Si se hubiese contado con una buena vigilancia, se habría podido detectar algunos de estos problemas. De hecho, estos casos son un claro reflejo de los bajos niveles de regulación y supervisión bancaria existentes, que constituyeron la principal inspiración de las transformaciones en las políticas ocurridas a partir del año 1995.

Los bancos públicos enfrentaban otros problemas. Eran, por una gran diferencia, los mayores otorgantes de préstamos en el sistema, llegando a aproximadamente dos tercios del total a principios de los años noventa. Además, su capacidad para adaptarse a los menores márgenes estaba limitada por su alto costo operativo (debido a la estabilidad laboral de una parte importante de sus empleados) y por su limitada capacidad para reestructurar sus carteras (las cuales estaban dominadas por la deuda de los gobiernos estatales). El incremento en las tasas de interés ocurrido a principios de los años noventa y la expansión de los déficit primarios se tradujeron en un aumento importante de las deudas estatales y municipales luego del año 1992, y los bancos públicos se convirtieron en los principales proveedores de financiamiento para dichas deudas en Brasil.

La crisis ocurrida en México en el período 1994–1995 fue la gota que desbordó el vaso en el proceso de profundización de los problemas bancarios, dado que las autoridades monetarias respondieron a la retracción en el flujo de capital con un mayor incremento en las tasas de interés y una política monetaria más restringida, sobre todo mediante requisitos que imponían altos niveles de reservas. Esta política condujo a un agravamiento en el deterioro de la capacidad de pago del gobierno, del sector empresarial y de los prestatarios particulares. La cartera vencida se incrementó hasta alcanzar un 17% a fines del año 1995 (Baer y Nazmi, 2000, p. 11). En varias instituciones se observó un incremento en los activos de cobro dudoso que condujo a una mayor demanda de liquidez en el sector bancario en su conjunto, lo cual provocó una retracción del mercado interbancario. Brasil se encontraba al borde de una crisis bancaria, pero dicha crisis, sobre todo la peligrosa crisis gemela analizada en el capítulo 2, se evitó mediante la rápida aplicación de medidas gubernamentales. Esta experiencia indica que la aplicación de políticas puede ser eficaz para evitar las crisis extremadamente costosas que han sufrido muchos países.

Respuesta a una crisis inminente en el sector bancario

Para evitar una crisis total en el sector bancario, las autoridades financieras brasileñas tomaron medidas semejantes a las ya analizadas al tratar las crisis bancarias, pero las tomaron en una etapa relativamente

temprana. La primera medida fue la intervención directa por medio de la liquidación y la colocación de algunos bancos bajo una nueva administración. A continuación se reestructuró el sistema bancario y luego se adoptó una regulación y supervisión más rigurosas.

Durante los primeros tres años del Plan Real, el banco central intervino 40 de un total de 242 bancos. De estos, 29 se liquidaron, 4 quebraron, 6 se colocaron bajo una administración temporal y 1 continuó operando. Dos de los mayores bancos de Brasil, el Banco Económico y el Banco Nacional, se liquidaron en el año 1995, para lo cual fue necesario que el gobierno desembolsara 5.000 millones y 7.000 millones de dólares, respectivamente. El Banco do Brasil, el mayor banco del sector público, tuvo que ser recapitalizado en abril de 1996 con casi 8.000 millones de dólares.⁴

La reestructuración se puso en práctica por medio de dos programas, uno para los bancos privados (PROER) y otro para los bancos públicos (PROES). El PROER se adoptó por decreto en noviembre de 1995. Los principales objetivos consistían en proteger a los depositantes y, al mismo tiempo, ayudar a los bancos a limpiar sus balances generales y reducir la cantidad de instituciones. El instrumento fundamental fueron las líneas de crédito otorgadas por el banco central para brindar liquidez a los bancos con problemas y para permitir el financiamiento de fusiones con instituciones más sólidas. Los bancos tenían que ofrecer garantía por un 120% del valor de los préstamos y obtener un permiso para cualquier fusión propuesta. Al mismo tiempo, el gobierno brindó incentivos a los bancos que se encontraban en buenas condiciones para que adquirieran las instituciones que tenían problemas. Para evitar el riesgo moral en el futuro, se instituyó un cambio de propiedad y los gerentes y accionistas de las instituciones vendidas continuaron siendo responsables ante la ley por sus acciones anteriores. Se llevó a cabo la reestructuración de 32 bancos que se tradujo en fusiones y adquisiciones, algunas de las cuales se realizaron con el apoyo del gobierno federal.⁵

El PROES, adoptado en 1997, se centraba en la reestructuración de las instituciones financieras propiedad de los estados; los bancos del gobierno federal no estaban incluidos. Nuevamente se otorgaron líneas de crédito a través del banco central, pero se brindaron incentivos más explícitos a los propietarios de los bancos, es decir, a los gobiernos estatales, para que redujeran la cantidad de instituciones. Los estados en los que se optó por la liquidación, la privatización o la transformación de los bancos en agencias para el desarrollo recibieron del banco central el

⁴ Banco Central de Brasil [en línea]<<http://www.bcb.gov.br>>.

⁵ Para obtener información acerca del PROER, véanse Baer y Nazmi (2000); McQuerry (2001); Goldfajn, Hennings y Mori (2003).

100% de los fondos necesarios; aquellos en los que se optó por mantener a los bancos en funcionamiento recibieron solo el 50%. Desde 1997 se privatizaron 10 bancos públicos (7 fueron privatizados por los estados y 3 por el gobierno federal), 6 se liquidaron y a 3 se les cancelaron sus autorizaciones para funcionar. De 1995 al 2003, el número de bancos públicos se redujo de 32 a 14, mientras que la cantidad de bancos con control extranjero se incrementó de 21 a 53.

Esta profunda reestructuración de la propiedad en el sector bancario se complementó con medidas de regulación adoptadas a fines de 1995, motivadas por la búsqueda de una mayor estabilidad financiera y que incluían la creación de un fondo de seguros de depósitos, mayores requisitos de capital para la creación de nuevos bancos y nuevas regulaciones que promovían la rendición de cuentas. Además, se realizaron nuevos esfuerzos para cumplir con las recomendaciones del Acuerdo de Basilea de 1988 y sus modificaciones del año 1995. Esto se tradujo en un incremento de los requisitos de capital mínimo, un aumento en la rigurosidad de los límites operativos y la adopción de la supervisión consolidada integral de los conglomerados financieros, incluso de sus sucursales y subsidiarias en el exterior y de las empresas no financieras vinculadas con los conglomerados bancarios.

Con respecto de la supervisión, probablemente la más trascendental de las nuevas medidas haya sido la ley que autorizaba al banco central a iniciar una reestructuración preventiva en las instituciones financieras que no estuvieran cumpliendo con los requisitos del sistema o que estuvieran teniendo problemas financieros. Una versión anterior de esta ley autorizaba al banco central a colocar a los bancos bajo una de tres formas de régimen especial —un sistema temporal de administración especial, la intervención o la liquidación extrajudicial—, pero no era de carácter preventivo. Las nuevas reglamentaciones habilitaban al banco central a prescribir recursos preventivos para los bancos debilitados (por ejemplo, mayor capitalización, transferencia al control de los accionistas o fusiones y adquisiciones) y se podían confiscar ciertos activos de los bancos quebrados.

Respuesta a una crisis cambiaria

A pesar del eficaz programa de estabilización y de las importantes transformaciones en el sistema bancario, las dificultades de Brasil a nivel macroeconómico se prolongaron durante el segundo quinquenio de los años noventa. En el año 1997 la inflación había bajado hasta alcanzar niveles de un solo dígito, pero la depreciación, que era parte del régimen cambiario de paridad móvil, fue insuficiente para evitar la sobrevaluación. Además, el problema del déficit fiscal aún no se había resuelto por completo. Si bien el déficit primario era pequeño, el déficit

general del sector público aumentó el tamaño de la deuda pública que ya era importante. En el contexto de la crisis de Asia en 1997 y de la crisis de Rusia en 1998, la moneda brasileña se vio amenazada. Ni con el nuevo paquete fiscal, ni con el considerable préstamo otorgado por el Fondo Monetario Internacional a fines de 1998, se pudo poner coto a la fuga de capitales y se dejó flotar la moneda en enero de 1999.

El punto fundamental a los efectos del presente análisis es que el fortalecimiento del sector bancario ocurrido entre 1995 y 1997 permitió que los bancos no se vieran profundamente involucrados en la crisis cambiaria del año 1999. Su creciente eficiencia, junto con la reducción en los préstamos luego de la estabilización y el largo período antes de la devaluación, que dio tiempo a los prestatarios para limitar su vulnerabilidad frente al mercado cambiario, protegió a los bancos de los efectos de la devaluación. Gracias al sólido sector bancario, el gobierno pudo aplicar una política monetaria restringida para evitar un aumento inflacionario luego de la devaluación. En ausencia de altos niveles de inflación y con un paquete de asistencia internacional de 41.000 millones de dólares negociado a fines de 1998, se logró preservar la confianza de los inversionistas y consumidores y así evitar una caída abrupta en el producto.⁶ Por lo tanto, el caso de Brasil exhibe varios aspectos diferentes en comparación con Chile, México y Asia oriental que ya se analizaron. Sin embargo, faltaba estimular el desarrollo y el sector financiero constituía un instrumento fundamental en este sentido.

Por consiguiente, se brindó un mayor apoyo que incluía un tercer programa de reestructuración del gobierno, en este caso destinado a los bancos propiedad del gobierno federal (PROEF). Dicho proceso comenzó, de hecho, con la recapitalización del Banco do Brasil en 1996 y la segunda fase implicó una supervisión particularmente estricta de los bancos en 1999 y 2000. Salieron a la luz nuevas deficiencias que condujeron a la elaboración del PROEF en junio de 2001 para incrementar la adecuación de capital de cuatro bancos públicos, incluso el Banco do Brasil y la Caixa Econômica Federal (CEF), que es el banco hipotecario del gobierno. El programa se tradujo en las siguientes tres medidas: transferencia de los riesgos crediticios a una empresa creada con este propósito (EMGEA); intercambio de activos de baja liquidez y bajo rendimiento por instrumentos de mayor liquidez que pagaban tasas de interés de mercado, y un incremento del capital en tres de los cuatro bancos.⁷

⁶ Gruben y Welch (2001). Estos autores hacen un razonamiento muy similar al presente respecto de los bancos y la crisis de 1999 en Brasil.

⁷ Según Goldfajn, Hennings y Mori (2003, p. 16), a consecuencia del PROEF aumentó la deuda del tesoro en 4.000 millones de dólares y se emitieron 20.000 millones en bonos. Calculan que el costo total de los tres programas de reestructuración bancaria fue del 8%

Más allá del sector bancario

Si bien la mayor parte de la atención estaba centrada en los bancos, también se consideraba a los mercados de capitales como una fuente potencialmente importante de financiamiento en Brasil. De hecho, los mercados de capitales de Brasil se destacan entre los de los mercados emergentes tanto por su tamaño como por su larga historia. El mercado bursátil data de mediados del siglo XIX, pero estuvo estancado en los años de elevada inflación posteriores a 1930. Fue después del golpe de estado de 1964 que se renovó el interés, dado que el nuevo gobierno intentó reprimir la inflación y reactivar los mercados como fuente de financiamiento. Si bien se lograron menos objetivos de los que se habían propuesto, los mercados se reactivaron considerablemente en los siguientes 15 años, en parte como resultado del programa de indexación destinado a contrarrestar la inflación. Entre las transformaciones legales de importancia se encontraban la ley que creó la Comisión de Valores y una actualización de la ley de empresas del año 1940.⁸

En las dos últimas décadas ocurrieron tres avances importantes que impulsaron la expansión de los mercados. En primer lugar, los inversionistas institucionales pasaron a desempeñar un papel importante. Si bien Brasil no privatizó su sistema de seguridad social, como lo hicieron Chile y México, hay dos conjuntos de fondos de gran tamaño que constituyen un ahorro previsional voluntario privado.⁹ En el caso de Brasil son más importantes los fondos mutuos, cuyo tamaño era aproximadamente el doble del de los fondos de pensión en el año 2002. El conjunto de los inversionistas institucionales representaban el 35% del PIB.

Un segundo elemento que explica la expansión de los mercados de capitales se relaciona con los intentos realizados poco tiempo antes por modernizar el contexto legal en el cual operaban. Otras modificaciones a la ley de empresas, en los años 1989 y 1997, limitaron los derechos de los accionistas minoritarios como parte del proceso de privatización. En el año 2001, el parlamento brasileño aprobó dos transformaciones decisivas: mediante una de ellas se independizó a la Comisión de Valores del Ministerio de Hacienda y se estipuló que los miembros del directorio se desempeñarían durante períodos fijos; mediante la segunda se modificó

al 9% del PIB, cifra que es considerablemente menor a la alcanzada en los países donde se produjo una crisis gemela (véase el cap. 2 de este libro).

⁸ Para obtener información acerca de la historia de los mercados de capitales, véase Welch (1993).

