

Impactos de la crisis internacional en Brasil: la contracción del crédito bancario privado*

María Cristina Penido de Freitas**

*Introducción****

La quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, marca una transformación de la crisis financiera internacional, iniciada en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo a mediados del 2007, en una crisis global sistémica. Por un lado, el aumento de la aversión al riesgo y la preferencia absoluta por la liquidez en las principales economías avanzadas, desencadenó un movimiento generalizado de fuga hacia mejores opciones por parte de los inversores globales y la virtual interrupción de las líneas externas de crédito comercial, generando la abrupta desvalorización de las monedas de varias economías. Por otro lado, la fuerte retracción de la actividad económica de las economías centrales asociada al movimiento de desinversión del sistema financiero y de deflación de los activos, que se tradujo en un menor dinamismo del comercio mundial.

El propósito de este artículo es debatir, a partir del marco teórico poskeynesiano, los impactos de la crisis internacional en la economía brasileña, con énfasis en la

* La autora agradece los comentarios y sugerencias de Marcos Antonio Macedo Cintra, responsabilizándose por los errores y omisiones que pudieran haberse cometido.

** Doctora en Economía por la Universidad de París XIII y miembro del Núcleo de Investigación Moneda, Finanzas y Desarrollo Económico de la PUC-SP. Actualmente es consultora del Grupo de Coyuntura de Fundap e investigadora becaria de Cecon-IE-Unicamp.

*** Traducción: Eduardo Madrid (IDEHESI/IIHES).

virtual paralización del mercado de crédito bancario doméstico a partir de setiembre de 2008. Los argumentos están sustentados a partir de tres hipótesis de interpretación.

La primera es que, en el reciente ciclo del crédito, la dinámica competitiva condujo al surgimiento de prácticas de alto riesgo en el sistema bancario brasileño, tales como los depósitos a plazo con liquidez diaria y los préstamos a las empresas asociados a las operaciones de derivados del dólar, cuyo potencial desestabilizador se produjo por la reversión de las expectativas ante el agravamiento de la crisis financiera internacional y sus efectos de contagio sobre las economías periféricas, entre las cuales se encuentra Brasil. En otras palabras, la subestimación de riesgos que caracteriza la actividad bancaria en la fase de auge potenció los impactos de la crisis internacional en la economía brasileña.

El exceso de prudencia en la fase de reversión es también la característica intrínseca de las actividades bancarias con fines lucrativos. Sin embargo, en el caso brasileño, y ésta es la segunda hipótesis, el conservadurismo de los bancos en la fase de retracción está exacerbado por el plazo relativamente corto del crédito y por la existencia de cuasi moneda, y títulos públicos líquidos y rentables de bajo riesgo que permiten una rápida recomposición de sus carteras. Con la reversión de las expectativas asociada al agravamiento de la crisis internacional, y sus repercusiones sobre la economía mundial, los bancos privados reaccionaron con un exceso de prudencia ocasionando, en un movimiento de recolocación de portafolio, una fuerte contracción del crédito, contribuyendo a una rápida desaceleración de la actividad económica.

La tercera hipótesis es que la retracción en la actividad económica durante el último trimestre, debida a la contracción del crédito, podría haber sido morigerada si el Banco Central de Brasil (BCB), tuviese, por ejemplo, a los bancos centrales de las economías avanzadas, reaccionando, de manera oportuna, al deterioro de las expectativas de los agentes y a la "acumulación de la liquidez" en el mercado interbancario. Aferrado a su mandato de custodia de la estabilidad, y con un diagnóstico equivocado de que la economía brasileña estaba creciendo por encima de su "potencial", la autoridad monetaria no percibió la gravedad de la desaceleración en curso en las economías avanzadas y sus implicancias para la economía brasileña. No sólo sostuvo el objetivo de mantener inalterable una tasa básica en el último trimestre del año, sino que también demoró en administrar, de manera efectiva, el problema de iliquidez de los bancos pequeños, contribuyendo así a acelerar el ingreso de la economía brasileña en la recesión.

El artículo está organizado de la siguiente forma. La primera sección presenta, de manera breve, el marco teórico del análisis. La segunda sección traza el panorama general del ciclo reciente de expansión del crédito bancario en Brasil, destacando sus principales condicionantes. La tercera sección analiza el impacto de la crisis internacional en el mercado de crédito brasileño. En la cuarta y última sección, el objetivo recae sobre la gestión del Banco Central de Brasil ante impacto de la crisis.

1. *Dinámica de la competencia y ciclo del crédito*

En la economía capitalista, entendida como economía monetaria de producción, el sistema bancario actúa como un agente libre en la concesión del poder de compra mediante la anticipación del gasto (en consumo y en inversión). Además de la función de intermediación financiera, los bancos crean moneda al conceder crédito, en tanto parte integrante de una organización institucional particular que es el vasto sistema de pagos jerarquizado y organizado en torno al banco central.

Al crear moneda como contrapartida a la concesión del crédito, bajo la forma de reconocimiento de deuda contra sí mismos, los bancos liberan a la sociedad del anclaje de la acumulación previa de recursos y juegan un papel clave en la ampliación del nivel de las inversiones. Sin embargo, los bancos actúan teniendo como base las expectativas con relación al futuro en un mundo de incertidumbre e irreversibilidad. De este modo, cuando amplían el crédito, operan de acuerdo a sus propios intereses sobre el estado de los negocios, el desempeño de la economía, sus perspectivas de rentabilidad y riesgo de los tomadores, exigiendo de éstos un margen de garantía definida a partir del valor colateral de los préstamos, y de las ganancias actuales y prospectivas del negocio a ser financiado.

Aunque tengan una naturaleza particular y específica, los bancos son igualmente empresas innovadoras y dinámicas en su búsqueda por ampliar sus ganancias. La subordinación a la lógica de valorización de la riqueza significa que los bancos compiten entre ellos, y con otras instituciones financieras, para la obtención de poder en el mercado y de mayores ganancias en los diferentes mercados financieros, sea doméstico o internacional.¹ Las estrategias de competencia adoptadas por los bancos en la eficiente administración de sus activos y pasivos siempre tiene como objetivo obtener las mayores ganancias posibles, conciliando la rentabilidad con la liquidez de las inversiones financieras. Asimismo, no existe ninguna garantía que esas estrategias serán exitosas, dado que, como lo demostró Keynes, las decisiones económicas son siempre, en razón de la incertidumbre, una apuesta arriesgada con relación al futuro. De este modo, la actividad de los bancos afecta no sólo el volumen y la distribución de las finanzas, sino también el comportamiento cíclico de los precios, los ingresos y el empleo. (Minsky 1986, p. 226).

1. Se adopta aquí la noción de competencia como proceso dinámico, presente en Marx y en Schumpeter. La noción de competencia como proceso dinámico, en el cual las oportunidades de mercado son exploradas continuamente por los empresarios en su búsqueda por mayores ganancias, se contrapone a la noción estática de competencia como una estructura de mercado, predominante en la teoría económica. En la actividad bancaria, el proceso de competencia capitalista asume rasgos particulares, en razón de la naturaleza específica de los bancos y del papel único que desempeñan como creadores de moneda de crédito. Sobre este punto, véase Freitas (1997).

La búsqueda implacable de la valorización de la riqueza, en un mundo de incertidumbre e irreversibilidad, hace que los bancos no respondan pasivamente ni a la demanda o preferencia de los demás agentes por préstamos y utilidades bancarias, ni al mando del banco central. En ciertas circunstancias, este último, que ocupa el máximo nivel de la jerarquía monetaria, puede tener sus objetivos de gestión de liquidez de la economía contrariados por las estrategias adoptadas por los bancos en la administración de sus activos y pasivos, con el objetivo de ampliar las ganancias, procurando conciliar la rentabilidad con la liquidez de sus inversiones financieras. Los bancos pueden dificultar tanto la concretización de la decisión de la autoridad monetaria para ampliar las condiciones de liquidez, como la acción restrictiva de liquidez. En el primer caso, pueden utilizar las reservas adicionales para transacciones específicamente financieras sin impactar en la renta monetaria, ocasionando un estancamiento de la liquidez, que puede comprometer los negocios no sólo de los agentes económicos no financieros, sino también a los bancos de menor peso. En el segundo caso, como ha sido destacado por Minsky (1984 y 1986), los bancos pueden desarrollar nuevos instrumentos financieros que sustituyen, al menos parcialmente, los activos monetarios bajo restricciones.

Como todos los demás agentes económicos capitalistas, los bancos tienen preferencia por la liquidez y expectativas con relación al futuro, las cuales orientan sus estrategias en la búsqueda incesante de valorización. En ese sentido, ellos administran activamente los dos aspectos del balance y utilizan tanto los ítems contables, como las transacciones fuera del balance. Como el objetivo de los bancos para mantenerse líquidos depende de sus consideraciones optimistas o pesimistas sobre el estado de los negocios a lo largo del ciclo económico, la evolución del crédito tiende a ser procíclica, sobre todo si el sistema bancario estuviese esencialmente constituido por instituciones privadas con fines lucrativos.

Las expectativas de los bancos respecto a la situación de los negocios a lo largo del ciclo económico pueden conducir a la toma excesiva de riesgos, al financiamiento de actividades especulativas y/o al racionamiento del crédito, con efectos adversos sobre el crecimiento económico. De este modo, durante los períodos de expectativas optimistas los bancos, presionados por la competencia, otorgan crédito sin exigir garantías seguras, en tanto los deudores pagan sus débitos mediante la emisión de nuevas deudas. La expansión del endeudamiento se hace entonces con riesgos subestimados. Esto es porque en la búsqueda incesante de valorización, un banco que adopte un comportamiento más prudente *vis-à-vis* frente a sus rivales, se arriesga a perder una porción del mercado.

El refinanciamiento continuo de la deuda pasadas mediante el relajamiento de los márgenes de seguridad de los contratos, torna posible la aparición de estructuras patrimoniales inestables a lo largo del ciclo económico. De acuerdo con la hipótesis de inestabilidad financiera formulada por Minsky, esa inestabilidad surge en la medida en que los flujos de rendimientos esperados no son los suficientes para valorizar las obligaciones asumidas cuando las innovaciones favore-

cen el aumento de las inversiones y de las ganancias, ya sea en virtud de la frustración de las expectativas o por la elevación igualmente inesperada de las tasas de interés.

En contraste, cuando las expectativas se deterioran, los bancos tienden a contraer el otorgamiento del crédito, reduciendo las líneas y plazos, elevando los intereses y las exigencias de garantías. Del mismo modo que la toma excesiva de riesgo por los bancos en la fase de auge, cuando buscan ampliar su participación en el mercado, la prudencia en la fase de reversión es la característica intrínseca de las actividades bancarias con fines lucrativos. Sin embargo, al contraer el crédito, reduciendo o no renovando las líneas, los bancos contribuyen a la fragilidad financiera de sus clientes, generando un ciclo vicioso de aumento del incumplimiento y de la aversión al riesgo. En ciertas circunstancias, los bancos deciden racionar fuertemente el crédito reduciendo el crecimiento económico, o conduciendo al retroceso de la producción y de las inversiones.

Como lo demostró Keynes en uno de sus artículos sobre la crisis de 1929, los bancos pueden presentar un comportamiento miope cuando predominan las expectativas pesimistas. En tales circunstancias, los banqueros procuran reducir sus exposiciones a los riesgos de manera tan abrupta que, sin percibirlo, amenazan su propia solidez, dado que tal actitud puede conducir a la quiebra de sus deudores. Esta miopía está en el origen de un círculo vicioso de aumento del incumplimiento y de la deflación de las deudas y de los precios de los activos (Keynes, 1931).

