Adiós represión, bienvenida profundización: anatomía de un *boom* financiero

Joao Manoel P. de Mello y Marcio G.P. García

Joao Manoel P. de Mello y Marcio G.P. García son Profesores asociados de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, Brasil.

Los autores agradecen a Alessandro Rivello, Bruno Balassiano y Carolina Machado por su labor como asistentes de investigación

Desde la derrota de la hiperinflación en 1994, con el Plan Real, el sistema financiero brasileño ha crecido de la infancia a los últimos años de la adolescencia. Describimos el proceso de maduración haciendo hincapié en las características determinantes del sistema financiero brasileño en los últimos 20 años: *1)* estabilización y posterior crisis financiera, *2)* universalidad de los bancos, *3)* segmentación de mercados a través del préstamo público, *4)* mejora institucional. Parafraseando a Díaz-Alejandro (1985), planteamos algunas hipótesis sobre por qué, esta vez, el *boom* financiero no se ha convertido (al menos, todavía) en un colapso financiero.

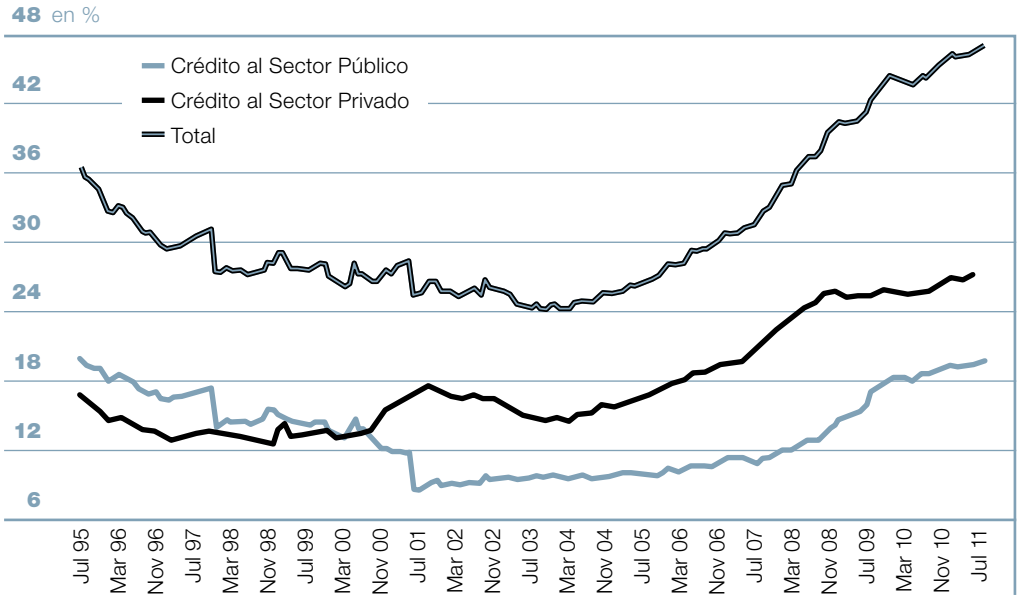
Este artículo es una traducción al castellano de la versión ya publicada en The Quarterly Review of Economics and Finance (De Mello, J.M.P. & Garcia, M.G.P. Bye, bye financial repression, hello financial deepening: The anatomy of a financial boom, *The Quarterly Review of Economic and Financial (2012), doi: 10.1016/j.qrf 2011.12.009*

1. Introducción

La intermediación financiera ha evolucionado de la infancia a los últimos años de la adolescencia desde la estabilización en 1994, de una represión fuerte a un *boom* financiero. En el año 2000, el crédito bancario se incrementó al 25% del producto interno bruto (PIB), y los préstamos basados en el mercado fueron insignificantes, sólo el 15%. Salvo en picos ocasionales, este panorama permaneció sin cambios hasta el 2003, cuando la intermediación financiera comenzó a expandirse aceleradamente, impulsada por el crédito al consumo. A principios de la década de 2010, el coeficiente crédito/PIB llegó al 45%. Y lo que es más importante, los préstamos basados en el mercado conllevaron a la profundización financiera en la década de 2000 *(Gráfico 1).*

En este trabajo, primero se describe en detalle la anatomía de este cambio de régimen, de una represión a un *boom* financiero. De acuerdo con la descripción de la anatomía, se plantea una hipótesis sobre las causas de la represión y profundización financieras, que son ilustrativas para los países en desarrollo en general. Luego se explica por qué el *boom* financiero de Brasil de la década de 2000 no terminó en un colapso financiero, como ha sucedido en tantos otros ejemplos de liberalización financiera en el pasado de América Latina (Díaz-Alejandro, 1984). La solidez de la intermediación financiera brasileña hasta el momento ofrece información para tomar medidas prudenciales tanto en economías emergentes como maduras.

Gráfico 1. Crédito (porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil.

2. Breve descripción del sistema bancario de Brasil

La industria bancaria brasileña es un sistema bancario universal compuesto por distintos tipos de bancos, con diversas estructuras de propiedad (con una importante presencia de bancos estatales) y una fuerte intervención del Gobierno federal, en la forma de regulaciones prudenciales (como en la mayoría de los sistemas bancarios), regulación de los precios (no tan común) y regulación directa de cantidades (a través de préstamos asignados). En la medida en que se pueden comparar los sistemas bancarios[1], la industria bancaria de Brasil es algo similar a la de Alemania en términos de estructura.

[1] John Hicks solía comparar los sistemas financieros con los copos de nieve o las huellas digitales: todos son muy similares, pero no hay dos que sean exactamente iguales.

2.1 Los actores

Formalmente, el sistema financiero está compuesto por[2]:

[2] Las taxonomías son en general arbitrarias. Cuando sea relevante, se hará hincapié en la segmentación real basada en el mercado bancario.

Instituciones receptoras de depósitos. Como indica el nombre, estas instituciones tienen licencias otorgadas por el Banco Central (el ente regulador bancario) para recibir depósitos a la vista del público en general, aunque la mayoría también recibe depósitos a plazo (certificados de depósito bancario) y depósitos de ahorro. Pueden ser privadas (nacionales o extranjeras) o públicas, a nivel federal y estatal. Están subdivididas de la siguiente manera:

a. *Bancos comerciales.* Instituciones de depósito cuya principal fuente de financiamiento son los depósitos a la vista y a plazo (pero pueden emitir papeles comerciales y pedir préstamos en el mercado interbancario). Una característica distintiva es que no pueden realizar funciones de bancos de inversión.
b. *Bancos de operaciones generales.* Son equivalentes a los bancos universales. En general, son *holdings* que detentan bancos universales que tienen las funciones de bancos comerciales y de inversión. Los diez bancos privados más grandes y el banco público más grande son todos bancos de operaciones generales.
c. *Caja Económica Federal (CEF).* La primera peculiaridad del sistema bancario de Brasil. La Caja Económica es un banco comercial de propiedad federal cuyo man-

dato incluye (en una manera poco clara) priorizar los proyectos y programas de préstamos y financiamiento en asistencia social, salud, educación y similares. Sin embargo, puede proveer préstamos de bancos estándar, como crédito al consumo y capital de trabajo. Tiene la licencia de varios monopolios como prestar con prenda industrial o personal. Lo que es más importante, sin embargo, es que la Caja es uno de los actores más importantes en la captación de depósitos y préstamos hipotecarios. Por último, la Caja es la institución de depósito de los recursos del Fondo de Garantía por el Tiempo de Servicio (FGTS)[3], un fondo de desempleo obligatorio.

d. *Cooperativas de crédito.* Equivalentes a las cooperativas de crédito en los Estados Unidos. En general, están formadas por miembros de algún gremio o sindicato. Sólo pueden recibir depósitos de miembros de la cooperativa. Estas instituciones no son actores importantes en el mercado.

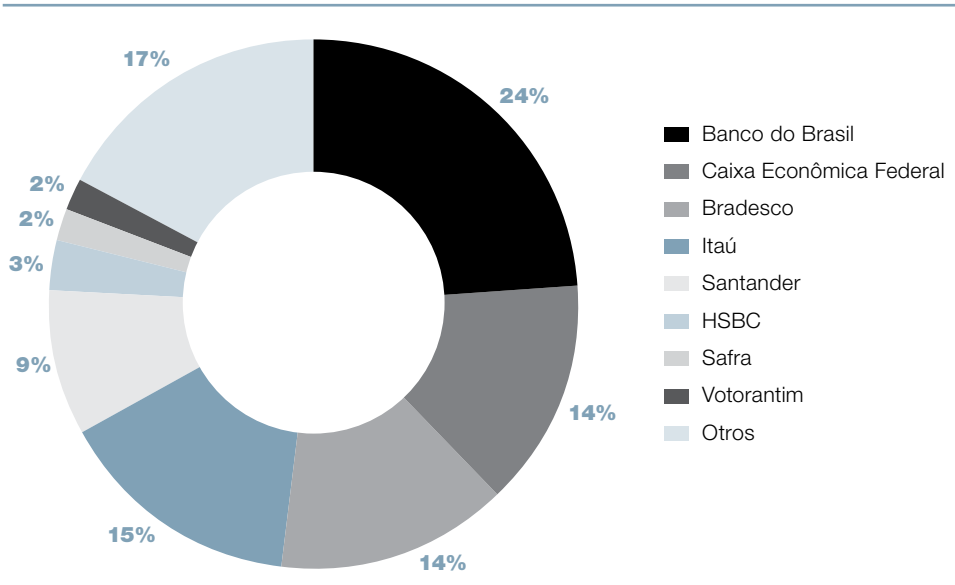
e. *Bancos de inversión.* Instituciones financieras privadas con el propósito exclusivo de financiar empresas mediante la adquisición temporal de acciones y bonos corporativos y brindar a las empresas préstamos a corto y largo plazo. No se les permite recibir depósitos a plazo. También son proveedores de servicios financieros tales como suscripciones, asesoramiento financiero, valuación de fusiones y adquisiciones, etc.

f. *Bancos de desarrollo.* Los bancos de desarrollo son bancos de los Gobiernos a nivel estadual (es decir, no del Gobierno federal) o bancos federales cuya función principal es dar préstamos a largo plazo para *proyectos orientados al desarrollo.* El banco de desarrollo más importante de todos es el *Banco Nacional de Desarrollo de Brasil* (BNDES), por su relevancia en el financiamiento a largo plazo. (Véase la subsección dedicada exclusivamente al BNDES).

[3] El FGTS, creado a mediados de la década de 1960, sustituyó el programa de estabilidad laboral anterior. Está formado por el 8% de la masa salarial (sector formal, que es aproximadamente el 60% del empleo total) bruta (antes de impuestos). Se depositan en cuentas personales en la Caja Económica Federal y se pueden retirar en caso de desempleo, para comprar casas (la primera a nombre de la persona) y en caso de enfermedades terminales. Las tasas de interés anuales sobre los depósitos del FGTS están reguladas según la tasa referencial (TR) más el 3%. La TR es un índice que se calcula como el promedio de emisiones de certificados de depósito a 30 días en una muestra de 30 instituciones financieras con la mayor cantidad de emisiones. Se aplica una reducción a esta tasa promedio.

En el *Gráfico 2* se muestra la estructura de mercado del sistema bancario de Brasil (SBB) sólo de los bancos comerciales (públicos y privados) y la CEF. Además de lo que se muestra en el mencionado gráfico, el BNDES actualmente entrega más de una quinta parte del crédito total (20,97%). Se pueden observar a partir de este gráfico cuatro características importantes del SBB. Una parte considerable del sistema está compuesta por bancos *universales:* los cuatro bancos comerciales más importantes, Bradesco, Banco do Brasil (BB), Itau-Unibanco y Santander, son ban-

Gráfico 2. Estructura de mercado por activos de crédito



Fuente: Banco Central de Brasil. Excluye al BNDES, operaciones de *leasing* y transferencia del BNDES. Diciembre 2010.

cos universales en el sentido de que todos tienen banca comercial y de inversión además de importantes operaciones de seguros. En conjunto, sólo tienen poco menos del 65% de todos los activos del sistema bancario. Brasil tiene un sistema bancario dual, en el que coexisten bancos comerciales públicos y privados. Además, el BNDES sólo tiene casi el 21% de todos los activos de crédito, como se ha mencionado previamente. La naturaleza dual del sistema bancario de Brasil no es irrelevante en el resultado de la intermediación como se verá a continuación. Por último, la estructura está concentrada: los cinco bancos más grandes (incluida la CEF) tienen el 78% de todos los activos. La concentración sugiere (pero no implica) que la conducta competitiva puede ser un problema.

3. Determinantes estructurales del desempeño del mercado de crédito de Brasil

Hasta principios de la década del 2000, el SBB reflejaba un desempeño deficiente tanto en términos de cantidades como de precios. El crédito interno total no superaba el 30% del PIB. El crédito otorgado por bancos de propiedad del Gobierno representaba más de la mitad del sector financiero. En términos de precios, en el año 2000, la tasa de interés promedio sobre un préstamo bancario era el 57% nominal anual cuando la inflación era del 6%. El diferencial promedio sobre la tasa Selic era de 40 puntos porcentuales. Respecto del crédito al consumo, el diferencial promedio era de 55 puntos porcentuales. La documentación recopilada refleja una importante expansión financiera desde 2003 en adelante, si bien las tasas de interés siguen siendo altas, estas sugieren que los prestatarios enfrentan restricciones de liquidez (especialmente los consumidores).

No faltaban culpables del desempeño deficiente: *1)* tasa base alta y volátil (Selic); *2)* historia de inestabilidad macroeconómica; *3)* carácter dual de la intermediación; *4)* impuestos altos y distorsivos sobre la intermediación financiera; *5)* altos requerimientos de reserva; *6)* fricciones informativas y ausencia de una institución que se ocupe de ellas; *7)* poder de mercado.

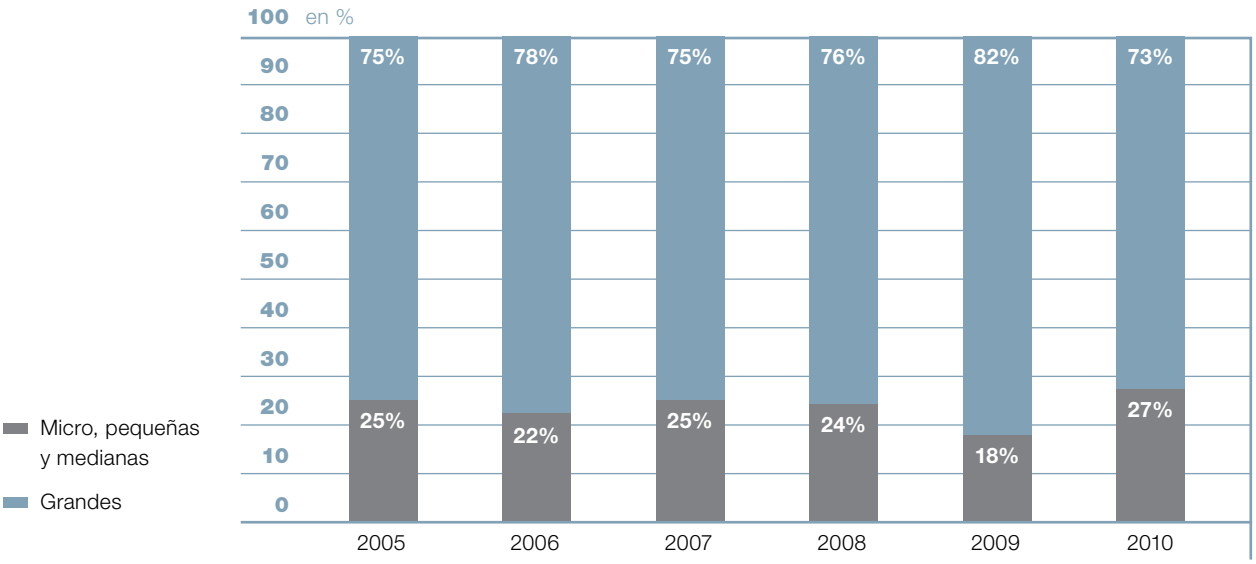
3.1 El carácter dual del SBB: el BNDES y los préstamos asignados

El Gobierno interviene directamente en la intermediación financiera a través de dos mecanismos. Por un lado, posee una importante fracción de activos bancarios a través del BNDES, BB y CEF; por otro lado, determina que una fracción de ciertos tipos de depósitos debe emplearse en la financiación de determinados sectores (préstamos asignados).