⁹ Los dos conjuntos son los fondos cerrados de empresas y los fondos abiertos privados a los que cualquiera puede integrarse. Ambos se administran mediante empresas privadas; el tamaño de los activos de los primeros es varias veces mayor que el tamaño de los activos de los últimos.

nuevamente la ley de empresas para restaurar el derecho de los accionistas minoritarios de recibir por lo menos un 80% del valor por acción que recibían los accionistas mayoritarios en el caso de adquisición de la empresa. En general, Brasil ha presenciado una lucha intermitente por mejorar los procedimientos de gobierno corporativo. Un logro de gran importancia fue la fundación del “nuevo mercado” (*Novo Mercado*), una sección de la bolsa de valores de San Pablo (BOVESPA) a la que solo pueden acceder las empresas que cumplen con las normas internacionales de gobierno corporativo.¹⁰

Una tercera transformación que impulsó a los mercados de capitales fue la apertura de Brasil a la inversión extranjera de cartera. Si bien el país era desde hacía tiempo uno de los principales receptores de inversión extranjera directa, la inversión de cartera había sido más restringida. La primera liberalización importante ocurrió en 1987 y permitió a los extranjeros comprar acciones en los fondos mutuos administrados por las instituciones financieras brasileñas. En el año 1991, se permitió a los inversionistas institucionales extranjeros administrar sus propias carteras de valores en Brasil. La transformación más importante ocurrió poco tiempo después, cuando se permitió a las empresas brasileñas cotizar sus acciones en bolsas extranjeras mediante ADR y GDR (Armijo y Ness, 2002, 2004). Según se analizó en el capítulo 5, esta transformación se tradujo en un importante desafío competitivo para los propios mercados de capitales de Brasil.

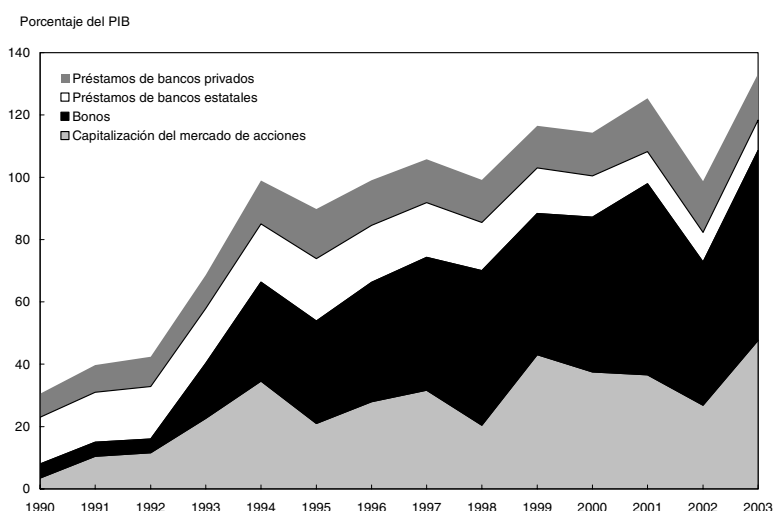
Modificaciones de las estructuras

De los tres países estudiados en el presente libro, Brasil es el que tiene los mercados de capitales más grandes en comparación con el resto del sector financiero. La capitalización del mercado de acciones y los bonos en circulación superaban con creces los créditos de los bancos públicos y privados en su conjunto, como se muestra en el gráfico 8.1. Esta situación surgió en el período posterior a la estabilización, cuando los mercados de capitales crecieron rápidamente al detenerse la hiperinflación y los bancos no fueron capaces de mantener el mismo ritmo en relación con el otorgamiento de crédito. Respecto de los activos bancarios, sin embargo, la situación es diferente. Dentro de la región de América Latina, los bancos brasileños se ubican en segundo lugar detrás de Chile desde el punto de vista de sus activos (como parte del PIB), pero mientras en este último país dos tercios de los activos se emplean como préstamos, en Brasil solo se utiliza un tercio. Como se analiza más adelante, las dos principales causas de la baja proporción de préstamos entre los activos

¹⁰ Para obtener información acerca de los intentos de poner en práctica el gobierno corporativo en Brasil, véase Armijo y Ness (2002, 2004).

están relacionadas con el déficit fiscal de Brasil. Por una parte, el gobierno ofrece grandes cantidades de bonos bien remunerados para financiar su déficit. Esto atrae a los bancos, que compran bonos en lugar de otorgar préstamos y de esa manera alimentan la expansión del mercado de capitales. Por otra parte, el déficit también produce incrementos en los precios y la necesidad de que las tasas de interés sean altas, lo cual desalienta la demanda de préstamos por parte de los hogares y las empresas.

Gráfico 8.1
BRASIL: COMPOSICIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, 1990–2003



Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>>.

El sector bancario

El sector bancario de Brasil sufrió importantes transformaciones en los últimos 15 años. Algunas de estas modificaciones se exhiben en el cuadro 8.1, del cual se derivan tres conclusiones importantes. En primer lugar, el sistema bancario actual es muy pequeño en términos de monto de los préstamos como proporción del PIB; en el año 2003, esta cifra rondaba solo el 25%. Si bien es cierto que la proporción de préstamos ha caído en algo desde 1988, durante ese período su punto más alto era solo unos diez puntos porcentuales superior. Como se mencionó anteriormente, el sector parece mucho más grande cuando se lo mide en términos de activos. Los activos bancarios representan actualmente alrededor del 90% del PIB. Los depósitos también aumentaron de 1988 a

1995; sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con los préstamos, los depósitos continúan incrementándose. En el año 2003, los depósitos representaban un 26% del PIB, con lo cual superaban la proporción de préstamos por un pequeño monto.

Cuadro 8.1
BRASIL: PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO, 1988–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Todos los bancos			Bancos privados	Bancos públicos
	Total de préstamos ^a	Préstamos al sector privado	Depósitos	Total de préstamos ^a	Total de préstamos ^a
1988	33,0	23,6	11,4	11,4	21,6
1989	29,1	21,1	16,1	9,4	19,7
1990	22,6	16,1	12,8	7,5	15,0
1991	24,7	17,8	13,1	8,8	16,0
1992	26,4	20,0	17,9	9,6	16,8
1993	28,3	21,9	21,5	10,8	17,5
1994	32,6	26,6	23,3	13,9	18,7
1995	35,9	30,6	24,0	15,9	20,1
1996	32,8	27,3	23,6	14,5	18,3
1997	31,5	25,7	24,3	13,9	17,6
1998	29,1	26,4	26,8	13,6	15,5
1999	28,1	25,9	27,3	13,5	14,6
2000	27,2	25,9	25,5	13,9	13,3
2001	27,4	26,5	25,2	17,1	10,3
2002	26,0	25,2	25,9	16,5	9,5
2003	24,5	23,6	26,1	14,8	9,8

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>> para los préstamos; Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/DEC%20Data%20and%20Statistics/20487517/FinStructure_Database_60_03.xls> para los depósitos.

^a Préstamos a los sectores público y privado.

La segunda conclusión se refiere a la importancia relativa de los bancos públicos y privados. Por bancos públicos se hace referencia aquí a los dos grandes bancos comerciales propiedad del gobierno federal (Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal), así como al Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) y los bancos propiedad de los estados. Los bancos públicos siempre habían dominado el sistema financiero en Brasil, pero en el año 2000 los préstamos otorgados por los bancos privados (incluso las instituciones extranjeras) superaron a los otorgados por sus rivales por un monto considerable. La tercera conclusión se refiere a los receptores de los préstamos. El sector privado recibió la mayoría de los préstamos durante la totalidad del período, pero

su proporción se incrementó en forma significativa en los últimos años. En 1995, por ejemplo, los prestatarios del sector privado representaban el 85% del total de los préstamos; su proporción se incrementó a un 96% en el año 2003. El proceso de privatización, tanto de los bancos en sí mismos como del sector no financiero, afectó las tendencias de los prestatarios y de los prestamistas por igual.

En el cuadro 8.2 se brindan más detalles sobre las transformaciones de los bancos públicos y privados. En la propiedad del capital ocurrieron dos modificaciones importantes. En primer lugar, el número total de bancos disminuyó de 242 a 164 entre 1995 y 2003; la cantidad de bancos públicos se redujo en mayor proporción, dado que algunos se privatizaron y otros se cerraron. La transformación en la propiedad también afectó la distribución de los depósitos recibidos y de los préstamos otorgados por el sector bancario. Con la venta en noviembre del año 2000 de Banespa, que era el banco propiedad del estado de San Pablo, la proporción de préstamos y depósitos públicos cayó a un nivel inferior al 50% por primera vez en el período de la posguerra.

Cuadro 8.2
BRASIL: CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA BANCARIO, 1995–2003
(Porcentaje)

Indicador y año	Bancos públicos	Bancos privados	Bancos extranjeros	Total
Número de instituciones				
1995	32	172	38	242
1998	22	123	59	204
2000	17	105	70	192
2003	14	88	62	164
Activos (porcentaje)				
1995	52,3	39,3	8,4	100,0
1998	46,0	35,5	18,5	100,0
2000	36,9	35,5	27,6	100,0
2003	37,7	41,4	21,0	100,0
Depósitos (porcentaje)				
1995	58,1	36,5	5,4	100,0
1998	51,5	33,3	15,2	100,0
2000	44,4	34,3	21,4	100,0
2003	43,2	38,9	17,9	100,0
Préstamos (porcentaje)				
1995	62,3	31,9	5,7	100,0
1998	53,7	31,3	15,0	100,0
2000	39,6	35,0	25,5	100,0
2003	33,4	42,3	24,3	100,0

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>>.

En segundo lugar, entre los bancos privados se incrementó considerablemente el acceso de las instituciones extranjeras a los préstamos y a los depósitos. Los bancos europeos (en particular los de España) fueron los mayores compradores de bancos nacionales en Brasil en la década de 1990. Su objetivo era expandir su participación de mercado a efectos de obtener las economías de escala necesarias para competir a nivel internacional. Este fue el caso del Banco Santander de España, que adquirió bancos nacionales privados como por ejemplo Noroeste, Bozano Simonsen, Meridional y, más recientemente, Banespa, uno de los bancos más grandes, que anteriormente era propiedad del gobierno. El otro gran banco español, el BBVA, adquirió Excel-Econômico; el banco ABN-Amro de Holanda compró el Banco Real y Banepe, que anteriormente pertenecía al gobierno; y dos bancos portugueses compraron el Banco Bandeirantes y el Banco Boavista (2001). Los bancos de Estados Unidos que ya participaban en el mercado minorista (es decir, Citibank, J.P. Morgan, BankBoston y Chase Manhattan) adoptaron la estrategia de fortalecer su papel como bancos de nicho, mediante la adquisición de bancos de inversión y de corredores de bolsa.

La proporción de los bancos públicos en relación con los activos, depósitos y préstamos se redujo, pero estos bancos continúan desempeñando un papel central en el financiamiento de la inversión y el desarrollo de la economía. El banco de mayor tamaño sigue siendo el Banco do Brasil, propiedad del gobierno federal con más del 16% del total de activos del sistema, actualmente un conglomerado que cuenta con una gran cantidad de intermediarios especializados. En segundo lugar se encuentra el banco público hipotecario, la Caixa Econômica Federal, con más del 10% del total de activos. El BNDES no acepta depósitos, pero es, por lejos, el principal proveedor de financiamiento para inversiones en el país. Estas tres instituciones financieras públicas representan en su conjunto el 38% del total de los activos del sistema bancario consolidado. En lo que respecta al tamaño de los bancos comerciales, tres grandes bancos nacionales (Bradesco, Itaú y Unibanco) se ubican por detrás del Banco do Brasil y de la Caixa Econômica Federal; el banco extranjero de mayor tamaño (Santander Banespa) ocupa el sexto lugar.¹¹

Esta situación representa un rompecabezas interesante. A pesar de la importante reestructuración, internacionalización y privatización de los bancos de Brasil, las instituciones más grandes siguen siendo bancos del gobierno o bancos nacionales privados. Esto constituye una gran diferencia respecto de la situación en Chile y México, donde los bancos

¹¹ Sobre la base de los datos del Banco Central [en línea] <<http://www.bcb.gov.br>>. Para acceder a un análisis político y económico de los bancos federales de Brasil, véase Mettenheim (2005).

públicos tienen un perfil mucho más bajo y los bancos extranjeros son más dominantes. La causa de esta situación radica en la dinámica competitiva impulsada por las reformas. La rápida expansión de los bancos extranjeros forzó a los grandes bancos privados a desempeñar un papel activo en el proceso de privatización a partir de 1988 y a incrementar su posición competitiva frente a los bancos de Estados Unidos y Europa en los mercados de valores. Su tamaño y solidez les permitió competir de una manera que no era posible para los bancos de Chile y México.

La mayor competencia y las estrategias diferenciadas son dos de los principales factores determinantes de los últimos resultados alcanzados en relación con la eficiencia del sistema bancario de Brasil. Según varios indicadores, la eficiencia se incrementó luego de la aplicación del eficaz programa de estabilización. Por ejemplo, el cierre de sucursales durante el proceso de reestructuración produjo un aumento en el coeficiente de activos por sucursal y de activos por empleado. De la misma manera, los costos como proporción de los ingresos netos disminuyeron para el sistema bancario en su conjunto, si bien fueron los bancos privados (en especial los bancos privados nacionales) quienes realizaron los mayores avances en este sentido.¹² Sin embargo, el aumento de la eficiencia a nivel microeconómico no se tradujo en un incremento de los créditos o en una disminución de las tasas de interés; es decir, la eficiencia microeconómica y la macroeconómica puede evolucionar en sentidos diferentes.¹³

Los mercados de capitales

Los mercados de capitales son instituciones mucho más frágiles que los bancos. Para lograr una expansión y desarrollo perdurables de los mercados de capitales, es necesario que se den por lo menos cuatro condiciones institucionales y macroeconómicas: estabilidad relativa en los precios para estimular la tenencia de largo plazo de los activos y la emisión de valores; existencia de ahorristas de largo plazo en la forma de inversionistas particulares y, sobre todo, de inversionistas institucionales; liquidez en los mercados secundarios, para lo cual es necesario que haya una gran cantidad de creadores de mercado o de especuladores; y protección de los derechos de propiedad, en este caso de los derechos de los accionistas. Algunas de estas condiciones estaban presentes en Brasil a principios de los años noventa. La estabilidad en los precios se logró luego de 1994 y las tasas de crecimiento eran positivas. Con la apertura

¹² Calculado a partir de "Latin Banking Guide and Directory", *Latin Finance*, publicaciones de agosto (1997–2003).

