

# El sector financiero, la reciente expansión del crédito y el financiamiento de largo plazo en Brasil

Luiz Fernando de Paula\*

## Introducción

A partir de 2004 aparecen dos hechos importantes como causa y consecuencia del crecimiento de la economía brasileña. Primero, aumentó la tasa de inversión y, segundo, creció el crédito privado. Sin embargo, como se verá en el presente artículo, estas dos situaciones no están directamente conectadas, en tanto el crédito privado es principalmente de corto plazo y la inversión han sido financiados fundamentalmente por las ganancias retenidas por las empresas y por el financiamiento del Banco Nacional de Desarrollo Económico (BNDES).

Este trabajo se analiza en el contexto del auge reciente del crédito y el financiamiento empresarial de largo plazo de la economía brasileña. Los hechos recientes se explican con base en algunas características generales de la banca y el crédito en Latinoamérica (apartado primero); seguido por algunas características particulares en el auge reciente del crédito. Un tercer punto importante son las tendencias del financiamiento empresarial de largo plazo en Brasil y, finalmente, en el apartado cuarto se presentan el resumen y las conclusiones del documento.

## Características generales del sector bancario en Latinoamérica<sup>1</sup>

En términos generales es reducida la magnitud de los préstamos bancarios en comparación con la actividad económica. Por otro lado, la profundización financiera es limitada y el sector bancario se encuentra altamente concentrado. Ello está acompañado por altos márgenes de intermediación. De hecho, en América Latina es escaso el acceso al crédito bancario y existe incertidumbre sobre la estabilidad financiera, lo que ha contribuido a una creciente volatilidad económica en la región (Singh *et al.*, 2005, p. 2005). Los sistemas financieros latinoamericanos descansan sobre estructuras bancarias con pe-

\* Profesor asociado de Economía en la Universidad del Estado de Rio de Janeiro (FCE/UERJ) e investigador del CNPq. Correo electrónico: luizfpaula@terra.com.br. Este documento fue escrito en agosto de 2008. Traducción realizada por el Antonio Dorantes y revisada por Noemi Levy.

<sup>1</sup> Esta sección se basa parcialmente en Carvalho, Paula y Williams (2009).

queños mercados de títulos, e ilíquidos. La profundidad financiera es baja comparada con países desarrollados y otras regiones en desarrollo. En América Latina el porcentaje promedio del crédito bancario/ PIB y el crédito más la capitalización del mercado (en relación al PIB) alcanzaron 28 y 48% respectivamente; y la relación es mucho menor en comparación a otras regiones como Asia Oriental y la región del Pacífico (72 y 150%); Oriente Medio y Norte de África (43 y 80%) como puede observarse en el cuadro 1.

**Cuadro 1**  
**Profundización financiera por región. 1990-1999**

Región	Número de países	Crédito al sector privado (% del PIB)	Capitalización del crédito y del mercado (% del PIB)	PIB per cápita, 1995 (dólares de EU)
Países desarrollados	24	84	149	23 815
Asia Oriental y zona del Pacífico	10	72	150	2 867
Medio Oriente y Norte de África	12	43	80	4 416
Latinoamérica y el Caribe	20	28	48	2 632
Europa Oriental y Asia Central	18	26	38	2 430
África Sub-Sahariana	13	21	44	791
Sur de Asia	6	20	34	407

Nota: los valores representan promedios simples de las regiones durante la década de los noventa.

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (2005, p. 5) con información del Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

Sin embargo, existe una alta heterogeneidad en la profundidad de los mercados bancarios. En América Latina, en términos generales, la relación crédito bancario/ PIB fue alrededor de 22% en 2003,<sup>2</sup> con la excepción de Chile y Uru-

<sup>2</sup> Debe destacarse que en el año 2003 la oferta de crédito se redujo drásticamente como consecuencia de la crisis económica en Argentina y Brasil (mayor caída en el caso de Argentina debido a la crisis en el sistema de convertibilidad). De hecho, la relación crédito/PIB en Argentina y Brasil fue de 21.4 y 24.8% respectivamente en el año 2000 (Belaisch, 2003, p. 4), la cual es mayor que la de 2003 aunque es todavía muy baja comparada con la de países desarrollados y algunos países en desarrollo de la región.

guay. Otras relaciones importantes son los activos bancarios/PIB que varían por encima de 70% en Brasil, Chile y Uruguay; mientras que en Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Venezuela, la relación es inferior a 40%. Argentina y México, dos de los mayores países de la región, tienen baja profundidad financiera, en comparación a la relativamente alta penetración financiera en Uruguay y, particularmente en Chile donde todos los indicadores de profundidad financiera tienen un alto desempeño (Cuadro 2).

**Cuadro 2**  
**Profundización financiera en algunos países de Latinoamérica, 2003**  
**(porcentaje del PIB)**

País	Sistema bancario*			Bonos de deuda nacional más importantes
	Depósitos	Préstamos	Activos	
Argentina	25.3	14.2	44.8	25.2
Brasil	30.6	21.5	74.6	47.2
Chile	38.1	68.5	79.8	52.9
Colombia	19.7	19.7	37.9	...
Ecuador**	16.8	15.1	22	24.8
México	25.5	16.1	52.3	13.9
Paraguay	24.6	17.6	31.7	...
Peru	14.5	13.7	19.2	7.1
Uruguay	36.4	64.3	82.6	...
Venezuela**	20	8.1	23.9	1.3
Latinoamérica***	25.2	25.9	46.9	24.6

(\*) Se consideran únicamente a los bancos comerciales.

(\*\*) La información de los bonos de deuda nacionales se refiere al año 2000.

(\*\*\*) Valor promedio.

Fuente: Singh, *et al.* (2005, p. 64).