Para limitar la inestabilidad inherente al sistema bancario, las autoridades intentan imponer reglas de prudencia para el funcionamiento de los bancos, que se aplican sobre la composición y la calidad del crédito, y sobre los niveles de endeudamiento, entre otros. Mientras tanto, con las innovaciones financieras, los bancos intentan eludir todo tipo de control. Los nuevos instrumentos y procedimientos contribuyen a ampliar la complejidad de las estructuras financieras y las relaciones entre los deudores y los acreedores. El resultado, como acertadamente señala Minsky, es el aumento de la inestabilidad de la economía.

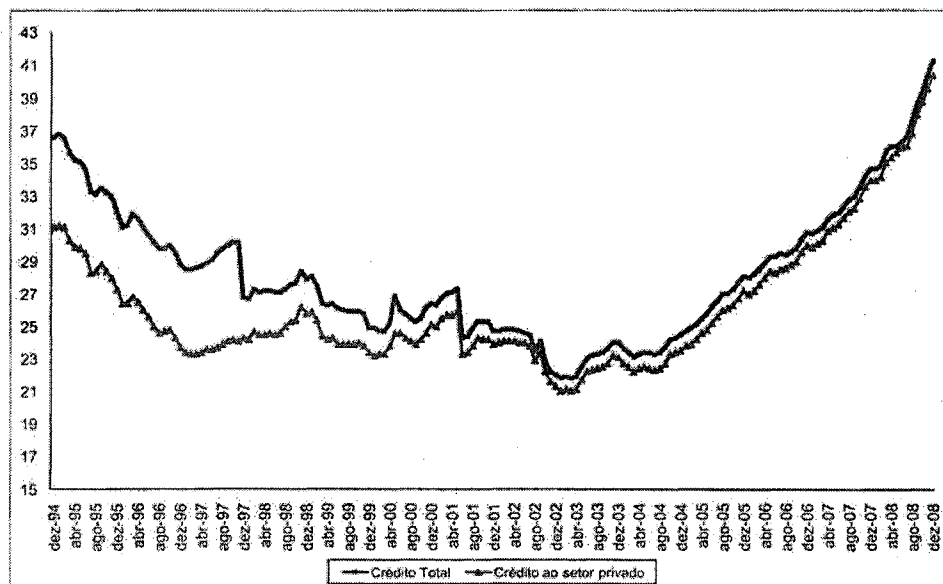
2. *El reciente ciclo del crédito en Brasil*

Desde la adopción del Plan Real, a mediados de 1994, el ámbito de la competencia del sistema bancario brasileño pasó por importantes transformaciones, que se tradujeron en el aumento de la solidez de las instituciones y en el avance del grado de sofisticación.² Sin embargo, hasta 2002, el sistema no mostró cambios en su manera de operar con relación al patrón de los años de alta inflación, manteniendo una elevada preferencia por la liquidez. A excepción de un corto período

2. Ese movimiento estuvo condicionado por un amplio conjunto de factores de naturaleza macroeconómica, estructural y regulatoria. Para mayores detalles, véase Freitas (2007a).

de expansión del crédito después del Plan Real (véase gráfico 1), los bancos continuaron priorizando las aplicaciones en títulos públicos *vis-à-vis* al otorgamiento de créditos. Después de haber alcanzado el 36,8% del PBI en enero de 1995, el crédito bancario correspondía a apenas el 22% del PBI en diciembre de 2002.

GRÁFICO 1
Evolución del saldo de las operaciones de crédito bancario
como porcentaje del PBI



Fuente: Banco Central de Brasil. Elaboración propia.

El ciclo actual de la expansión del crédito se inició, entonces, en los primeros meses de 2003, cuando los bancos comenzaron a expandir la oferta de crédito al sector privado, con la expectativa de ampliar sus posiciones en el mercado y sus márgenes de ganancia.³ Este cambio en la composición del portafolio de los bancos sucedió cuando se produjo una combinación de dos elementos: por un lado, la confirmación y garantía de que no habría alteración en la política económica del nuevo gobierno; por otro lado, la menor volatilidad macroeconómica, resultado de la mejora de las cuentas externas, en el contexto internacional favorable vigente a partir de entonces, tanto en términos del comercio exterior como de las condiciones de liquidez para los países periféricos. Este escenario de menor volatilidad macroeconómica y de expectativas de reducción en las tasas de interés, junto a la

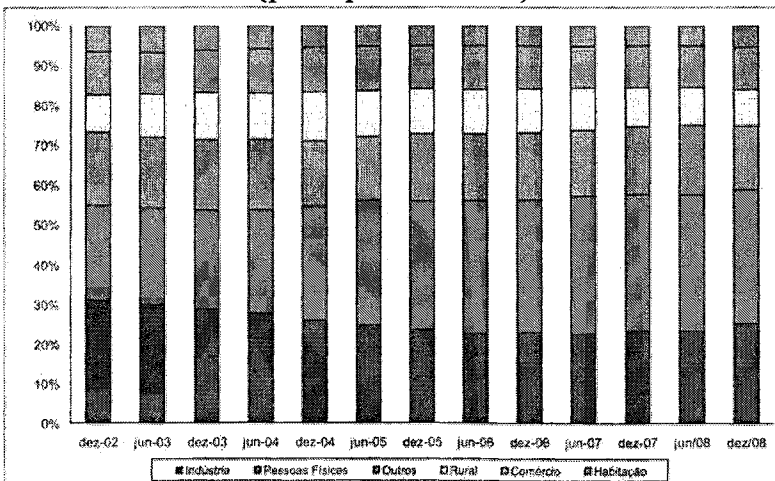
3. Sobre el reciente ciclo de crédito y sus determinantes, véanse, entre otros, Cintra (2006), Oliveira (2006) y Freitas (2007b).

consecuente disminución de las ganancias con las operaciones de tesorería, indujo a los bancos a redefinir sus estrategias operativas, priorizando la expansión del crédito.

Los bancos identificaron en la ampliación del crédito a las personas físicas como un enorme potencial de ganancias, frente a las expectativas optimistas respecto a la recuperación del empleo y de los ingresos durante el gobierno del presidente Luis Inácio Lula da Silva. Para las instituciones financieras, el crédito a las familias es mucho más fácil de ser evaluado que el crédito empresarial, que exige un mayor conocimiento de los negocios, análisis financiero y monitoreo de las actividades de las corporaciones. Al mismo tiempo, como las tasas de interés aplicadas en el segmento de las personas físicas son más altas, las operaciones de crédito personal son también muy rentables.

La recuperación del crédito en el segmento de las personas físicas se inició antes de las primeras señales de recuperación del poder de compra de los consumidores. La mayor disposición para tomar créditos, aun siendo las tasas de interés todavía elevadas, reflejó, por un lado, expectativas favorables de los consumidores con relación al desempeño futuro de la economía y, por otro, la necesidad de actualizar la compra de bienes durables. La participación del crédito de las personas físicas en el stock total de las operaciones de crédito del sistema financiero comenzó a aumentar en 2003, tendencia que se reforzó con la ampliación de la tasa de rendimiento a partir de 2004 y se mantuvo hasta 2007 (véase gráfico 2). Como proporción del PBI, el crédito a las personas físicas pasó del 6,0% en diciembre de 2002 al 13,1% en 2008.

GRÁFICO 2
Crédito al sector privado por sector de actividad económica
(participación relativa)



Fuente: Banco Central de Brasil. Series temporales. Elaboración propia.

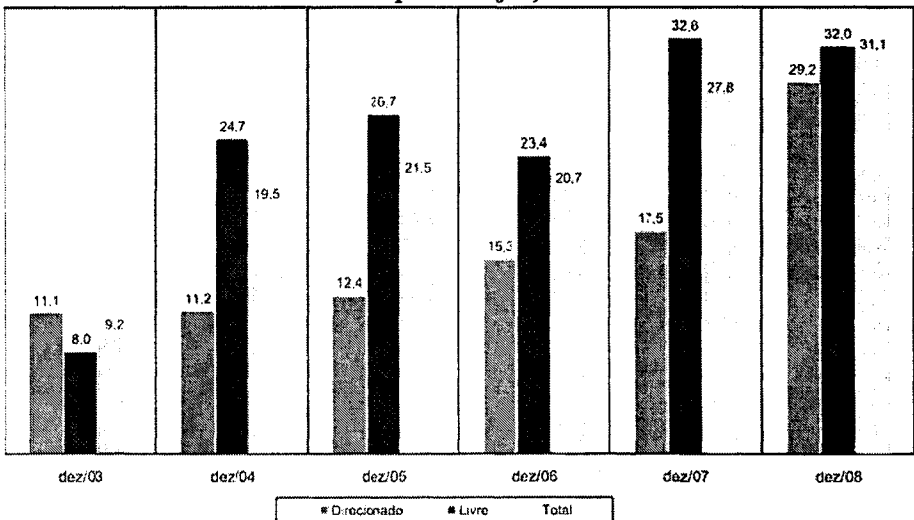
Impulsada por la expansión del crédito a las personas físicas, la ampliación del crédito se dio, sobre todo, en el segmento de recursos libres, que corresponde al crédito que puede ser colocado a criterio del agente financiero con tasas libremente pactadas entre las partes.⁴ El volumen de crédito con recursos libres creció a una tasa promedio anual del 24,6% desde 2003, mientras que las operaciones de crédito con recursos dirigidos, cuyas tasas activas están fijadas por el Consejo Monetario Nacional, registraron una variación promedio anual del 15,1% (véase gráfico 3). Esta discrepancia en el ritmo de expansión del crédito dirigido *vis-à-vis* al crédito con recursos libres se explica por el carácter anticíclico de este último en Brasil. Teniendo como anclaje los recursos de ahorros obligatorios (FAT y FGTS), fondos constituidos y exigibles sobre depósitos a la vista y de ahorro, el crédito dirigido no compite con el crédito libre. En otras palabras, su concesión no aumenta tanto el crédito con recursos libres en las etapas de expansión. Sin embargo, en la etapas de contracción de los financiamientos, él sustenta, al menos para los sectores más sensibles, un volumen mínimo de crédito.⁵

La expansión de los préstamos con recursos libres a las personas físicas estuvo vinculada, desde el inicio de la fase de expansión del ciclo, a las modalidades de crédito personal, a la adquisición de vehículos y tarjetas de crédito. El crédito personal, que incluye las operaciones con créditos consignados⁶, contribuye en

-
4. En Brasil, el mercado del crédito está compuesto por dos segmentos: el de recursos libres y el de recursos dirigidos. En el primero, el crédito puede ser colocado a criterio del agente financiero con tasas libremente pactadas entre las partes. En el segmento dirigido, que opera recursos con exigencias sobre los depósitos bancarios (a la vista y de ahorros) y de los fondos parafiscales, las tasas activas están fijadas por el Consejo Monetario Nacional.
 5. El comportamiento anticíclico del crédito dirigido, en general bajo responsabilidad de las instituciones públicas, es reconocido hasta por los mismos economistas conservadores, y ha sido comprobado en innumerables estudios empíricos. Aunque no es específico sobre el crédito dirigido, el estudio realizado por Micco y Panniza (2004) encontró evidencias de que los préstamos de los bancos públicos son menos procíclicos que los de los bancos privados, y que no hay diferencia significativa entre los bancos privados nacionales y los extranjeros. Cubriendo cinco mil bancos, localizados en 27 países industrializados y 92 países en desarrollo en el período 1995-2002, los autores constatan también que el ciclo del crédito bancario es mucho mayor en los países en desarrollo que en los países desarrollados. Esto refuerza la importancia del crédito dirigido en las economías en desarrollo. Sin embargo, en Brasil, economistas liberales y técnicos del Banco Central consideran que el crédito dirigido representa una distorsión en el mercado de crédito, dado que contribuye al encarecimiento del costo del crédito en el segmento libre del mercado. Sobre este punto, véase Cintra (2006) y (2007) y Freitas (1997b).
 6. Nota del traductor: en Brasil se denominan consignados a los créditos otorgados a los consumidores con descuentos en recibo de haberes.

promedio a casi la mitad del crecimiento de los préstamos concedidos en ese segmento.⁷ Desde el punto de vista de las instituciones bancarias, la modalidad del crédito otorgado con recibos de haberes presenta la ventaja del pago puntual y con garantía del servicio de la deuda. Como contraparte, el tomador obtiene crédito a tasas de interés mucho más bajas que las vigentes en otras modalidades de crédito a las personas físicas. El costo menor de esta modalidad de crédito les permitió a las familias ampliar el consumo, así como transferir deudas, utilizando los recursos para disminuir financiamientos de costo más elevado (como tarjetas de crédito o cheques especiales). También ejercieron gran influencia en la expansión del crédito a las personas físicas las operaciones de compra de vehículos, que ofrecen la garantía de la transferencia fiduciaria. Por permitir la rápida recuperación de los bienes, este mecanismo reduce el riesgo del crédito y permite la reducción de la prima de riesgo cobrada por las instituciones financieras.