¹³ Carvalho, Studart y Alves (2002). Belaisch (2003) brindan una visión más pesimista respecto de la eficiencia de los bancos de Brasil.

financiera se estimuló el interés en los mercados de capitales de Brasil, en especial en el mercado de acciones, y el número de fondos de inversión se incrementó considerablemente. Como consecuencia de ello, los activos administrados por los inversionistas institucionales, sobre todo los fondos mutuos y los de pensión, aumentaron sensiblemente y lo mismo ocurrió con la liquidez en los mercados secundarios.

En la mayoría de los casos, la expansión sostenible de los mercados secundarios se traduce en la expansión de los mercados primarios, que son la fuente de nuevo financiamiento. Los mercados secundarios exhibieron una expansión importante hasta el año 1988, y esta estimuló el incremento del tamaño de los mercados primarios. Sin embargo, esta tendencia se revirtió a partir de la crisis de 1988 en Rusia y hasta el año 2002. Si bien en 1999 se recuperó la capitalización del mercado bursátil, cayeron las emisiones y hasta la cantidad de empresas inscritas, dado que las empresas grandes, incluso algunas de las que se habían privatizado hacía poco, comenzaron a emitir en el exterior. El desempeño volátil de los mercados secundarios, a su vez, fue uno de los factores fundamentales para explicar la reducción en la cantidad de empresas inscritas en el mercado bursátil nacional.

En el cuadro 8.3 se brinda información sobre el tamaño de los mercados de acciones y de bonos del año 1992 al año 2003. En mercado contraste con el sector bancario, tanto las acciones como los bonos se incrementaron desde principios de los años noventa, si bien se redujeron en el período 1999–2002. En el correr de los 11 años posteriores a 1992, la capitalización del mercado de valores se cuadruplicó en términos de dólares nominales, mientras que los bonos en circulación crecieron aun más rápidamente: se multiplicaron por trece en el mismo período, lo cual constituye un incremento destacado. Los dos mercados representan actualmente el 48% y el 61% del PIB, respectivamente, mientras que los créditos bancarios representan solo el 25%. El sólido desempeño de los bonos, sin embargo, se concentró principalmente en la deuda gubernamental emitida para financiar los grandes déficit. En 1992, los valores gubernamentales representaban un 42% del total, pero en el año 2003 la proporción había alcanzado el 82%. Esta situación recuerda la de México, pero es muy diferente a la de Chile, donde el superávit del gobierno dejó lugar para que el sector privado obtuviera dinero tanto por medio de los bancos como de los mercados de bonos.

Cuadro 8.3
BRASIL: MERCADOS DE ACCIONES Y BONOS, 1992-2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Mercado de acciones ^a	Bonos ^b	Gubernamentales	Corporativos ^c	Total
1992	11,6	4,5	1,9	2,6	16,0
1993	22,7	17,7	13,2	4,4	40,4
1994	34,7	31,7	18,6	13,1	66,4
1995	21,0	32,8	21,3	11,5	53,8
1996	28,0	38,3	28,1	10,2	66,3
1997	31,6	42,6	32,7	9,9	74,3
1998	20,4	49,6	36,3	13,3	70,0
1999	43,1	55,6	45,1	10,5	98,7
2000	37,6	49,6	41,3	8,2	87,1
2001	36,6	61,3	51,5	9,9	97,9
2002	26,9	45,9	37,0	8,9	72,8
2003	47,6	61,0	50,1	10,8	108,6

Fuente: Standard and Poor's (2000, 2005) para el mercado de acciones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16a.csv>> para los bonos totales y gubernamentales, <<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16b.csv>> para los bonos corporativos.

^a Capitalización del mercado.

^b Bonos en circulación de los sectores público y privado.

^c Bonos en circulación de los sectores corporativo y financiero.

En el cuadro 8.4 se destacan otras características de ambos mercados. El número de empresas que cotizaban en la bolsa de valores de Brasil exhibió tendencias semejantes a las que se identificaron anteriormente. El número de empresas que dejó de cotizar superó ampliamente el de empresas que comenzaron a hacerlo, por lo que el número de empresas inscritas cayó abruptamente de 543 en 1995 a tan solo 367 en el año 2003. Esto se debió en parte a la nueva ley que permitió a las empresas cotizar en el exterior, pero probablemente la causa principal fue la difícil etapa por la que atravesaba la economía. Al mismo tiempo, la capitalización del mercado aumentó de 148.000 millones de dólares en 1995 a 235.000 millones en el año 2003, por lo que la BOVESPA se convirtió en la bolsa de valores que ocupaba el vigésimo lugar en el mundo por su tamaño y el séptimo entre las economías emergentes (Standard and Poor's, 2005).¹⁴ El coeficiente de transacciones, que habitualmente se emplea como medida de la liquidez de los mercados, exhibió grandes fluctuaciones pero cayó en términos generales luego de fines de los años noventa. Al igual que en el resto de América Latina, este coeficiente era bajo en Brasil, comparado con otras regiones del mundo.

¹⁴ Las economías emergentes con bolsas de valores de mayor tamaño eran China, Corea, Hong Kong (región administrativa especial de China), India, Sudáfrica y provincia china de Taiwán.

Cuadro 8.4
BRASIL: CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS DE ACCIONES Y BONOS,
1995–2003

Año	Mercado de acciones					Mercado de bonos ^c		
	Número de empresas registradas	Número de nuevas emisiones	Valor de las nuevas emisiones ^a	Capitalización de mercado ^a	Coefficiente de transacciones ^b	Número de nuevas emisiones	Valor de las nuevas emisiones ^a	Bonos en circulación ^a
1995	543	31	2,1	147,6	47,9	93	7,5	81,2
1996	551	24	9,2	217,0	61,1	99	8,3	78,0
1997	536	23	3,7	255,5	85,5	57	7,0	75,8
1998	527	20	3,5	160,9	71,0	62	8,4	102,1
1999	478	10	1,5	228,0	53,0	38	3,6	53,1
2000	459	6	0,7	226,2	43,5	42	4,8	46,2
2001	428	6	0,6	186,2	34,5	41	6,6	47,3
2002	399	4	0,4	123,8	32,0	25	4,7	39,5
2003	367	2	0,2	234,6	32,4	17	1,8	50,6

Fuente: Standard and Poor's (2000, 2005) para el número de empresas registradas, la capitalización de mercado y el coeficiente de transacciones; Comisión de Valores (CVM) [en línea] <<http://www.cvm.gov.br>> para las nuevas emisiones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16b.csv>> para los bonos en circulación.

^a Miles de millones de dólares.

^b Valor comercializado dividido por la capitalización del mercado (porcentaje).

^c Solo bonos corporativos.

La capitalización del mercado accionario y los bonos en circulación son el resultado de cambios a lo largo del tiempo. La capitalización del mercado es una combinación de nuevas emisiones y de variaciones en los precios; estas últimas fueron considerablemente más importantes que las primeras. Las nuevas emisiones fueron bastante sólidas a mediados de los años noventa, con un promedio de 4.600 millones de dólares y 25 emisiones nuevas por año en el período 1995–1998, pero cayeron a partir de ese último año. La situación en relación con los bonos era muy semejante, dado que tanto el número como el volumen de las nuevas emisiones cayeron del período 1995–1998 al período 1999–2003.¹⁵ Sin embargo, el aumento del índice de precios de la BOVESPA en el año 2003 y los factores nacionales e internacionales que lo causaron parecen haber provocado nuevas emisiones, dado que el desempeño de ambos mercados en el año 2004 exhibió una recuperación apreciable.¹⁶

Uno de los principales factores que estimulan a los mercados de capitales es el crecimiento de los inversionistas institucionales, según ilustra

¹⁵ Las nuevas emisiones solo incluyen los bonos corporativos (*debentures*).

¹⁶ Se realizaron 9 emisiones nuevas de acciones en el año 2004 por un total de 2.100 millones de dólares y se emitieron 37 bonos nuevos por 3.300 millones; sobre la base de los datos de la Comisión de Valores (CVM) [en línea] <<http://www.cvm.gov.br>>.

el caso de Chile y, cada vez más, el de México. Brasil difiere de los otros dos países en que no ha privatizado su sistema de seguridad social. A pesar de ello, sí cuenta con fondos de pensión complementarios, los cuales han acumulado un volumen bastante grande de activos que han desempeñado un papel importante en los mercados de capitales en los últimos años. En Brasil, los fondos mutuos son aún más importantes que los fondos de pensión. Los cálculos presentados en el cuadro 8.5 indican que estos fondos institucionales habían superado el 35% del PIB (160.000 millones de dólares) en el año 2002. Los fondos mutuos representaban el 62% del total, los fondos de pensión el 30% y las reservas de seguros el resto.

Cuadro 8.5
BRASIL: ACTIVOS DE INVERSORES INSTITUCIONALES, 1980–2002
(Porcentaje del PIB)

Año	Fondos mutuos	Fondos de pensión de empresas	Fondos de seguro privados	Total
1980	0,3	0,6	0,2	1,1
1985	1,7	2,6	0,5	4,8
1990	0,2	2,8	0,0	3,0
1995	11,1	8,4	1,2	20,7
2000	25,2	11,1	2,5	38,8
2002	21,7	10,4	3,0	35,1

Fuente: Armijo y Ness (2004).

En julio de 1995, la Comisión de Valores de Brasil impuso varias transformaciones regulatorias en relación con los fondos mutuos, al establecer altos requisitos de reserva para la tenencia de activos de corto plazo y estimular las operaciones de plazos más largos mediante la eliminación o la imposición de requisitos de reserva bajos. Al mismo tiempo, se crearon los fondos de inversión financiera de ingresos fijos con cuatro estructuras de vencimiento diferentes: tres con plazos mínimos de 30, 60 y 90 días, y uno sin plazo mínimo. El reciente crecimiento de los fondos mutuos fue extraordinario: su participación en el total de activos de los inversionistas institucionales era de solo un 5% en 1990, pero se incrementó continuamente hasta alcanzar un 62% en el año 2002. Sin embargo, la orientación de corto plazo que tienen estos fondos perjudica su capacidad para sustentar la inversión del sector privado. Sus tenencias de valores corporativos, que había aumentado de un 6% del total de su cartera en el año 1994 a un 13% en 1997, disminuyeron a un 5% en el año 2002. Por otra parte, sus tenencias de deuda pública federal aumentaron del 21% al 55% en el período 1994–2002 (véase el cuadro 8.6).

Cuadro 8.6
BRASIL: TAMAÑO Y ASIGNACIÓN DE CARTERAS DE FONDOS MUTUOS, 1991–2002
(Porcentaje)

Año	Deuda gubernamental	Certificados de depósito	Títulos a corto plazo	Acciones y bonos corporativos	Otro	Total
1991	17	21	6	0	56	100
1992	24	17	2	0	57	100
1993	31	47	2	11	10	100
1994	21	43	2	6	29	100
1995	29	26	16	6	23	100
1996	36	12	28	5	19	100
1997	37	12	23	13	15	100
1998	63	7	11	10	9	100
1999	70	6	9	10	5	100
2000	68	5	12	3	11	100
2001	62	7	13	4	13	100
2002	55	6	21	5	14	100

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>>.

Los fondos privados de pensión también exhibieron un importante crecimiento en la década de 1990. Estos fondos se crearon formalmente en 1977, cuando la legislación posibilitó la creación de programas de pensiones complementarios.¹⁷ En ese entonces se definieron legalmente dos tipos de fondos de pensión: abiertos y cerrados. Los fondos abiertos funcionan como administradores de ahorros de particulares y obtienen sus fondos por medio de la emisión de pólizas de pensión completamente financiadas. Los fondos de pensión cerrados son provistos por las empresas, que administran los aportes realizados por los empleados y empleadores para brindarles otras pensiones además de las del Instituto Nacional del Seguro Social (INSS). Algunos son fondos de beneficios definidos y otros son fondos de aportes definidos.

En el año 1994 se produjo una reforma trascendental en la regulación, cuando el banco central estableció límites superiores (en lugar de límites inferiores) para la asignación de las inversiones de los fondos de pensión. Con esta modificación regulatoria se intentaba incrementar la flexibilidad y en especial estimular un desplazamiento de las inversiones

¹⁷ La idea fundamental detrás de esta modificación reglamentaria era promover una transformación fluida de un sistema basado en la retención a un sistema privado de pensión totalmente financiado. Esta transición suponía que los empleados que adherían a los planes privados de pensión recibirían dos pensiones cuando se jubilaran: una del sector público (Instituto Nacional del Seguro Social, INSS) y otra de un fondo privado de pensión. Para obtener información general acerca de los fondos de pensión de Brasil, véase Studart (2000).

en activos tradicionales, como los bonos gubernamentales y los bienes raíces, hacia inversiones en valores corporativos.