En América Latina, además de contar con un bajo nivel de crédito, el patrón de la estructura de los créditos está marcado por ciclos interrumpidos de auge, especialmente en economías con bajo nivel de crédito bancario en relación al PIB. A comienzos de la década de los noventa el crédito se incrementó drásticamente, en parte debido al aumento de la entrada de capitales externos a la región; lo cual se derrumbó después de las crisis bancarias ocurridas a mediados de aquella década y, se mantuvo débil durante muchos años. Sólo recientemente, después de 2004, el crédito comenzó a recuperarse. Ello se debe al mayor crecimiento económico, las mejores condiciones monetarias y el avance en la reestructuración bancaria.

A partir de lo anterior es posible afirmar que el crecimiento del crédito ha sido particularmente fuerte en Argentina y Brasil (Jeanneau, 2007, pp. 6-7). De hecho, en la mayoría de los países de América Latina, la inestabilidad del entorno macroeconómico ha sido un factor decisivo en el freno del desarrollo del sistema financiero y ha generado una alta volatilidad del crecimiento del crédito. Por ejemplo, las altas tasas de interés a corto plazo utilizados para combatir la inflación o para defender el tipo de cambio se han agregado a los costos de financiamiento bancario y han aumentado las tasas de cartera vencida (Singh *et al.*, 2005, pp. 70-71).

En muchos países las carteras bancarias han incluido una alta proporción de valores gubernamentales, lo cual probablemente ha inducido a efectos de exclusión en el sector privado. Durante la segunda mitad de la década de los noventa muchos de los bancos de América Latina sustituyeron los préstamos vencidos con importantes carteras de valores gubernamentales; teniendo lugar ese proceso en los países más grandes de la región, como Argentina, Brasil, México y Venezuela. Esta situación se ha revertido recientemente debido a la consolidación fiscal de varias economías (Argentina, Brasil y México), lo cual provocó la reducción de los valores gubernamentales en las carteras bancarias.

La heterogeneidad en los sistemas financieros entre los países de América Latina es el resultado de una variedad de antecedentes históricos y características institucionales. Brasil es un caso interesante porque su economía se enfrentó, al mismo tiempo, a una baja en la relación crédito/PIB y una relativamente alta tasa de activos bancarios/PIB. Durante el período de alta inflación (hasta 1994) la profundidad financiera (medido por activos de los bancos/PIB) no disminuyó debido al desarrollo de una perspectiva más amplia de dinero doméstico indexado, así como por el moderno desarrollo (del) sistema de liquidación de pagos que apoyó la demanda de los clientes para desbloquear las órdenes de pago. Recientemente, la amplia cartera bancaria con bonos de deuda pública indexados a tasas de interés -y tipo de cambio- aisló a los bancos del endurecimiento de la política monetaria y la devaluación de las monedas durante las crisis externas (Paula y Alves Jr., 2003).

Por tales motivos, Argentina ha tenido una baja profundidad financiera a pesar de la reciente recuperación de crédito, la cual sin duda fue inferior a la predicha con base en el nivel de desarrollo. El crédito al sector privado debería estar alrededor de 50% de acuerdo con el BID (2005, p. 6), contra sólo 20%, en promedio, durante los noventa. La baja profundidad financiera y la disminución de la actividad bancaria en Argentina están parcialmente relacionadas, durante

el período de alta inflación, al hecho que en el corto plazo ésta fue seguida por un alto grado de dolarización de la cartera de las instituciones financieras y en los contratos financieros. Por tanto, la desmonetización siguió paso a paso el proceso de dolarización. Después del Plan de Convertibilidad de los noventa las prudentes regulaciones estimularon rápidos incrementos de la dolarización durante esos años (Paula y Alves Jr., 2007). Asu vez, México sufrió en gran medida los efectos de la crisis del Tequila de 1994, y como consecuencia de esta situación los balances bancarios se contrajeron significativamente. La proporción total de los activos respecto del PIB pasó de un máximo histórico de casi 70% en 1994 a 32-35% en 2000-2005 (Sidaoui, 2006, p. 287).

Uruguay es un caso especial por tener el sistema financiero más internacionalizado y abierto de América del Sur. De hecho, el sector bancario uruguayo actúa como un centro financiero *off-shore* y recibe el depósito de no residentes provenientes de una gran cantidad de países de América del Sur, en particular de la población argentina. Por último, Chile debido a su largo historial de estabilidad macroeconómica, sostenido crecimiento económico y, su previa reforma del sector financiero logró un patrón de crecimiento de los créditos muy equilibrado tanto en el mercado del crédito bancario como del mercado de valores. En particular, el desarrollo de los fondos de pensiones ha permitido que las empresas chilenas puedan recurrir al financiamiento doméstico.

En América Latina el crédito en general no sólo es escaso sino también costoso. La región tiene uno de las mayores brechas financieras de interés mundial (8.5%) comparado con 5.1% de Asia oriental y el Pacífico, 2.9% en los países desarrollados, y justo por debajo de Europa oriental y Asia central (cuadro 3). Como era de esperar, el crédito al sector privado y el diferencial del margen bancario están correlacionados negativamente (Singh *et al.*, 2005, pp. 5-7). En parte, la alta propagación está relacionada con elevados costos de operación.<sup>3</sup> Pero esto es sólo parte de la historia, en tanto muchos trabajos empíricos muestran evidencias que el margen bancario se determina por factores microeconómicos y macroeconómicos (inflación y la volatilidad de las tasas de interés<sup>4</sup>). Así, el margen financiero bancario es afectado por la inestabilidad macroeconómica de la región.

<sup>3</sup> Sin embargo, se debe tener cuidado al comparar la estructura de costos del sector bancario porque las funciones de los bancos varían mucho entre los países. Por ejemplo, en Brasil casi todos los pagos se efectúan por los bancos.

<sup>4</sup> Ver Brock y Rojas-Suárez (2001).