GRÁFICO 3
Crédito al sector privado por origen de los recursos.
(Tasa de crecimiento del saldo con relación al mismo mes del año anterior, en porcentajes)



Fuente: Banco Central de Brasil, Series temporales. Elaboración propia.

7. La regulación del crédito concedido en los recibos de haberes, de trabajadores activos e inactivos, en diciembre de 2003, dio impulso adicional a la ampliación del crédito para las personas físicas. Introducida por la Medida Provisoria N° 130 del 17-09-2003, posteriormente convertida en Ley 10.820 del 17-12-2003, la modalidad de préstamos otorgados en recibos de sueldos y jubilaciones creció vertiginosamente, alcanzando el volumen de R\$ 9,7 mil millones en diciembre de 2003. Desde entonces, el crédito consignado viene ampliando continuamente su participación en el total del crédito

La disposición de las familias para ampliar el endeudamiento también fue estimulada por la estrategia de las grandes cadenas de comercio minorista, luego imitadas por los bancos y sus financieras, de alargar los plazos de las operaciones de crédito al consumidor. Este alargamiento, al reducir significativamente los valores de las cuotas, contribuyó para disminuir los incumplimientos, sobre todo en un escenario de aumento del ingreso de la población y, en menor escala, de la suba del empleo. El plazo promedio de las operaciones con personas físicas subió de 308 días, en enero de 2004, a 488 días en diciembre de 2008. Este relativo estiramiento de los plazos posibilitó la expansión del crédito aun en un escenario de tasas de interés nominales (y reales), en promedio, extremadamente altas.

Con la fuerte expansión en el período 2003-2008 (véase gráfico 4), el crédito bancario con recursos libres destinado a las personas físicas alcanzó a R\$ 272 mil millones en diciembre de 1998 (R\$ 82 mil millones en junio de 2003). De una participación del 35% en el total del crédito con recursos libres, los préstamos a las personas físicas se aproximaron al porcentual correspondiente a los préstamos a las personas jurídicas, alcanzando un tope máximo de 48% en junio de 2007 contra el 51% de las personas jurídicas. Desde entonces, con el avance del crédito corporativo a un ritmo más intenso, la participación de las personas físicas en el total del crédito con recursos libres declinó, cayendo al 41% en diciembre de 2008.

En 2008, con la elevación del nivel de la actividad económica y la continuidad del aumento de las inversiones iniciada en 2007, las operaciones con el sector empresarial, en particular las empresas industriales, asumieron el liderazgo de la expansión del crédito en el sector privado (gráfico 4).⁸ En términos nominales, el saldo de las operaciones de crédito para las personas jurídicas creció un 38,1% en 2008 (contra 30,2% en 2007), en tanto el saldo de las operaciones para personas

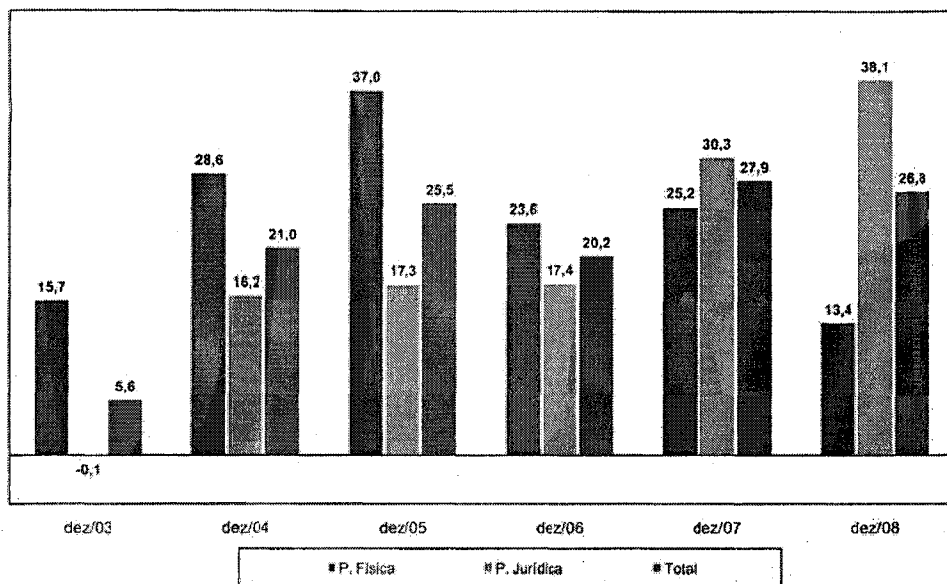
personal, pasando del 35,5% en diciembre de 2003 al 62% en junio de 2008. Se trata de una innovación fomentada por el gobierno, con la intención de favorecer la reducción del costo de los préstamos, y representó una nueva oportunidad del negocio financiero que los bancos menores supieron aprovechar, conquistando importantes franjas de este nuevo segmento (Freitas, 2007a).

8. En contraste, se observa, por primera vez en el ciclo actual, el retroceso del crédito a las personas físicas en razón del menor dinamismo de los préstamos para la compra de bienes y del crédito personal, sobre todo en la modalidad de consignados. La suba del Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF), que incide sobre los financiamientos directos al consumidor, la reducción del 30% al 20% por el INSS del límite para el descuento en los recibos de haberes de los préstamos a los residentes en enero, así como los aumentos consecutivos de los objetivos de la tasa Selic entre abril y septiembre, explican por qué esas modalidades, que venían liderando la ampliación del crédito con recursos libres, perdieron peso en 2008. En el caso de los créditos en consignación, los márgenes más estrechos en razón de la elevación de la Selic, y problemas con la liquidación anticipada del crédito, llevaron a varios bancos a rever sus estrategias de mercado en ese segmento.

físicas se desaceleró bruscamente, pasando de una tasa promedio del 25,2% en 2007 a apenas el 13,4% en 2008.

GRÁFICO 4

Evolución del crédito con recursos libres: variación frente al mismo mes del año anterior (en porcentajes)



Fuente: Banco Central de Brasil. Series temporales. Elaboración propia.

En un contexto de crecimiento de la capacidad productiva de la economía y mayor dinamismo de la demanda interna de bienes y servicios, el financiamiento al capital de giro de las empresas fue la modalidad de crédito a las personas jurídicas que más creció en 2009. El saldo de esas operaciones pasó de R\$ 97,4 mil millones en diciembre de 2007 a R\$ 169 mil millones en diciembre de 2008, con una variación anual del 74,4%. A lo largo de 2008, también creció a ritmo acelerado la modalidad de crédito para las personas jurídicas "cuenta garantida". Esta línea de crédito con límites preaprobados, de costo extremadamente alto y cortísimos plazos (una especie de cheque especial corporativo), es utilizada por las empresas ante una emergencia, para cubrir eventuales desfases de plazos entre los ingresos y pagos de obligaciones.

En el mayor dinamismo del crédito con recursos libres hacia el sector empresarial contribuyeron varios factores interrelacionados. Por el lado de la demanda, la aceleración del ritmo de crecimiento de la economía brasileña a partir del segundo trimestre de 2007, y el consecuente estímulo a las decisiones de producción

corriente y de ampliación de la capacidad productiva, que exigen recursos de terceros, impulsó la contratación del crédito bancario, sobre todo en la modalidad de capital de giro, utilizada para atender las necesidades de flujo de caja.

Además de esto, varias empresas brasileñas y multinacionales que contaban con otras fuentes de financiamiento acudieron al mercado de crédito bancario doméstico en 2008 en virtud de la continua profundización de la crisis financiera internacional. La crisis generó un sensible deterioro en términos de costo y plazo para la captación de las grandes empresas (y bancos) en el mercado internacional. Sustituyendo, por lo menos en parte, su captación en el mercado internacional de capitales, las grandes empresas ampliaron los contratos de préstamos para capital de giro en el mercado doméstico en volúmenes crecientes y plazos más largos.

El deterioro de las condiciones financieras en las economías centrales, marcada por la fuerte deflación de los activos, contribuyó también al menor dinamismo del mercado de capitales brasileño, y en particular a una brutal retracción del mercado accionario primario. Para cubrir pérdidas en sus países de origen, los inversores extranjeros se deshicieron de sus posiciones en el mercado de capitales doméstico. La salida de esos inversores desalentó la realización de ofertas públicas iniciales (IPO, en la sigla en inglés) y emisiones adicionales (véase gráfico 5).⁹

De todas maneras, dos decisiones de política económica, que apuntaban a frenar el crédito y desacelerar la expansión de la economía para contener presiones inflacionarias, contribuyeron a un menor dinamismo del mercado doméstico de capital en 2008, al elevar el costo de captación de las empresas mediante la emisión de títulos de deuda directa. La primera de ellas fue la decisión, en el mes de enero, de la toma compulsiva de los depósitos bancarios de las empresas de *leasing*, que captaban recursos para sus controladores bancarios mediante la emisión de debentures.

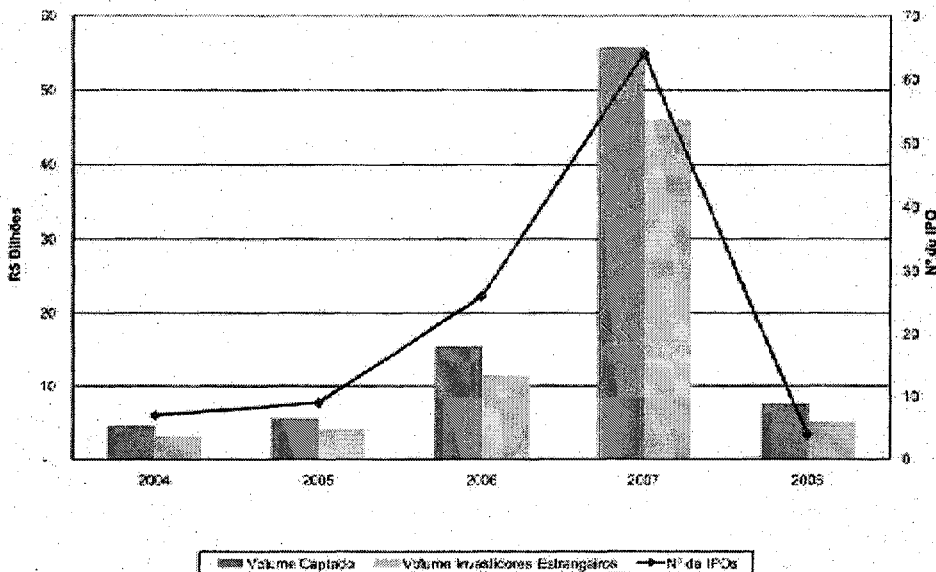
Esta medida obligatoria generó la retracción de las emisiones de debentures por parte de las empresas de *leasing*, y en el enfriamiento de la competencia entre los grandes bancos para la captación de recursos mediante certificados de depósito a plazo (CDB), lo que se tradujo en la suba de los intereses ofrecidos a los

9. No obstante el gran dinamismo registrado en el trienio 2005-2007, el mercado de capitales en Brasil todavía no se consolidó como fuente alternativa efectiva de financiamiento para las empresas. En particular, la capitalización del mercado accionario brasileño todavía es incipiente, aun si lo comparamos con el de los países de grado de desarrollo semejante al de Brasil. Además, la oferta de recursos en ese mercado permanece extremadamente vulnerable a las oscilaciones del ciclo internacional de liquidez y a los humores de los inversores extranjeros, que se traduce en una fuerte volatilidad de las cotizaciones. Sobre el desempeño del mercado de capitales brasileño, véase la Nota Técnica do Grupo do Cojuntura *O mercado de capitales brasileiro em 2008: os impactos da crise financeira*. Disponible en <http://www.fundap.sp.gov.br>

clientes y en el ofrecimiento de liquidez diaria para los depósitos hasta dos años después del plazo inicial de dos a tres meses.¹⁰ El aumento de los intereses de los CDB presionó hacia el alza a las tasas de interés de los instrumentos de deuda directa emitidos por las empresas no financieras en el mercado de capitales, como los debentures y títulos nominales, así como elevó el costo de captación de los bancos medianos y pequeños.