3.1.1. Producción directa en banca comercial y créditos asignados

El plan de créditos asignados tiene numerosas implicancias en términos de fijación de precios y competencia. En primer lugar, aumenta para los bancos el costo marginal de financiamiento, lo que a su vez hace que el sector de crédito no asignado sea más costoso; este fenómeno ya había sido documentado por analistas del Banco Central de Brasil (Costa y Lundberg, 2004; Costa y Nakane, 2005). En segundo lugar, el efecto sobre el costo de financiamiento para los préstamos no asignados del Banco de Brasil es considerable, dado que el 50% de su financiamiento corresponde al segmento no asignado. En tercer lugar, este esquema diferencia al BB de los bancos comerciales privados debido a su concentración

Gráfico 3. Desembolsos del BNDES por tamaño de las empresas



Fuente: BNDES.

en un segmento que suele ser evitado por los bancos privados. La diferenciación relaja la competencia y conduce así a precios más altos. En cuarto lugar, Arrigoni, De Mello y Funchal (en imprenta) ofrecen evidencia contundente en cuanto a que la presencia de bancos de propiedad gubernamental, en tanto operan con mayores costos, es un factor que reduce la competencia.

A semejanza de lo que ocurría con las instituciones de ahorro y préstamo en los Estados Unidos durante la década de 1980, las cuentas de ahorro en Brasil pagan bajas tasas de interés reguladas. Conllevan una garantía completa implícita del Gobierno. En general, a los bancos no les resulta costoso financiar cuentas de ahorro. Sin embargo, el 65% del financiamiento está asignado a las hipotecas. En términos netos, los bancos privados logran mejores resultados cuando eligen no concentrarse en las cajas de ahorro, ya que las hipotecas a largo plazo les resultan costosas, incluso con el subsidio en las cuentas de ahorro.

Costa y Nakane (2006) señalan que existe una subvención cruzada entre los préstamos basados en el mercado y los préstamos asignados. También estiman el impacto de los préstamos asignados sobre los diferenciales de los préstamos no asignados. Determinan que el 7,6% del diferencial se debe al crédito hipotecario y rural. De tal modo, el carácter dual de la intermediación financiera ejerce un impacto adverso sobre los préstamos basados en el mercado a través de dos canales.

3.1.2. BNDES

El BNDES es un banco de desarrollo de propiedad federal. Su objetivo declarado es apoyar y financiar proyectos que resultan estratégicos para el desarrollo. En la práctica, durante mucho tiempo fue la principal fuente de financiamiento de largo plazo para las empresas brasileñas. La principal fuente de financiamiento del BNDES es el Fondo de Amparo al Trabajador (FAT). Los recursos del FAT (además del rendimiento de las inversiones previas) provienen, básicamente, de los aportes al PIS-PASEP (un impuesto federal) y sirven a dos propósitos: se utilizan para costear la asistencia a corto plazo de trabajadores desempleados y para proveer al BNDES de fondos que utilizará en sus operaciones de crédito y programas de desarrollo[4]. Estos fondos se asignan al financiamiento de las operaciones de préstamos del BNDES.

[4] El Fondo de Amparo al Trabajador (FAT) es un fondo cuyos recursos provienen del impuesto PIS-PASEP. En general, el aporte al PIS-PASEP lo pagan las empresas conforme la siguiente pauta: el 0,65% de los ingresos brutos y el 1% del gasto salarial total de la empresa. El FAT es administrado por un consejo cuyos miembros son escogidos por la administración federal. Éste decide la asignación del capital del fondo; sin embargo, según la legislación (Constitución de Brasil, Art. 239, § 1), por lo menos el 40% de los ingresos anuales del FAT deben dirigirse al BNDES. En 2007, el ingreso anual del FAT fue de R$ 27.900 millones (u$s 14.700 millones), y al 31 de diciembre de 2007, el capital del FAT alcanzó los R$ 105.660 millones (u$s 55.000 millones).

Con un total de activos de u$s 312.600 millones[5] en 2010, el BNDES es uno de los bancos de desarrollo más grandes del mundo[6]. El financiamiento de grandes proyectos a largo plazo constituye la principal tarea del BNDES. Desde el año 1999 hasta 2006, aproximadamente el 36% de sus préstamos fueron clasificados como grandes proyectos, para los que normalmente se programan vencimientos mayores a siete años. Otro 30% fue clasificado como pequeños proyectos, en general financiamiento de equipos y capital de trabajo para empresas medianas. El 24% consiste en financiamiento a las exportaciones. La mayor parte de los desembolsos del BNDES se dirigen a grandes empresas. El *Gráfico 3* muestra cómo se dividen los desembolsos del BNDES entre los diferentes tamaños de las empresas: en promedio, tres cuartos se destinan a las grandes empresas.

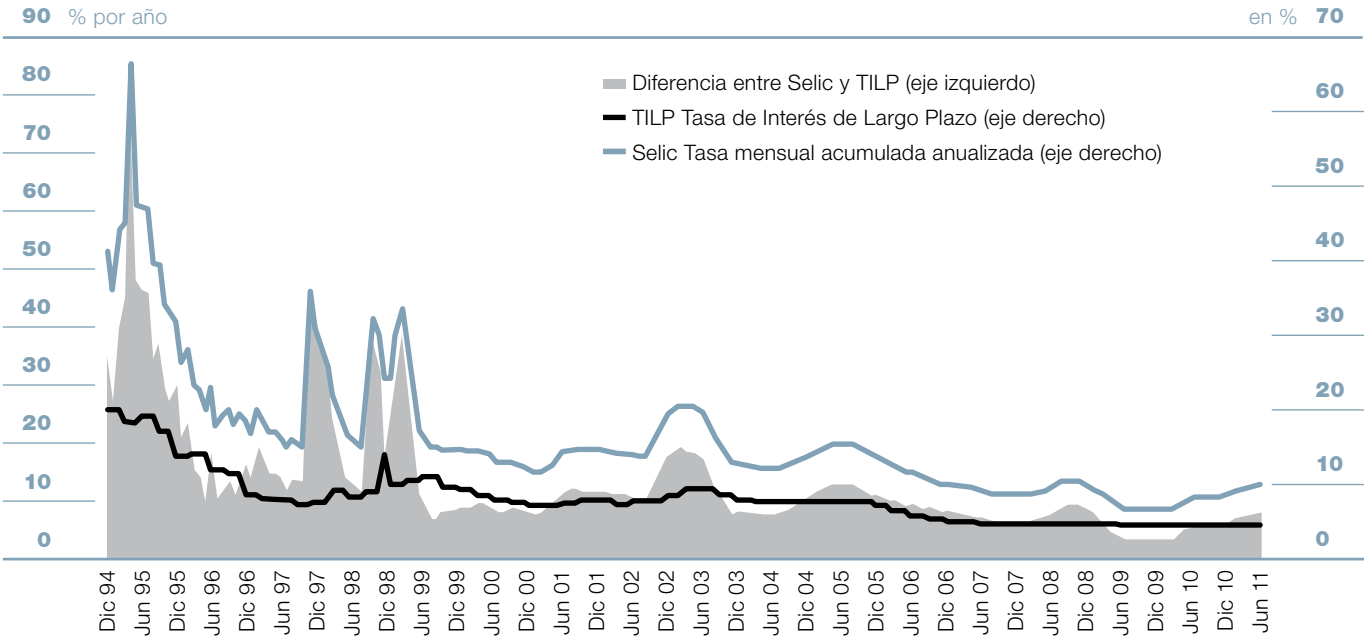
En lo que respecta a la tramitación de solicitudes, el BNDES aplica un sistema dual: directo e indirecto. La mayoría de los proyectos importantes a largo plazo y el financiamiento a grandes empresas se tramitan de manera directa. Por otro lado, la mayor parte de los proyectos chicos se tramitan en bancos comerciales y se financian con recursos del BNDES. Además de sus actividades de préstamo, el BNDES también posee participaciones en el capital de empresas a través de su subsidiaria BNDESPAR. BNDESPAR es titular de acciones de empresas que cotizan en bolsa y de participaciones accionarias minoritarias en empresas privadas. Las tasas de interés de los préstamos del BNDES no están determinadas por el sistema habitual de precios de mercado. Se utilizan diversos esquemas especiales de fijación de precios, de los cuales el más importante es la *Tasa de Interés a Largo Plazo* (TILP), una tasa a largo plazo subsidiada. El *Gráfico 4* muestra cómo evolucionó la TILP en comparación con la tasa de interés básica (Selic). La diferencia entre la Selic y la TILP da una idea del subsidio incluido en los préstamos del BNDES. Se han cuestionado los objetivos de desarrollo del BNDES debido a que, en lugar de financiar únicamente proyectos de desarrollo, recientemente le ha prestado a empresas de primera clase que tienen acceso a otras fuentes de financiamiento, pero prefieren acceder a los fondos subsidiados del BNDES. Esto implica que la mayoría de las empresas de bajo riesgo AAA permanecen fuera del sistema bancario normal. La intermediación financiera basada en el mercado refleja este hecho en términos de un diferencial elevado[7].

[5] Cifras obtenidas del Banco Central de Brasil. R$ 520.800 millones, convertidos aplicando el tipo de cambio de reales a dólares de los Estados Unidos u$s 1,6662 vigente al 31 de diciembre de 2010.

[6] Para una comparación rápida, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) conservaba u$s 87.200 millones y el Banco de Desarrollo de Corea (BDC), u$s 125.300 millones. Estas cifras están expresadas en dólares de 2010 y provienen del BDC (W 141.699.000 millones, ~~co~~nvertidos aplicando el tipo de cambio de wons coreanos a dólares de 1130,6 vigente al 30 de diciembre de 2010) y de Moody's Investors Service.

[7] En la situación actual, no nos es posible determinar la dirección de la causalidad. ¿Acaso el BNDES se ve en la necesidad de prestar a tasas preferenciales debido al deficiente desempeño del sistema bancario normal? ¿O es que el sistema bancario normal presenta diferenciales más altos de lo normal porque, entre otros motivos, el BNDES presta a tasas diferenciales a empresas de primera clase?

Gráfico 4. TILP vs Selic



Fuente: Banco Central de Brasil.

Algunos comentaristas defienden esta estrategia argumentando lo siguiente: si el BNDES ha de cumplir sus objetivos de desarrollo mediante el otorgamiento de préstamos a proyectos cuyo valor privado es negativo, pero cuyo valor social actual neto es positivo, supuestamente, estaría desperdiciando el dinero de los contribuyentes. Estos comentaristas dudan de la habilidad del banco para evaluar conceptos difusos como el beneficio social. En este caso, presionar al BNDES para que desempeñe verdaderamente su *rol* como banco de desarrollo únicamente conduciría a escasas suscripciones. Peor aún, el otorgamiento de préstamos quedaría más sujeto aún a la influencia política, ya que la rendición de cuentas se torna más borrosa cuando se financia a prestatarios opacos.

Los defensores del BNDES enfatizan el papel que cumple en la intermediación financiera a largo plazo para la industrialización en sistemas bancarios escasamente desarrollados. En efecto, la presencia estatal, mediante sus programas de ahorro forzoso como el FAT y el FGTS, se ha erigido en la principal fuente de financiación a largo plazo. Una vez más, no es posible determinar con certeza la dirección de la causalidad, porque no contamos con un experimento contrafáctico que nos permita observar cómo hubiera sido la intermediación basada en el mercado en ausencia de intervención del Estado. La experiencia internacional no nos orienta mucho, dado que existen ejemplos exitosos de financiamiento para el desarrollo tanto con impulso estatal como basados en el sector privado.

En todo caso, el mero tamaño que hoy ha alcanzado el BNDES plantea un desafío fiscal. Habiendo agotado sus fuentes naturales de financiamiento de bajo costo, los fondos de ahorro forzoso ya mencionados, en los últimos tres años el BNDES ha recurrido al financiamiento subsidiado (a la tasa TILP) del Tesoro de Brasil, que genera deuda flotante (algo muy costoso) para otorgar dicho financiamiento. Si el BNDES continúa expandiéndose como lo viene haciendo desde la crisis de 2008, seguramente se tornará en una importante amenaza para la solvencia del Gobierno.

3.1.3. El sistema bancario en la hiperinflación: depósitos y bonos, poco crédito

Hasta 1988, los bancos de Brasil no eran universales, al menos en lo formal. De acuerdo con las reformas financieras implantadas por el gobierno militar en 1964 y 1965, los bancos eran instituciones financieras especializadas en cinco líneas de negocio separadas. Los bancos comerciales únicamente podían otorgar crédito de corto plazo financiado mediante depósitos a la vista. Las *financeiras* (sociedades financieras) podían otorgar créditos al consumo y préstamos personales. Los bancos de inversión, supuestamente, otorgaban crédito privado de largo plazo (siempre faltante) a la inversión. Los bancos de Desarrollo eran bancos de propiedad estatal que otorgaban crédito subsidiado a largo plazo a las empresas; a nivel federal, el BNDES era el principal, y había muchos otros a nivel estatal o regional. Las instituciones de ahorro y préstamo otorgaban hipotecas, supervisadas y garantizadas por el desaparecido Banco Nacional de Habitación (BNH)[8].

[8] Carneiro, Werneck y García (1993).

Pese a los objetivos de la ley, el sistema bancario que efectivamente se desarrolló fue, de hecho, mucho menos segmentado. Como consecuencia de ello, en 1988, el Banco Central de Brasil (BCB) introdujo el Plan Contable de las Instituciones del Sistema Financiero (COSIF) para todas las instituciones financieras, y el Consejo Monetario Nacional (CMN) creado por el Banco de Operaciones Generales (banca universal). Desde entonces, fue legalmente posible contar con conglomerados financieros que operaran bajo una sociedad de cartera capaz de ofrecer casi todos

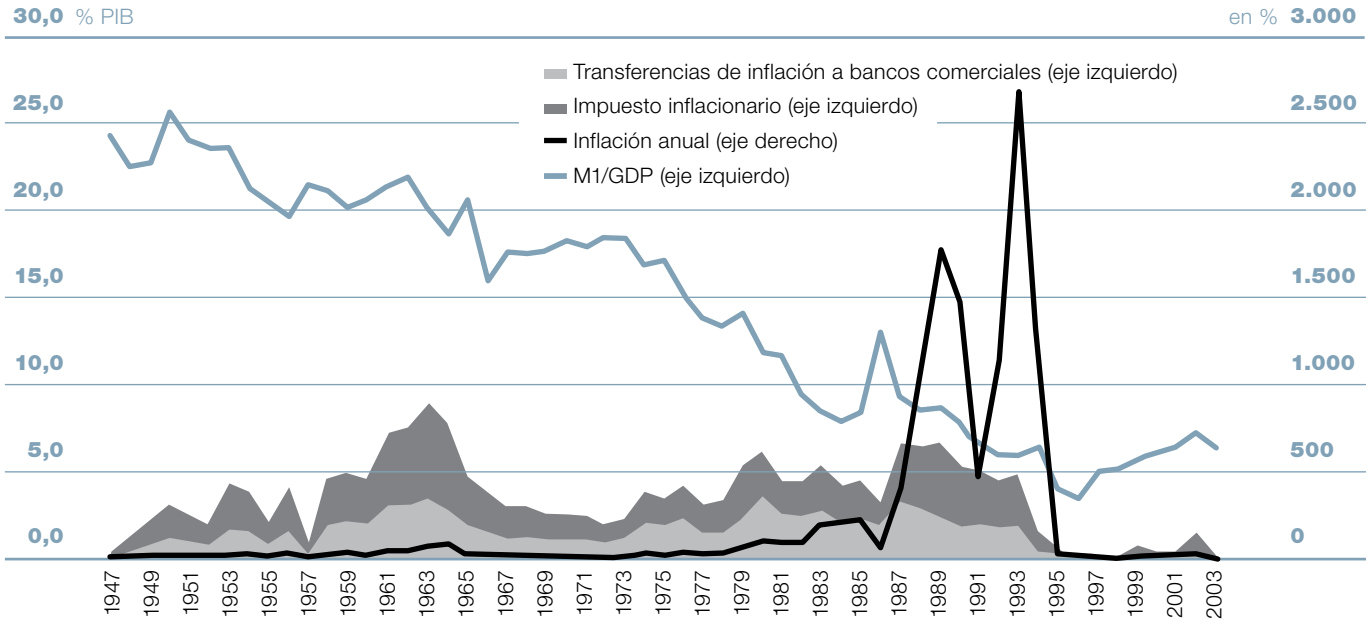
los servicios financieros. El Banco de Operaciones Generales se definía como una institución financiera que podía operar entre dos y cuatro de las cinco antiguas instituciones financieras segmentadas. La otra reforma importante fue la eliminación del antiguo sistema constitutivo. Hasta entonces, para crear un banco, debía comprarse la carta orgánica de otro banco existente. A partir de 1988, el CMN y el BCB quedaron habilitados para dar libremente cartas orgánicas a nuevos bancos.