**Cuadro 3**  
**Diferencial de interés y eficiencia por región, 1995-2002**

Región	Número de países	Márgenes de interés (por ciento)	Costos generales (por ciento de activos)	Créditos al sector privado (por ciento del PIB)
Países desarrollados	30	2.9	1.8	89
Asia Oriental y zona del Pacífico	16	5.1	2.3	57
Medio Oriente y Norte de África	13	4	1.8	38
Latinoamérica y el Caribe	26	8.5	4.8	37
Europa Oriental y Asia Central	23	8.8	5	26
África Sub-Sahariana	32	10.6	5.1	15
Sur de Asia	5	4.6	2.7	23

Nota: los datos representan el promedio simple de cada región durante la década de los noventa.

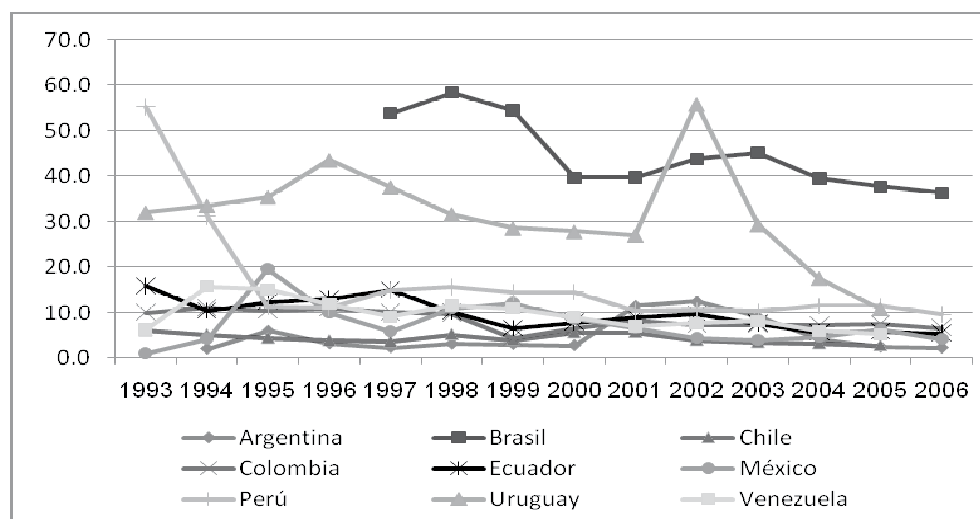
Fuente: IADB (2005, p. 7) con información del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Los márgenes de intereses bancarios disminuyeron ligeramente durante la década de los noventa, aunque ésta sigue siendo elevada en comparación a las normas internacionales. Pese a que el margen financiero sigue alto en la región hay una gran dispersión (gráfica 1<sup>5</sup>). Brasil, Uruguay y Perú tienen el mayor margen bancario de la región, mientras que Chile tiene el menor, similar al nivel de los países desarrollados. Brasil es un caso extremo, en tanto, tiene uno de los mayores márgenes del mundo, con una de las más altas tasas de interés de corto plazo del planeta. Trabajos empíricos demuestran que los aspectos macroeconómicos son factores importantes en la determinación del margen bancario de intereses de Brasil.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> En la Gráfica 1 el margen bancario (*ex-ante* propagación) se calcula en con base en la diferencia entre la tasa promedio de la tasa activa y la tasa de depósito, que es la medición de la *ex-del* margen. Mientras los intereses netos (margen *ex-post*) es una medición del rendimiento neto de la intermediación financiera bancaria con base en los rendimientos generados por las operaciones de créditos y los costos anuales de los depósitos. Estos se calculan con base en las estadísticas de contabilidad producida por los mismos bancos.

<sup>6</sup> Afanasieff, *et al.* (2002), utilizando una regresión de mínimos cuadrados de dos etapas, concluyo que los márgenes bancarios brasileños tiene una relación positiva con aumentos de la tasa de interés básica, prima de riesgo, el crecimiento de la producción e impuestos.

**Gráfica 1**  
**Diferencial bancario**  
 (porcentaje p.a.)



Fuente: estimaciones propias con base en información de International Financial Statistics-Fondo Monetario Internacional.

### La expansión crediticia reciente en Brasil: una visión general

El sector bancario brasileño ha sido sometido a un profundo proceso de cambios durante los últimos trece años, los cuales fueron provocados, en gran medida, por la reestructuración del sistema bancario, e impulsada por el Gobierno como respuesta a la crisis bancaria de 1995. La crisis mexicana de 1995 y la crisis asiática en 1997, en mayor o menor medida, crearon inseguridad respecto a la estabilidad de los sistemas bancarios en los países emergentes a consecuencia de los efectos de las crisis monetarias en estos países. Así, el gobierno brasileño reaccionó con una serie de programas de apoyo a las instituciones financieras a fin de reforzar la salud del sector bancario.

Esta acción se realizó mediante la venta y la privatización de bancos públicos por medio del "Programa de Incentivos para la Reestructuración del Sistema Financiero del Sector Público" (PROES, por sus siglas en portugués) y a través, del fomento de la fusión, adquisición y transferencia del control de los bancos públicos. También se vendieron algunos bancos privados por medio del "Programa de Incentivos para la Reestructuración y Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional" (PROER, por sus siglas en portugués), lo cual permitió que las instituciones extranjeras adquirieran algunos bancos con

dificultades. Este ajuste provocó una ola de fusiones bancarias y adquisiciones, así como la entrada de nuevas instituciones financieras extranjeras en el mercado bancario minorista brasileño. Ello dio lugar a un movimiento de consolidación significativa de los bancos brasileños como resultado de baja significativa del número de bancos y mayor concentración del mercado bancario.

Es importante destacar que fue exitosa la reestructuración de la banca brasileña para evitar una crisis bancaria en 1995-1996, lo cual atenuó el efecto sobre los bancos domésticos (como en Argentina y México) y, por razones de regulación,<sup>7</sup> limitó la penetración de los bancos extranjeros (comparación con Argentina y México).<sup>8</sup> Esto permitió que los bancos privados nacionales reaccionaran ante la entrada de bancos extranjeros tomando parte activa en la ola de fusiones y adquisiciones bancarias. La reacción de dichos bancos parece no tener comparación con experiencias similares recientemente efectuadas en economías emergentes con mayor inclusión bancaria extranjera en su sector.