A fines del año 2000, los activos de los fondos de pensión habían ascendido a un total de 66.500 millones de dólares, cifra que cayó a 48.000 millones en el año 2002. Además de su volumen, que representaba el 10% del PIB, la asignación de las inversiones es muy importante. Hay más información disponible acerca de los fondos cerrados que de los abiertos. Las asignaciones de los fondos cerrados a títulos de ingreso fijo, en su mayoría bonos del gobierno, se incrementó del 16% de sus inversiones totales en el año 1994 al 57% en el año 2002. Las acciones cayeron de un 39% a un 29% en el mismo período, y otros instrumentos (como los bienes raíces y los depósitos a plazo) también sufrieron una considerable reducción. Las reservas de las empresas de seguros y de los fondos abiertos de pensión estaban aún más concentradas en los títulos gubernamentales (OCDE, 2005, pp. 71-75).¹⁸ La causa principal de estas modificaciones es la diferencia en el rendimiento de estos activos. Mientras que el gobierno pagaba altas tasas de interés sobre sus bonos, el rendimiento en el mercado de valores era mediocre, especialmente después de 1999.

El financiamiento internacional

Los mercados financieros internacionales, que incluyen los préstamos bancarios, los bonos y las acciones, están íntimamente relacionados con los mercados nacionales de capital. Como ocurre en otros países, son los mismos actores, una proporción muy pequeña del total de empresas en Brasil, los que tienen acceso a ambos. Las empresas brasileñas siempre habían exhibido una menor disposición a involucrarse en los mercados internacionales que las empresas chilenas o mexicanas, pero esa tendencia comenzó a revertirse en la década pasada. Las modificaciones legales mencionadas anteriormente, que otorgaron a los inversionistas extranjeros un mayor acceso a los mercados brasileños, constituían una condición necesaria, pero no suficiente, para lograr una mayor participación. Otros prerequisites incluían la estabilidad macroeconómica, mejores instituciones y, sobre todo, la posibilidad de obtener rendimientos altos.

El capital extranjero ingresó a Brasil a través de cuatro canales principales: los préstamos bancarios a prestatarios brasileños (de las casas centrales de los bancos o de sus subsidiarias locales), la adquisición de emisiones de bonos ofrecidas en mercados extranjeros, la adquisición de ADR o GDR y la inversión en el mercado de valores de Brasil. En el cuadro

¹⁸ En Brasil no se permite a los fondos de pensión invertir en el exterior.

8.7 se informa acerca de los primeros tres; la información cronológica sobre el cuarto canal no es suficiente para incluirlo en el cuadro.

Cuadro 8.7
BRASIL: FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1990–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Bancos ^a	Bonos ^b	ADR ^c	Total
1990	12,0	0,1	0,0	12,1
1991	12,0	0,2	0,0	12,2
1992	13,1	1,1	0,0	14,2
1993	12,4	2,2	0,0	14,6
1994	9,2	2,3	0,2	11,7
1995	8,2	2,4	0,2	10,8
1996	8,8	3,5	0,2	12,5
1997	9,4	4,5	0,5	14,4
1998	9,0	5,1	0,5	14,6
1999	12,0	8,4	0,8	21,2
2000	11,2	9,3	1,2	21,7
2001	13,5	12,4	1,7	27,6
2002	11,5	15,2	2,1	28,8
2003	11,5	17,9	2,0	31,4

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_for.csv> para los préstamos bancarios, <<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12a.csv>> para los bonos; Fondo Monetario Internacional (FMI), datos sin publicar y *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004) para los recibos de depósito americanos (ADR).

^a Créditos de bancos internacionales.

^b Bonos en circulación en mercados extranjeros e internacionales.

^c Emisiones acumulativas de ADR desde 1991.

La primera manera de ingresar a los mercados internacionales en el período de la posguerra fue mediante préstamos bancarios sindicados que adquirieron importancia en Brasil en los años setenta y, con el tiempo, condujeron a la crisis de la deuda externa ocurrida en los años ochenta. Sin embargo, en el período que se extiende de 1990 al 2003, los préstamos bancarios internacionales se estancaron; al final del período representaban solo el 11,5% del PIB. Los bonos crecieron mucho más rápidamente, pero partieron de una base muy baja. Superaron a los préstamos en el año 2003, cuando representaban el 18% del PIB. La mayor parte de los bonos y algunos de los préstamos fueron emitidos por el gobierno, nuevamente como parte de estrategias de financiamiento de los déficit. En el año 2003, el 18% de los préstamos internacionales y el 52% de los bonos

internacionales correspondían a la deuda del gobierno.¹⁹ Tanto las empresas públicas como las privadas emitieron ADR, que también se incrementaron en los últimos años. El mayor emisor individual fue Petrobras, la empresa petrolera estatal, que representaba más de un tercio del total. La inversión extranjera en la bolsa de valores alcanzó un promedio de un 25% del total de las transacciones en los últimos años. En el año 2003, se registró un flujo neto de capital entrante de 2.500 millones de dólares, la cifra más grande en la historia de la BOVESPA (BOVESPA, 2004, p.19).

Financiamiento, inversión y crecimiento

La elogiada economía de Brasil, que en los primeros años del período de posguerra creció con la velocidad suficiente para convertirse en la octava economía del mundo por su tamaño, sufrió una considerable desaceleración a principios de los años ochenta. Varios factores contribuyeron a dicha desaceleración; uno de ellos fue la baja tasa de inversiones. El razonamiento del que se parte en este estudio es que los incentivos problemáticos para el sistema financiero desempeñaron un importante papel en el descenso de las inversiones y contribuyeron a la disminución de las tasas de crecimiento. En general, el financiamiento para el sector corporativo es bajo; en el año 2003 representaba aproximadamente el 94% del PIB (véase el cuadro 8.8). Esta cifra es mayor que la de México (43%), pero mucho menor que la de Chile (207%). Las características del financiamiento corporativo también son diferentes a las de los otros dos países. El financiamiento bancario aporta solo un pequeño porcentaje y los bancos públicos siguen desempeñando un papel inusualmente preponderante. El tamaño de los mercados de capitales es relativamente grande en su conjunto, si bien la mayor parte del segmento de los bonos sirve para financiar los déficit gubernamentales. El financiamiento internacional, a su vez, se ubica por detrás de las fuentes nacionales en relación con el financiamiento del sector privado.

¹⁹ Calculado a partir de los datos del sitio web del Banco de Pagos Internacionales. Para obtener información acerca de la emisión de bonos internacionales, véase [en línea] <<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12.csv>>; para obtener información acerca de los préstamos bancarios internacionales, véase [en línea] <<http://www.bis.org/statistics/hcsv/panx9a.csv>>.

Cuadro 8.8
BRASIL: FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR CORPORATIVO, 1992-2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Financiamiento nacional			Financiamiento internacional			Total
	Préstamos ^a	Bonos ^a	Capitalización del mercado de acciones	Préstamos ^a	Bonos ^a	Acciones ^b	
1992	20,0	2,6	11,6	3,7	n.d.	0,0	37,9
1993	21,9	4,4	22,7	3,9	0,9	0,0	53,8
1994	26,6	13,1	34,7	3,5	0,8	0,2	78,8
1995	30,6	11,5	21,0	3,3	0,7	0,2	67,2
1996	27,3	10,2	28,0	3,7	1,3	0,2	70,8
1997	25,7	9,9	31,6	4,3	1,7	0,5	73,7
1998	26,4	13,3	20,4	4,5	1,7	0,5	66,8
1999	25,9	10,5	43,1	6,5	2,3	0,8	89,0
2000	25,9	8,2	37,6	6,2	2,1	1,2	81,2
2001	26,5	9,9	36,6	8,0	2,4	1,7	85,1
2002	25,2	8,9	26,9	7,7	2,3	2,1	73,1
2003	23,6	10,8	47,6	6,7	2,8	2,0	93,5

Fuente: cuadro 8.1 para los préstamos bancarios; cuadro 8.3 para los bonos corporativos y la capitalización del mercado de acciones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_priv.csv> para los préstamos internacionales, <<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12c.csv>> para los bonos internacionales; cuadro 8.7 para las acciones internacionales.

n.d. No hay datos.

^a Solo para el sector privado.

^b Recibos de depósito americanos (ADR).

Los créditos bancarios

Para evaluar la relación entre el financiamiento y el crecimiento en Brasil, primero hay que enfatizar que el monto de créditos que se brinda al sector privado es muy pequeño. Hay por lo menos tres factores que explican la escasez de créditos en el caso de Brasil. El primero es el contexto en el cual se han otorgado los préstamos durante los últimos 15 años. La inestabilidad macroeconómica, que incluyó los grandes déficit gubernamentales, las altas tasas de interés y el desarrollo volátil, era una de las causas fundamentales de los problemas. Estos problemas no acabaron luego del eficaz programa de estabilización aplicado en 1994. La incertidumbre continuó, aunque de una manera diferente. De 1995 al 2005 hubo importantes *shocks* políticos y económicos. El crecimiento siguió siendo volátil y los agentes económicos no tenían seguridad acerca de los tipos de políticas que se adoptarían. El deficiente marco institucional produjo una incertidumbre adicional con respecto a la protección de los derechos de propiedad y el cumplimiento judicial. A consecuencia de ello, el crédito no solo era bajo, sino que sufrió un descenso continuo desde el nivel más alto alcanzado en 1995. Solo a partir de mediados del año 2003

comenzó a incrementarse nuevamente y aún resta ver si esta nueva tendencia perdurará en el tiempo.

Una segunda causa del escaso volumen de financiamiento está relacionada con un aspecto particular del contexto macroeconómico: las altas tasas y márgenes de interés. Kumar elabora una medida subjetiva de este problema y luego recurre a una base de datos del Banco Mundial acerca de las condiciones de los créditos para evaluarla. Si bien informa que la percepción de las empresas brasileñas respecto de las condiciones generales de créditos es que las mismas no son peores que las de la mayoría de las economías en desarrollo, lo que sí distingue al contexto brasileño son las quejas sobre las altas tasas de interés (Kumar, 2005, cap. I). Esta percepción es un reflejo totalmente preciso de la realidad, dado que las tasas y márgenes de interés han sido, y siguen siendo, extraordinariamente altos en Brasil. En el cuadro 8.9 se brinda información acerca de las tasas nominales y reales para préstamos al sector privado y del margen entre las tasas de los préstamos y los depósitos en el período 1997-2003. Del año 2000 al año 2003 las tasas reales para dichos préstamos se situaban en aproximadamente un 50% al año, mientras que los márgenes superaban los 40 puntos porcentuales.²⁰ Los datos que figuran en el cuadro también confirman la creciente eficiencia y rentabilidad de los bancos en los últimos años, lo cual en parte es reflejo de los altos márgenes de interés. A la luz de estos hechos, el crédito otorgado por los bancos públicos brinda una ventaja mayor a los clientes, dado que prestan a tasas muy subsidiadas. Por ejemplo, la tasa nominal de préstamos a largo plazo del BNDES en el año 2003 era del 11%.²¹

²⁰ Se han realizado grandes esfuerzos para explicar los altos márgenes. Diferentes estudios identifican como parte de la explicación a los costos administrativos, la compensación por el riesgo crediticio y por otros tipos de riesgo, los altos requisitos de reserva, los impuestos y las ganancias de los bancos. Véase, por ejemplo, Banco Central de Brasil (2003). Se destaca especialmente el impuesto elevado sobre las transacciones financieras; véanse Albuquerque (2001); Coelho, Ebril y Summers (2001); Koyama y Nakane (2001).

²¹ Véase BNDES [en línea] <<http://www.bndes.gov.br>>. Esta tasa se conoce como la TJLP (*taxa de juros de longo prazo*).

Cuadro 8.9
BRASIL: INDICADORES DE DESEMPEÑO PARA EL SISTEMA BANCARIO, 1997-2003
(Porcentaje)

Año	Coefficiente de préstamos ^a	Tasa nominal de préstamo ^b	Tasa real de préstamo ^c	Margen ^d	Coefficiente de eficiencia ^e	Retorno sobre capital ^f	Retorno sobre activos ^g	Cartera vencida ^h
1997	31,5	78,2	73,5	53,8	88,5	n.d.	n.d.	n.d.
1998	29,1	86,4	83,2	55,4	83,2	7,4	0,6	10,2
1999	28,1	80,4	75,5	54,4	83,5	18,9	1,6	8,7
2000	27,2	56,8	49,8	39,6	85,9	11,3	1,0	8,4
2001	27,4	57,6	50,8	39,8	86,9	2,4	0,2	5,7
2002	26,0	62,9	54,4	43,7	76,1	20,8	1,9	5,3
2003	24,5	67,1	52,4	45,1	59,7	21,0	1,9	5,7

Fuente: Cuadro 8.1 para los préstamos como porcentaje del PIB; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004) para el retorno sobre capital, el retorno sobre activos y la cartera vencida; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Internacional Financial Statistics Yearbook* (2004) para las tasas nominales y reales de préstamos y depósitos; *Latin Finance* (ejemplares de agosto) para el coeficiente de eficiencia.

n.d. No hay datos.

^a Préstamos como porcentaje del PIB.

^b Tasa de interés promedio para préstamos a corto y mediano plazo al sector privado.