Brasil fue uno de los últimos países en vencer la inflación, en 1994. La hiperinflación en Brasil fue un proceso sumamente prolongado, por lo cual durante muchos años, los bancos debieron aprender a hacer intermediación financiera en un entorno hiperinflacionario. Lo hicieron, esencialmente, ofreciendo a las empresas y a las personas un sustituto cercano al dinero, una sustitución de la moneda nacional[9]. Los bancos ofrecían el sustituto de moneda mediante una fuerte inversión en valores públicos (a corto plazo o indexados) y pagaban intereses en cuentas de depósito especiales con privilegios en cuanto a libramiento de cheques similares a las cuentas corrientes regulares sin interés. Muchas veces esto se realizaba mediante sistemas computarizados (que no estaban a disposición general en la década de 1980) que transferían fondos automáticamente de cuentas de depósito que devengaban interés a una cuenta corriente regular cuando se autorizaba el pago de un cheque.

[9] Carneiro y García (1993).

A medida que la hiperinflación evolucionaba, la rentabilidad de los bancos brasileños se iba tornando más y más dependiente de la denominada inflación flotante de los bancos, en otras palabras, del diferencial entre la tasa de interés nominal que pagan los valores públicos y la tasa de interés promedio que se paga sobre los depósitos. Durante el proceso hiperinflacionario, la flotación de un depósito a la vista sin interés es enorme. Por tanto, los bancos sobreinvirtieron en sucursales para lograr captar más depósitos, como también en tecnología de la información para gestionar mejor sus reservas bancarias de modo que casi no quedaran reservas en exceso en el BCB. Silva (2009) muestra que, durante la hiperinflación, los bancos invierten mucho más para capturar depósitos que para otorgar crédito. En los años de la hiperinflación, una típica sucursal bancaria exhibía sobrados oficia-

Gráfico 5. Brasil: Transferencias por inflación a los bancos comerciales e impuesto inflacionario (porcentaje del PIB)



Fuente: Cysne (2004).

les encargados de ofrecer todo tipo de diferentes opciones de inversión y cuentas de depósito, mientras que no había a la vista ningún oficial de crédito. En el *Gráfico 5* se muestra la elevada transferencia efectuada a los bancos a través de la flotación bancaria, como también la manera en que esta fuente de ingresos casi desaparece después del Plan Real.

Entre 1987 y 1994, año en que la inflación finalmente fue estabilizada con el Plan Real, se duplicó el número de bancos con cartera comercial, con el correspondiente aumento en la cantidad de sucursales. Esto fue el resultado de la alta rentabilidad de la flotación bancaria. En los últimos años de la hiperinflación, 1990-93[10], la flotación proveyó al sector bancario el 4% del PIB en ingresos[11], un tercio del total. Esta fuente de ingresos casi desapareció una vez estabilizada la inflación con el Plan Real. En cuatro años a partir del Plan Real, fueron cerradas más de 1.000 sucursales bancarias. Los bancos se fusionaron, se transformaron en otras instituciones financieras o fueron cerrados por el Banco Central.

[10] Entre 1989 y 1993, la inflación anual superó el 1.000% en cada año, excepto en 1991.

[11] Souza y Silva (2009), pág. 12.

3.1.4. El Plan Real, la crisis bancaria y el rescate

Empezaremos por ofrecer una breve descripción del plan que finalmente superó la hiperinflación. El Plan Real fue el último de una secuencia de planes que intentaron estabilizar la inflación en Brasil. Introdujo una nueva moneda, el real (BRL), apuntó a reducir el déficit fiscal, a modernizar la economía y a mitigar las distorsiones originadas a partir de previos congelamientos de precios.

El primer y más importante componente del Plan Real, lograr el equilibrio fiscal, fue negociado en el Congreso, a diferencia de todos los planes anteriores fallidos. El Programa de Acción Inmediata fue diseñado para centrarse en los desequilibrios fiscales que surgirían cuando cayeran los ingresos por señoreaje. Un importante ajuste llegó a comienzos de 1994 con el Fondo Social de Emergencia, una manera de suspender parte (20%) de los ingresos asignados a estados y municipalidades. A pesar de los ambiciosos objetivos de la reforma, el Gobierno terminó por apuntar a aquello que en ese momento podía generar ingresos fiscales, y aumentó los impuestos sobre los intermediarios financieros. En cuanto a la política monetaria, se interrumpió la impresión de dinero y la pauta estuvo dada por tasas de interés extremadamente altas. Se estableció un techo inicial para el tipo de cambio de un real por dólar estadounidense, pero la confianza en el plan, junto con las altísimas tasas de interés, apreciaron la nueva moneda a niveles por encima de la paridad nominal.

La política de ingresos que formaba parte del Plan Real difería de todos los planes anteriores fallidos, que habían recurrido al congelamiento de precios. Se creó una nueva unidad de cuenta, la Unidad Real de Valor (URV), meses antes de poner en vigor la nueva moneda, estableciendo así una moneda paralela al cruzeiro real. La idea era que ésta fuera temporal, mientras que el cruzeiro real era afectado por la hiperinflación la URV no lo sería. Los precios se expresaban tanto en URV como en cruzeiros reales pero los pagos debían efectuarse exclusivamente en cruzeiros reales. La URV actuó como moneda sombra, cuya paridad respecto del cruzeiro real estaba definida, ya que era 1 a 1 respecto del dólar de los Estados Unidos. Por tanto, se realizó una conversión diaria de la tasa URV/cruzeiro novo (la antigua moneda), de modo que cuando se implementó la nueva moneda para reemplazar a la URV, todos los agentes económicos estaban habituados a determinar sus precios en la nueva moneda.

El Plan Real fue un *shock* para el sistema bancario y, por lo menos al comienzo, una bendición mixta. Puso fin a una fuente sustancial de ingresos para los bancos (la flotación bancaria) mientras que permitía una gran cantidad de nuevas oportunidades. Sin embargo, antes de que los bancos pudieran obtener beneficios de ellas, ocurrió una crisis bancaria.

La estabilidad del sistema bancario fue un daño colateral significativo de la estabilización monetaria. En expresión del famoso inversionista Warren Buffet: *cuando la marea está baja, se ve quién estuvo nadando desnudo.* La marea alta del sistema bancario de Brasil fue la flotación bancaria, cuyos ingresos ocultaban agujeros en los balances de los bancos. Generalmente la fragilidad fue consecuencia directa del fraude y la corrupción, como en el caso del Banco Nacional.

El efecto disciplinante de la estabilización repercutió con mayor dureza, si bien no exclusivamente, en los bancos públicos estaduales. En diciembre de 1994, el BANESPA, de propiedad del Estado de Sao Paulo, comenzó el proceso de liquidación judicial conforme lo dispuesto por la autoridad bancaria federal (el Banco Central). El BANERJ, cuyo propietario era el Estado de Río de Janeiro, y muchos otros también iniciaron el proceso de liquidación judicial y más tarde fueron privatizados[12]. Algunos bancos privados no corrieron mejor suerte, incluidos dos de los bancos privados más grandes, el Banco Nacional y el Banco Económico[13].

Los programas de rescate de los bancos privados y estaduales costaron 8,7% del PIB, y la mayoría de los costos surgieron de bancos de nivel estadual (seis veces más grandes que los bancos privados). Además, un fantasma que había estado acechando el mercado hipotecario durante años por fin fue reconocido durante el gobierno del Presidente Cardoso. Costó otro 8,7% del PIB. Con todo, la limpieza del sistema financiero brasileño significó 17,4% del PIB durante este Gobierno[14].

Dada la inestabilidad del sistema bancario, y los grandes costos en que incurría el Gobierno para salvarlo, no es de sorprender que la intermediación financiera no despegara antes del año 2000. En el *Gráfico 1* se exhibe una imagen más amplia. Después de la estabilización hubo un breve momento de euforia, muy probablemente impulsado por un giro en la demanda como resultado de la importante transferencia de recursos a los estamentos de menores ingresos. Después de ello, la intermediación financiera tropezó continuamente hasta el año 2000.

3.1.5. Turbulencia macroeconómica: Asia, Rusia y el fantasma de Lula[15]

Otra razón por la cual a la intermediación financiera le llevó tanto tiempo despegar radica en la secuencia de crisis que golpearon a Brasil. Empezando con los *shocks* causados por la crisis mexicana (1994) a principios de 1995, luego las crisis asiática de 1997, en 1998 la crisis de Rusia y LTCM, en 1999 la crisis y devaluación de Brasil, en 2001 el *default* de la Argentina y su contagio y en 2002 la campaña de Lula.

Hacia mayo de 2002, los encargados de formular políticas económicas ya sabían que se estaba gestando una crisis de confianza. En el mercado de bonos interno, el Tesoro exigía una prima importante para la venta de bonos con vencimiento posterior a la investidura del siguiente presidente (1 de enero de 2003). Con el tiempo, todas las renovaciones se efectuaban con bonos que vencían hasta fines de 2002, o bien con acuerdos de recompra (REPO)[16].

[12] Para citar los dos ejemplos más importantes: el gobierno federal subastó el Banespa al Santander en el año 2000. El Banerj fue adquirido por el Itaú.

[13] El Banco Nacional fue adquirido por Unibanco, lo que lo convirtió en el tercer banco privado más grande del país. Unibanco adquirió los bancos *buenos*, purgados de los activos irrecuperables, que permanecieron en manos del Gobierno federal.

[14] Lundberg (2011).

[15] Esta subsección se extrae en gran medida de García (2007).

[16] Los acuerdos de recompra son instrumentos empleados por el Banco Central de Brasil para colocar deuda pública por períodos más cortos. El típico uso de los Repo es la de gestión de liquidez. Durante las crisis, sin embargo, ante la falta de disposición del mercado para renegociar títulos que vencen, los Repo se utilizan para renegociar efectivamente la deuda y así acortar significativamente el vencimiento promedio de la deuda pública.

La crisis se definió como política; es decir, los inversionistas le tenían temor al candidato Lula[17], quien se suponía no tenía las mejores relaciones con el mercado. Con esto en mente, los encargados de formular políticas económicas decidieron que la medicina también debía ser política, ya que las alzas en las tasas de interés o medidas de política fiscal servirían de poco dado que lo que atemorizaba a los inversionistas eran aquellos cambios futuros importantes en el régimen que el nuevo Gobierno podría adoptar. No obstante, se aumentaron tanto el superávit primario como la tasa de interés básica, si bien no lo suficiente para contrarrestar el aumento en el riesgo país.

Armínio Fraga, Director del Banco Central en ese momento, procedió a conversar con todos los candidatos presidenciales, para que acordaran mantener políticas económicas razonables y se evitara la crisis. Simultáneamente, el equipo económico también habló con los inversionistas extranjeros y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Finalmente, se llegó a un acuerdo entre el FMI y los candidatos: estos mantendrían políticas razonables a cambio de importantes desembolsos del FMI. El programa del FMI se diseñó de manera de ofrecer incentivos positivos a los candidatos. A pesar de que el monto total del préstamo fue u$s 30.000 millones, solamente u$s 6.000 millones se desembolsarían en 2002. Los u$s 24.000 millones restantes serían recibidos por el próximo Presidente, siempre que se cumplimentaran las condiciones del programa.

Cuando la crisis alcanzó su pico en octubre, la autoridad monetaria aumentó 300 puntos básicos la tasa Selic. Sin embargo, esta medida no logró, en absoluto, evitar la fuga de capitales. La idea fue limitar los efectos secundarios del tipo de cambio sobre la generación de inflación interna. Más tarde, durante los primeros dos meses, el nuevo Gobernador del BCB, Henrique Meirelles, aumentaría la tasa Selic al 26,5%.

Cuando Lula ganó las elecciones, estuvo claro que mantendría los tres principios básicos de la política macroeconómica brasileña: un importante superávit fiscal primario, un sistema de metas de inflación y un tipo de cambio flotante, y que no declararía el *default* sobre la deuda. Los mercados recuperaron la confianza y se evitó la crisis sin pérdidas catastróficas (y con grandes ganancias para quienes habían comprado activos brasileños en medio de la crisis). Si bien el crecimiento del PIB fue bajo, Brasil creció más del 4% en el lapso de dos años (2001-02).

Ante esta situación en el año 2002, costaba imaginar entonces cómo los acontecimientos económicos se desenvolverían durante los años siguientes. Las políticas económicas razonables que sostuvo el gobierno de Lula, junto con un escenario internacional sumamente favorable, que casi triplicó los términos de intercambio de Brasil hasta 2011, mantuvieron las crisis internacionales a raya en la medida de lo posible. Incluso en el año 2008, los efectos sobre su economía eran pequeños. Todo esto permitió el *boom* financiero.

4. El *boom* financiero

En el *Gráfico 1* se muestra el aumento evidente registrado en la intermediación financiera en Brasil durante la década de 2000. ¿Cómo se explica esa expansión? ¿Estuvo acompañado por un incremento en la toma de riesgos por parte de los bancos? ¿O fue producto de mejoras institucionales? Comprender los principales factores detrás de la profundización del sector financiero de Brasil ofrece información reveladora no sólo sobre ese país, sino también sobre otros países que atraviesan *booms* financieros similares.

[17] El Partido de los Trabajadores (PT) hasta el momento había adoptado recomendaciones de políticas económicas hostiles con el mercado. Por ejemplo, unos años atrás, Lula había participado en un *referéndum* para saber si el pueblo quería pagar la deuda externa o no. Curiosamente, por primera vez en la historia, el Gobierno de Brasil es ahora un acreedor neto en los mercados financieros internacionales.

Los mecanismos específicos detrás del boom de la década de 2000 son los siguientes: *1)* los bancos se habían visto privados de la flotación inflacionaria* del período previo a la estabilización, por lo que tuvieron que buscar nuevas fuentes de ingresos; *2)* a través del canal de préstamos bancarios, las bajas en las tasas de interés básicas redujeron los costos de financiamiento para los bancos, es decir, hubo una reducción de los costos marginales (*Gráfico 4*)[18]; *3)* las mejoras institucionales que reducen los costos fijos y los costos hundidos de las operaciones bancarias, además de los costos marginales; *4)* las posibles mejoras en la competencia en el mercado de crédito, dado que los bancos sacaron sus negocios de intermediación de los bonos públicos para ponerlos en el crédito de consumo y bancario; *5)* el cambio institucional que llevó a una mejora significativa en los mercados de capital basados en el funcionamiento del mercado. Por supuesto, a través de los canales de demanda de la política monetaria, la reducción de las tasas de interés básicas impulsa la inversión y el consumo más allá del canal de oferta del mercado de crédito. Sin embargo, como mostraremos a continuación, tenemos menos razones para creer que ello tuvo un impacto de primer orden.

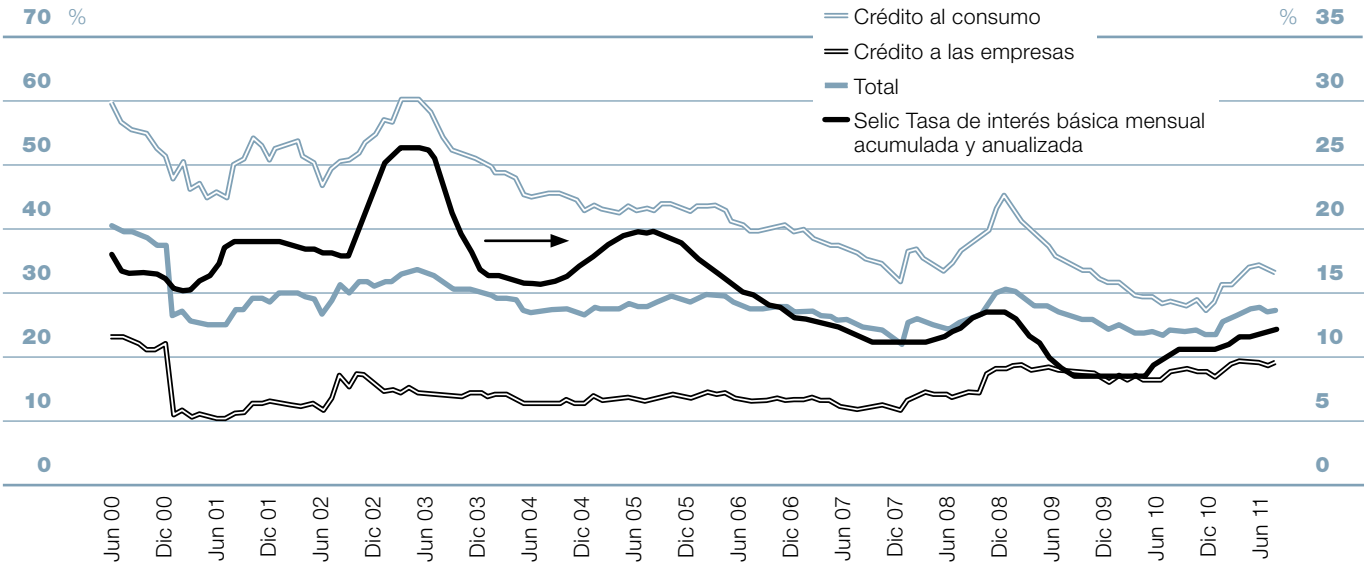
**N. del T.:* la ganancia por inflación que proviene del tiempo que hay entre el depósito de un cheque y su respectivo pago.