La reestructuración de la banca brasileña ocurrió en un contexto macroeconómico que pasó de alta a baja inflación y (de) un ambiente de semi-estancamiento de la economía (con un patrón de expansión y contracción) marcado por varias crisis externas, en parte explicado por la alta vulnerabilidad externa de la economía brasileña. En los últimos años, es decir, a partir de 2004, el mejor entorno económico internacional (auge de productos básicos y alta liquidez en los mercados financieros internacionales) fue determinante en el fomento del crecimiento económico en Brasil. Como podemos ver en el cuadro 4, hasta el 2003, hubo un claro deterioro en la estructura de la deuda pública, incluso bajo el predominio de valores federales indexados

<sup>7</sup> A pesar de que la Constitución brasileña de 1988 prohíbe la instalación de bancos extranjeros se les permitió la entrada bajo la forma de un caso a la vez, vía autorizaciones derivadas de acuerdos internacionales de reciprocidad o de interés del gobierno brasileño. Dentro de este contexto jurídico, el acuerdo legislativo núm. 311 del 23 de agosto de 1995 permitió al Presidente autorizar con carácter excepcional, caso por caso, la entrada de bancos extranjeros en Brasil en respuesta a la necesidad de fortalecer el sistema financiero después de la crisis bancaria de 1995 y también el ayudar a incorporar la experiencia internacional de supervisión bancaria en el sistema financiero nacional.

<sup>8</sup> Ver Dages *et al.* (2000) para un análisis de la reciente penetración de bancos extranjeros en los mercados mexicano y argentino. Cabe señalar que si bien los bancos extranjeros poseen 48% del valor total de activos bancarios en Argentina y 82% en México en 2004, en Brasil la cifra alcanzó 27% (Domanski, 2005, p. 72).



a las tasas de interés de corto plazo (Selic<sup>9</sup>) y al tipo de cambio, en contraste con la reducción de la participación de valores preestablecidos. El suministro de estos valores (los indexados) es esencial para que el sector bancario brasileño se adapte a un entorno macroeconómico inestable, ya que ofrecía los tipos de cambio y tasas de interés de cobertura para los bancos.

En otras palabras, los bancos podían constituir una cartera con valores federales que al mismo tiempo proporcionaron liquidez y rentabilidad. Como resultado, el volumen del crédito se redujo drásticamente de 36 a 22% entre enero de 1995 y mayo de 2003. Durante estos años, los bancos otorgaron únicamente créditos de muy corto plazo (cuentas de garantía sobregiradas<sup>10</sup>) o con algún tipo de garantía (facturas comerciales de descuento) y altos márgenes bancarios. Como resultado de lo anterior los bancos brasileños han tenido un buen desempeño en los últimos tiempos (Paula Alves y Jr., 2003).

**Cuadro 4**  
**Valores Nacionales Federales por tipo de indexación**  
**(% del total)**

Fecha	Tipo de cambio	Tasa de Referencia	IGP*	Over/Selic	Pre-set	IEPC**	Otros	Total
Jun-00	21.1	5.4	5.4	54.7	13.3	0.0	0.1	100.0
Dic-00	22.3	4.7	5.9	52.2	14.8	0.0	0.1	100.0
Jun-01	26.8	5.0	7.2	50.2	10.8	0.0	0.0	100.0
Dic-01	28.6	3.8	7.0	52.8	7.8	0.0	0.0	100.0
Jun-02	29.9	2.2	7.5	50.4	8.6	1.4	0.0	100.0
Dic-02	22.4	2.1	11.0	60.8	2.2	1.6	0.0	100.0
Jun-03	13.5	2.0	11.3	67.2	4.5	1.6	0.0	100.0
Dic-03	10.8	1.8	11.2	61.4	12.5	2.4	0.0	100.0
Jun-04	8.9	1.8	11.9	57.5	16.8	3.0	0.0	100.0
Dic-04	5.2	2.7	11.8	57.1	20.1	3.1	0.0	100.0
Jun-05	3.6	2.5	10.6	57.1	23.0	3.3	0.0	100.0
Dic-05	2.7	2.1	8.2	51.8	27.9	7.4	0.0	100.0
Jun-06	2.3	2.0	7.7	42.5	31.5	14.1	0.0	100.0
Dic-06	1.3	2.2	7.2	37.8	36.1	15.3	0.0	100.0
Jun-07	1.1	2.3	6.4	34.1	38.7	17.5	0.0	100.0
Dic-07	1.0	2.1	6.5	33.4	37.3	19.8	0.0	100.0
Jun-08	0.8	2.1	5.7	34.5	34.8	22.2	0.0	100.0

(\*) IGP: Índice General de Precios.

(\*\*) IEPC: Índice Extenso de Precios al Consumidor.

Fuente: BCB-DPEC.

<sup>9</sup> Sistema Especial de Liquidación y Custodia, Selic: "Sistema Especial de Liquidação e Custodia" es la tasa de interés fijada por el Comité de Política Monetaria, COPOM del Banco Central de Brasil.

<sup>10</sup> Las cuentas de garantía son cuentas sobregiradas para las empresas.