GRÁFICO 5

Evolución en el número de Oferta Pública Inicial (IPO) y en el volumen de recursos captados, 2004-2008



Fuente: Bovespa, <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Elaboración propia.

La segunda medida, la suba de la meta de la Selic a partir de abril, reforzó esa disputa por recursos en el mercado doméstico de capitales. Al ampliar la rentabilidad de los títulos públicos federales, el alza de la tasa de interés desencadenó la recolocación de las carteras de aplicaciones financieras, especialmente de los inversores institucionales, en detrimento de las acciones y títulos de deuda privada, acarreado el aumento del costo de captación de las empresas y de los bancos, sobre todo, los de tamaño mediano y pequeño. Para las empresas más pequeñas,

10. Como estrategia competitiva de alto riesgo, el ofrecimiento de liquidez diaria para los depósitos bancarios a plazo presentaba un potencial desestabilizador que se puso a tono con la profundización de la crisis financiera internacional a partir de septiembre. Sobre el surgimiento de los CDB con liquidez diaria, véase Carvalho (2008).

la captación de recursos mediante la emisión de títulos privados se tornó todavía más difícil con el deterioro de las condiciones financieras internacionales, dado que, ante la falta de crédito externo, las grandes empresas, brasileñas y multinacionales, pasaron a financiarse en el mercado doméstico, ampliando la competencia por los recursos disponibles.

Por el lado de la oferta, el mayor dinamismo de la economía brasileña, asociado al crecimiento del mercado interno, estimuló la adopción por parte de las instituciones bancarias, de estrategias de ampliación del crédito para el sector empresarial, especialmente en la modalidad de capital de giro. De este modo, en el contexto de suba del costo de captación de las empresas en los mercados de capitales internacional y doméstico, algunos bancos pasaron a ofrecer préstamos vinculados a las operaciones con derivados del dólar en condiciones de costo más favorables, pero de alto riesgo, un comportamiento típico en las fases de auge, como hemos visto en la sección 1. En esas operaciones de crédito, los bancos ofrecían recursos a las empresas con doble indexación, a tasas entre el 50% al 75% de los intereses del Depósito Interfinanciero (CDI) y variación cambiaria a partir de una cotización predeterminedada. La relativa estabilidad del tipo de cambio llevó a los bancos y a las empresas a subestimar el riesgo de esas operaciones, que fueron ofrecidas a empresas exportadoras y no exportadoras de diversos tamaños, constructoras y hasta bancos medianos.¹¹

Introducida en el país por los bancos de inversiones extranjeros, y rápidamente difundida por los bancos privados nacionales, esa modalidad de préstamos potenció los impactos de la crisis financiera en el mercado bancario brasileño. Esto se debió a que después de la quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers a mediados de septiembre, el fuerte aumento de la aversión a los riesgos desencadenó un movimiento generalizado de fuga hacia la seguridad de los inversores globales, y a la virtual interrupción de las líneas externas de crédito comercial, generando una abrupta desvalorización de las monedas de varias economías periféricas, entre las cuales se encuentra Brasil.¹² Responsable por la supervisión de la actividad bancaria el BCB no hizo nada para inhibir esa práctica de alto riesgo. Cuando surgió el problema, se descubrió que el BCB desconocía el grado de exposición al riesgo que los bancos habían asumido.

Entre el 15 de septiembre y el 15 de octubre, el real se depreció un 22,7%, generando fuertes pérdidas a las empresas brasileñas que habían realizado operaciones con derivados del dólar en el mercado de valores en Brasil y en el exterior, ya sea para protegerse del riesgo cambiario, para obtener ganancias especulativas, o

11. Para mayores detalles sobre el funcionamiento del mercado de derivados cambiarios, véase Prates y Fahri (2008). Sobre las operaciones de préstamos vinculados a contratos de derivados del dólar, véanse, entre otros, Lucchesi y otros (2008), Brandimarte y otros (2008), Balthazar (2008), Adachi (2008).
12. Acerca del impacto de la crisis financiera sobre las monedas nacionales de los países periféricos, véanse Prates y Cunha (2009).

para reducir el costo de los préstamos bancarios. De este modo, además del impacto de la crisis mediante la virtual parálisis de las líneas externas del crédito comercial, que comprometió a las renovaciones de los Adelantos de Contrato de Cambio (ACC) y redujo sus plazos,¹³ el mercado del crédito bancario pasó a sufrir los efectos del problema de acumulación de liquidez en el interbancario doméstico, como se verá en la próxima sección.

No obstante, aún en el contexto de agravamiento de la crisis internacional y del deterioro de las condiciones de crédito en el mercado doméstico, los préstamos para capital de giro de las empresas continuaron creciendo, con una variación del 12,3% entre septiembre y diciembre. Tal incremento en un escenario de contracción del crédito parece paradójico. Sin embargo, existen al menos dos explicaciones para ese desempeño. En primer lugar, con la parálisis del mercado internacional de crédito, se produjo la ampliación de la demanda de las grandes empresas por el crédito bancario. Éste fue el caso de Petrobras, autorizada por el gobierno federal, a fines de octubre, para obtener en el mercado doméstico hasta R\$ 8 mil millones en nuevos préstamos para atender las necesidades de financiamiento de sus inversiones en curso.

En segundo lugar, por razones contractuales, los bancos se vieron obligados a ampliar el otorgamiento de préstamos a las empresas que incurrieron en voluminosas pérdidas con derivados cambiarios, ya sea para *hedge* o para la reducción del costo del crédito bancario. Además de financiar los llamados márgenes de margen en la Bolsa de Mercaderías y Futuros (BN&F) para las empresas que hicieran, con el propósito de *hedge*, operaciones de derivados cambiarios (IBRE, 2008), los bancos adelantaron y ampliaron las líneas de créditos de las firmas para las cuales habían concedido préstamos asociados a opciones y *swaps* en dólares.

Con el agravamiento de la crisis internacional y el deterioro de las expectativas sobre el desempeño económico doméstico, los bancos aumentaron igualmente la selectividad en la concesión y renovación del crédito a las personas físicas, tornándose más atentos al grado de endeudamiento de los consumidores y al comportamiento de los ingresos. En el último trimestre de 2008 hubo un enfriamiento en las principales modalidades, con una desaceleración más fuerte en modalidades específicas, como la compra de bienes, vehículos y créditos consignados, como resultado de las dificultades de captación que enfrentaron los bancos de menor tamaño, tanto en el mercado interbancario como por la pérdida de depósitos de clientes que buscaron refugio en los bancos públicos.

En el caso de los préstamos para adquirir vehículos y otros bienes, las restricciones se hicieron sentir también en los plazos, que fueron acortados. En el financiamiento de vehículos, los plazos máximos de los nuevos otorgamientos fue-

13. Según Safatle y Galvao (2008), la tasa de renovación de las operaciones de ACC que superaba el 100% antes del agravamiento de la crisis externa, cayó al 25% en la tercera semana de septiembre, mientras que los plazos, "que eran de 360 días, se redujeron a 90 días o, en el mejor de los casos, a 180 días".

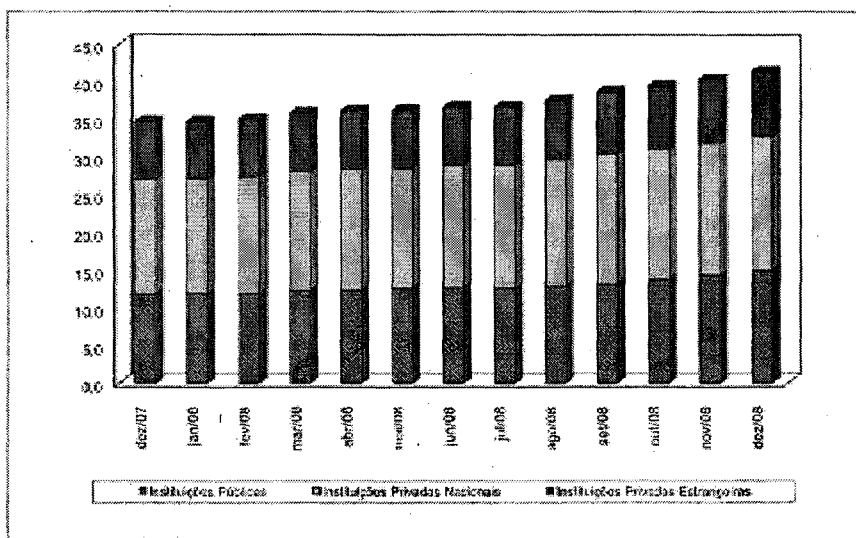
ron reducidos de 72 a 60 meses, mientras que el financiamiento de bienes diversos, como electrodomésticos de las líneas “blanca” y “marrón”, muebles y computadoras, el plazo cayó de 36 a 24 meses.

La abrupta contracción del crédito no se tradujo, entonces, en la reversión de la fase de expansión del reciente ciclo del crédito. El saldo de las operaciones de crédito alcanzó el nivel record de R\$ 120 mil millones o 41,3% del PBI en diciembre de 2008, sobrepasando el techo de 36,8% verificado en enero de 1995, durante el auge de la fase de expansión del ciclo del crédito asociado al Plan Real (gráfico 1). Desde esta perspectiva, se puede afirmar que la etapa de ampliación del crédito iniciada en 2003 se consolidó como la más prolongada de la historia reciente de la economía brasileña al totalizar 27 meses de continuo crecimiento con relación al crédito total y en proporción al PBI.

Además de la inercia característica de los datos del stock¹⁴ surgido de la depreciación del real sobre el saldo de las modalidades con fondeo externo, el crecimiento del crédito bancario en el escenario de agravamiento de la crisis internacional en el último trimestre del año puede ser explicado, al menos en parte, por la acción anticíclica de los bancos públicos, especialmente el BNDES, la Caja Económica Federal (CEF) y el Banco de Brasil (BB), que compensaron el exceso de conservadurismo de los bancos privados (véase gráfico 6).