^c Tasa nominal de interés para préstamos deflactada por el índice de precios al consumidor.

^d Diferencia entre la tasa nominal para préstamos y la tasa para depósitos.

^e Gastos operativos como porcentaje del margen operativo bruto.

^f Beneficios como porcentaje del capital.

^g Beneficios como porcentaje de los activos.

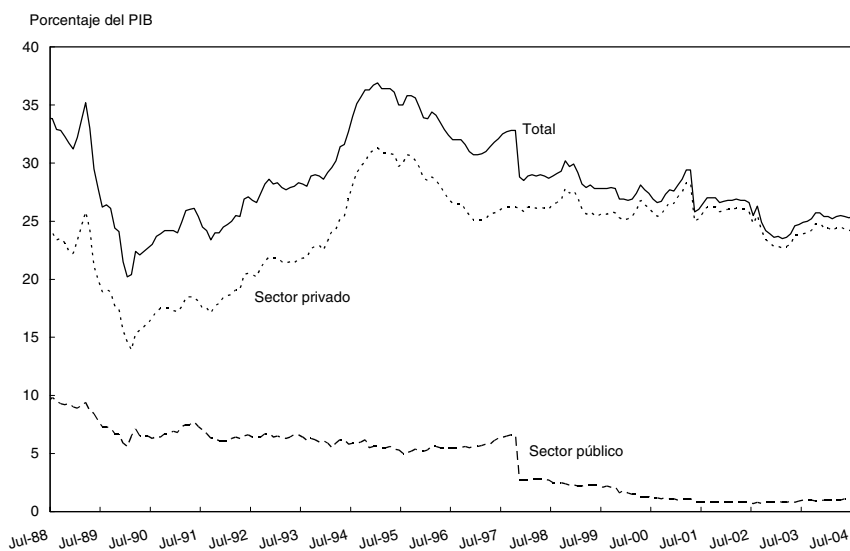
^h Cartera vencida como porcentaje de los préstamos.

Una tercera explicación del bajo nivel de créditos establece un paralelismo con un problema semejante en México donde hubo una devastadora crisis que llevó a la quiebra a la mayor parte de las instituciones financieras. La manera particular en que se resolvió esta crisis, mediante el suministro a los bancos de valores gubernamentales bien remunerados a cambio de la cartera vencida, limitó la iniciativa de los bancos para otorgar préstamos. En Brasil, a pesar de la ausencia de una crisis importante, la necesidad de financiar los déficit gubernamentales provocó un fenómeno semejante. Cuando no se pudo seguir financiando los déficit por medio de instrumentos inflacionarios, las autoridades comenzaron a emitir grandes cantidades de bonos bien remunerados que limitaron el incentivo de los bancos para otorgar préstamos. Esta tendencia se verificó especialmente en el caso de los bancos nacionales privados y de los bancos extranjeros; los bancos públicos siguieron una lógica diferente, al menos hasta cierto punto.²²

²² Gottschalk y Sodré (2005) sugieren que las normas de Basilea también pueden haber desempeñado un papel en la disminución del crédito ocurrida a partir del año 1994. Sobre todo, la ponderación de riesgo 0% para los préstamos del sector público los han

El volumen de créditos para el sector privado tuvo un comportamiento muy errático. La expansión del crédito fue importante en el período de alta inflación que se extendió de 1990 a 1994, siendo estimulada por el crecimiento económico relativamente alto ocurrido luego de la “década perdida” de los años ochenta. De 1994 a 1997, luego de la exitosa estabilización, el crédito privado cayó casi simétricamente respecto de la expansión que se había registrado en los cuatro años anteriores. A partir del año 1997, esta tendencia sufrió pronunciadas fluctuaciones, debido a la creciente incertidumbre que rodeaba a la economía brasileña. Recién a partir de mediados del año 2003 el crédito al sector privado comenzó a crecer nuevamente, como se muestra en el gráfico 8.2.

Gráfico 8.2
BRASIL: CRÉDITO AL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO, 1988–2004



Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>>.

A continuación se analiza quién estaba suministrando crédito al sector privado, las características de dicho crédito y su relación con la inversión. En el cuadro 8.10 se comienza por desagregar los datos acerca

tornado atractivos para los bancos independientemente de las altas tasas de interés sobre la deuda gubernamental.

de los préstamos bancarios que figuran en el cuadro 8.8, para identificar los aportes relativos de los bancos públicos y privados desde el año 1995. Ese período de diez años se divide en dos subperíodos claramente definidos: de 1995 al 2000 y del 2001 al 2004. En ambos casos, la mayor parte del crédito disponible correspondía a los bancos privados, pero su participación registró un abrupto incremento después del año 2000, al aumentar de un promedio del 53% al 64%. Además, el crédito procedente de los bancos privados exhibió un pequeño incremento como porcentaje del PIB: del 14% en el primer subperíodo al 16% en el segundo. Los bancos públicos, por el contrario, registraron una caída del 47% al 36% en su participación en el total de los créditos al sector privado, al mismo tiempo que el volumen cayó de casi un 13% del PIB a solo un 9%.²³ El crédito total cayó dos puntos porcentuales entre los dos períodos.²⁴

Cuadro 8.10
BRASIL: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DE BANCOS PRIVADOS Y PÚBLICOS,
1995–2004
(Porcentaje de PIB y porcentaje)

Año	Crédito de bancos privados		Crédito de bancos públicos		Crédito total	
	Porcentaje del PIB	Porcentaje del total	Porcentaje del PIB	Porcentaje del total	Porcentaje del PIB	Porcentaje del total
1995	15,9	52	14,7	48	30,6	100
1996	14,5	53	12,8	47	27,3	100
1997	13,9	54	11,8	46	25,7	100
1998	13,6	52	12,8	48	26,4	100
1999	13,5	52	12,4	48	25,9	100
2000	13,9	54	12,0	46	25,9	100
2001	17,1	65	9,4	35	26,5	100
2002	16,5	65	8,7	35	25,2	100
2003	14,8	63	8,8	37	23,6	100
2004	15,4	63	9,1	37	24,5	100

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>>.

Los bancos públicos y privados no solo exhiben diferencias cuantitativas sino cualitativas. En particular, los bancos privados otorgan principalmente capital de trabajo a corto plazo, mientras que los bancos

²³ Una de las causas de la caída en el crédito otorgado por el sector público estaba vinculada con la reestructuración de los bancos propiedad del gobierno federal, según la cual se sacaron los créditos de valor dudoso de los balances de los bancos y se transfirieron a una empresa de administración de activos.

²⁴ Estos datos aún están muy agregados, dado que representan todos los créditos otorgados al sector privado, incluso los créditos al consumo y las hipotecas. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que el crédito corporativo constituye el 65% del total del crédito al sector privado.

públicos brindan fondos de inversión de largo plazo. Las tasas de interés también son muy diferentes, dado que los bancos privados cobran las tasas extremadamente altas a las que se hizo referencia anteriormente, mientras que los bancos públicos prestan a tasas subsidiadas muy inferiores. La segmentación del mercado es destacada.

Brasil cuenta con un poderoso sector bancario privado, si bien difiere del de los dos países que analizamos anteriormente. En especial, el componente extranjero es mucho más débil que en los otros grandes países de la región. La posibilidad de explotar nichos que los bancos nacionales nunca habían querido atender, como por ejemplo las pequeñas y medianas empresas (pymes), las hipotecas y algún financiamiento de inversiones de largo plazo, atrajo a los bancos extranjeros hacia Brasil, con la esperanza de que contarían con ventajas por su supuesta mayor eficiencia y competitividad. Sin embargo, los bancos privados nacionales contaban con una considerable ventaja competitiva vinculada con las operaciones del tesoro, la tecnología y el acceso a clientes privilegiados. A causa de estas barreras ocultas al acceso, algunos importantes bancos extranjeros abandonaron el mercado de Brasil luego de la crisis de Argentina. Además, aunque se incrementó la participación de los bancos extranjeros en los activos, esto se debió principalmente a la adquisición de bancos con un alto apalancamiento de préstamos (Carvalho, Studart y Alves, 2002). En general, los bancos extranjeros tendieron a imitar a sus colegas nacionales en lo que respecta al otorgamiento de cantidades limitadas de préstamos de corto plazo, al tiempo que obtenían grandes ganancias mediante la tenencia de títulos gubernamentales.

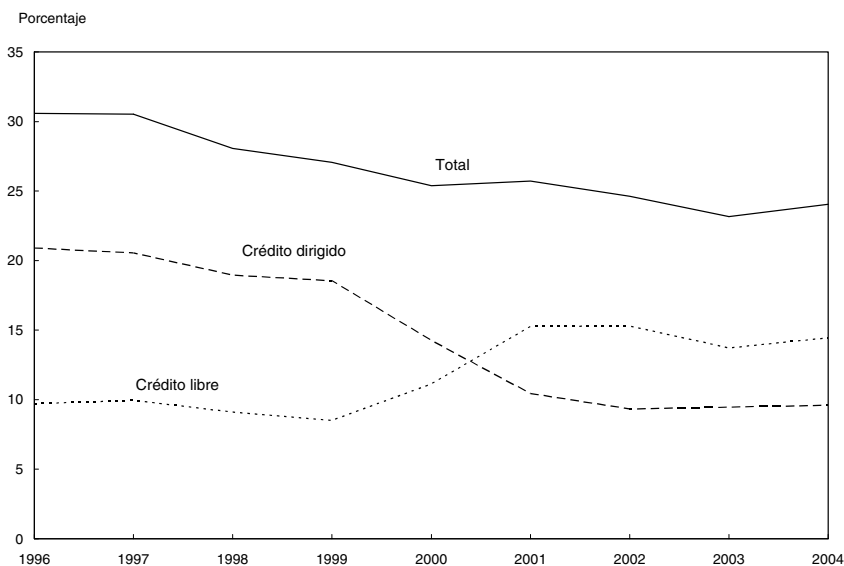
Contrariamente a lo que se preveía, los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental en Brasil. Tanto el gobierno como aquellos que apoyaban las reformas en los años noventa creían que las transformaciones revolucionarían el mercado crediticio. Preveían, sobre todo, la incursión de bancos extranjeros que expandirían considerablemente el crédito y ampliarían el acceso para integrar a aquellos que habitualmente quedaban excluidos, como por ejemplo las pymes y los hogares más pobres. También asumían que el sector público bancario continuaría reduciéndose por ser menos competitivo que los bancos privados, especialmente los extranjeros. Pero los resultados terminaron siendo diferentes a lo previsto y los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental.

Pueden identificarse por lo menos dos factores que explican esta tendencia imprevista. En primer lugar, los bancos comerciales públicos que quedaban se sometieron a importantes reformas internas que les permitieron incrementar rápidamente su competitividad, por lo cual pudieron emparejar la situación entre ellos y los bancos privados.²⁵ En segundo lugar, la situación macroeconómica sigue haciendo que las operaciones de corto plazo (en especial las operaciones del tesoro, pero también los créditos) sean muy rentables. Las instituciones financieras privadas nunca contaron con los incentivos adecuados para incursionar en mercados más riesgosos, lo cual creó un nicho protegido para los bancos públicos especializados. Los bancos públicos siguen siendo los principales intermediarios del financiamiento de largo plazo en el país: la Caixa Econômica Federal financia las hipotecas; el Banco do Brasil financia las inversiones y los cultivos de las empresas agropecuarias; y el BNDES financia una gama de emprendimientos de largo plazo, desde inversiones industriales y de infraestructura, a programas de las pymes y proyectos sociales.

La intervención pública en el sistema de crédito de Brasil funcionó de dos maneras interrelacionadas. Por una parte, los bancos públicos otorgaron préstamos a diversos grupos de clientes que se les habían asignado para financiar. Por otra parte, también se exigía que los bancos privados trabajaran para promover el cumplimiento de ciertas metas nacionales o sociales. Si bien estos montos eran grandes al comienzo, el crédito dirigido cayó en forma continua, aunque fue solo hace poco tiempo que se lo sustituyó por el crédito “libre”. El requisito que exigía al sector privado asignar parte de su financiamiento a sectores específicos se limita actualmente a los créditos rurales y representa una proporción muy pequeña del total de los préstamos. El crédito más selectivo se otorga por medio de la transferencia de fondos especiales, ya sea directamente a través de los principales bancos públicos o mediante la intermediación de instituciones privadas (Morais, 2005, pp. 23–24). Como se muestra en el gráfico 8.3, el crédito libre suplantó al crédito dirigido en el año 2000, mientras que el total de los créditos en su conjunto disminuyó hasta mediados del año 2003.

²⁵ Para obtener un análisis acerca de la competitividad del Banco do Brasil, véanse John Barham, “Lean, Mean Banking Machine”, *Latin Finance*, marzo del 2003, pp. 59-61; Fitch Ratings (2004).

Gráfico 8.3
BRASIL: CRÉDITO DIRIGIDO VS. CRÉDITO LIBRE, 1996–2004



Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>>.