[18] La alta tasa de interés de equilibrio en los préstamos para consumo sugiere la existencia de serias limitaciones de liquidez en los consumidores. En este caso, se podría pensar que la demanda de crédito sería muy poco elástica, con lo que se cerraría el canal de préstamos bancarios. Sin embargo, en Coelho, De Mello y García (2010) se documenta la importancia del canal de préstamo bancario en Brasil.

Distintas explicaciones de oferta tienen distintas implicancias para la estabilidad del sector bancario. ¿El cambio en la oferta expande el margen extensivo o el intensivo? ¿Las expansiones del margen extensivo implican la inclusión de peores prestatarios marginales? ¿Producen las expansiones en el margen intensivo un nivel desmedido de apalancamiento? La inclusión financiera producto de mejoras institucionales tiende a tener un impacto limitado sobre la estabilidad. Las mejoras producto de la relajación de la política monetaria, como hemos visto, tienden a incrementar la fragilidad.

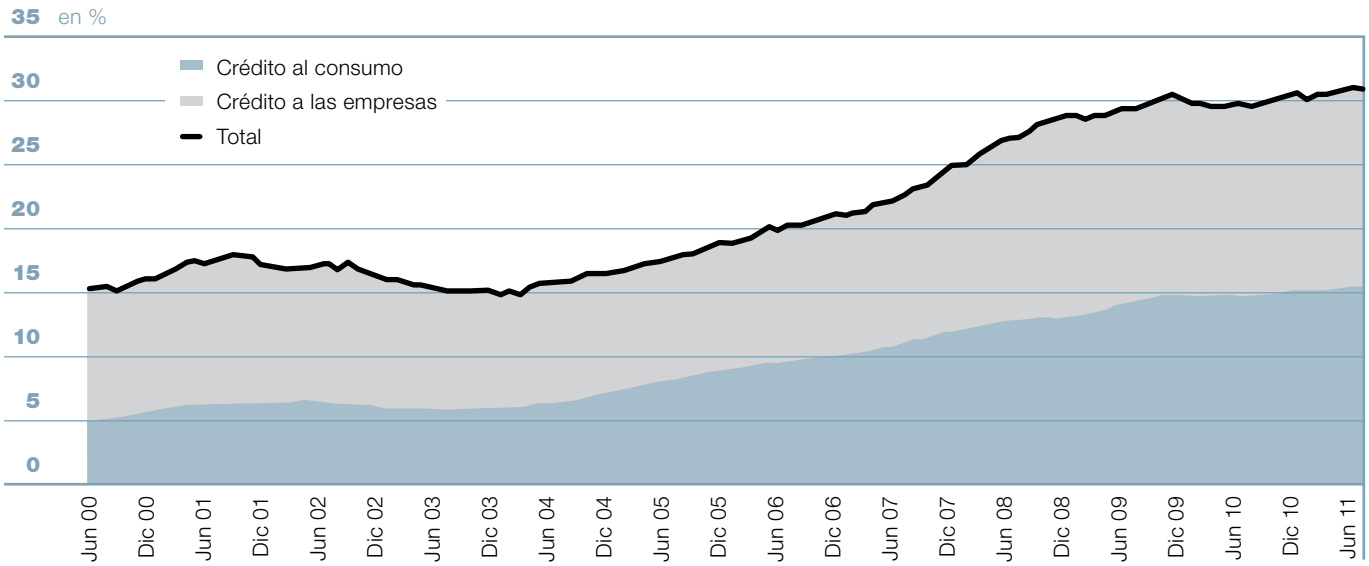
La mayoría de los mecanismos anteriores estuvo más relacionada con la oferta que con la demanda. La dinámica de las tasas de interés sugiere un cambio en la oferta. En el *Gráfico 6* se muestra la evolución de los diferenciales bancarios y de las tasas básicas. En primer lugar, los diferenciales, si bien están en niveles muy altos, bajaron de manera casi sostenida luego de 2003 (con excepción del período de fines de 2008, el punto máximo de la turbulencia financiera mundial). El costo de los fondos (medido según la tasa de interés básica fijada por el Banco Central) también bajó de manera sostenida luego de 2003. Así, el principal costo marginal bajó, los márgenes cayeron y las cantidades aumentaron, un patrón más coherente con la oferta que con la demanda.

Gráfico 6. *Spreads* bancario y tasa básica (valores anuales)



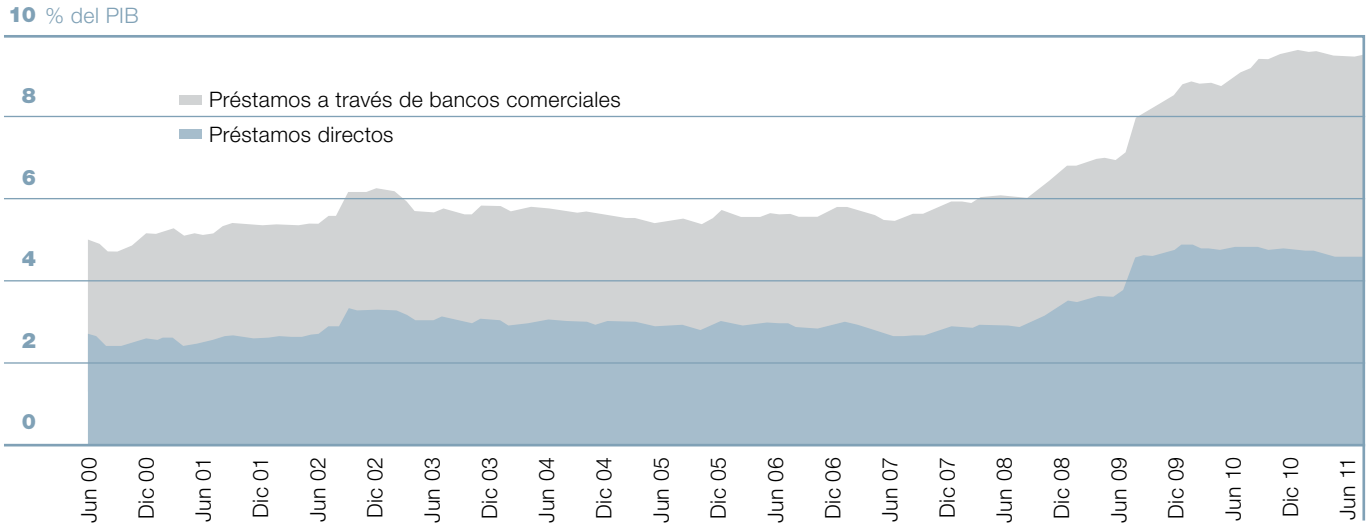
Fuente: Banco Central de Brasil.

Gráfico 7. Préstamos de acuerdo con el mercado (porcentaje del PIB)



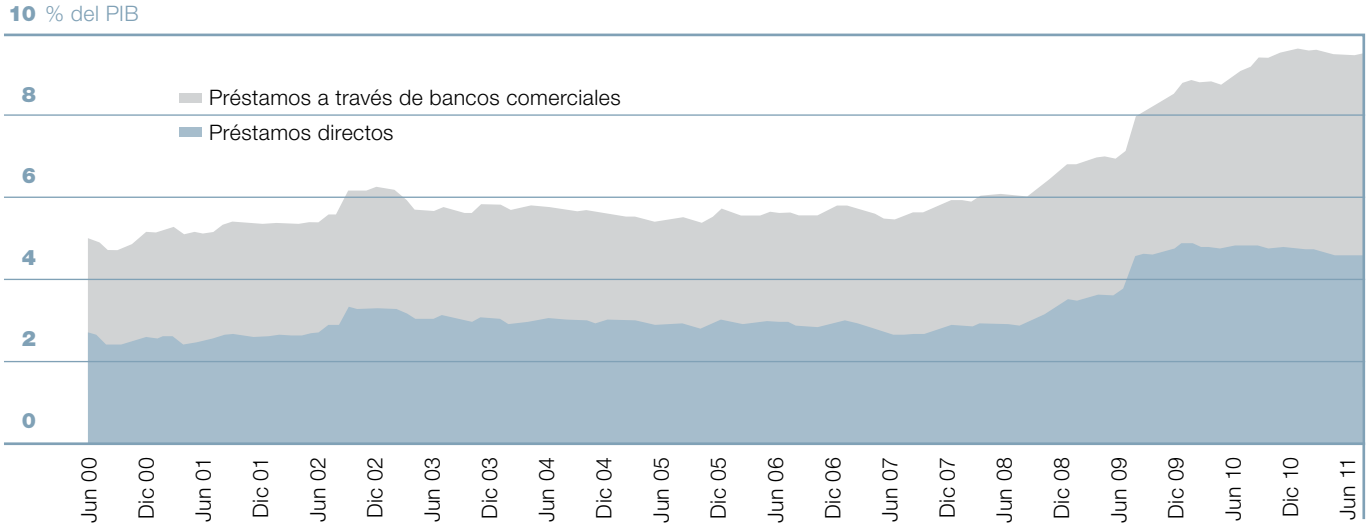
Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 8. Operaciones asignadas



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 9. Crédito del BNDES



Fuente: Banco Central de Brasil

Los préstamos asignados son una evidencia adicional del carácter de oferta del *boom* de la década de 2000. En el *Gráfico 7* se evidencia un marcado aumento en el préstamo basado en el mercado. Los *Gráficos 8* y *9* muestran que los préstamos asignados y los del BNDES se mantuvieron relativamente invariables durante el período, aumentando únicamente en 2008, a modo de respuesta de política a la crisis de crédito de ese año *(Sección 5).* Es probable que los movimientos en la demanda afecten todos los tipos de crédito.

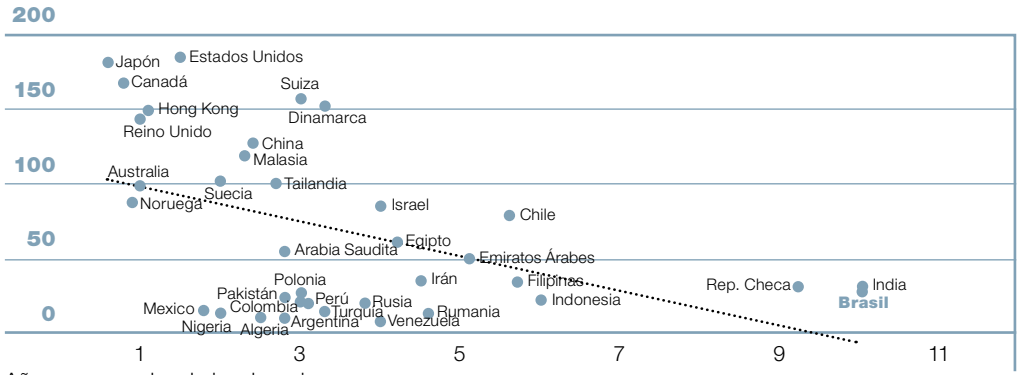
Antes de pasar a las mejoras institucionales específicas, analizaremos el *boom* financiero de Brasil desde una perspectiva internacional.

4.1. Brasil y el resto del mundo

En el *Cuadro 1* se muestra la posición relativa de 32 países para los que se contó con datos tanto de 2003 como de 2008 en la base de datos del Banco Mundial. En 2003, en Brasil, el crédito interno por parte del sector bancario equivalía al 29% del PIB. En 2008, correspondía a 54% del PIB, una mejora significativa, como ya se mostró en los *Gráficos 1* y *7*[19]. En 2003, el tamaño del sector bancario brasileño estaba muy por debajo de la mediana de los 32 países de nuestra muestra. En 2008, Brasil estaba precisamente en la mediana. Lógicamente, Brasil mejoró su posición relativa y pasó del puesto 20 al puesto 17 en el ránking. Si bien mejoró, el SBB era de tamaño mediano tanto en 2003 como en 2008. Sin embargo, el *Cuadro 1* no ofrece información acerca del tamaño del SBB, dado el desarrollo institucional.

[19] No se sabe con certeza por qué los datos del Banco Mundial difieren de los presentados por el Banco Central de Brasil. De cualquier modo, muestran tendencias similares.

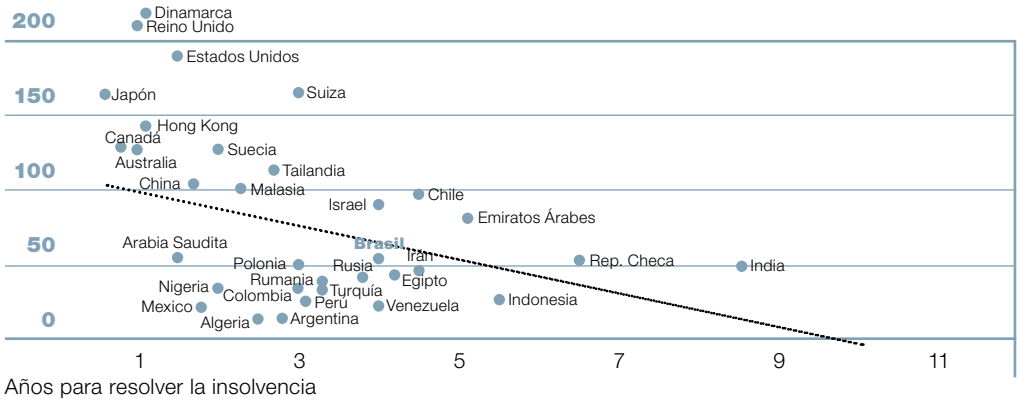
Gráfico 10. Crédito interno del sector bancario, año 2003 (porcentaje del PIB)



Años para resolver la insolvencia

Fuente: Banco Mundial.

Gráfico 11. Crédito interno del sector bancario, año 2008 (porcentaje del PIB)



Años para resolver la insolvencia

Fuente: Banco Mundial.

Los *Gráficos 10* y *11* son ilustrativos sobre el tamaño del sector bancario brasileño, dadas sus instituciones. El eje horizontal muestra un indicador del desarrollo institucional: la cantidad de años para resolver situaciones de insolvencia, un indicador de la calidad de las leyes y los tribunales de quiebra. Lo interpretamos como una variable *proxy* para el nivel de desarrollo institucional de los mercados de crédito.

Al interpretar estas correlaciones simples basadas en la variación entre países hay que ser cuidadoso. Con esa advertencia en mente, cuanto más rápido el acreedor logra apropiarse de los activos en quiebra, mayor es el tamaño del sector bancario, de acuerdo con lo esperado. En 2003, Brasil, junto con la República Checa, era un valor atípico negativo: se necesitaban 10 años para resolver situaciones de insolvencia.