GRÁFICO 6

Crédito total al sector privado por propiedad de capital en porcentaje del PBI



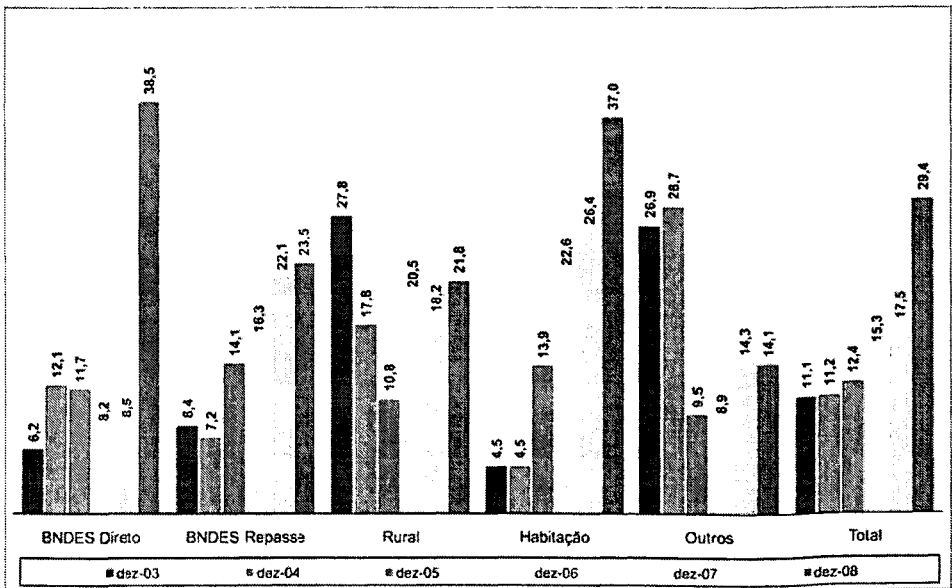
Fuente: Banco Central de Brasil. Series temporales. Elaboración propia.

14. En Brasil no hay estadísticas disponibles sobre el otorgamiento líquido de préstamos bancarios.

El fuerte ritmo de expansión, en particular en el último cuatrimestre, de los financiamientos inmobiliarios, bajo el liderazgo de la CEF y de los préstamos del BNDES (directos o transferidos) contribuyó a un notable avance del segmento del crédito con recursos dirigidos, es decir, de las operaciones de crédito, con plazos y costos reglamentados, relacionados a las exigibilidades sobre los depósitos bancarios, a la vista o de ahorros, los fondos de naturaleza parafiscal, como el FGTS, y los fondos constitucionales regionales (gráfico 7). Se observa, además, la reducción del diferencial de crecimiento de las operaciones de crédito con recursos dirigidos en comparación con el crédito con recursos libres (véase gráfico 3). La ampliación del crédito dirigido en un momento de reversión de expectativas y aumento de la aversión al riesgo de las instituciones bancarias privadas, comprueba el carácter anticíclico desempeñado por este tipo de crédito en Brasil.

GRÁFICO 7

Evolución del crédito con recursos dirigidos (tasa de crecimiento del saldo con relación al mismo mes del año anterior, en porcentajes)



Fuente: Banco Central de Brasil. Series temporales. Elaboración propia.

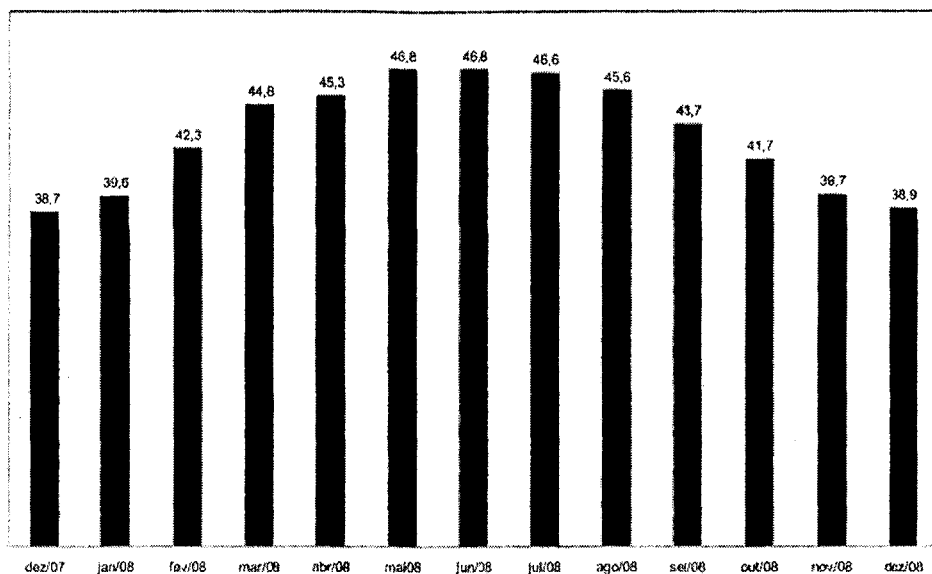
3. Crisis internacional y acumulación¹⁵ de liquidez en el sistema bancario brasileño

La crisis sistémica global alcanzó fuertemente a la economía brasileña tanto por la vía del comercio exterior como por la vía de los flujos financieros¹⁶, incluyendo las líneas de crédito comercial. La contracción de los mercados interbancarios y financieros internacionales, junto a la abrupta desvalorización del real asociada a la fuga hacia la garantía de los inversores extranjeros, y al desmontaje de las operaciones con derivados cambiarios realizadas por las empresas, condujeron al rápido deterioro de las expectativas de los bancos, que reaccionaron contrayendo el crédito y acumulando liquidez.

Durante 2008 los bancos enfrentaron una creciente dificultad en renovar sus líneas de crédito externas, que sostenían las operaciones de transferencias y de ACC. Es más, después de la quiebra de Lehman Brothers se llegó a la interrupción del otorgamiento de créditos con recursos externos en el mercado doméstico, afectando seriamente el financiamiento del comercio exterior brasileño y exigiendo subsidios al gobierno federal para asegurar el abastecimiento de recursos para esta actividad.¹⁷ La fuerte apreciación del dólar a partir de septiembre generó un aumento del saldo de los préstamos con fondeo externo tomados en reales, más aún, al convertirse en dólares, el saldo de las operaciones con recursos externos revela el significativo retroceso en el último cuatrimestre de 2008 (gráfico 8).

-
15. Nota del traductor: la autora utiliza el término “empoçamento” para referirse al proceso que se genera ante la escasez de liquidez. En este caso, los bancos retienen el dinero recibido, con temor a prestarlo y no recuperarlo después, o por temor a tener que cubrir nuevos incumplimientos. Como este término no es de uso común en Argentina, parece más adecuado utilizar la palabra “acumulación”, dado que “empozamiento” se refiere a la acumulación de agua u otros elementos en un pozo o cavidad.
 16. Sobre el efecto contagio de la crisis global en los flujos de capital hacia Brasil y en la balanza comercial brasileña, véase IEDI (2009).
 17. Para normalizar el acceso a las líneas de crédito en favor del comercio exterior, el gobierno federal sancionó la Disposición Provisoria N° 442, el 6 de octubre para autorizar al BCB a operar una línea de préstamos en moneda extranjera a partir de las reservas internacionales. Esa línea fue reglamentada mediante la Resolución CMN N 3.622 del 9/10/2008 y por las Circulares BCB N° 3.415 del 17/10/2008 y N° 3.418 del 4/11/2008. En diciembre, el CMN autorizó al BCB a operar una línea de préstamos con recursos de las reservas internacionales para ayudar, por intermedio de los bancos, a las empresas privadas y estatales a transferir préstamos al exterior que vencen a fines de 2009 (Resolución CMN, N° 3.672 del 17/12/2008). En febrero de 2009, las reglas que orientan esos préstamos fueron divulgadas (Circular BCB N° 3.434 del 4/02/2009).

GRÁFICO 8
 Crédito doméstico para el sector privado con recursos libres de origen externo
 (en US\$ mil millones)



Fuente: Banco Central de Brasil. Elaboración propia.

La crisis internacional alcanzó a la economía brasileña en un momento de auge, cuando completaba una secuencia de seis trimestres de crecimiento acelerado. En ese contexto, en el cual las empresas producen más y planean nuevas inversiones, el crédito bancario es esencial tanto para el giro como para la expansión de la producción. Al revertirse las expectativas, los bancos reaccionan con exceso de prudencia y contraen fuertemente el crédito, llevando a las empresas a revisar sus planes de producción y de inversiones. El resultado fue una rápida desaceleración de la actividad económica en el último trimestre del año. Comparándolo con el trimestre anterior, el PBI se redujo un 3,6% en el cuarto trimestre de 2008, descontados los créditos otorgados, en tanto la formación bruta de capital fijo registró una caída del 9,8%.¹⁸

Los crecientes rumores sobre las pérdidas, tanto de empresas como de bancos, con derivados cambiarios, desencadenaron un movimiento de absoluta aversión al riesgo y preferencia por la liquidez de parte de los bancos. Por desconocer el

18. Sobre el resultado del PBI en el cuarto trimestre de 2008, véase la Nota Técnica do Grupo de Conjuntura, *A crise global, a 'morte súbita' do PIB brasileiro no 4º trimestre de 2008 e a evolução recente da atividade econômica*. Disponible en <http://www.fundap.sp.gov.br>

grado de exposición de los demás participantes al riesgo de pérdidas en esas operaciones, los bancos contrajeron el crédito, tanto para las empresas y personas físicas, como para otros bancos. Esta reacción exacerbada de los grandes bancos brasileños fue facilitada por la existencia de títulos públicos indexados a una tasa básica de interés, los cuales se tornaron todavía más atractivos ante la suba de la meta de la Selic establecida por el BCB en septiembre.¹⁹ El plazo relativamente corto del crédito bancario en Brasil favorece igualmente ese movimiento de recolocación de portafolio, característico de la administración activa de los balances bancarios.

Los bancos pequeños y medianos fueron los más afectados por la acumulación de liquidez dado que no disponían de una amplia base de depositantes, y dependían de la captación de recursos en el mercado interbancario y de la cesión de créditos para dar continuidad a sus operaciones activas. Como los grandes bancos paralizaron las compras de carteras de financiamiento de vehículos y del crédito consignado originados por los bancos menores, los otorgamientos de crédito en esos segmentos del mercado se vieron seriamente afectados. Los bancos pequeños y medianos también fueron severamente afectados por la fuga hacia ámbitos más seguros de los inversores institucionales y los grandes inversores individuales que, aprovechando la liquidez diaria de los CDBs, transfirieron sus aplicaciones a las instituciones consideradas más seguras, como los bancos públicos y los grandes bancos privados.

Algunos grandes bancos privados, como el Itaú y el Unibanco, que realizaron operaciones con derivados cambiarios y con las empresas, sufrieron también una alta presión de caja, por los llamados márgenes en la BM&F. Con su estado financiero bajo sospecha, el Unibanco se vio obligado a anticipar la divulgación de los resultados del tercer trimestre y lanzar un gran programa de recompra de sus papeles (Adachi y Balarin, 2008). Según rumores que circulaban en el mercado financiero de la época, la fusión Itaú-Unibanco habría ocurrido debido a las dificultades de caja de esas instituciones.²⁰

-
19. En Brasil, dado el modelo de gestión de la deuda pública, que integran el mercado monetario y el de títulos públicos, y de la existencia de títulos de deuda pública indexados a una tasa de interés básica, los bancos tienen preferencia por la liquidez, adquiriendo títulos públicos federales, lo que les asegura un bajísimo riesgo, alta rentabilidad y facilidad en la recolocación de portafolio (Lopreato 2007; Freitas, 1997; Oliveira, 2009). Las características institucionales de la gestión de la deuda pública brasileña explican, al menos en parte, la dificultad enfrentada por el BCB para actuar en la resolución del problema de acumulación de liquidez en el mercado interbancario, viéndose obligado a revisar las decisiones acerca del cobro compulsivo de los depósitos a plazo. Este punto será retomado más adelante.
 20. Los bancos Itaú y Unibanco anunciaron su fusión el 3 de noviembre de 2008, mediante la constitución de un *holding* del cual las familias controlantes de los dos bancos asumieron el 50%. Este formato de la operación sorprendió al mercado y alimentó los

La escasez de liquidez alcanzó también al Banco Votorantim, noveno mayor banco en el ranking de actividad y líder en el financiamiento de vehículos usados, afectado por los rumores sobre su situación financiera, dadas las pérdidas de R\$ 2,2 mil millones de las empresas del Grupo Votorantim con las operaciones de derivados cambiarios. Con los problemas de Votorantim²¹, el crédito de ese segmento quedó virtualmente paralizado, y las industrias interrumpieron la producción en los dos últimos meses del año, afectando a toda la cadena productiva.