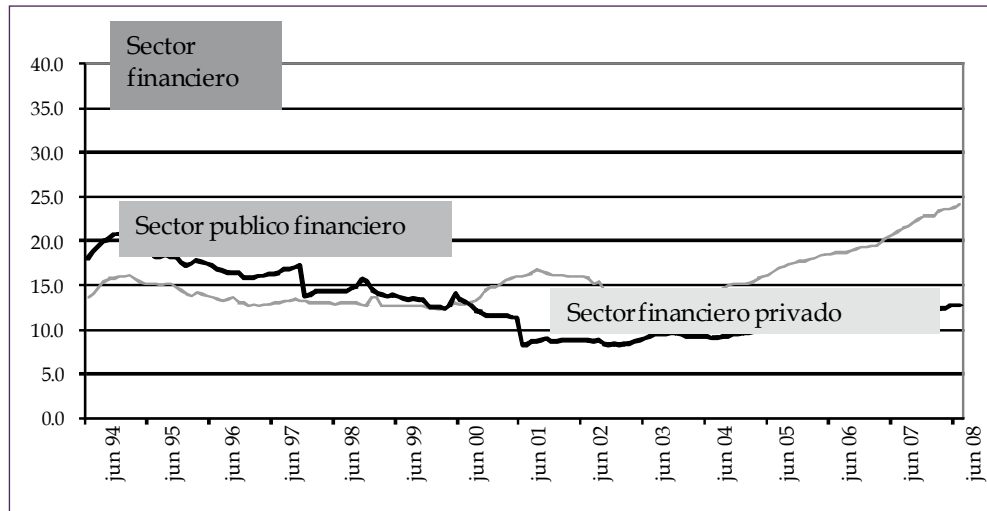
En los últimos años, la recuperación del crecimiento económico, la reducción de la tasa de interés y la aplicación de algunas innovaciones regulatorias en el crédito (principalmente la creación del crédito personal por nómina en 2004) estimularon el auge del crédito en Brasil. Éste aumentó de 22 a 36% (en relación al PIB) entre mayo de 2003 y junio de 2008 cuando llegó al mismo nivel registrado trece años atrás. Entonces, desde 2003 hubo un cambio en la estructura de la deuda pública con la reducción de los valores federales indexados al tipo de cambio y, posteriormente, a la tasa de interés Selic, mientras que los valores preestablecidos e indexados a la inflación han aumentado su participación relativa en la deuda pública (cuadro 4). Con este cambio en la estructura de la deuda pública, el crédito se convierte en un factor primordial para la estrategia de crecimiento bancaria.

El crecimiento del crédito ha sido impulsado principalmente por el sector financiero privado, cuyos incrementos han sido superiores a los del sector público financiero (gráfica 2). Los bancos públicos, hasta el 2001, tuvieron una presencia predominante en el mercado crediticio; y, desde entonces los bancos privados aumentaron gradualmente su participación de mercado en el mercado del crédito. Aunque debe resaltarse que los bancos públicos –principalmente los bancos federales como el Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal y Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES)– no pueden tomar parte de la reciente fusiones y adquisiciones y adquisiciones de ola bancaria (debido a una decisión del Gobierno Federal), mientras que los bancos privados (extranjeros y nacionales) participaron activamente en este proceso. Por otra parte, el auge del crédito fue impulsado por el sector privado (crédito no canalizado) de los particulares y de las empresas. En contraste, el crédito canalizado (BNDES, por ejemplo) tuvo un crecimiento más modesto (gráfica 3).

El volumen de los créditos muestra que los créditos de las familias se incrementaron de manera más acelerada, seguido por capital de trabajo y automotriz (véase gráfica 3). Por tanto, aunque el crédito a las empresas ha tenido un crecimiento constante desde 2004 (gráfica 3), dichos flujos han sido utilizados por capital de trabajo, cuentas de garantía sobregiradas, anticipos sobre contratos de cambio (ACC) y descuentos a cuentas comerciales, todos ellos de corto plazo (gráfica 4). Es interesante destacar que pese a la reducción del diferencial bancario durante el *boom* crediticio, ésta se debió a la caída del margen relacionado a los créditos personales, al mismo tiempo que el margen financiero relacionado a las empresas ha sido más o menos estable (gráfica 5). En resumen, la expansión del crédito empresarial no se ha dirigi-

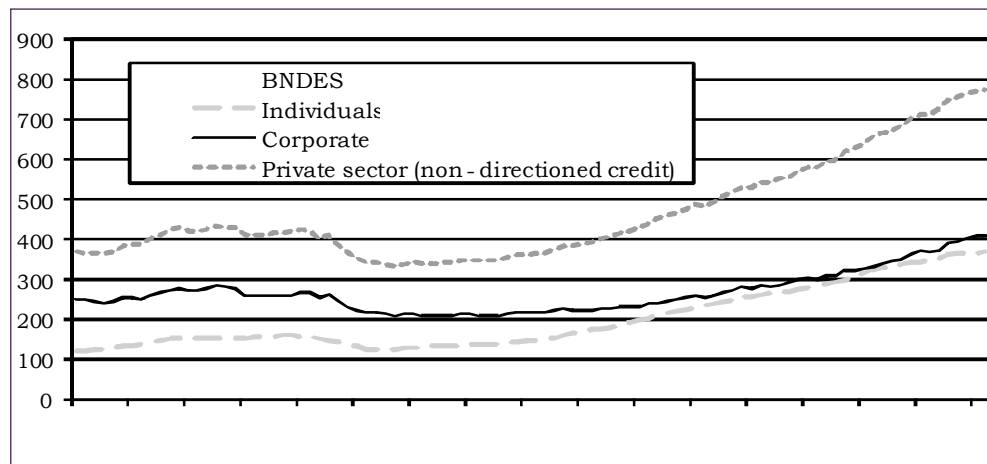
do por créditos de largo plazo. A partir de lo anterior se podría esperar que los mercados de valores y bonos hicieran su trabajo, tema que se tratará en el siguiente apartado.