Cuadro 1. Crédito interno otorgado por el sector bancario (porcentaje del PIB)

País	Año 2003	Ránking
Estados Unidos	184	1
Japón	181	2
Canadá	167	3
Suiza	157	4
Dinamarca	152	5
Hong Kong (China)	149	6
Reino Unido	143	7
China	127	8
Malasia	119	9
Suecia	101	10
Tailandia	100	11
Australia	99	12
Israel	85	13
Chile	78	14
Egipto	61	15
Arabia Saudita	55	16
Emiratos Árabes Unidos	51	17
Irán	36	18
República Checa	32	19
Brasil	29	20
Polonia	28	21
Indonesia	23	22
Colombia	22	23
Rusia	21	24
Perú	21	25
México	16	26
Turquía	15	27
Nigeria	14	28
Rumania	14	29
Argelia	11	30
Argentina	11	31
Venezuela	9	32
Media	72	
Mediana	53	
Desviación estándar	59	

País	Año 2008	Ránking
Dinamarca	218	1
Reino Unido	210	2
Estados Unidos	190	3
Suiza	165	4
Japón	164	5
Hong Kong (China)	143	6
Canadá	129	7
Suecia	127	8
Australia	127	9
Tailandia	113	10
China	104	11
Malasia	101	12
Chile	97	13
Israel	90	14
Emiratos Árabes Unidos	81	15
Arabia Saudita	55	16
Brasil	54	17
República Checa	53	18
Polonia	50	19
Irán	46	20
Egipto	43	21
Rusia	41	22
Rumania	38	23
Colombia	34	24
Nigeria	34	25
Turquía	33	26
Indonesia	27	27
Perú	25	28
Venezuela	22	29
México	21	30
Argentina	14	31
Argelia	13	32
Media	83	
Mediana	54	
Desviación estándar	60	

Por consiguiente, el sector bancario era pequeño. En 2008, a causa de la nueva ley de quiebra, las cosas mejoraron significativamente y Brasil se movió al medio del grupo. En ambos casos, Brasil parece estar aproximadamente en el lugar esperable, en términos de la predicción lineal simple. El mismo patrón surge al utilizar una medida representativa para el desarrollo institucional del mercado de crédito: la cobertura de oficinas de crédito privadas (% de adultos).

En resumen, dadas las características institucionales, Brasil no tenía una penetración financiera ni desmedida ni insuficiente, tanto en 2003 como en 2008. Sin embargo, hay algo evidente: las instituciones mejoraron, y eso sin duda explica una parte importante de la expansión del crédito desde 2003.

4.2. Mejoras institucionales a nivel micro

Varias mejoras institucionales a nivel micro representaron un importante cambio en la oferta en la década de 2000. En una muestra clara de una nueva preocupación por los impedimentos a nivel micro para la profundización financiera, el Banco Central de Brasil comenzó en 1999 a estudiar sistemáticamente los determinantes de los diferenciales muy altos, de las operaciones de crédito. Ofrecemos una lista no exhaustiva que incluye únicamente las dos mejoras más importantes: los préstamos de nómina y la nueva ley de quiebra[20].

4.2.1. Préstamos de nómina[21]

Los préstamos de nómina a jubilados del sector público y funcionarios públicos existen en Brasil desde fines de la década de 1990. Los jubilados y empleados del sector privado estaban excluidos[22]. En diciembre de 2003, el Congreso aprobó un proyecto de ley que estipulaba las regulaciones para suscribir préstamos de nómina a jubilados y empleados del sector privado (Ley 10.820, 2003).

La ley regula los procedimientos a través de los cuales los bancos comerciales suscriben préstamos de nómina a empleados del sector privado y a quienes reciben beneficios de seguro social del Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), el sistema de pensión de reparto administrado federalmente. Entre otras disposiciones, la ley indica que el principal y el interés totalicen no más del 30% del ingreso del prestatario. Los beneficiarios del INSS constituyen el mayor mercado para los préstamos de nómina (aproximadamente 50% en 2008).

En el *Gráfico 12* se ilustra el notable impacto de los préstamos de nómina. Los préstamos suscriptos en el contexto de esta categoría registraron un aumento marcado, tanto en términos absolutos como relativos.

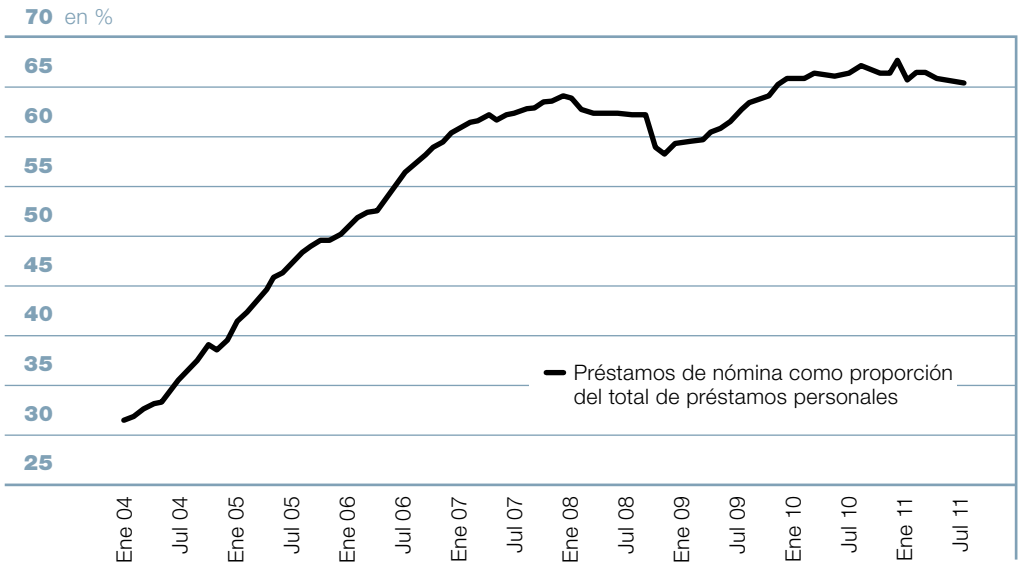
Un factor crucial para el éxito de los préstamos de nómina fue la seguridad jurídica acerca de la aplicación eficaz por parte de los tribunales. En Costa y De Mello (2006) se muestra el impacto de una decisión jurídica temprana adversa que prohibía el uso del ingreso futuro como garantía. Las decisiones de los tribunales superiores establecieron posteriormente la jurisprudencia segura sobre el tema, lo que permitió la expansión de los préstamos de nómina. Si excluimos el riesgo jurídico, los préstamos a jubilados del INSS implican riesgo soberano y riesgo de muerte (de no haber herencia), este último puede ser altamente diversificado. El valor del uso seguro de garantías puede verse en los *Gráficos 13* y *14*. En el *Gráfico 13* se muestran las tasas de morosidad en préstamos de nómina y en los préstamos automotores, con fines com-

[20] Otro desarrollo importante fue la introducción de la *Enajenación Fiduciaria* para activos que no fueran valores financieros. La *Enajenación Fiduciaria* permite transferir la propiedad de una garantía a los prestamistas hasta que se finalice el pago del préstamo. Todavía no hay datos empíricos robustos, pero las mejoras marcadas que se registraron en la determinación de precios de automóviles sugieren que la *Enajenación Fiduciaria* tuvo un impacto significativo.

[21] Esta subsección se basa en gran medida en Costa y De Mello (2008) y Arrigoni *et al.* (en imprenta).

[22] La estabilidad del flujo de ingresos futuros es crucial para que la deducción de la nómina sea confiable como garantía. Sin embargo, la ley tuvo un impacto limitado durante los primeros años de la década de 1990, a causa de la inestabilidad macroeconómica, que dificultaba el avance de la intermediación financiera en general.

Gráfico 12. Préstamos de nómina como proporción del total de préstamos personales



Fuente: Banco Central de Brasil.

parativos. El gráfico es elocuente: reducción en la tasa de morosidad de préstamos de nómina, tanto en términos absolutos como relativos. La contraparte en términos de precios, lógicamente, muestra una reducción marcada *(Gráfico 14).*

4.2.2. La nueva ley de quiebra

En febrero de 2005, el Congreso aprobó la Nueva Ley de Quiebra *(Nova Lei de Falências)*[23]. En el caso de los mercados de crédito, el cambio más importante que generó la nueva legislación se refiere al orden de prioridad sobre la deuda. De acuerdo con la ley anterior, el gobierno federal y los gobiernos estaduales y municipales tenían prioridad sobre cualquier deudor. Esta se aplicaba tanto a los impuestos como a las deudas de seguridad social. Luego del gobierno llegaban los pasivos laborales, y sólo entonces los acreedores comunes.

[23] Ley 11.101 y Ley Complementaria 117, ambas del 17 de febrero de 2005.

La nueva ley cambia ese orden. Ahora, los pasivos laborales tienen precedencia sobre todos los demás. Luego vienen las deudas fiscales y los deudores con garantías reales, con el mismo estatus. Una garantía real implica un activo físico, no una garantía de terceros.

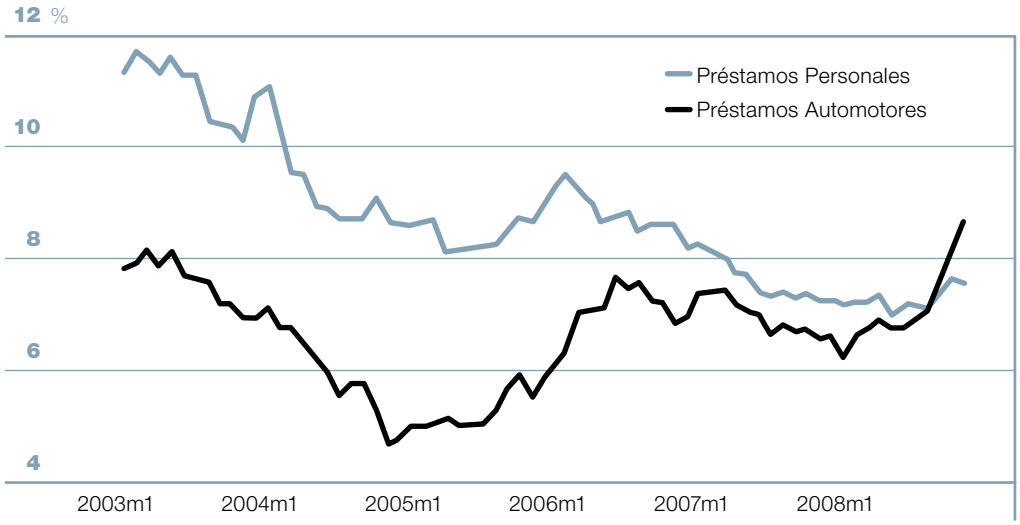
Aunque no hay muchas mediciones precisas de los efectos de la nueva ley de quiebra, se cree en general que la ley impulsó la oferta de crédito y, por lo tanto, es uno de los factores microeconómicos detrás del *boom* reciente de los mercados de crédito[24].

[24] Véase Araújo y Lundberg (2004), donde se presenta una reseña minuciosa de la nueva ley de quiebra. En Rodriguez, Takeda y Araújo (2004) se ofrecen ciertos datos empíricos indirectos sobre los impactos de la nueva ley de quiebra, estudiando el impacto de las garantías reales tanto sobre las cantidades de crédito como sobre las tasas de interés.

4.2.3. Enajenación Fiduciaria para préstamos automotores

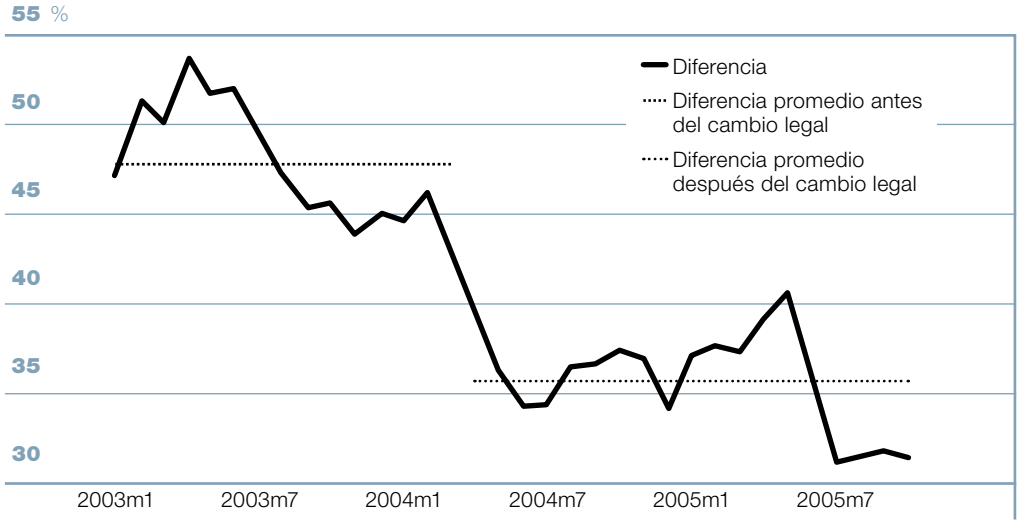
La Medida Provisoria 2.160 - 25 de agosto de 2011 regula la Enajenación Fiduciaria. Cuando un activo está bajo Enajenación Fiduciaria, su propiedad se transfiere al acreedor hasta que el préstamo se paga totalmente (aunque el control del activo es del prestatario). Es similar al *leasing.* Aunque la Medida Provisoria es de 2001, la seguridad jurídica fue fundamental para su eficacia. En 2004, se volvió evidente que los jueces podían autorizar la venta del activo una vez que el prestatario entraba en mora. Con el sistema anterior, la venta estaba prohibida hasta que el prestatario agotara todos los recursos judiciales. En el caso de los préstamos automotores, cuyos activos subyacentes tienen una tasa de depreciación alta, el sistema

Gráfico 13. Tasas de morosidad de préstamos automotores versus personales
(proporción de préstamos con un retraso en el pago de más de 30 días)



Fuente: Arrigoni *et al* (2011) con datos del Banco Central de Brasil

Gráfico 14. Diferencia en las tasas de interés anuales de préstamos automotores y personales



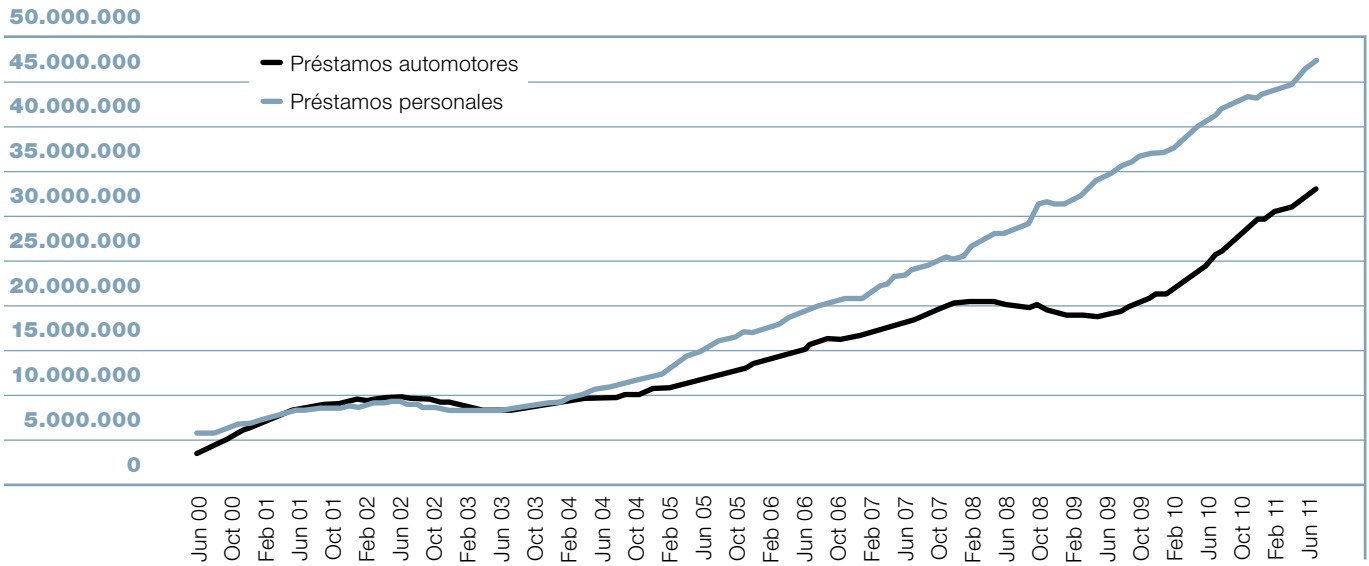
Fuente: Arrigoni *et al* (2011) using data del Banco Central de Brasil

Cuadro 2. Comparación de los segmentos de cotización en la bolsa BM&FBovespa

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO
Porcentaje mínimo de acciones en circulación (flotación libre)	Flotación libre del 25% hasta el séptimo año de listado o condiciones mínimas de liquidez	Por lo menos el 25% de flotación libre
Características de las acciones emitidas	Sólo pueden comercializarse y emitirse acciones ordinarias, pero se permite la existencia de acciones preferenciales	Se permite la existencia de acciones ordinarias
Directorio de Gerencia	Mínimo de tres miembros (de acuerdo con la legislación)	Mínimo de cinco miembros, de los que por lo menos el 20% deben ser independientes
Estados financieros anuales respecto de estándares internacionales	Opcional	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en EE.UU. o Normas Internacionales de Información Financiera
Concesión de *tag along*	El 100% para las acciones ordinarias	El 100% para las acciones ordinarias
Adopción de mercado		
Cámara de arbitraje	Obligatorio	Obligatorio