Para mitigar la contracción del crédito llevada a cabo por el sector bancario privado, las instituciones financieras públicas ampliaron y/o crearon nuevas líneas de crédito. Si no hubiese sido por el accionar anticíclico de los bancos públicos, sobre todo del BNDES y de la CEF, la caída de la economía brasileña en el último trimestre de 2008 habría sido todavía más dramática.

Como se verá a continuación, el accionar anticíclico de los bancos públicos y del crédito dirigido, apoyado en las exigencias y los recursos de origen fiscal y cuasi fiscal, fue todavía más importante ante el exceso de ortodoxia de la autoridad monetaria que, aferrada a su mandato de custodia de la estabilidad, contribuyó a acelerar el ingreso de la economía brasileña en la recesión.

4. La reacción del Banco Central de Brasil ante los impactos de la crisis internacional

En Brasil, donde está vigente desde julio de 1999 el régimen de metas de inflación, el Banco Central efectúa modificaciones en los objetivos de la tasa básica de interés (tasa Selic) con el propósito de influir en las expectativas de los agentes privados. El objetivo es mantener la inflación en las metas establecidas por el Consejo Monetario Nacional (CMN) para el año-calendario (enero a diciembre), mediante el monitoreo de las expectativas con relación a la evolución de la inflación, de la tasa de interés y del desempeño de la actividad económica. En esta estrategia de conducción de la política monetaria, las decisiones relativas a la meta de la tasa de interés son tomadas por el Comité de Política Monetaria (Copom)

rumores de que la caja del Itaú había sido muy afectada por los llamados márgenes de lo que se suponía y por esta razón el acuerdo fue más favorable a la familia Moreira Salles.

21. Para evitar la quiebra de Votorantim, el gobierno autorizó su compra por el BB. Con este propósito, fue sancionada el 21 de octubre, la Medida Provisoria N° 443, que autorizó al BB y a la CEF a adquirir una participación en instituciones financieras con dificultades en Brasil. Iniciadas a fines de octubre, las negociaciones concluyeron el 9 de enero con la compra por parte del BB del 49,99% del capital con derecho a voto y el 50% del capital social, dejando el control de la institución en manos de la familia Ermírio de Moraes. El acuerdo fue cerrado por R\$ 4,2 mil millones. Véanse Lethbridge (2008) y Rocha (2008).

teniendo como base los escenarios prospectivos del desempeño macroeconómico, delineados en los Informes de Inflación, difundidos trimestralmente por la autoridad monetaria.

En 2008, el Banco Central de Brasil orientó la política monetaria para mantener la inflación en los objetivos vigentes (Índice de Precios al Consumidor Amplio - IPCA - igual al 4,5%)²², a partir de un diagnóstico de riesgo relevante para el panorama inflacionario, dado el desacople persistente entre el ritmo de expansión de la demanda y de la oferta doméstica. En respuesta a la fuerte suba del precio de los alimentos a lo largo del primer semestre de ese año, impulsada por la aceleración de los precios de los *commodities* agrícolas en el mercado internacional, que llevó el IPCA acumulado en doce meses a distanciarse cada vez más del objetivo, la autoridad monetaria inició en el mes de abril, una nueva fase de alza de la Selic, que pasó del 11,25% anual, a inicios de abril, al 13,75% el 1º de septiembre (gráfico 9). El último aumento de la meta de la tasa de interés ocurrió, por lo tanto, en medio de la intensificación de las turbulencias de los mercados financieros internacionales, y del movimiento de intensa deflación en los precios internacionales de los *commodities* agrícolas y del petróleo.

La suba de la meta de la Selic en vísperas de la quiebra de Lehman Brothers, y de la transformación de la crisis financiera en una crisis global sistémica, suscita algunas dudas. Aún reconociendo que los bancos centrales poseen un conjunto de informaciones no disponibles para los agentes económicos privados, el diagnóstico de desfase entre el ritmo de expansión de la demanda interna y de la oferta, no parece correcto a la luz de varios indicadores disponibles en septiembre y/o difundidos en los meses siguientes. Los resultados del PBI en los dos primeros trimestres del año no indicaban una aceleración del ritmo de crecimiento de la economía, desmintiendo, por lo tanto, las tesis de que se estarían creando presiones inflacionarias que imposibilitarían el proceso de crecimiento.²³

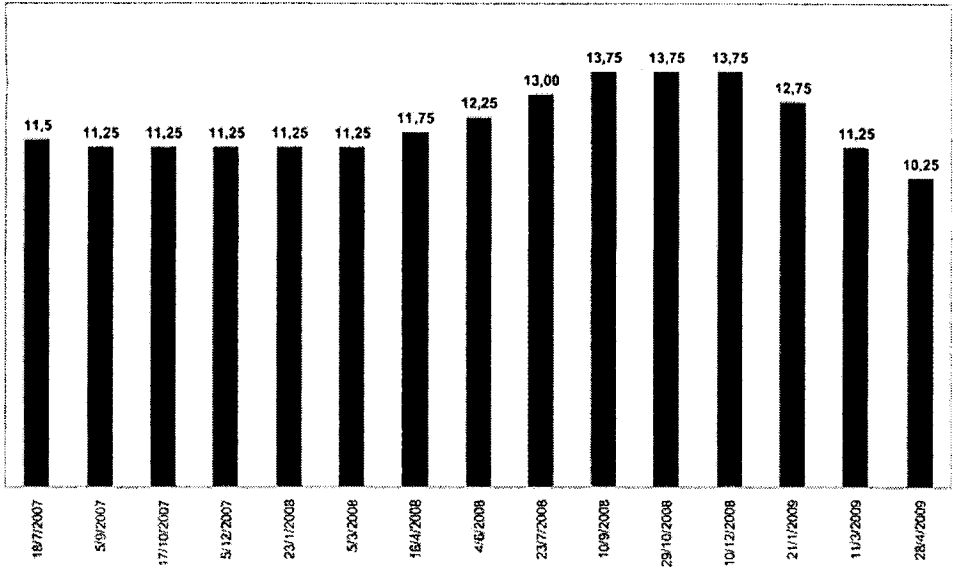
Hasta septiembre de 2008, cuando sufrió los efectos del contagio de la crisis internacional, la economía brasileña venía registrando un crecimiento notable en la formación bruta del capital fijo y de la producción industrial. Se notaba el liderazgo de la expansión de la producción de bienes de capital y de bienes durables, que crecían a tasas de dos dígitos, dada la evolución del consumo de las familias, que estimulaba las decisiones de la inversión productiva. Si la capacidad de producción de la economía, necesaria para el crecimiento de la demanda, estaba expandiéndose, ¿cual es la razón para la persistencia de un diagnóstico de desfase entre la demanda doméstica y la oferta? Una explicación posible reside en el ins-

22. En Brasil, la meta de inflación es fijada con una anticipación de dos años. Para 2009 y 2010, el objetivo fue mantenido inalterado en un IPCA igual al 4,5% anual, con un parámetro de tolerancia de 2 puntos hacia arriba o hacia abajo.

23. El aumento real del PBI en el segundo trimestre de 2008 fue del 6,1% en comparación con igual trimestre del año anterior, variación próxima a la registrada en los dos trimestres anteriores: 5,9% en el primer trimestre y 6,2% en el cuarto trimestre de 2007.

trumental utilizado por la autoridad monetaria para avalar la necesidad de ajustar la meta de los intereses, teniendo como referencia el concepto de PBI potencial, cuya fijación es absolutamente arbitraria.²⁴

GRÁFICO 9
Evolución de la meta de la tasa Selic (en porcentajes)



Fuente: Banco Central de Brasil. Elaboración propia.

¿Será que, además de su estimación conservadora y apego al mandato de estabilidad de los precios, en un régimen institucional de meta inflacionaria poco flexible, el BCB estaba convencido de la validez de la tesis de despegue de las economías emergentes? La creencia en el blindaje de la economía brasileña, en razón de la ejecución ejemplar de las “lecciones caseras del mercado”, parece ser una explicación plausible para la suba de la meta de la Selic, complementaria al diagnóstico de “ritmo acelerado de la expansión de la demanda”. De esta manera, todo indica que el BCB falló dos veces, una, en insistir con el diagnóstico de que la economía brasileña estaba creciendo por encima de su potencial, y la otra, por no vislumbrar la gravedad de la desaceleración en curso en las economías avanzadas, asociada al movimiento de deterioro del sistema financiero y de la deflación de los activos.

24. El concepto de producto potencial, tan caro a los economistas de la corriente principal, integra el modelo de previsión macroeconómica utilizado por el Copom. Sin embargo, el propio BCB reconoce que no existe consenso en torno a las técnicas de estimación y mensura del producto potencial.

Celoso de su imagen de custodio de la moneda brasileña, el Copom optó por mantener la meta de la Selic en un nivel del 13,75% anual durante la penúltima reunión del año 2008. Decisión aplaudida y anticipada por los analistas del mercado financiero y por los economistas de consultorías. Como señala Mendonça de Barros (2008), en vísperas de la reunión del Copom los días 28 y 29 de octubre, “la decisión más correcta y sensata será un freno en el proceso de aumento de los intereses, por lo menos hasta la próxima reunión en diciembre. El profundo retroceso en la oferta del crédito bancario y comercial puede ser suficiente para reducir la demanda interna y anclar las expectativas de inflación”.

En el Acta del Copom, difundida el 7 de noviembre, el compromiso con la estabilidad de los precios fue reafirmado, con un claro mensaje a los que interpretaron la interrupción del ciclo de alza de la meta de la Selic como señal de relajamiento de la política monetaria. No obstante, la evaluación de “que la persistencia de un desajuste importante entre el ritmo de la expansión de la demanda y de la oferta agregadas continúa presentando un riesgo para la dinámica inflacionaria”, la decisión de mantener inalterable la tasa de interés fue justificada por el aumento de la incertidumbre con relación a la “trayectoria esperada de los gastos domésticos en consumo e inversión”. Todavía, el BCB alertaba que “en la eventualidad de verificarse una alteración en el perfil de los riesgos que implique una modificación del escenario prospectivo básico trazado para la inflación por el Comité”, la postura de la política monetaria sería rápidamente adecuada a las circunstancias.

El mantenimiento de la meta de la Selic en un nivel elevado, en tanto los países centrales y los periféricos reducían de manera notable sus tasas de interés, buscaba, por un lado, evitar los efectos nocivos del *pass-through* de la desvalorización del real a los precios domésticos y, por otro lado, contener la expansión de la demanda interna. Sin embargo, ante la gravedad del impacto de la crisis global en la economía brasileña, el rigor de la política monetaria no solo era innecesario sino también desaconsejable.

En una situación de elevada aversión al riesgo y de acumulación de liquidez en las instituciones de mayor tamaño, el mantenimiento de la tasa de interés en un nivel alto empeoró todavía más las condiciones de crédito, tanto para las empresas como para los bancos medianos y pequeños, acelerando el camino de la economía brasileña hacia la recesión. El profundo retroceso de la oferta de crédito bancario doméstico y la interrupción de líneas comerciales externas, fueron más que suficientes para reducir la demanda interna y “frenar las expectativas de inflación”, dado que provocaron una brusca retracción de la actividad económica en el último trimestre del año. La desaceleración de la actividad fue tan rápida y tan intensa que las presiones inflacionarias de fuerte apreciación del dólar no se confirmaron y el IPCA se frenó, cerrando el año en 5,9% (0,6 puntos porcentuales debajo del techo de la meta).