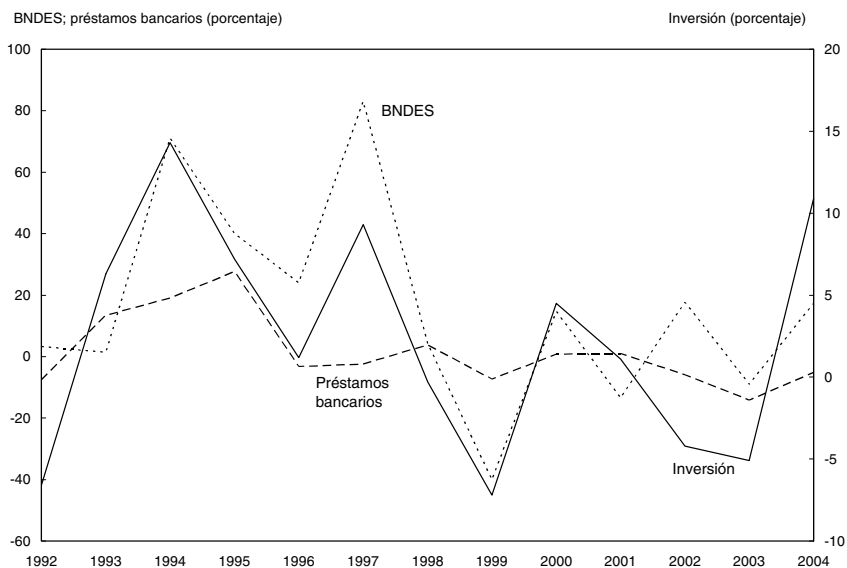
Desde su fundación en el año 1951, el BNDES ha desempeñado un papel especialmente trascendental en relación con el crédito dirigido. Actualmente brinda alrededor de un 60% del financiamiento de largo plazo del país, según el presidente del banco.²⁶ Las cifras son muy grandes en términos absolutos. El BNDES prestó casi 14.000 millones de dólares en el año 2004, lo cual es mucho más que lo que el Banco Interamericano de Desarrollo prestó en toda América Latina y se acerca a la cifra prestada por el Banco Mundial en todo el mundo. El BNDES se centra en los sectores prioritarios (que según la definición vigente incluyen la infraestructura, la competitividad industrial, las exportaciones, la tecnología y el apoyo a las pymes), brindando aproximadamente la mitad del crédito de manera directa y el resto mediante operaciones de segundo piso. La amplia mayoría (94% en el año 2004) se destina al sector privado, incluso a algunas empresas extranjeras. El BNDES se financia a través de fuentes gubernamentales y presta a tasas muy subsidiadas, por lo que

²⁶ Alana Gandra, "Chief of BNDES Bank Guarantees Hot Economy for Brazil in Coming Months." *Brazzil Magazine*, 11 de julio de 2005 [en línea] <<http://www.BrazzilMag.com>>.

disminuye los costos para los prestatarios y ofrece una ventaja competitiva importante a aquellos que tienen acceso.²⁷

En el gráfico 8.4 se ilustra la importancia relativa de dicho Banco en el proceso de inversiones al señalar la relación entre la inversión, el crédito bancario total al sector privado y el crédito otorgado por él. Si bien las inversiones y el crédito total siguen un patrón bastante sincronizado, puede observarse una relación particularmente estrecha entre la inversión y el crédito otorgado por el BNDES.²⁸

Gráfico 8.4
BRASIL: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN, LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS
Y LOS CRÉDITOS DEL BNDES, 1992–2004



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <<http://www.eclac.cl>> para la inversión; Banco Central de Brasil [en línea] <<http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>> para los préstamos bancarios y el crédito del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES).

²⁷ Para obtener información acerca del BNDES, véanse Teixeira Torres Filho (2005); Von Mettenheim (2005, cap. 6).

²⁸ La discrepancia en el año 2002 ocurrió a consecuencia de la inestabilidad del mercado durante la elección presidencial de aquel año. El BNDES intentó apoyar el crecimiento, a pesar de la caída en la inversión.

Los mercados de capitales y el financiamiento internacional

Los mercados de capitales en Brasil aún son débiles y subdesarrollados en comparación con los estándares internacionales, pero han crecido rápidamente desde el exitoso programa de estabilización del año 1994. Además, cuentan con el potencial para convertirse en una fuente más importante de financiamiento de inversiones. Entusiasmado por esta posibilidad, José Luis Osorio, presidente de la Comisión de Valores de Brasil, declaró en el año 2002 que en ese momento había solo dos maneras en las que un brasileño podía convertirse en un gran empresario: o nacer rico o acceder al financiamiento del BNDES; la intención era crear una tercera manera: los mercados de capitales (Armijo y Ness, 2002, p. 18).

Mediante un nuevo análisis de los cuadros 8.3 y 8.4 se pueden apreciar tanto las ventajas como las desventajas que enfrentan los mercados. La capitalización del mercado bursátil es bastante pequeña como proporción del PIB, si bien es grande en términos absolutos. Las emisiones nuevas comenzaron a disminuir a partir del año 1999; está por verse si la mejora observada en el año 2004 perdura en el tiempo. La liquidez también se ha reducido. Uno de los problemas fue el desempeño errático de los mercados secundarios durante toda la década de 1990, al tiempo que los mercados primarios se contrajeron a causa de que varias empresas dejaron de cotizar. Las causas estaban interrelacionadas y surgieron a partir de la pérdida de competitividad de los mercados de capitales nacionales en el proceso de apertura financiera, el cual a su vez fue el resultado de la debilidad inicial de los mercados, de la alta volatilidad y del alto costo de emitir títulos a nivel nacional en comparación con los mercados internacionales. Al mismo tiempo, el potencial de los mercados queda demostrado por un grupo de instrumentos diversos, vinculados con la intermediación de los recursos y con instrumentos de administración del riesgo, como por ejemplo los contratos de derivados.

Los mercados de bonos enfrentan problemas diferentes. Los bonos en circulación son mayores que la capitalización del mercado bursátil, pero la amplia mayoría de las nuevas emisiones y montos en circulación corresponden al gobierno federal y a los gobiernos estatales; las empresas públicas generalmente se clasifican con las empresas privadas. Solo aproximadamente un sexto de los bonos en circulación fueron emitidos por empresas privadas no financieras, y esta proporción se redujo luego de la estabilización. Su desplazamiento del mercado por parte del gobierno tuvo implicaciones claramente negativas para la inversión y el crecimiento del sector privado. El número y el volumen de las nuevas emisiones cayeron en el mercado de bonos de la misma manera que

ocurrió en el mercado bursátil, aunque también en el caso de bonos en el año 2004 comenzó una recuperación tentativa.

Además de la volatilidad macroeconómica, las precarias condiciones institucionales enlentecieron la expansión de los mercados de capitales brasileños. En el capítulo 3 se mostraron los puntajes relativamente bajos obtenidos por Brasil en los indicadores habitualmente utilizados para medir las instituciones, en particular el estado de derecho y el control de la corrupción. Pinheiro y Cabral (2001) analizan los problemas que enfrenta un poder judicial débil para hacer cumplir la ley. Mediante el empleo de la variación en el tamaño de los mercados financieros en los diferentes estados brasileños, concluyen que la aplicación de las reglas vigentes está estrechamente relacionada con el volumen del crédito, aun después de tomar en cuenta el tamaño del PIB de los estados. Armijo y Ness (2002, 2004) documentan los problemas relacionados con el gobierno corporativo y examinan quiénes son los actores que impulsan las mejoras, si bien, según señalan, no se ha llegado a un consenso sobre el significado de este término. Mencionan dos razones por las cuales se produjo la reforma. En primer lugar, la percepción de que en un país hay un buen nivel de gobierno corporativo puede incrementar la inversión extranjera. En segundo lugar, las empresas familiares tradicionales, que le temen a la pérdida de control que podría acaecer si se otorgan mayores derechos a los accionistas minoritarios y se alcanza una mayor transparencia, de cualquier manera están utilizando una versión del gobierno corporativo para defender sus propios intereses. Los inversionistas institucionales aún tienen un papel fundamental que desempeñar en la promoción del gobierno corporativo en Brasil.

La aprobación de la nueva ley de empresas en el año 2001, que modificaba la ley del año 1976, constituyó un avance importante hacia el mejoramiento del contexto legal en Brasil. Con esta ley se modernizó el marco para las empresas al conceder más derechos a los accionistas minoritarios, mejorar el gobierno corporativo, exigir la rendición de cuentas y aumentar la transparencia. También se creaba una entidad regulatoria independiente para supervisar las actividades del mercado de capitales. Por último, se definían las actividades ilegales en relación con el mercado de valores y se imponían penas severas para los que incurrieran en ellas.²⁹ Otra medida importante fue la elaboración de iniciativas para el cumplimiento de la nueva ley y la adopción de las mejores prácticas. Esto se llevó a cabo mediante la inauguración del *Novo Mercado*, basado en la experiencia del *Neuer Markt* en Alemania. El nuevo mercado es un segmento diseñado para comercializar acciones emitidas por empresas que voluntariamente acuerdan adoptar las prácticas del gobierno

²⁹ Se puede obtener una descripción detallada de la ley en el boletín del Banco Central (*Focus*, 10 de mayo de 2001).

corporativo y cumplir con requisitos de divulgación más exigentes que los estipulados por la legislación de Brasil.³⁰

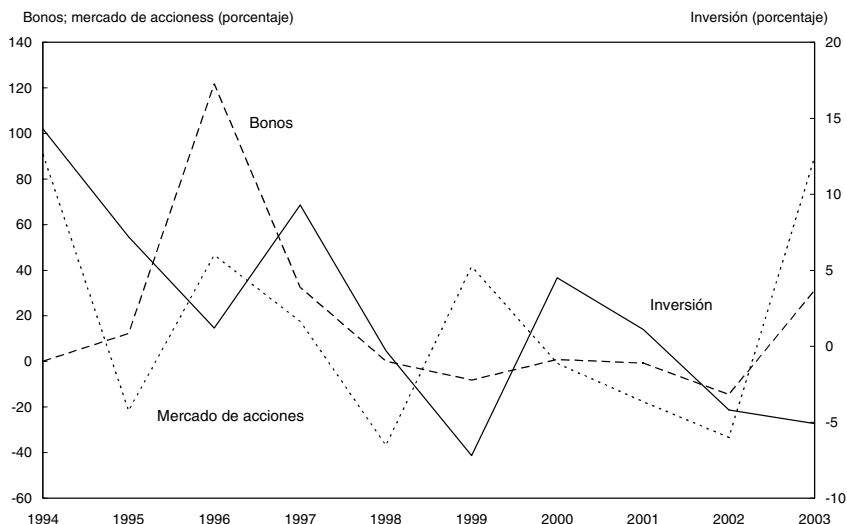
A pesar de las complicaciones producidas por la inestabilidad macroeconómica y la administración deficiente, que impusieron trabas a la expansión del mercado de capitales, parece existir una relación entre las acciones, los bonos corporativos y la inversión. Como se muestra en el gráfico 8.5, los cambios en la capitalización del mercado de valores y del mercado de bonos parecen preceder a la inversión por un año. La implicancia de este hecho es que, debido a que los montos son considerables, las empresas deben asegurarse su financiamiento antes de emprender un proyecto. Esta situación es contraria a lo que ocurre con el crédito bancario (incluso el otorgado por el BNDES), donde no se observa ningún rezago. Quizás el financiamiento bancario se ve como algo más seguro y así se elimina el rezago con respecto a la inversión.

Las mayores empresas privadas que participan en los mercados nacionales de capitales, junto con el gobierno federal y las empresas del sector público, también pueden obtener dinero a nivel internacional. Los préstamos bancarios sindicados, las emisiones internacionales de bonos y las ofertas de acciones mediante ADR o GDR son parte del menú del cual un pequeño grupo privilegiado tiene la posibilidad de elegir. Si bien la historia de Brasil en estos mercados es más breve que la de algunos países de América Latina, especialmente México, el país se ha convertido en un actor importante. Más de 30 empresas brasileñas, por ejemplo, cotizan actualmente en la bolsa de valores de Nueva York, cifra superior a la de cualquier otro país de América Latina. Entre ellas se encuentran importantes empresas privadas del sector bancario, industrial, de los servicios públicos y de las telecomunicaciones; algunas de las empresas estatales también cotizan una parte de sus acciones, incluso Petrobras, Telebras y algunas de las empresas regionales de servicios públicos. Otras cotizan en Europa, sobre todo en

³⁰ Para participar en el *Novo Mercado*, una empresa debe adoptar las buenas prácticas de gobierno corporativo, como por ejemplo: i) prohibir la emisión de acciones sin derecho a voto; ii) realizar ofertas públicas de acciones por medio de mecanismos que favorezcan la dispersión del capital y el amplio acceso de los minoristas; iii) mantener un mínimo de capital flotante equivalente a un 25% del capital; iv) extender a todos los accionistas los derechos que se otorgan a los accionistas mayoritarios cuando se transfiere el control de la empresa, es decir, derechos de adhesión (*tag along*); v) estipular un plazo único de un año para todo el directorio; vi) emplear las normas internacionales de contabilidad para preparar los estados contables anuales; vii) mejorar los estados contables trimestrales mediante el uso de los estados contables consolidados y de un análisis de auditoría especial; viii) aceptar la obligación de realizar una oferta pública de adquisición según criterios de valor económico en caso que se decida dejar de cotizar en el *Novo Mercado*, y ix) adherir a las reglas de divulgación relativas a la negociación de activos emitidos por la empresa en nombre de los accionistas mayoritarios o de la dirección de la empresa (*Focus*, 10 de mayo de 2001).