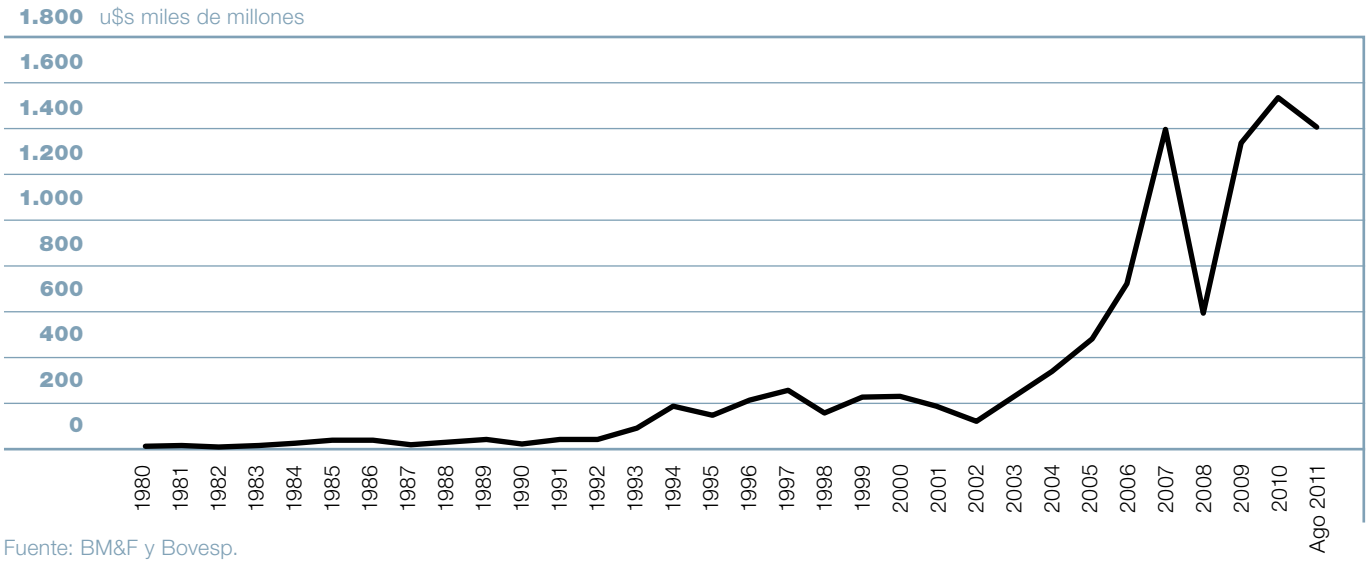
Fuente: García (2011).

Gráfico 15. Préstamos automotores versus personales (en miles de reales de julio de 1994)



Fuente: Banco Central de Brasil. Series deflated using the ICV from DIEESE.

Gráfico 16. Capitalización del mercado



Fuente: BM&F y Bovesp.

	Nivel 2	Nivel 1	Tradicional
	Por lo menos el 25% de flotación libre	Por lo menos el 25% de flotación libre	No existe una norma
	Se permite la existencia de acciones ordinarias y acciones preferenciales (con derechos adicionales)	Se permite la existencia de acciones ordinarias y de acciones preferenciales	Se permite la existencia de acciones ordinarias y de acciones preferenciales
	Mínimo de cinco miembros, de los que por lo menos el 20% deben ser independientes Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en EE.UU. o Normas Internacionales de Información Financiera	Mínimo de tres miembros (de acuerdo con la legislación) Opcional	Mínimo de tres miembros (de acuerdo con la legislación) Opcional
	El 100% para las acciones ordinarias; el 80% para las acciones preferenciales Obligatorio	El 80% para las acciones preferenciales (de acuerdo con la legislación) Opcional	El 80% para las acciones preferenciales (de acuerdo con la legislación) Opcional

hacía que la garantía no tuviera valor. En el *Gráfico 17* se muestra un aumento en la cantidad de préstamos automotores, a partir de principios de 2004. Si bien el aumento fue menos pronunciado que en el caso de los préstamos personales (que creció casi 10 veces entre 2000 y 2011), la cantidad de préstamos automotores aumentó más de seis veces a lo largo de la década de 2000. El aumento en los préstamos automotores es mucho más pronunciado que el aumento en el crédito interno privado en general *(Gráfico 7).*

4.2.4. Avances institucionales en mercados de capitales: el NOVO MERCADO

El financiamiento a largo plazo basado en el mercado mejoró en el último decenio. Durante décadas, los mercados de capitales privados fueron irrelevantes en la práctica como mecanismos de financiamiento a largo plazo. La intermediación financiera, en especial a largo plazo, correspondía principalmente al sector público, a través del BNDES o la inversión directa del gobierno. A pesar de la creación de un organismo regulatorio independiente —la CVM (Comisión de Valores Mobiliarios) — en 1976, y de la modernización de la legislación en relación con los derechos y obligaciones de intermediarios y emisores, los mercados de capitales mantuvieron una actividad limitada durante las décadas de 1980 y 1990. Quizás a causa de que a pesar de esas mejoras institucionales la protección de accionistas minoritarios siguió siendo débil[25]. Además, el contexto de inflación alta y la existencia de programas de ahorro obligatorio no eran especialmente positivos para incentivar el ahorro privado a largo plazo no obligatorio.

Luego de 1994, la estabilización y las mejoras institucionales adecuadas generaron grandes mejoras en los mercados de capitales privados. Entre ellas, se destaca la creación del BOVESPA NOVO MERCADO en 2000, un segmento de cotización con reglas coherentes con las normas internacionales de gobierno corporativo[26]. Actualmente existen cuatro segmentos de cotización: Novo Mercado, Nivel 2, Nivel 1 y Tradicional, en orden decreciente de cumplimiento con prácticas recomendadas para la gestión corporativa. En el *Cuadro 2,* tomado de García (2011), se resumen las diferencias de requisitos.

Tras el período inicial de inestabilidad macroeconómica a principios de la década de 2000, NOVO MERCADO se consolidó, a partir de 2003. En los *Gráficos 16* a *18* se muestran las consecuencias de la estabilización y las mejoras institucionales. En el *Gráfico 16* se muestra la evolución de la capitalización total del mercado de acciones. La capitalización total del mercado aumentó más de siete veces entre 2003 y 2011 inclusive *(Gráfico 19).*

En el *Gráfico 17* se muestran dos hechos: el aumento en la capitalización de mercado se vio acompañado (y es posible que haya sido causado) por una septuplicación de las ofertas públicas de venta, la mayoría de nuevas empresas cotizadas en NOVO MERCADO, que tiene reglas de cotización más estrictas. Los volúmenes negociados aumentaron notablemente. Por último, en el *Gráfico 18* se muestra la participación por tipo de inversionista. El aumento relativo en la participación por parte de inversionistas y personas extranjeras sugiere que las mejoras institucionales, en efecto, explican gran parte de la profundización de los mercados de capitales basados en el mercado durante la década de 2000.

[25] En García (2011) se indica: *"En muchas empresas, la mayoría de las acciones no tenían derecho a voto, lo que permitía que una minoría controlara la gestión y a menudo generaba ineficiencias. Diversos casos de expropiación (*tunneling, *o venta de activos corporativos a precios muy bajos) de la* mayoría minoritaria *por parte de la* minoría controladora *no se controlaron de manera adecuada".* De hecho, en Dyck y Zingales (2003) estiman que en la década de 1990, los beneficios privados del control en Brasil eran los más altos del mundo.

[26] Las demás mejoras incluyen las mayores penalizaciones en casos de incumplimiento y la creación de los Términos de Emprendimiento, según los cuales la parte investigada o acusada, sin admitir culpabilidad, acepta dejar de practicar las actividades que la CVM considera ilícitas. Véase García (2011).

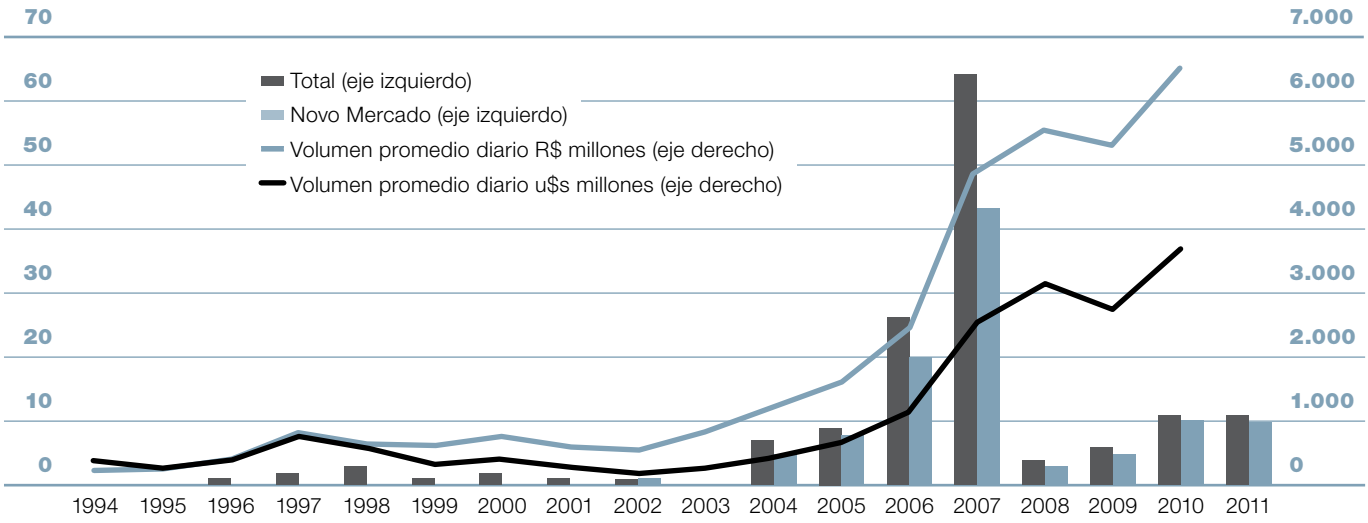
En resumen, el financiamiento a largo plazo basado en el mercado, ofrecido a través de los mercados de acciones, mejoró notablemente en la última década, de acuerdo con el proceso general de profundización financiera. Eso sugiere que la intermediación dirigida por el Estado, a través del BNDES, podría ser reemplazada por soluciones privadas a mediano plazo.

4.3. ¿Qué queda? El mercado hipotecario

El patito feo del sistema financiero de Brasil es el mercado hipotecario. Brasil es un país con un desempeño inferior en este mercado respecto de otros. No resulta sorpresivo que la cantidad de días que pasan antes del desalojo, un indicador del desarrollo institucional de los mercados hipotecarios, esté entre las más altas del mundo.

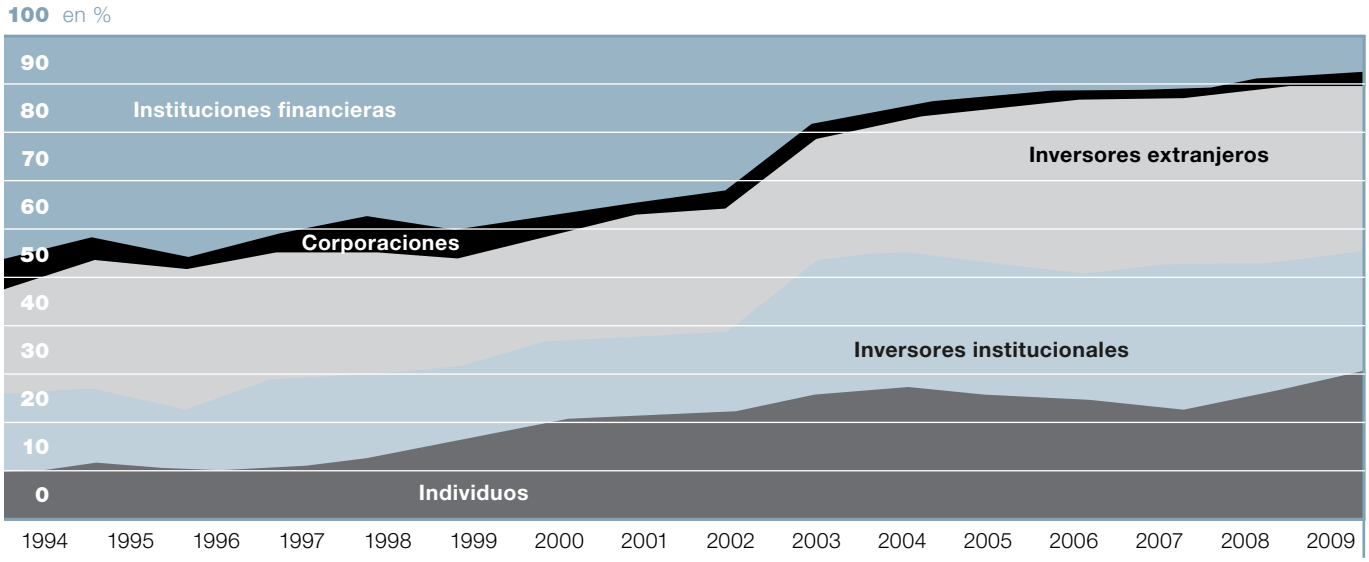
La excepción del mercado hipotecario en el *boom* financiero sólo confirma la regla: la principal restricción para una mayor profundización financiera es el desarrollo institucional. Las mejoras en la recuperación de activos inmobiliarios ofrecerían un nuevo margen importante para mayores mejoras.

Gráfico 17. Ofertas públicas de venta y volumen promedio de operaciones diarias en la bolsa de valores Bovespa



Fuente: BM/FBovespa y Garcia (2011).

Gráfico 18. Participación en el volumen de operaciones en la bolsa de valores Bovespa



Fuente: Garcia (2011).

4.4. Resumen

El período 2003-2010 mostró un aumento marcado en términos de penetración financiera. Es probable que el sistema bancario de Brasil estuviera listo para un importante avance en 2000, pero la inestabilidad macroeconómica previa a la elección de Lula fue un obstáculo. Además, la segunda ola de reformas microeconómicas, incluidas aquellas de los mercados de crédito, no comenzaron sino en 1999-2000 y cobraron ímpetu durante el primer mandato de Lula. Sostenemos que el *boom* financiero fue principalmente producto de *shocks* de oferta positivos, que tiene consecuencias para la estabilidad del sistema bancario.

5. Estabilidad durante el *boom* y durante la crisis

Los riesgos constituyen un motivo de preocupación. El sector bancario brasileño todavía no ha ingresado en el negocio de la intermediación hipotecaria, actividad complicada y peligrosa, tal como nos lo ha enseñado la crisis de 2008. Con esta advertencia en mente, mostramos que, hasta acá, la evidencia sugiere que el *boom* bancario brasileño no ha estado acompañado de una excesiva toma de riesgos por parte de los bancos.

5.1. Cierto grado de toma de riesgos en términos de activos y pasivos

El *Gráfico 14,* sobre las tasas por mora de los préstamos de nómina y automotores, es llamativamente informativo. Normalmente, suele ser una preocupación la excesiva toma de riesgos como consecuencia de la expansión de los créditos. En el caso brasileño, hasta el momento, parecería suceder lo contrario: el crédito se ha expandido porque el otorgamiento de préstamos se tornó menos riesgoso. En términos más agregados, en el *Gráfico 20* se expone la evolución de la mora (más de 90 días de retraso) de los sectores bancarios privado y público.

Transcurrido un período de elevada y volátil tasa de mora, las tasas comenzaron a disminuir a fines de 2003 y se fueron reduciendo de manera sostenida hasta fines de 2008, cuando el colapso crediticio producto de la crisis financiera global golpeó a la economía brasileña.

En términos de pasivos, los bancos brasileños mantienen un elevado nivel de capital (clase 1). Los coeficientes se mantuvieron altos durante todo el período que abarcó el *boom.* El *Cuadro 3* presenta una fotografía de los países del G-20 en 2009. Brasil revela un muy alto ratio de Basilea (capital en relación a los activos ponderados según el riesgo). Además, una parte muy importante del capital es de clase 1. En julio de 2011, el ratio de Basilea de Brasil se mantuvo en un alto 16,4%[27].