**Gráfica 2**  
Crédito como porcentaje del PIB



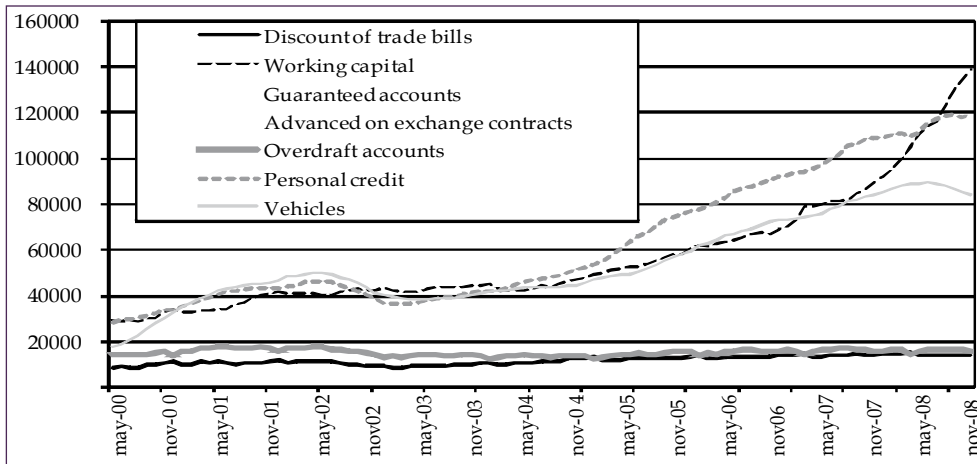
Fuente: Banco Central do Brasil.

**Gráfica 3**  
Credit (R\$ billion)

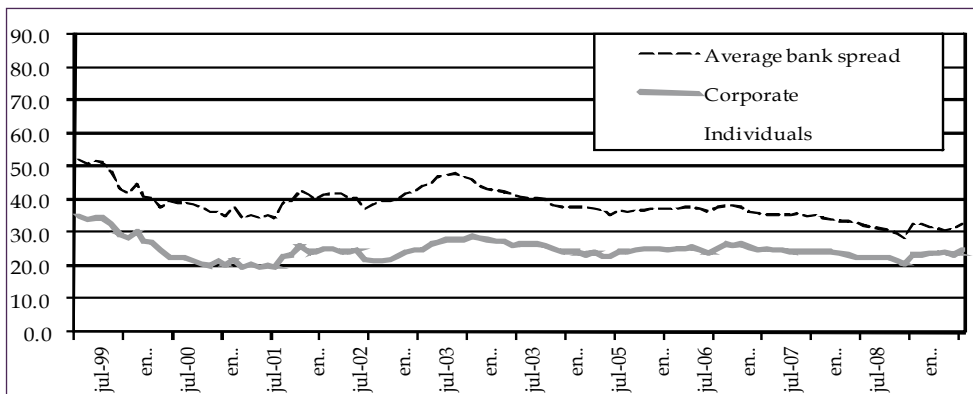


Fuente: Banco Central do Brasil.

**Gráfica 4**  
**Principales modalidades de los créditos**  
 (R\$millones de julio 2008)



**Gráfica 5**  
**Márgenes financieros**



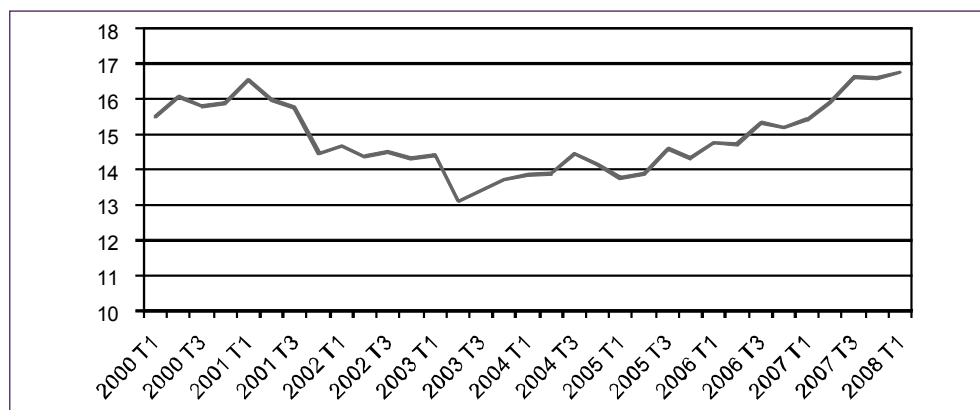
Fuente: Banco Central do Brasil.

**El financiamiento empresarial de largo plazo en Brasil:  
 tendencias recientes**

Después de un marcado descenso de la tasa de inversión de la década de los ochenta por un semi-estancamiento de la economía y (la aplicación de un patrón) a un patrón de expansión y contracción, la economía brasileña experimentó entre 2004-2008 uno de los ciclos económicos más largo desde los años setenta. El crecimiento de la producción ha sido precedido por un

aumento en la tasa de inversión de 13% del PIB a mediados de 2003 y 17% durante el primer trimestre de 2008 (gráfica 6). La inversión para la industria y, para la infraestructura, ha sido financiada gracias a las ganancias retenidas por las empresas y por los fondos públicos, en particular, por el financiamiento del BNDES.<sup>11</sup> En segundo lugar, el financiamiento externo y los bonos corporativos han sido fuentes importantes en ciertos momentos, aunque su dinámica es determinada por los ciclos de liquidez de la economía nacional e internacional (BNDES, 2008).