España. Estas empresas brasileñas no han dejado de cotizar en la BOVESPA, sino que están inscritas en más de un mercado.³¹

Gráfico 8.5
BRASIL: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN, LAS ACCIONES Y LOS BONOS, 1994–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <<http://www.eclac.cl>> para la inversión; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <<http://www.bis.org>> para los bonos; Standard and Poor's (2000, 2005) para la capitalización del mercado de acciones.

Las empresas privadas en Brasil son importantes receptoras de préstamos internacionales. En los cinco años transcurridos desde el 2000 hasta el 2004 representaron casi el 60% de todos los préstamos internacionales otorgados a Brasil, recibiendo un monto equivalente al 6,9% del PIB. Por el contrario, los mercados de bonos internacionales pertenecen principalmente a la esfera del sector público y de los bancos. Solo el 17% del total de emisiones de bonos (un 2,4% del PIB) fue emitido por empresas privadas brasileñas (Ambev, CVRD, Telemar y Vorantim). Con respecto a la inversión extranjera en la BOVESPA, la inversión neta acumulada de 1995 al 2004 ascendió a tan solo 5.500 millones de dólares lo que representaba el 1,7% de la capitalización de mercado del año 2004 y el 0,8% del PIB.³² Un experto en finanzas de Brasil afirma que los inversionistas

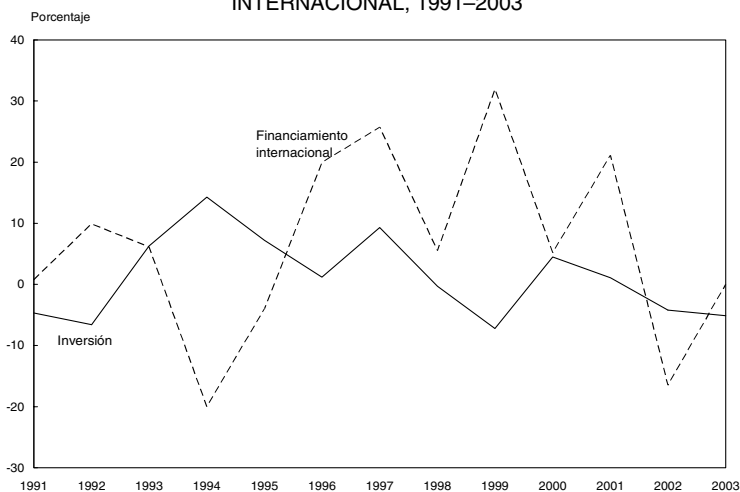
³¹ Véanse bolsa de valores de Nueva York [en línea] <<http://www.nyse.com>> y BOVESPA [en línea] <<http://www.bovespa.com.br>>.

³² Las cifras correspondientes a los préstamos y a los bonos se calcularon a partir de los datos que figuran en el sitio web del Banco de Pagos Internacionales. Para obtener información acerca de los bonos internacionales, véase [en línea]

extranjeros de cartera desempeñan un papel mucho mayor en las empresas del país. Calcula que, en el año 1999, los inversionistas extranjeros en el mercado de valores local eran titulares del 15% de las acciones de las empresas inscritas (Ness, 2000a, citado en Armijo y Ness, 2002). Esto implicaría que la inversión extranjera equivaldría a más del 5% del PIB; sin duda se requiere una investigación más profunda sobre este tema.

Cuando se comparan las tendencias de la inversión con las fuentes extranjeras de financiamiento para el sector privado, según se muestra en el gráfico 8.6, la relación no es para nada estrecha. Mientras que el capital extranjero puede haber sido un precursor de la inversión en Brasil, como se sugiere respecto del financiamiento del mercado de capitales, la débil relación entre las dos variables en Brasil contrasta con la relación mucho más fuerte en México (compárense los gráficos 7.6 y 8.6).

Gráfico 8.6
BRASIL: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN Y EL FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1991–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <<http://www.eclac.cl>> para la inversión; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <<http://www.bis.org>>, Standard and Poor's (2000, 2005), Fondo Monetario Internacional (FMI) (sin publicar) para el financiamiento internacional.

<<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12.csv>>; para obtener información acerca de los préstamos bancarios internacionales, véase [en línea] <<http://www.bis.org/statistics/hcsv/panx9a.csv>>. La información acerca de las empresas individuales se calculó sobre la base de datos de *Latin Finance* (publicaciones del año 2003). Las emisiones totales de bonos que se pudieron identificar ascendían a 15.200 millones de dólares, de los cuales 7.000 millones fueron emitidos por el gobierno federal o por empresas del sector público y 8.200 millones fueron emitidos por el sector privado (6.500 millones por los bancos y 1.800 millones por empresas no financieras). Los datos acerca de la inversión financiera en la bolsa de valores de Brasil se obtuvieron de la Comisión de Valores (CVM) [en línea] <http://www.cvm.gov.br/ingl/public/Base_Financiera_English/Bovespa.xls>.

El acceso al financiamiento para pequeñas empresas

Brasil tiene los mismos problemas que otros países latinoamericanos en relación con el acceso limitado al crédito que tienen las pequeñas empresas. Ya se ha descrito cómo el acceso es un problema importante tanto en Chile como en México. En el caso de Brasil, una diferencia importante es el papel que juegan los bancos del sector público. En México, Nafin funciona casi exclusivamente con operaciones de segundo piso. La Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) hace lo mismo en Chile, si bien se ha asociado con BancoEstado en diversos programas destinados a brindar asistencia a las pymes. BancoEstado es, por sí mismo, una entidad prominente en el segmento de los pequeños préstamos, pero solo representa el 11% del total del mercado. Los bancos públicos de Brasil, tanto los bancos comerciales como los bancos de desarrollo, juegan un papel mucho más importante y toman a las pymes como una prioridad. Si bien algunos indicios sugieren que han tenido un efecto positivo, es difícil sacar conclusiones debido a la falta de información.

En el cuadro 8.11 figuran cálculos de los préstamos otorgados a las micro y pequeñas empresas por parte del BNDES y de los principales bancos comerciales públicos y privados. Según dicho cuadro, poco más del 20% del valor total de los préstamos se destinó a las micro y pequeñas empresas en el año 2003. Los bancos comerciales públicos otorgaron el mayor porcentaje (32%); los privados destinaron uno mucho menor (14%). El BNDES (24%) aparece por separado dado que una gran parte de sus préstamos se canaliza a través de otras instituciones, lo cual implica cierto grado de duplicación en el cálculo. Para que estos porcentajes de los préstamos tengan algún significado, hay que compararlos con otras características de las empresas. La comparación habitual se realiza respecto de las ventas, pero en Brasil no es así como se definen las categorías de tamaño. Por lo tanto, recurrimos al volumen de los salarios pagados como indicador. De acuerdo con esta medición, las microempresas representan el 10% de los salarios y las pequeñas empresas el 16%. El total agregado, que asciende a un 26%, apenas supera el porcentaje del crédito que reciben las micro y pequeñas empresas. En lo que respecta al empleo, la diferencia es mucho mayor: las microempresas emplean el 36% del total de la fuerza laboral y las pequeñas empresas el 21%.³³

³³ La información acerca de los salarios y el empleo se obtuvo de SEBRAE (2005, cuadros 6 y 7).

Cuadro 8.11
BRASIL: CRÉDITO A LAS MICRO Y PEQUEÑAS EMPRESAS, 2003
(Millones de reales y porcentaje)

Instituciones	Préstamos totales	Préstamos a micro y pequeñas empresas	Porcentaje de micro y medianas empresas
Banco do Brasil	29 990	9 800	32,8
CEF	3 439	3 301	95,6
Nossa Caixa	1 088	782	71,8
Total públicos	74 263	23 468	31,6
Total privados ^a	108 243	14 775	13,6
Subtotal	142 670	28 658	20,1
BNDES	39 836	9 585	24,1
Total	182 836	38 243	21,0

Fuente: Morais (2005, p. 46); Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) [en línea] <<http://www.bndes.gov.br>> para datos de ese Banco.

^a Bradesco, Itaú, Unibanco, ABN Amro, HSBC.

Un segundo tipo de información potencialmente importante para el análisis del acceso al crédito en Brasil es la asignación del crédito según el tamaño del préstamo. La mayoría de los analistas parten del supuesto, dado que no cuentan con mayor información acerca de este tema, de que los pequeños préstamos son más o menos equivalentes a los préstamos para las pequeñas empresas o para los particulares.³⁴ En el cuadro 8.12 se brinda información sobre el tamaño de los préstamos y las características de propiedad de las instituciones financieras en Brasil en el año 2003. Las instituciones con diferentes regímenes de propiedad exhiben comportamientos muy distintos respecto de los préstamos. Las cooperativas de crédito y los bancos comerciales del gobierno se especializan en los pequeños préstamos: el 79% de la cartera de préstamos de las primeras está compuesta por préstamos de menos de 30.000 dólares, mientras que el 56% de la cartera de los últimos cae dentro de esa categoría. Tanto los bancos comerciales extranjeros como los privados se concentran en un segmento muy amplio de 300.000 dólares a 15 millones de dólares. Los bancos de desarrollo, entre los cuales el BNDES representa aproximadamente el 80%, exhiben una gran concentración en la categoría de préstamos más grandes. Alrededor del 64% de sus préstamos son de más de 15 millones de dólares, pero el BNDES también es un importante proveedor de préstamos para las pymes, según se analiza más adelante.

³⁴ Kumar (2005, pp. 187-188) pone en duda este supuesto y dice que muchos de los pequeños préstamos en Brasil se destinan a consumidores de clase media y a las empresas medianas.

Cuadro 8.12
BRASIL: CARTERAS DE PRÉSTAMOS DE BANCOS PÚBLICOS Y PRIVADOS, 2003
(Porcentaje)

Tamaño del préstamo ^a	Bancos comerciales			Bancos de desarrollo	Cooperativas de crédito
	Gubernamental	Privado	Extranjero		
Menos de 15.000 dólares	15,1	15,1	16,0	7,5	17,5
15.000–30.000 dólares	41,3	21,4	26,5	6,9	61,7
30.000–300.000 dólares	16,3	12,4	10,1	5,7	17,3
300.000–15.000.000 dólares	16,9	33,2	34,6	15,9	3,5
Más de 15.000.000	10,4	17,9	12,8	64,0	0,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco Central de Brasil, *Financial Stability Report* (noviembre de 2004, p. 59).

^a Convertido a dólares al tipo de cambio 3,33.

Una tercera comparación se realiza con respecto de los otros dos estudios de caso en el libro, si bien solo se pueden hacer cálculos muy generales dado los diferentes tipos de datos disponibles. Estos datos, si bien son muy parciales, sugieren que la proporción de las micro y pequeñas empresas que contaban con cierto acceso al crédito bancario era bastante semejante en Brasil y en México. Para el caso de Brasil, la información acerca de San Pablo señala que el 19% de las micro y pequeñas empresas cuentan con acceso a los préstamos bancarios (9% otorgados por los bancos públicos y 10% por los bancos privados).³⁵ El sondeo realizado por el Banco de México indica que el 18% de las pequeñas empresas tienen acceso a los préstamos bancarios.³⁶ En el caso de Chile, sin embargo, la cifra es mucho mayor, dado que asciende a un 44%.³⁷ A partir de estos datos se deriva la importante enseñanza, que volvemos a considerar en las conclusiones, de que es necesario aumentar la proporción del crédito que se destina a las pymes, al mismo tiempo que se aumenta el crédito en su conjunto.

A continuación se analizan las fuentes y los instrumentos mediante los cuales se otorga crédito a las pequeñas empresas en Brasil. Según se señaló anteriormente, los bancos públicos son extremadamente importantes, pero los bancos privados y otras fuentes bancarias y no bancarias también participan. Las mayores fuentes de financiamiento para

³⁵ SEBRAE (2004, p. 50). Basarse en estos datos para sacar conclusiones de la situación del país en su conjunto daría lugar a una sobreestimación, por lo que se los puede considerar un límite superior del acceso. Los datos corresponden al año 2003.

³⁶ Véase Banco de México [en línea] <<http://www.banxico.org.mx>>; véase también el cap. 7. También en este caso los datos representan un límite superior, dado que el tope en la definición de las pequeñas empresas es bastante alto. Los datos corresponden al año 2003.

³⁷ Román (2003, p. 30); véase también el cap. 6. Los datos corresponden al año 2000.

las pymes son el BNDES y el Banco do Brasil (véase el cuadro 8.10), pero una gran parte del financiamiento otorgado por este último proviene del primero, por lo que se comenzará por analizar el BNDES.

El BNDES no acepta depósitos. Obtiene su financiamiento de diversas fuentes gubernamentales e internacionales y asigna sus préstamos más pequeños (inferiores a aproximadamente 3,5 millones de dólares) a operaciones de segundo piso.³⁸ Obviamente estos préstamos incluyen los otorgados a las pymes. En el año 2004, del presupuesto del BNDES que ascendía a 14.000 millones de dólares, se destinaron más de 4.000 millones a las pymes, de los cuales 3.000 millones fueron para las micro y pequeñas empresas y el resto para las empresas de mediano tamaño. Los principales agentes financieros fueron el Banco do Brasil y Bradesco, el mayor banco privado, cada uno de los cuales fue responsable de aproximadamente 650 millones de dólares. Decenas de otros bancos e instituciones financieras, incluso empresas extranjeras, también actúan como agentes financieros. Los agentes tienen la responsabilidad de evaluar las propuestas y distribuir los recursos como mejor les parezca, dado que tienen una relación más estrecha que el BNDES con los usuarios finales de los pequeños préstamos. Los principales sectores a los que se presta apoyo son la industria, la agricultura y la ganadería, los servicios, la infraestructura y el comercio.