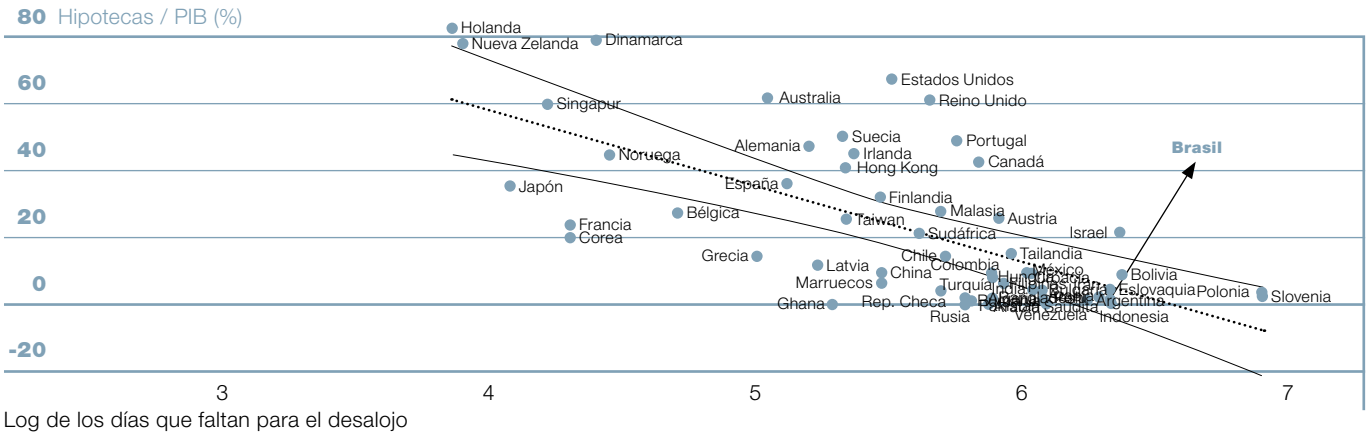
[27] Tombini (2011).

5.2. ¿Por qué los bancos brasileños son tan prudentes? Algunas conjeturas

5.2.1. Estructura de propiedad

Un típico banco brasileño es una empresa que cotiza en bolsa con un gran accionista controlante que goza de importantes derechos de efectivo en la empresa. En el *Cuadro 4* se desglosa la propiedad del Itau-Unibanco y del Bradesco, los dos bancos comerciales privados más grandes.

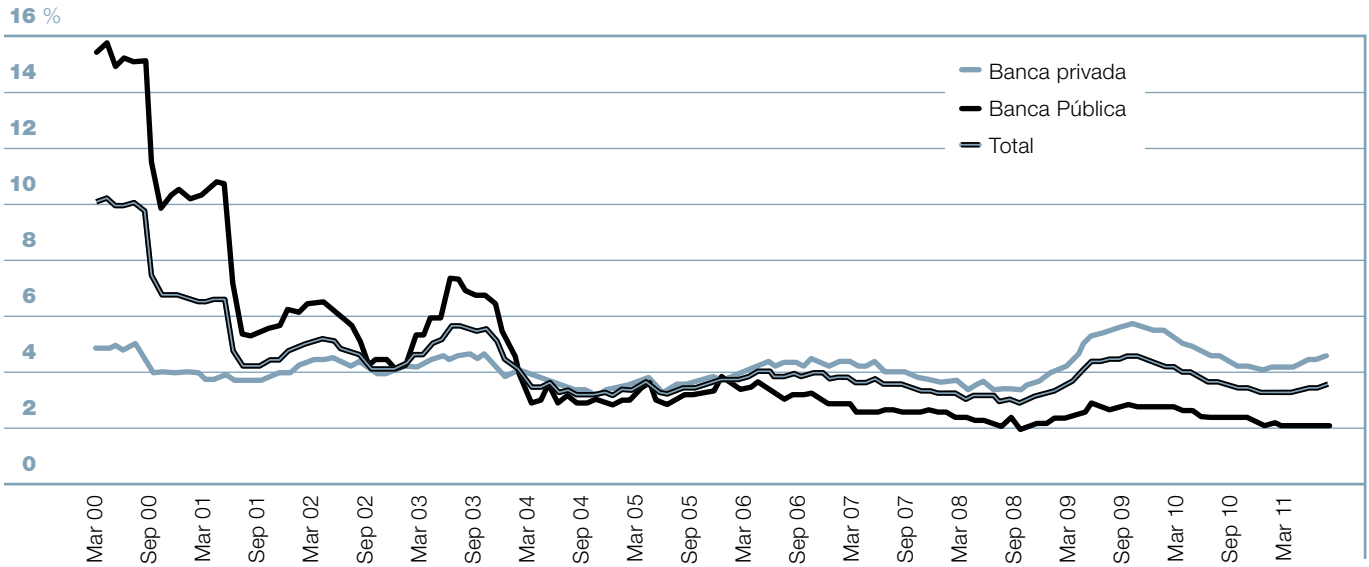
Gráfico 19. Hipotecas en función de los días que faltan para el desalojo



Log de los días que faltan para el desalojo

Fuente: Banco Mundial.

Gráfico 20. Deudas con mora mayor a 90 días como porcentaje de los activos



Cuadro 3. Comparación entre los ratios de Basilea de varios países

Países del G-20	Fecha de los últimos datos disponibles	Capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo	Capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo (clase 1)
Australia	4 T 2009	11,3	8,4
Brasil	4 T 2009	18,8	14,9
Canadá	4 T 2008	12,2	9,8
Francia	A 2008		8,3
Alemania	4 T 2009	14,8	10,8
India	A 2008	13,0	9,1
Indonesia	A 2008	17,5	15,4
Italia	A 2007	10,1	7,1
Corea del Sur	3 T 2009	14,2	10,8
México	4 T 2008	15,2	13,5
Rusia	4 SA* 2009.1	18,5	13,1
Sudáfrica	A 2008	13,0	10,2
Turquía	4 T 2009	20,6	18,6
Reino Unido	4 SA* 2009.1	13,3	10,2

*SA (seasonally adjusted): Desestacionalizado.

Fuente: FMI.

Tanto en el caso del Bradesco como del Itau-Unibanco, el accionista controlante ostenta un claro control político: los accionistas controlantes del Bradesco son Cidade de Deus y Fundaçao Bradesco, que en conjunto poseen más del 65% de las acciones con derecho a voto; en el caso del Itau-Unibanco, Itaúsa e Iupar son titulares de casi el 90% de las acciones con derecho a voto. En ambos casos, los accionistas controlantes poseen una importante participación en los derechos de efectivo (33% y 45%, respectivamente).

Podría decirse que esta estructura favorece un comportamiento cauto. En contraste con la propiedad dispersa, un sólo accionista grande puede internalizar las ganancias que resultan del seguimiento. Si no existe monitoreo alguno, la alineación de los intereses de la gerencia y los accionistas suele basarse en el pago por desempeño, lo que podría llevar a asumir riesgos en exceso, como ocurrió en los Estados Unidos durante las décadas de 1990 y 2000.

Los bancos públicos (en el sentido de bancos de propiedad gubernamental) también mantienen una estructura de propiedad concentrada. En su caso, resulta difícil calibrar la toma de riesgos. Habitualmente, el comportamiento proclive a asumir riesgos en el sector público no está bien compensado, por lo que cabría esperar mayor número de suscripciones en los bancos públicos. Sin embargo, éstos tienen un mandato explícito de prestar a tasas preferenciales a algún sector *(Sección 3.1.1.)*. Las tasas de *default* en estas líneas tienden a ser bastante altas. Arrigoni *et al.* (en imprenta) documentan una diferencia importante en las tasas de *default* entre el BB-CEF y los bancos privados. Históricamente, la renegociación de hipotecas del Sistema Financiero de Habitación ha causado un daño importante en los balances de los bancos públicos. Por último, como hemos visto, los dudosos procedimientos que rigen las suscripciones en los bancos estaduales también han causado inestabilidad en el período posterior a la estabilización.

Después de las fallas generales de los bancos estaduales a fines de la década de 1990, el gobierno federal ahora posee la gran mayoría de activos bancarios públicos. A todos los efectos prácticos, los depositantes y los inversionistas consideran

Cuadro 4. Estructura de accionistas: Itau-Unibanco y Bradesco

Accionista	% Acciones ordinarias	% Acciones preferenciales	% Total
PANEL A: Banco Bradesco S.A.			
Fundaçao Bradesco	17,06%	0,99%	9,02%
Cidade de Deus Cia Cial Participaçoes	48,66%	0,08%	24,35%
Capital Research and Management Company	0,00%	5,08%	2,54%
Ncf Participaçoes S.A.	8,21%	1,47%	4,84%
Otros	26,07%	92,38%	59,25%
Total	100,00%	100,00%	100,00%
PANEL B: Itaú Unibanco Holding S.A.			
Itausa- Investimentos Itaú S.A.	38,66%	0,00%	25,54%
Iupar- Itaú Unibanco Participacoes S.A.	51,00%	0,00%	25,54%
Blackrock.inc	0,00%	6,98%	3,49%
Otros	10,34%	91,42%	50,81%
Tesoro	0,00%	1,59%	0,79%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: CVM. Estructura al 08/11/2011. Las acciones ordinarias tienen derecho a voto. Las acciones preferenciales, las cuales tienen prioridad sobre las acciones ordinarias en el pago de dividendos, no tienen derecho a voto.

en general que el riesgo soberano es escasamente mayor en los bancos de propiedad federal. En este contexto, la propiedad federal de los activos bancarios puede constituir una fuerza que favorece la estabilidad. Tal vez el contribuyente tenga que pagar el costo de muchas decisiones subyacentes equivocadas. Pero en términos de estabilidad, el carácter dual del SBB conduce a ella.

5.2.2. Aparato regulatorio

El Banco Central de Brasil es el único supervisor de todos los bancos comerciales, bancos de inversión y empresas titulares de bancos, hecho en absoluto irrelevante para la estabilidad bancaria.

En primer lugar, a diferencia de los Estados Unidos y de Europa, no existe un arbitraje regulatorio que surja de una reglamentación unificada nacionalmente: los estados compiten para atraer las sedes de los bancos nacionales mediante un relajamiento de la regulación. El seguro de depósito no es una opción.

El hecho de que la autoridad monetaria sea responsable de la supervisión también es favorable a la estabilidad. Por ejemplo, el Banco Central es principalmente responsable del análisis de las fusiones horizontales. Actúa muy permisivamente ante fusiones potencialmente perjudiciales para la competencia ya que su mandato es la estabilidad.

Las agencias calificadoras de riesgo de Brasil no son en absoluto tan importantes para los mercados financiero y de capital brasileños como lo son en Estados Unidos. Las centrales de riesgo privadas también desempeñan una función menor. Es por esto que el Banco Central ha invertido sustancialmente en la construcción de su propio sistema de inteligencia crediticia: el Sistema de Información de Crédito del Banco Central (SCR). Esta iniciativa fue adoptada en 1997 con el nombre de Central de Riesgo Crediticio. El SCR es el registro más grande con datos sobre el comportamiento deudor en el sistema financiero, los cuales se comparten entre las instituciones que participan. Esto contribuye a que se verifiquen menos *defaults* y a que se logre una mejor gestión del riesgo crediticio.

El SCR cuenta con información mensual sobre las operaciones realizadas por las instituciones financieras. La base de datos del SCR almacena las operaciones de los clientes cuyo pasivo total alcanza o supera los R$ 5.000 (u$s 3.200), tanto vencido como en mora, al igual que los montos en concepto de garantías y prendas otorgados por las instituciones financieras a sus clientes. Mediante esta información, los organismos encargados de la supervisión bancaria pueden identificar con mayor precisión aquellas instituciones financieras con problemas crediticios que exigen monitoreo especial, logrando así su principal objetivo. El SCR difiere de una central de riesgo común en un aspecto sumamente importante para la estabilidad bancaria. Las centrales de riesgo contienen información sobre los prestatarios, en tanto que el SCR también contiene información fácilmente disponible respecto del prestamista, lo cual resulta bastante importante al momento de efectuar pruebas de estrés y monitorear el riesgo sistémico.

En suma, en relación con los Estados Unidos, Brasil cuenta con un sistema bancario bastante concentrado, con bancos grandes y nacionales. Si bien en Brasil podría ser más importante un efecto del tipo *too big to fail*, los bancos más grandes tienen propietarios claros (a veces, el propio gobierno). La supervisión también está con-

centrada. El Banco Central desempeña una función importante como principal agente de información. La central de riesgo más importante del país es pública. Así, contrariamente al caso de las agencias de crédito, cabe pensar que el conflicto de intereses no es una cuestión central[28]. El mercado regulatorio es mucho menos *laissez-faire*, lo cual quizás sea bueno para la estabilidad sistémica.

Finalmente, podría argumentarse que la estabilidad del SBB en la década de 2000 es accidental. Un pesimista podría argumentar que la crisis financiera en general, y en América Latina en particular, es, en el mejor de los casos, cíclica. Brasil tuvo la *buena suerte* de haber sufrido una crisis bancaria en la segunda mitad de la década de 1990. Después de la estabilización, los aspectos más débiles del SBB quedaron expuestos luego de haber nadado desnudos durante muchos años. La mayoría de los activos bancarios en malas condiciones fueron retirados del balance del SBB. En resumen, Brasil tuvo la oportunidad de comenzar de nuevo en la década de 2000.

[28] La ausencia de centrales de riesgo en el sentido habitual de la palabra tiene su costo, por supuesto. Después de la debacle de Lehman, cuando el real brasileño se depreció de manera significativa, muchas empresas fueron a la quiebra debido a las posiciones propias de derivados cambiarios (véase la *sección 6*). Muchas de estas empresas cotizaban en bolsa, o al menos habían emitidos bonos. Las agencias de crédito podrían haber prevenido esta *sorpresa.* Y sin embargo, el ejemplo de Estados Unidos sugiere lo contrario.

6. La crisis financiera internacional y sus secuelas[29]

[29] Esta sección se basa, en gran medida, en García (2011).

Luego de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la crisis internacional se propagó a Brasil y a muchos otros mercados emergentes que, hasta ese entonces, no habían sentido realmente sus efectos nocivos.

Brasil apenas había sentido efecto alguno de la crisis de las hipotecas *subprime* hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El índice bursátil IBOVESPA subió un 20% en términos de moneda nacional (el 44% en términos de dólares) entre junio de 2007 y junio de 2008. En el mismo período, los mercados de capital registraron emisiones de R$ 165.000 millones, o el 5,6% del PIB, lo cual estableció un récord e hizo del mercado una importante fuente de financiamiento para las empresas. El crédito total en la economía aumentó del 32% al 36% del PIB. El PIB se aceleró hasta alcanzar en el tercer trimestre de 2008 una tasa de crecimiento del 6,8% acumulada en doce meses, mientras que la demanda interna se expandió un 9,5%. A medida que la demanda se iba acelerando, el saldo de la cuenta corriente se deterioraba al caer de un superávit del 1,1% del PIB en junio de 2007 a un déficit de 1,4% en junio de 2008. En un contexto de excesiva demanda interna y aumento en los precios de los productos básicos internacionales (considerando la apreciación del tipo de cambio), la inflación subió considerablemente del 3,7% al 6,1%, al igual que el deterioro de las expectativas inflacionarias para los doce meses siguientes, que varió del 3,5% en junio de 2007 al 5,3% en junio de 2008, lo cual excedía la meta de inflación (4,5%)[30].

[30] Mesquita y Toros (2010).

Frente a este escenario de recalentamiento de la economía y aumento de la inflación, el Banco Central elevó la tasa de interés base, la Selic. Los requerimientos de reserva también se impusieron a las empresas de *leasing*, que estaban aprovechando un vacío en las regulaciones para ganar mercados. Asimismo, se limitaron las posiciones en moneda extranjera de las instituciones financieras, lo que demostró ser muy útil en la crisis que se desencadenó[31].

[31] Mesquita y Toros (2010).

La quiebra de Lehman condujo a una interrupción abrupta en el flujo de capital hacia Brasil y otros países. Los precios de los productos básicos cayeron, y el real se depreció considerablemente (el 62% entre agosto y diciembre de 2008). Con esta depreciación, varias empresas brasileñas, incluidas grandes exportadoras, sufrieron enormes pérdidas financieras. Estas empresas habían cerrado comple-

jos contratos de derivados que generaban ganancias si el tipo de cambio no se depreciaba, a costa de imponer grandes pérdidas en caso de que la depreciación sí ocurriera. Los contratos funcionaban como opciones de venta con apalancamiento en dólares vendidas por las empresas a los bancos. El esfuerzo conjunto de varias de estas empresas para restringir sus pérdidas comprando moneda extranjera acentuó la depreciación del real. Con esta importante depreciación, las pérdidas alcanzaron los u$s 37.000 millones a fin de septiembre de 2008, lo cual determinó la senda que transitó el Banco Central en reacción a la crisis. Para tomar sus decisiones, el BCB empleó información en tiempo real provista por el sistema de pagos de Brasil, por las cámaras de compensación de la BM&FBovespa, y por las posiciones de instituciones financieras y no financieras según informaba la CETIP[32]. En términos comparativos, el Banco Central de Brasil contaba con mucha más información sobre la salud financiera de bancos y empresas involucrados en derivados de moneda que la FED, tal como demuestra el caso de la empresa de seguros AIG.