**Gráfica 6**  
Coeficiente de inversión (% PIB)



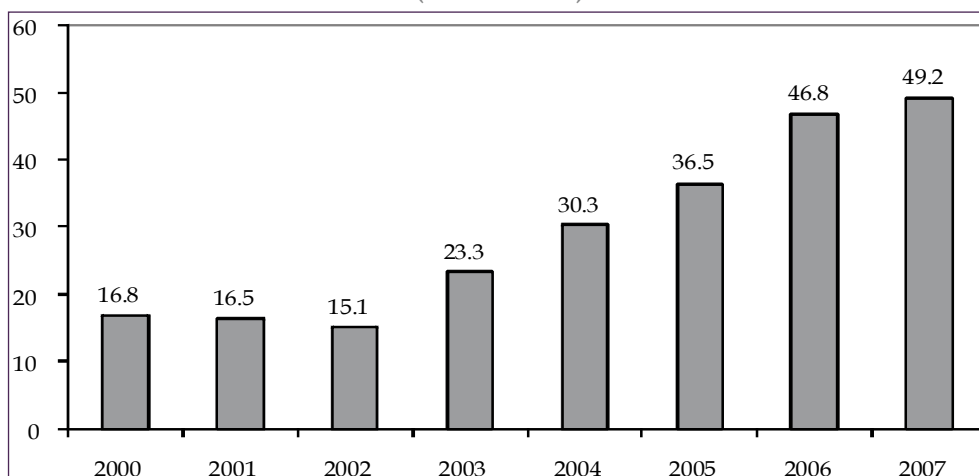
Fuente: IPEADATA (\*). Los datos están en precios de 2006.

El actual ciclo de inversiones ha seguido, más o menos, el mismo modelo de financiamiento de largo plazo de otros períodos. Es decir, está respaldado principalmente por fuentes de financiamiento propias y, los recursos del BNDES. La gráfica 7 muestra las cifras, entre 200-2007, de los recursos propios de 130 empresas de capital (responsables de 90% de la emisión diaria en el mercado Bovespa) en 2000-2007. De hecho, desde 2003 los recursos propios aumentaron de R\$ 23.3 miles de millones a R\$ 49.2 miles de millones en 2007.

<sup>11</sup> El BNDES es una empresa pública federal relacionada con el Ministerio de Desarrollo, Industria y Comercio Exterior. Su objetivo es proporcionar financiamiento de largo plazo para los esfuerzos que contribuyen al desarrollo del país. El BNDES busca también fortalecer la estructura de capital de las empresas privadas, el desarrollo de los mercados de capitales, el comercio de máquinas y equipos y el financiamiento de las exportaciones. Desde su creación, el 20 de junio de 1952, el BNDES ha financiado en gran escala a la industria y la infraestructura, y ha desempeñado algún papel en el apoyo de las inversiones en agricultura, el comercio y la industria de servicios.

El aumento de las ganancias retenidas ha permitido a las empresas, al mismo tiempo, reducir su grado de endeudamiento (incluido el crédito extranjero) y, aumentar sus inversiones de activos fijos. De esta forma, el actual ciclo de inversiones ha provocado una baja tasa de endeudamiento (IEDI, 2008).

**Gráfica 7**  
Financiamiento propio de las 130 empresas  
(R\$ billones)



Fuentes: BNDES (2008, p. 3) Económica y CVM.

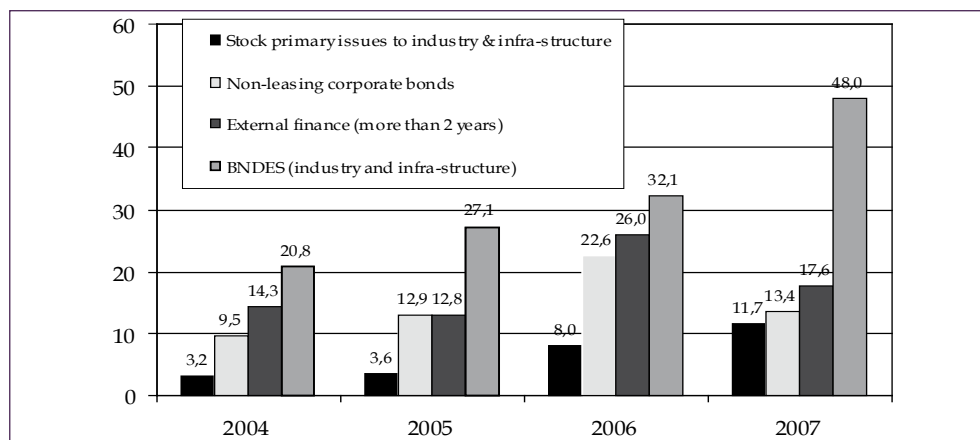
Aunque el sector bursátil brasileño aumentó durante el período 2004-2007 sigue siendo una reducida fuente de financiamiento de largo plazo. Por su parte, los bonos empresariales primarios, aumentaron de R\$10.5 mil millones a R\$69.5 mil millones entre 2004 y 2006, lo cual se explica por la disminución de la tasa de interés, los estímulos fiscales a la extensión de los vencimientos de los fondos de inversión, y los esfuerzos para mejorar la transparencia en los mercados de bonos. Sin embargo, alrededor de 70% de las emisiones de bonos en 2006 y 2007 estuvieron relacionadas con empresas de arrendamiento financiero, la mayoría de ellas dirigidas por importantes conglomerados financieros (BNDES, 2007). Es más, los bonos empresariales no arrendatarios se concentran en pocas empresas (las 3 principales fueron responsables de 40% del volumen de emisiones en 2006) y en algunos sectores (especialmente telecomunicaciones, energía eléctrica, extracción de minerales).

El financiamiento del BNDES a la industria e infraestructura pasó de R\$26.1 mil millones a R\$48.0 mil millones entre 2005 a 2007, es decir, casi se multiplicó. De hecho, el BNDES aumentó su ámbito de acción dentro del financiamiento a diferentes sectores, especialmente a las industrias más intensivas

en capital (acero, papel y celulosa, industria petroquímica, energía eléctrica y transporte). De acuerdo con información del IEDI (2008), la proporción de fondos del BNDES al financiamiento empresarial ha sido mayor en los sectores no comercializables que los sectores comerciables durante el período 2006-2007, probablemente debido a la mayor relevancia que tiene el financiamiento a infraestructura.

Como es sabido, el BNDES tenía una importancia primordial en el financiamiento a largo plazo para la industria y la infraestructura durante los años sesenta y setenta. Durante los noventa su papel se redujo a operar los programas de privatización (siderurgia, telecomunicaciones, energía eléctrica, etcétera) Pareciera que este banco público tiene de manera creciente un papel mayor en el financiamiento de largo plazo a las empresas en Brasil.