El BNDES también presta su apoyo a las pymes de muchas otras maneras. Tiene sus propias líneas de crédito directo, así como un programa de garantías creado por el Congreso en el año 1997, que protege a las instituciones financieras del riesgo crediticio más alto vinculado a los préstamos para las pymes. Dirige un programa para fomentar a las pequeñas empresas nuevas y sirve de garantía a las instituciones microfinancieras. En el año 2003, el banco lanzó la tarjeta BNDES, que brinda a las pymes una línea de crédito preaprobada de hasta 50.000 reales (aproximadamente 17.000 dólares), con plazos de hasta dos años. Las tarjetas se emiten por medio de las instituciones financieras. A fines del año 2004 se habían emitido 25.000 tarjetas; la mayoría están en poder de las microempresas, lo cual no es sorprendente dado el bajo límite del crédito.

Una parte considerable de los fondos del BNDES destinados a las micro, pequeñas y medianas empresas se administra a través del Banco do Brasil, que es el banco más grande de América Latina y que también destina parte de sus propios fondos a estos efectos. El Banco do Brasil presta su apoyo principalmente al sector agrícola, tanto a las operaciones a gran escala como a las pequeñas propiedades rurales. El banco también cuenta

³⁸ La información contenida en los dos párrafos que figuran a continuación proviene del BNDES [en línea] <<http://www.bndes.gov.br>>.

con diversas líneas de capital de trabajo para las pequeñas empresas industriales y de servicios. Por ejemplo, BB Giro Rápido brinda capital de trabajo a 660.000 empresas con ventas anuales de hasta aproximadamente 1,5 millones de dólares, mientras que el más reciente BB Giro Automático atiende a empresas con ventas de hasta 150.000 dólares. Las pymes también obtienen financiamiento para las transacciones comerciales con el exterior, y se ha elaborado un nuevo programa para que las pequeñas empresas comiencen a vender en el exterior.³⁹

A pesar del papel menor que los principales bancos privados nacionales y extranjeros desempeñan actualmente en relación con las pymes, ellos también están comenzando a incursionar en este campo. Parece haber diversas razones que explican este nuevo interés: los bancos pueden cobrar tasas y márgenes de interés más altos en sus préstamos a las pequeñas empresas; las pequeñas empresas tienden a ser clientes fieles y a estar abiertas a la adquisición de otros productos financieros; el bajo nivel de acceso a los bancos con que cuentan las pequeñas empresas crea un mercado que aún no ha sido explotado; y los préstamos a las pequeñas empresas puede traducirse en cuentas de sus empleados. Además, atender a los pequeños clientes se ha vuelto más económico gracias a las nuevas técnicas de calificación de crédito, los mejores registros crediticios que proporcionan informes de crédito acerca de los prestatarios y el uso más extendido de Internet. Entre los bancos que han hecho arreglos especiales para atraer a las pequeñas empresas se encuentran los gigantes locales Bradesco, Itaú y Unibanco, así como BankBoston, Santander y HSBC.⁴⁰

Además de los bancos comerciales y los bancos de desarrollo, otras instituciones financieras, como las cooperativas de crédito, las empresas de arrendamiento y las de factoraje también son importantes para las pymes en Brasil, si bien estas últimas son empresas no financieras según la legislación del país. Las 1.000 cooperativas de crédito se agrupan en tres grandes redes y brindan préstamos generalmente pequeños a aproximadamente un millón de miembros. Las cooperativas de crédito ahora están autorizadas a ser dueñas de bancos. Las empresas de arrendamiento son de un tamaño considerablemente mayor al de las cooperativas en relación con los activos, los cuales representan el 3,3% del total de activos del sistema financiero en comparación con solo un 0,75%

³⁹ Banco do Brasil [en línea] <<http://www.bb.com.br>>.

⁴⁰ Sobre la base de entrevistas con banqueros, según se informa en Morais (2005). Los bancos exhiben importantes diferencias en cuanto a la definición de las pequeñas empresas y a cómo enfrentan el desafío de responder a sus necesidades. Algunos ponen el énfasis en las pequeñas y medianas empresas, pero otros se centran en las micro y pequeñas empresas. Un enfoque común es la creación de unidades especiales para atender a los clientes más pequeños.

de las cooperativas. El factoraje queda fuera del sistema, pero se estima que existen 700 empresas cuyos negocios representan el 2,3% del PIB, y con una cartera de aproximadamente 1.000 millones de dólares, la mayor parte de los cuales se destina a pequeñas empresas que tienen dificultades para obtener financiamiento bancario. Los arrendamientos, por el contrario, tienden a estar vinculados con las empresas de mayor tamaño (para inversión en tecnología) y con particulares de clase media y alta (para la compra de automóviles) (Kumar, 2005, cap. 4).

Conclusiones

El sistema financiero brasileño aún está basado en los bancos, sobre todo en las instituciones financieras públicas, a pesar del gran tamaño de sus mercados de capitales. Esta estructura es el legado de las políticas de sustitución de importaciones aplicadas en los primeros años de la posguerra y de las incertidumbres macroeconómicas de los años ochenta, como consecuencia de las cuales los bancos privados se volvieron muy conservadores en relación con la búsqueda de nuevos mecanismos de intermediación y con la extensión del plazo de vencimiento de sus operaciones. Al mismo tiempo, los mercados de capitales estaban limitados a las acciones, a los bonos de corto plazo y a los títulos emitidos por un pequeño número de empresas, la mayoría de las cuales eran propiedad del gobierno. La mayoría de los inversionistas institucionales eran fondos de pensión asociados con empresas públicas, empresas de seguros y fondos de inversión que negociaban casi exclusivamente valores de corto plazo, sobre todo bonos públicos indexados por la inflación.

En los años noventa el sistema financiero enfrentó muchas dificultades impuestas por las transformaciones en la regulación, la apertura externa y el contexto macroeconómico, que tenía diferencias considerables con el de la década anterior. En el año 1988 se implantó una reforma bancaria que hizo posible la consolidación formal de las instituciones financieras existentes para transformarlas en bancos universales. El proceso de privatización iniciado en la década de 1990 modificó la estructura de los fondos de pensión (una importante cantidad de los cuales se convirtió en entidades privadas), al tiempo que produjo oportunidades rentables para negociar con acciones y bonos corporativos. El incremento de los flujos de inversión de cartera impulsó aún más los mercados de capitales. Por último, la estabilidad en los precios alcanzada en el año 1994 se tradujo en una transformación del contexto operativo para los bancos y de la estrategia de asignación de fondos de los inversionistas institucionales. A consecuencia de la apertura financiera y de la mayor competencia se produjo una aceleración en el proceso de

consolidación de las instituciones financieras, la adopción de mejoras tecnológicas, la creciente importancia de los inversionistas institucionales, la expansión de los mercados de valores y de derivados, y la consolidación e internacionalización del negocio financiero.

En los años 1994 y 1995, la crisis inminente del sector bancario impulsó una demanda de mayor estabilidad. Como consecuencia de ello se produjeron transformaciones importantes en la regulación y la supervisión, sobre todo en relación con las iniciativas contenidas en el Acuerdo de Basilea. El proceso de reestructuración del sector bancario privado, que comenzó en el año 1995, produjo importantes cambios en la estructura de propiedad del sector, incluso un incremento de la participación extranjera y una mayor consolidación en los grandes conglomerados financieros. En el año 1997 comenzó a una profunda reforma en el sector bancario público, que condujo a la privatización o reestructuración de la mayoría de los bancos y de las instituciones financieras estatales.

En 1997 y 1998, la creciente incertidumbre vinculada con la macroeconomía y el mercado impulsó transformaciones fundamentales en las estrategias de las instituciones financieras. La creciente deuda pública nacional y la política de imponer una alta tasa de interés condujeron nuevamente a que las instituciones privadas volcaran la asignación de sus carteras hacia los activos públicos de corto plazo. Al mismo tiempo, el acceso reducido a los mercados internacionales por parte de las empresas brasileños renovó la búsqueda de mecanismos alternativos para financiar la actividad económica, con lo cual se produjo un cierto fortalecimiento del mercado nacional de bonos.

A mediados de la década del 2000, el sistema financiero de Brasil es rentable y estable, pero todavía no cumple con su principal función, que es la de brindar recursos adecuados para el sector productivo a efectos de apoyar los esfuerzos por retornar al camino de crecimiento rápido. Una parte importante del problema surgió de la serie de crisis que afectaron la economía: la crisis cambiaria en el año 1999; la crisis en el sector de la energía en el año 2001, exacerbada por los problemas políticos y económicos de la vecina Argentina, y la inestabilidad que rodeó las elecciones presidenciales del año 2002. También hay dificultades inherentes al sistema financiero en sí mismo y a su relación con el contexto macroeconómico de Brasil.

La expansión del sector financiero y su transformación en un instrumento más funcional para el desarrollo económico sostenible sigue siendo uno de los más grandes desafíos que enfrentan los responsables de la elaboración de políticas en Brasil. Con respecto al sector bancario, el esfuerzo fundamental es la reducción de los márgenes para incrementar la

demanda de crédito. El banco central elaboró un plan referido a este tema en el año 1999 que incluye diversas medidas para incrementar la competencia entre los bancos (mediante la introducción de más transparencia y flexibilidad para los titulares de cuentas bancarias), reducir la carga tributaria sobre los préstamos y disminuir los niveles obligatorios de reservas. En el año 2004, el gobierno definió reglas para simplificar las cuentas bancarias y para reducir las tasas de interés sobre los préstamos cuando los pagos se retienen de los salarios. Estas modificaciones en sí mismas constituyen uno de los principales factores para explicar la expansión del crédito ocurrida recientemente en el país, pero su efecto sobre los márgenes bancarios ha sido limitado. Al mismo tiempo, las tasas de interés siguen siendo altas y solo se reducirán cuando se haya controlado la inflación.

En el campo del financiamiento de largo plazo, sobre todo en los mercados de capitales, los planes del gobierno se han centrado en temas institucionales, como la reforma de las leyes de quiebra y el fortalecimiento de los derechos de propiedad. Sin embargo, ese tipo de reformas microeconómicas producen efectos que se observan en el largo plazo y se necesita más que un marco institucional adecuado para expandir los mercados de capitales; también son necesarios la estabilidad macroeconómica, los mercados secundarios activos y la posibilidad de obtener ganancias sólidas. Otro factor es la presencia de un grupo suficiente de actores que participen, es decir, empresas que quieran buscar recursos y que sean capaces de cumplir con los requisitos necesarios, así como inversionistas institucionales, entre otros.

Mientras tanto, la creciente demanda de financiamiento de largo plazo ha incrementado la carga de los bancos públicos. El BNDES, en particular, tiene la capacidad de expandir los préstamos sobre la base de los mecanismos de financiamiento existentes, pero dicha capacidad encontrará serias dificultades si perdura el crecimiento y la demanda de financiamiento para la inversión crece de manera acorde. En esas circunstancias, los bancos públicos deberán encontrar maneras innovadoras para aumentar su capacidad de financiamiento, probablemente mediante el uso de los mercados privados para obtener financiamiento conjunto, financiamiento de proyectos y securitización, entre otros. Este panorama puede ofrecer una ventana de oportunidades para que el gobierno pase de la asignación directa de recursos al desafío que representa el fortalecimiento y la expansión de los mercados.

Otra seria dificultad que Brasil enfrenta es el financiamiento para las pymes. Las autoridades deberán considerar tanto una estrategia de mediano como de largo plazo para hacer frente a este problema. La estrategia de mediano plazo implica el diseño de políticas para mitigar el

riesgo (por ejemplo, el mejoramiento de la calidad y la transparencia de la información contable provista por las pymes, una mayor utilización de los registros crediticios y la capacitación de los administradores de las pymes respecto de los métodos de divulgación de información contable y financiera); la adopción de incentivos fiscales y de otro tipo para incrementar la participación de las pymes en la economía formal; la elaboración de mecanismos para hacer más útiles las garantías (por ejemplo los programas de garantías de crédito), y el respaldo al capital de riesgo para las empresas que cumplan con los requisitos. La estrategia de largo plazo debería incluir políticas para reducir la inestabilidad macroeconómica, a efectos de crear un entorno de negocios más estable para las pymes; la creación de instituciones y el fortalecimiento del mercado para fomentar la expansión de los mercados financieros en general, así como los intermediarios financieros especializados en el otorgamiento de crédito para las pymes, y la implantación de mercados especializados en la atención de las pequeñas empresas. La elaboración de un marco regulatorio adecuado, reglas del juego claras y una supervisión adecuada son condiciones necesarias para que cualquier mercado pueda florecer, pero no son condiciones suficientes.

Todas estas políticas para incrementar el financiamiento y brindar un mayor acceso se adoptan con la intención de estimular al sector privado, no de sustituirlo. El papel adecuado de la política pública debe ser un tema siempre vigente para que la intervención gubernamental no ocupe el lugar del mercado y para que los escasos recursos fiscales se utilicen de la manera más eficiente desde el punto de vista social. Una manera de hacer frente a estos problemas en el largo plazo es la introducción de políticas para promover los mercados, es decir, políticas destinadas al mejoramiento de las condiciones de financiamiento y al incremento del tamaño y la profundidad de los mercados financieros.