[32] Mesquita y Toros (2010).

No hubo fuga de capitales como en crisis anteriores, sino más bien una reasignación de depósitos que migraron de instituciones más pequeñas, consideradas más débiles, a instituciones más grandes (o bancos públicos, que se juzgaban menos riesgosos). Frente a ello, el BCB buscó aliviar la falta de liquidez que afectaba a las instituciones más pequeñas. Durante las crisis de liquidez, como sucedió en los últimos meses de 2008, el BCB logró inyectar liquidez en el sistema mediante la liberación de montos sustanciales de requerimientos de reservas de los bancos.

El Banco Central mantenía alrededor de R$ 250.000 millones en requerimientos de reservas antes de que estallara la crisis en septiembre de 2008. Los directores del BCB en ese momento[33] manifestaron haber liberado unos R$ 116.000 millones, o el 4% del PIB, para mitigar los efectos de la crisis de liquidez que golpeó al sistema financiero nacional durante 2008. El *pooling* de liquidez afectó a la mayoría de los bancos pequeños y medianos, en tanto los requerimientos de reserva fueron depositados principalmente por los bancos grandes, debido a su gran base de depósitos. Con el fin de canalizar liquidez desde los bancos grandes hacia los bancos pequeños, el BCB estableció mecanismos de incentivo. A los bancos más grandes se les otorgó incentivos para que utilizaran la liberación de los requerimientos de reservas en la compra de las carteras de crédito de instituciones más pequeñas, a las que les resultaba difícil obtener financiamiento. Además, el BCB mejoró el redescuento y extendió el vencimiento a 359 días[34].

[33] Mesquita y Toros (2010).

[34] Mesquita y Toros (2010).

El esfuerzo por proveer recursos para los pequeños bancos no sólo consistió en el uso de fondos ya disponibles para este fin, sino además en el establecimiento de un mecanismo adicional de garantía de depósitos. Se recurrió en muchas ocasiones al Fondo de Garantía de Crédito (FGC), institución que garantiza los depósitos de bancos que quiebran[35]. Además de la compra por el FGC de activos de instituciones con problemas financieros, en marzo de 2009 el FGC implementó el sistema de depósitos a plazo con garantía especial. Estos depósitos estaban garantizados por el FGC hasta los R$ 20 millones, lo que permitió a los inversionistas comprar bonos de bancos pequeños y medianos sin correr el riesgo de contrapartida, que paralizaba el mercado interbancario. Según la evaluación de dos antiguos directores del Banco Central de Brasil que estuvieron al frente durante la crisis, el conjunto de medidas *"…adoptadas secuencialmente logró eliminar la restricción de liquidez y favorecer la reanudación del otorgamiento de créditos, primero a personas y más tarde a empresas"*[36].

[35] *"El FGC, garantizará los créditos contra las instituciones asociadas en caso de que entren en proceso de liquidación judicial, liquidación extrajudicial o quiebra del asociado, o en caso de reconocimiento de la insolvencia del asociado por el Banco Central de Brasil"* (http://www.fgc.org.br/?conteudo=1&ci_menu=12).

[36] Mesquita y Toros (2010), pág. 198. Más formalmente, Leão (2011) muestra que los bancos pequeños sufrieron una corrida contra sus depósitos. Utiliza los datos sobre depósitos y créditos a nivel de los bancos para mostrar que la corrida fue impulsada por los inversionistas institucionales, y fue particularmente potente en los bancos pequeños que dependían de la liquidez del mercado como fuente de financiamiento. Sus resultados sugieren que el instrumento de los depósitos con garantías a plazo fue, en efecto, vital para otorgar liquidez para el financiamiento una vez agotada la liquidez del mercado, y restaurar así la confianza en el sistema bancario.

También se tomaron medidas para facilitar el uso de la ventana de redescuento, si bien no se utilizó, ya que el FGC desempeñó esta función. Además, el FGC fue habilitado para garantizar emisiones efectuadas por instituciones pequeñas, y esta medida fue muy exitosa. Este tipo de medidas previno el fracaso de una gran cantidad de bancos durante el pico de la crisis[37].

[37] Mesquita y Toros (2010).

Los bancos de los estados también funcionaron como instrumento directo de intervención gubernamental en el mercado de crédito y bancario. En el transcurso de 2008, las operaciones de crédito de los bancos públicos crecieron el 40%, en tanto el crédito otorgado por los bancos privados se elevó en un 27%. La función de los bancos públicos fue más decisiva en el último trimestre de 2008. El crédito total otorgado por los bancos públicos aumentó en un 12,9%, mientras que el aumento en el sector privado fue del 3,2%. A su vez, los bancos públicos adquirieron tenencias de algunos bancos privados pequeños, lo cual les sirvió como un colchón de capital en medio de la crisis.

Dado el enorme incremento de la volatilidad, el BM&FBovespa elevó los márgenes requeridos para operar con derivados. Si bien esto acentuó la necesidad de liquidez, se estimó que era necesario para reducir el riesgo sistémico inherente a las transacciones con derivados financieros en la bolsa.

El BCB también garantizó el buen funcionamiento del mercado de crédito en moneda extranjera. Aunque esto fue muy criticado en su momento, se dejó que el sistema de tipo de cambio flotante operara libremente, y se ofrecieron las reservas de manera focalizada, de modo que no se interrumpieran los flujos de comercio internacional. Al último trimestre de 2008, no era evidente que las medidas internacionales contra la crisis fueran a tener éxito, por lo que el BCB decidió ahorrar sus reservas para un posible período prolongado de escasez de crédito externo. La decisión de dejar que el tipo de cambio flotara libremente se tomó, además, para evitar el rescate a empresas que especulaban con los derivados en moneda extranjera[38], confiando en una posible opción de venta de moneda extranjera ofrecida por el Banco Central. De hecho, algunos creían en la existencia de un hipotético temor a flotar: que el Banco Central no dejaría que el real se depreciara mucho por temor a los impactos sobre las empresas con descalce de monedas. La acción del Banco Central desempeñó, por lo tanto, una función pedagógica al intentar eliminar esta fuente de riesgo moral.

[38] Mesquita (2010).

Durante la crisis, el Banco Central vendió u$s 14.500 millones, apenas el 7% de las reservas existentes al momento en que estalló la crisis. Los REPO (ventas en divisas con acuerdos de recompra futura) se vendieron por un total de u$s 11.800 millones, y se otorgaron préstamos en dólares por u$s 12.600 millones, de los cuales u$s 9.000 millones estuvieron dirigidos al comercio exterior. La FED extendió líneas de crédito individuales por un total de u$s 30.000 millones a los bancos centrales de los países emergentes más sólidos, como Brasil, en forma de *swaps* de divisas. Este mecanismo no fue usado, pero su existencia contribuyó a restaurar la normalidad de los mercados financieros. Otra acción adoptada por el Banco Central en los mercados de divisas fue la venta de futuros en dólares (*swaps* inversos de divisas) por un monto de u$s 35.000 millones[39].

[39] Mesquita (2010).

Las acciones llevadas adelante por las autoridades económicas de Brasil fueron un gran éxito, del cual el FMI afirmó *"… pareciera que las medidas adoptadas por el BCB para relajar el mercado de divisas durante los años 2008 y 2009 han aliviado las diversas tensiones del mercado generadas por la escasez local de liquidez en dólares, por lo menos en cuanto a su impacto. Los anuncios y, en menor medida, las intervenciones mismas redujeron el costo relativo del financiamiento interno en dólares. Asimismo, las variadas operaciones en moneda extranjera parecen haber estabilizado las expectativas del mercado respecto de la volatilidad del tipo de cambio. Los efectos positivos de los anuncios del mecanismo de swaps de monedas entre la FED y el BCB, visibles en las tres regresiones –mencionadas en el artículo del FMI–, sugieren firmemente que este acuerdo ayudó a mejorar la confianza"* (FMI, 2009).

7. Observaciones finales

Brasil constituye un notable ejemplo reciente de una importante represión financiera seguida de una expansión. Se pueden extraer diversas lecciones del ejemplo brasileño.

La estabilidad macroeconómica fue condición necesaria de la expansión. Según ciertas mediciones, el SBB estaba bastante desarrollado durante los primeros años de la década de 1990. Sin embargo, la realidad es que estaba hipertrofiado por la inflación. Los bancos no se dedicaban al negocio de dar crédito, sino de conseguir depósitos para prestar a corto plazo al Gobierno, haciendo dinero fácil y multiplicándolo en el mercado a un día y a través de la flotación inflacionaria. Es posible calcular el grado de hipertrofia a través de la crisis bancaria que siguió a la estabilización y la consecuente contracción del SBB después de 1994. Una vez lograda la estabilidad de precios, el balance del sistema estaba sobrecargado de malas decisiones tomadas en la época inflacionaria. Limpiar los balances de los bancos tomaría algunos años y dos programas que costaron casi el 18% del PIB. Cuando por fin el SBB estuvo listo para el despegue, la perspectiva de la asunción de Lula pospuso el *boom* unos años más.

De repente, en 2003 el sistema estaba maduro para el *boom*, y el *boom* se produjo. Si bien la macroeconomía preparó el terreno, es muy probable que los avances institucionales a nivel micro desempeñaran una función importante. En su mayor parte, la profundización financiera se dio en el préstamo al consumo, donde los avances institucionales fueron más profundos.

Otra opinión sostiene que los consumidores fueron los más restringidos en términos de liquidez antes de 2003. Por lo que cualquier mejora macro conduciría a la expansión del préstamo al consumo por razones de demanda. Y sin embargo, las restricciones financieras ocurren por alguna razón. Normalmente, la culpa la tienen las fricciones de información (Adams *et al*., 2009). En este caso, las mejoras institucionales mitigaron las fricciones de información y condujeron al *boom.*

Un cínico apelaría a los hechos históricos: en la historia financiera de América Latina, la represión seguida de un *boom* siempre terminó en un colapso (Díaz-Alejandro, 1985). Pero esta vez, podría haber motivos para un cauto optimismo.

A diferencia del típico movimiento represión financiera-colapso financiero que describe Díaz-Alejandro (1985), el *boom* de la década de 2000 en Brasil no fue producto de que la liberalización fracasara. Hasta ahora, ni los consumidores ni los bancos parecen excesivamente apalancados. Resta ver si el SBB se expandirá más de lo debido, pero tanto los datos como las condiciones concretas sugieren lo contrario. Tal vez, sólo tal vez, en esta ocasión hayamos escapado a la historia.

Glosario de abreviaturas

BANERJ: Banco del Estado de Río de Janeiro
BANESPA: Banco del Estado de San Pablo
BB: Banco de Brasil
BCB: Banco Central de Brasil
BDC: Banco de Desarrollo de Corea
BID: Banco Interamericano de Desarrollo
BNDES: Banco de Desarrollo de Brasil
BNH: Banco Nacional de Habitación
CEF: Caja Económica Federal (banco comercial de propiedad federal)
CETIP: Mesa Organizada de Activos y Derivativos
CMN: Consejo Monetario Nacional
COPOM: Comité de Política Monetaria
COSIF: Plan Contable de las Instituciones del Sistema Financiero (plan contable unificado para las instituciones del sistema financiero nacional)
CVM: Comisión de Valores Mobiliarios
FAT: Fondo de Amparo al Trabajador
FGC: Fondo de Garantía de Crédito
FGTS: Fondo de Garantía por el Tiempo de Servicio (fondo obligatorio para seguro de desempleo)
FMI: Fondo Monetario Internacional
INSS: Instituto Nacional de Seguro Social (sistema federal de pensiones financiado con ingresos corrientes)
PIS-PASEP: Programa de Integración Social/ Programa de Formación del Patrimonio del Servidor Público (un impuesto federal)
SBB: Sistema Bancario de Brasil
SCR: Sistema de Información de Crédito
SFB: Sector Financiero de Brasil
SPB: Sistema de Pagos Brasileño
TILP: Tasa de Interés de Largo Plazo
URV: Unidad Real de Valor

Bibliografía

Adams W., Einav L, y Levin J. (2009). *Liquidity constraints and imperfect information in subprime lending.* American Economic Review, 99,49-84.

Araújo A., y Lundberg E. (2004). *A Nova Lei de Falências - Uma Avaliação.* Disponible en portugués en: www.bcb.gov.br/Pec/SeminarioEcoBanCre/Port/VLedeFalênciasJSB.pdf

Arrigoni C., De Mello J., y Funchal B. (en imprenta), *The Brazilian payroll lending experiment.* Review of Economics and Statistics.

Carneiro D., y Garcia M. (1993) *Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience.* Disponible en inglés en http://www.econ.puc-rio.br/PDF/TD304.PDF

Carneiro D.D., Werneck R.L.F., Garcia M.G.P. (1993). *Strengthening the financial sector in the Brazilian economy.* In R. Frenkel (org), Strengthening the financial sector in the adjustment process (pp. 87-149), Buenos Aires. Disponible en inglés en http://www.econ.puc-rio.br/PDF/td307.pdf

Coelho C., De Mello J., y Garcia M. (2010). *Identifying the Bank Lending Channel in Brazil through data frequency.* Economía, 10, 47-79.

Costa A. y De Mello J. (2006). *Judicial risk and credit market performance: Evidence from Brazilian payroll loans* (NBER documento de trabajo N° 12252).

Cysne R. P., y Coimbra-Lisboa P. C. (2004). *Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil: 1947–2003.* Revista de Economia Política,24(4 (96)), octubre-diciembre 2004.

Díaz-Alejandro C. (1985). *Bye-bye financial repression hello financial crash.* Journal of Development Economics, 19, 1-24.

Dyck A., y Zingales L. (2003). *Private benefits of control: An international comparison.* Journal of Finance, 59, 533-596.

Garcia M. (2007). *El régimen de metas de inflación en Brasil: evaluación y lecciones de política para los países latinoamericanos.* Economia Unan, 4, 47-63.

Garcia M. (2011). *The financial system and the Brazilian economy during the great crisis of 2008.* ANBIMA: Brazilian Financial and Capital Markets Association, ISBN 978-85-86500-66-4. Dispoble en http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000001381

Leão S. *Essays in Banking,* capítulo 3, tesis de doctorado, documento mimeografiado, Departamento de Economía, PUC-Rio, 2011.

Lex A. *IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalizacão e/ou Saída?,* tesis de maestría, documento mimeografiado, PUC-Rio.

Mesquita M. (2010). *Post-crisis Economic Policy and Regulatory Challenges.* Presentación en la reunión de la Sociedad Brasileña de Finanzas, San Pablo.

Mesquita M., y Toros M. (2010). *Management of the Central Bank in the panic of 2008.* In Garcia, y Giambiagi (Eds.), Risk and regulation: Why Brazil faced the crisis better and how it affected the world economy. Ed Campus.

Pereira J. (2011). *Regulation Issues in the Banking Industry.* Tesis de doctorado, Escola de Administracão de Empresas de São Paulo, Fundacão Getúlio Vargas (EAESP-FGV).

Rodriguez E., Takeda T., y Araújo A. (2004). *Qual o Impacto das Garantias Reais nas Taxas de Juros de Empréstimos Bancários no Brasil? Uma Breve Avaliação com Base nos Dados do SCR.* En Economia Bancária e Crédito-Avaliação de 5 Anos do Projeto Juros e spread Bancário. Disponible en portugués en http://www.bacen.gov.br/?SPREADG5ANO.

Silva F. (2009). *Inflacão e Privatizacão como Determinantes da Expansão do Sistema Bancário Brasileiro,* tesis de maestría, documento mimeografiado, PUC-Rio.

Tombini A. (2011). *Desafios e Perspectivas da Economia Brasileira.* Comissão de Assuntos Econômicos, Senado Federal. Septiembre de 2011. http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/A_Tombini_CAE_27-09-2011.pdf.

Torres Filho E. T. (2007). *Direcionamento de crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência do BNDES.* En Mercado de Capitals e Bancos Públicos: Andlise e Experiências Comparadas, Armando Castelar Pinheiro y Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho editores, Contra Capa, Río de Janeiro.