**Gráfica 8**  
Fuente de financiamiento de largo plazo  
(R\$ billion)



Fuentes: BNDES (2008, p. 5) con información de ANBID, BCB, Bovespa, BNDES, CVM y Económica.

### Conclusiones

En este trabajo se analizó el reciente auge de crédito en Brasil, poniendo especial atención en el financiamiento empresarial de largo plazo. Se mostró que hay una reducida profundización financiera, medida con base en el crédito al sector privado en relación al PIB y, la tasa de capitalización (con relación al PIB), comparativamente a otras regiones. En particular, Brasil tiene una alta tasa de activos bancarios/PIB, en general superior a otros países de América Latina, debido a la sofisticación de su sector bancario, aunque presenta

(como la mayoría de los demás países de América Latina) tienen bajo nivel de crédito con relación al PIB. Sin embargo, debe resaltarse que el margen bancario de América Latina es alto en comparación con los países desarrollados, particularmente Brasil. Ello explica la baja oferta de crédito.

Sin embargo, recientemente se ha podido observar un importante crecimiento del crédito en Brasil, debido a la reducción de las tasas de interés y al crecimiento económico. Sin embargo, ese auge se refiere más a crédito de corto plazo, lo que refleja una conducta bancaria con alta preferencia por la liquidez. Por su parte, la inversión ha sido financiada con fondos propios de las empresas y por fondos públicos (principalmente del BNDES). Una vez que la inversión se acelera, se puede esperar que las necesidades de financiamiento de largo plazo se incrementen más rápido que la velocidad de las ganancias retenidas, lo que significa que las empresas deben aumentar su apalancamiento (fondos externos).

Por consiguiente, el desarrollo del mercado de bonos es esencial para el apoyo financiero de la inversión en las economías emergentes. En las economías sin mercados robustos de bonos, las tasas de interés determinadas por los bancos no son competitivas, por tanto, pueden no reflejar el verdadero costo de oportunidad del capital. Este tipo de economías carecen de una determinada estructura de las tasas de interés que refleja con exactitud el costo de oportunidad de fondos de cada vencimiento (Herring y Chatusripitak, 2000). Bajo estas condiciones, los bancos pueden coludirse al establecer las tasas de interés o pueden fijarlas teniendo en cuenta las tasas que fija el gobierno. Sin embargo, el desarrollo de los mercados de acciones y valores de Brasil depende fundamentalmente de la estabilidad macroeconómica que descansa sobre la estabilidad de precios, la estabilidad financiera y menores volatilidades de la producción.

La reciente respuesta a la presión inflacionaria por parte del Banco Central de Brasil de aumentar de nuevo los tipos de interés (2008) ha provocado la disminución de los precios de las acciones de los bonos y, quizá, en la inversión ha suscitado preocupación por el reciente crecimiento en estos mercados y también en la tasa de inversión. Bajo esas condiciones, las finanzas corporativas de largo plazo dependerán aún más de los fondos públicos (incluidos los BNDES).

## Bibliografía

Afanasiyeff, T.S., Lhacer, P.M., Nakane, M.I., 2002, "The determinants of bank interest spread in Brazil". *Money Affairs* XV, 183-207.



- Belaisch, A. (2003), "Do Brazilian banks compete?" *IMF Working Paper* 03/113, Mayo.
- BNDES (2007), "Debêntures batem recorde, mas emissões estão concentradas". *Visão do Desenvolvimento* núm. 27, Abril.
- BNDES (2008), "Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil". *Visão do Desenvolvimento* núm. 51, Agosto.
- Brock, P.L., Suarez, L.R., 2001, "Understanding the behavior of bank spreads in Latin America", *Journal of Development Economics* 63, 113-134.
- Carvalho, F.C., Paula, L.F. y Williams, J. (2009), "Banking in Latin America". In A. Berger, P. Molyneux y J. Wilson (Eds), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press, 2008 (próxima publicación).
- Dages, B.G., Goldberg, L. y Kinney, D. (2000), "Foreign and domestic bank participation in emerging markets: lessons from Mexico and Argentina", *FRBNY Economic Policy Review*, 17-36.
- Domanski, D. (2005), "Foreign banks in emerging market economies: changing players, changing issues", *BIS Quarterly Review*, 69-81, Diciembre.
- Herring, R. and Chatusripitak, N. (2000), "The case of missing market: the bond market and why it matters to financial development", *Wharton Financial Institutions Center Working Paper Series* núm. 01-08.
- BID-Banco Interamericano de Desarrollo (2005), *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*. Washington: BID.
- IEDI (2008). "O financiamento das empresas de capital aberto". *Carta IEDI* núm. 317.
- FMI-Fondo Monetario Internacional (2001), *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington, FMI.
- IPEADATA (2008), [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) (access in August 2008).
- Jeanneau, S. (2007), "Banking systems: characteristics and structural changes". *BIS Papers* núm. 33, Febrero.
- Paula, L.F. y A. J. Alves. Jr. (2003), "Banking behaviour and the Brazilian economy after the Real Plan: a Post-Keynesian approach", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, núm. 227, pp. 337-365.
- Paula, L.F. y A. J. Alves. Jr. (2007), "Los determinantes y efectos de la entrada de bancos extranjeros en Argentina y Brasil: Un análisis comparativo", *Investigación Económica*, LXVI (259): 63-102.
- Sidaoui, J. (2006), "The Mexican financial system: reforms and evolution 1995-2005", *BIS Papers* núm. 28, agosto.
- Singh, A., Belaisch, A., Collyns, C., De Masi, P., Krieger, R., Meredith, G. and Rennhack, R. (2005), "Stabilization and reform in Latin America: a macroeconomic perspective since the early 1990s", *IMF Occasional Paper* 238.