El retroceso de las expectativas inflacionarias para 2009,²⁵ las nuevas informaciones sobre el deterioro de la economía global y los fuertes indicios de la rápida desaceleración del nivel de la actividad económica doméstica no fueron, de todos modos, suficientes para que el BCB modificase la estrategia de la política monetaria. En la última reunión del año, realizada el 10 y 12 de diciembre, el Copom decidió nuevamente mantener el objetivo de la tasa de interés en el nivel del 13,75% anual.

El Acta difundida el 18 de diciembre sugería la reducción de los intereses como el próximo movimiento del Copom. La reducción de los objetivos de la Selic ya estaba, de todos modos, “asumida” por los agentes del mercado financiero. Desde noviembre, en los contratos negociados en el mercado de futuros, la tasa Swap DI de 360 días indicaba el cambio de expectativas de los agentes, que pasaron a proyectar una caída de intereses.

La rigidez del BCB en la conducción de la política monetaria en el último trimestre de 2008 contrasta fuertemente con la acción de sus colegas en las principales economías avanzadas y periféricas. Además de disminuir los intereses de manera notoria, varios bancos centrales procuraron reactivar el crédito y mejorar las condiciones de liquidez mediante la ampliación de la emisión monetaria. En Brasil, la adopción irrestricta al régimen monetario de metas de inflación, exigía de la autoridad monetaria la realización de operaciones comprometidas en títulos de deuda pública con el sistema bancario para evitar que la Selic efectiva cayese por debajo de la meta del 13,75% anual. Así, al mismo tiempo en que reducía las exigencias obligatorias sobre los depósitos bancarios para la resolución del problema de iliquidez y la dificultad de refinanciamiento de los bancos pequeños, el BCB procuraba evitar la expansión del volumen de la moneda circulante en la economía.

Al rápido deterioro del escenario económico contribuyó también la gestión inepta de la autoridad monetaria ante la acumulación de la liquidez. En los meses de septiembre a noviembre, el BCB adoptó una serie de medidas para la resolución del problema de iliquidez y de la dificultad de refinanciamiento de los bancos pequeños, postergando el cronograma de elevación de la alícuota de obligatoriedad sobre los depósitos interfinancieros de las empresas de *leasing*, y promovió alteraciones en la reglamentación de la obligatoriedad sobre los depósitos a la vista, a plazo y en la exigibilidad adicional que incide sobre los depósitos a la vista, a plazo y de ahorro.²⁶ La reducción en la alícuota obligatoria sobre los depósitos a

25. En el informe de inflación publicado en diciembre de 2008, las nuevas proyecciones indicaban una variación del 6,2% del IPCA en 2008 y del 4,7% en 2009, en tanto las expectativas de mercado recolectadas por la Gerencia de Relaciones con los Inversores (Gerin) del BCB, el 19 de diciembre, apuntaban a una variación del IPCA del 6% en 2008 y del 5% en 2009. Aunque por encima del objetivo, esas proyecciones estaban dentro del margen de tolerancia de 2 puntos establecido por el CMN

26. Entre el 23 de septiembre y el 13 de noviembre, el BCB promovió diez alteraciones en la reglamentación de las compulsiones. Algunos de esos cambios alteraron modificaciones recién realizadas, sugiriendo que la autoridad monetaria no evaluó apropiadamente la gravedad de los problemas de iliquidez en el sistema financiero.

la vista, y la ampliación del valor de deducción en la exigibilidad adicional buscaban ayudar a los bancos pequeños y medianos, que sólo estaban consiguiendo transferir sus carteras de créditos por medio de la emisión de CDBs a un costo muy elevado. La ampliación en las deducciones, asociadas a la adquisición de activos de instituciones financieras, tuvo como propósito estimular las compras de las carteras de crédito de los bancos pequeños y medianos por los grandes.

Los grandes bancos no se interesaron, sin embargo, por la compra interbancaria de los activos financieros de hasta el 40% de los recursos de la obligación sobre los depósitos a plazo por dos razones. En primer lugar, porque los recursos de la obligatoriedad sobre los depósitos a plazo eran mantenidos en títulos, contando, por lo tanto, con una remuneración indexada a la tasa Selic. En el contexto de la aversión al riesgo, los bancos preferían mantener los recursos de la obligatoriedad con rendimiento próximo a la Selic, mantenida en el 13,75% por el BCB en octubre, a comprar carteras de pequeños bancos, con un retorno anualizado en torno al 21% (150% del CDI).

En segundo lugar, las normas para la compra de carteras fueron consideradas exigentes por los bancos, dado que prohibían la figura de co-obligación, mecanismo mediante el cual el banco originario del crédito se mantiene como garante después de la cesión del crédito. Es decir, de acuerdo con la normativa, los bancos compradores asumirían el riesgo total de la cartera de crédito adquirida con recursos de la obligación. De acuerdo con los bancos, esto exigiría un nuevo análisis del crédito, motivando la indecisión de los potenciales compradores.

De esta manera, dos días antes de su entrada en vigencia, las reglas para la compra de carteras fueron modificadas por el BCB, mediante la eliminación de la prohibición de la co-obligación, introducida con el objetivo de garantizar un mayor control sobre el uso del incentivo. Al rever su decisión, el BCB aclaró que tal control sería más eficaz si, en vez de impedir el reparto de riesgos entre los bancos, prohibiese la reventa de la cartera al banco que originó los créditos, como fue hecho en el nuevo texto. Aún así, esas alteraciones tuvieron poco efecto en incentivar a los grandes bancos para comprar carteras de crédito de los pequeños. No obstante las medidas del BCB, el problema de la acumulación de la liquidez se profundizó ante la publicación de informaciones más fidedignas sobre las pérdidas con las operaciones de derivados cambiarios, que se revelaron mayores de lo que suponía inicialmente.

A mediados de octubre, la escasez de liquidez alcanzaba a los estratos más altos del segmento de los bancos medianos y también a una parte de los fondos de inversiones. Según Guimarães (2008) “Los grandes bancos giran la caja en *overnight*, ganan casi el 14% sin hacer nada, mientras que los pequeños y medianos enfrentan dificultades para llegar a fin del día. Toda la estructura del crédito interno se alteró en menos de un mes, de tal suerte que, cual hay financiamiento, éste es más corto y caro”.

Además de elevar las exigencias de las garantías para ofrecer o renovar las líneas de crédito, los bancos aumentaron las tasas de interés de las operaciones

activas en el último trimestre de 2008. Esta suba surgió, tanto del aumento del costo de captación para los bancos, como de la elevación del *spread* de riesgo por el aumento de la incertidumbre, agravada por las pérdidas relacionadas a las operaciones con derivados del dólar, estimadas en U\$S 25 mil millones. Éstas involucraron a 3.000 empresas, muchas de ellas con ingresos exclusivamente en reales y sin disponibilidad de caja para saldar pérdidas contractuales, aun si fuesen cobradas íntegramente y de una sola vez.²⁷ Los bancos renegociaron los préstamos asociados a los derivados del dólar para evitar la quiebra de esas empresas, pero elevaron las primas de riesgo.

El 13 de octubre, el BCB alteró una vez más las normas de la compra obligatoria sobre los depósitos a plazo, elevando del 40% al 70% el porcentaje obligatorio que puede ser destinado por los bancos para la compra de carteras de crédito de otros bancos. Al mismo tiempo, alteró los activos exigibles para la compra interbancaria con recursos obligatorios, autorizando la compra de títulos de la cartera de fondos de inversiones.

Ese mismo día, el BCB aumentó de R\$ 700 millones a R\$ 2 mil millones la franja de exención de la compra obligatoria equivalente al 15% de los recursos captados en depósitos a plazos. Como apenas diez bancos captaron más de R\$ 13 mil millones en depósitos a plazo, a partir de la entrada en vigencia de esa norma, apenas continuaron sujetos a la exigencia de esa decisión. También, para mejorar las condiciones de liquidez de los bancos medianos, el BCB alteró las normas para la obligatoriedad adicional sobre los depósitos a la vista, a plazo y de caja de ahorro. El límite de la inversión para esas operaciones fue elevado de R\$ 700 millones a R\$ 1 mil millones, lo que liberó de esa exigencia prácticamente a todos los bancos medianos.

Aunque, en la segunda mitad de octubre, innumerables compras de carteras – crédito consignado, *leasing*, financiamiento de vehículos y préstamos a medianas empresas – habían sido anunciadas por los grandes bancos, los negocios concretados sumaron apenas R\$ 1,5 mil millones de un potencial de alrededor de R\$ 30 mil millones, lo que llevó a la autoridad monetaria a aumentar la presión sobre los grandes bancos (Cruz, 2008).²⁸ De este modo, con el intento de forzar a los grandes bancos a adquirir activos financieros de los medianos y pequeños y “desembolsar”

27. Sobre las estimaciones de pérdidas con las operaciones de derivados cambiarios, véanse, entre otros, Balthazar (2008) y Bautzer (2008).

28. El 17 de octubre, más de dieciocho carteras de crédito ya habían sido compradas por los grandes bancos privados (Bradesco, Itaú-Unibanco) y bancos públicos (Nossa Caixa, CEF y BB) con una remuneración de hasta el 150% del CDI (Carvalho y Ribeiro, 2008). El 30 de octubre, Durão (2008) relataba que después de un período de asfixia, la situación de los bancos pequeños y medianos comenzaba a normalizarse, dadas las operaciones de cesión de cartera, cuyo costo declinó del 150% al 125% del CDI, y de acuerdos operativos aceptados entre los bancos para la compra de nuevos créditos originados por los bancos medianos y pequeños.

la liquidez en el interbancario, el BCB promovió una alteración, el 30 de octubre, para cumplir con la compra obligatoria sobre los depósitos a plazo, estableciendo que el 70% de esa exigibilidad sea mantenida en especie y no solamente en títulos públicos. Esta nueva forma de compra, que entró en vigencia el 15 de noviembre, impuso una acción punitiva a los bancos que no utilizaran sus recursos obligatorios para adquirir activos financieros de los pequeños bancos, dado que con la compra obligatoria en especie aumentó el costo de oportunidad para dejar los recursos ociosos.

No obstante, al sancionar esta medida, el BCB se equivocó en la evaluación de su impacto sobre la gestión de la deuda pública, ya que los bancos dejarían de utilizar títulos públicos federales para cumplir con el 70% de la exigencia de comprar fondos obligatorios. De modo que, menos de dos semanas después a la sanción de la Circular 3.417 del BCB, el CMN alteró las normas para el cumplimiento de la exigencia adicional que incide sobre los depósitos a la vista, a plazo y de ahorros. (Resolución N° 3.643 del 13-11-2008). A partir del 1° de diciembre, las compras dejaron de ser realizadas en especie, con remuneración de la tasa Selic, para ser realizadas en títulos públicos federales indexados por la Selic. Con este cambio, el CMN intentó asegurar que la demanda de títulos públicos federales no fuese afectada por la alteración realizada en la norma de compras de depósitos a plazo.

La estrategia de reducir las alícuotas de las compras obligatorias adoptada por el BCB se reveló intrascendente, porque dada la preferencia por la liquidez de los bancos y la posibilidad de aplicación, líquida, rentable y de bajísimo riesgo, en títulos públicos, los bancos privados simplemente no ampliaron el crédito. La liquidez sólo volvió a fluir cuando, en marzo de 2009, el gobierno decidió garantizar, mediante el Fondo Garantizador de Crédito, los recibos de depósito bancario (RDB) hasta R\$ 20 millones por tomador, sin liquidez diaria, emitidos con un plazo mínimo de seis meses y un máximo de cinco años, con un valor máximo, para las captaciones por instituciones financieras, de R\$ 5 mil millones.²⁹ Con esa garantía, los pequeños bancos consiguieron ampliar su captación, obteniendo recursos por

29. El Recibo de Depósito Bancario (RDB) con garantía especial del Fondo Garantizador de Créditos (FGC) fue instituido por el Consejo Monetario Nacional el 26 de marzo de 2009 (Resolución N° 3.692). El valor máximo que cada institución podría emitir RDBs estaba limitado al total de CDBs emitidos hasta el 30 de junio de 2008 o hasta dos veces el patrimonio de referencia. No obstante, el 23 de abril, en reunión extraordinaria, el CMN decidió incluir en el cálculo del límite de captación del RDB las letras de cambio emitidas por las instituciones financieras (Resolución N° 3.717). El 28 de mayor de 2009, el CMN alteró nuevamente el sistema de emisión de los RDB (Res. N° 3.729), prohibiendo las cláusulas de rescate anticipado (parcial o total) de los recursos, presentes en el 30% de los RDB con garantía especial emitidos desde fines de marzo. De este modo, pretende evitar nuevas presiones sobre los pequeños bancos como consecuencia de la separación del plazo entre las operaciones pasivas y las activas (Sofía, 2009).

unos R\$ 6 mil millones mediante la emisión de esos depósitos con garantía especial.

No obstante, varias evidencias de una fuerte y persistente desaceleración de la actividad económica, junto a una caída de la inflación y de las expectativas inflacionarias en un escenario externo adverso³⁰, el BCB solo comenzó a relajar la política monetaria en enero de 2009 con la reducción de 1,0 punto la meta Selic. A pesar de esto, en el Acta difundida el 29 de enero, la autoridad monetaria reafirmó su conservadurismo en la gestión monetaria, resaltando que la situación de fuerte incertidumbre exigía cautela y prudencia. El Acta del Copom alertaba que, si hasta aquel momento, el “efecto líquido de la desaceleración global sobre la trayectoria de la inflación doméstica parece ser, hasta el momento, predominantemente benigno” no estaban descartados los efectos del *pass-through* cambiario en los precios domésticos.

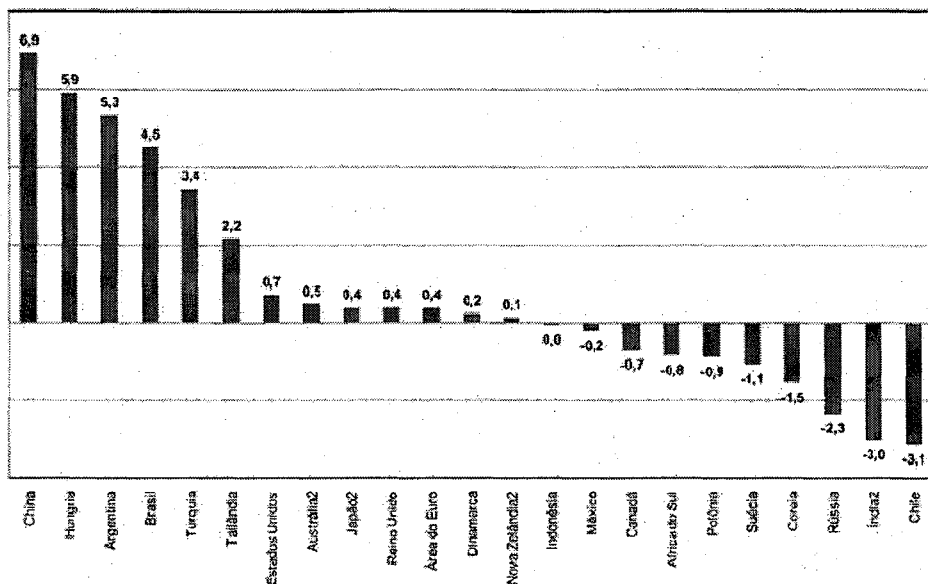
La parsimonia del BCB en la disminución de la Selic generó numerosas críticas de los empresarios y de las corporaciones representativas sectoriales. Estas críticas aumentaron en las semanas anteriores a la reunión del Copom, el 10 de marzo de 2009, que coincidió con la difusión por el IBGE del alarmante resultado del PBI en el cuarto trimestre de 2008 (caída del 3,6% con relación al tercer trimestre), que explicitó la profundidad del impacto de la crisis global en la economía brasileña. En respuesta a las críticas, el BCB insistía en su mandato de garante de la estabilidad, esgrimiendo argumentos sobre la lentitud de la caída del IPCA comparado a la caída en el nivel de actividad.³¹

Todavía, en la reunión del 10 de marzo de 2009, que coincidió con la difusión de los datos del PBI, el Copom decidió una reducción del 1,5% de la tasa Selic, y señaló que había espacio para realizar nuevas reducciones en la tasa básica, en consonancia con las nuevas proyecciones para el IPCA, por debajo del objetivo para 2009 (4%) y para 2010 (3,9%). La reducción de la meta de la Selic en 1,5 puntos desencadenó fuertes presiones de diferentes sectores para que la autoridad monetaria adoptase acciones más agresivas y evitar así una recesión prolongada. Por eso, el 29 de abril, la meta de los intereses fue nuevamente reducida en 1 punto por el Copom, aunque a un ritmo menor, y la Selic cayó al 10,25% anual, su nivel más bajo desde su adopción en 1999. Aun así, en términos reales, la tasa de interés de la economía brasileña permanece como una de las más elevadas en una muestra de 23 países, centrales y periféricos (gráfico 10).

30. A pesar de la considerable depreciación del real frente al dólar en el último trimestre de 2008, la fuerte deflación de los precios de los *commodities* contribuyó a la caída de la inflación brasileña en 2008 y también para las estimaciones inflacionarias del 2009.

31. Además de las declaraciones del presidente del BCB, Enrique Meirelles, defendiendo el compromiso exclusivo con la estabilidad de los precios, el director de política monetaria del BCB se declaraba insatisfecho con el lento retroceso de las expectativas inflacionarias y apuntaba a la baja sensibilidad de la inflación en el nivel de actividad. Ver Ribeiro (2009) y Guimarães (2009).

GRÁFICO 10
Países seleccionados: tasas básicas de intereses reales¹
(porcentajes anuales, posición en 25-05-09)



Fuente: Sitio oficial de los bancos centrales para los intereses y sitio de *The Economist* para la inflación. Elaboración propia.

Notas

1. Intereses deflacionados por la inflación en 12 meses, medida por el Índice de Precios al Consumidor en abril/09, excepto cuando está indicado.
2. El último dato disponible para el IPC es del mes de marzo de 2009.

Bibliografía

- Adachi, Vanessa. Mais de 300 clientes de “middle market” do Itaú têm derivativos, *Valor Econômico*, 30 de outubro de 2008.
- ; Balarin, Rachel. Banqueiros despistaram a vizinhança, *Valor Econômico*, 04 de novembro de 2008.
- BCB - Banco Central do Brasil. *Relatório de inflação*. Brasília: BCB, junho de 2008.
- Balthazar, Ricardo. Perda de empresas pode ir a US\$ 30 bi. *Valor Econômico*, 14 de outubro de 2008.
- Bautzer, Tatiana. Grupo Splice leva derivativos à Justiça. *Valor Econômico*, 14 de outubro de 2008.

- Brandimarte, Vera; Balarin, Raquel; Bautzer, Tatiana. Perdas de empresas com derivativos geram temor sobre saúde de bancos, *Valor Econômico*, 13 de outubro de 2008.
- Carta Ibre. «Crise financeira e Copom: o taque monetário está cheio». *Conjuntura Econômica*, vol. 62, nº 11, pp. 6-8, 2008.
- Carvalho, Maria Christina. «Depósitos começaram a cair em agosto». *Valor Econômico*, 27 de outubro de 2008.
- ; Ribeiro, Alex. «Dezoito carteiras já foram compradas; taxa
- ; Travaglini, Fernando.» Instituições demonstram menor interesse pelo crédito consignado». *Valor Econômico*, 19 de agosto de 2008.
- Cintra, M. A. M. «A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005». En: Carneiro, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. San Pablo: Editora Unesp, pp. 321-346, 2006.
- ; «Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos». Relatório 1 do Subprojeto IX “Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos”, Pesquisa BNDES - Cecon - Instituto de Economia, Unicamp, junho de 2007.
- Cruz, Ney Hayashi. «BC recua e alivia restrições para bancos». *Folha de S. Paulo*, 14 de noviembre de 2008.
- Durão, Vera Saavedra. «Medidas do BC fazem o crédito fluir, dizem bancos». *Valor Econômico*, 30 de outubro de 2008.
- Freitas, Maria Cristina P. «A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira», *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, nº 9, pp. 51-84, junho de 1997.
- ; «Transformações institucionais do sistema bancário». Relatório 1 do Subprojeto VIII da Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”, Convênio BNDES-Cecon-IE-Unicamp, agosto de 2007a.
- ; «Evolução e determinantes do crédito bancário no período 2001-2006». Relatório 2 do Subprojeto VIII da Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”, Convênio BNDES-Cecon-IE-Unicamp, agosto de 2007b.
- FUNDAP – Fundação do Desenvolvimento Administrativo. Notas Técnicas do Grupo de Conjuntura, vários. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>.
- Guimarães, Luiz Sérgio. «Crise trava canal do crédito. BC aprova?» *Valor Econômico*, 13 de outubro de 2008.
- ; «Pressões tornam ar pré-Copom pesado», *Valor Econômico*, 9 de março de 2009.

- IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. *A crise internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008*. San Pablo: IEDI, abril de 2009. Disponível em <http://www.iedi.org>.
- Keynes, John M. (1930) *Treatise on Money*, Londres: Macmillan, Royal Economic Society (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. V), 1971.
- ; (1931) «The consequences to the banks of the collapse of money value». En: J. M. Keynes, *Essays in Persuasion*. Macmillan. Royal Economic Society (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. IX), Londres, 1973.
- Landim, Raquel. ««Freio de mão» puxado dispensa alta de juros». *Valor Econômico*, 2 de outubro de 2008.
- Lethbridge, Tiago. «Banco do Brasil negocia compra do Banco Votorantim». *Portal Exame*, 3 de novembro de 2008.
- Lopreato, Francisco. «Gestão da dívida pública: é preciso avançar». Relatório 2 do Subprojeto V da Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento” Convênio BNDES/Instituto de Economia/Cecon/Unicamp, agosto de 2007.
- Lucchesi, Cristiane; Balarin, Raquel; Valenti, Graziella. «Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311», *Valor Econômico*, 8 de outubro de 2008.
- Mendonça De Barros, Luiz Carlos. «As novas condições macroeconômicas para 2009», *Valor Econômico*, 27 de outubro de 2008.
- Micco, Alejandro; Panizza, Ugo (2004), «Bank ownership and lending behavior”, Working Paper, N° 520, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Departamento de Investigación.
- Minsky, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press. New Haven, 1986.
- ; «Financial innovation and financial stability: observations and theory». En: Federal Reserve Bank of St Louis. *Financial innovation: their impact on monetary policy and financial markets*. Boston: Kluwer Mighoff, pp. 21-41, 1984.
- Ninio, Marcelo. «Perda cambial atinge mais de 200 empresas, diz governo», *Folha de S. Paulo*, Caderno Dinheiro, 14 de outubro de 2008.
- Oliveira, Giuliano C. de. «O comportamento recente do crédito e da estrutura patrimonial dos grandes bancos no Brasil (2002-2005): uma abordagem pós-keynesiana». Trabalho apresentado no Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política. Vitória: SEP, Disponível em: <<http://www.sep.gov.br>>. Acesso em 27 de junho de 2006.
- ; *Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008): teoria, evidências e peculiaridades*. Campinas: IE/Unicamp (tese de doutoramento), 2009.
- Prates, Daniela M; Farhi, Maryse. *A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real*. Campinas: IE-Unicamp, trabalho não-publicado, 2008.
- ; Cunha, André M. «O efeito-contágio da crise financeira global nos países

- emergentes». Trabalho aceito para o Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política, 2009.
- Ribeiro, Alex. «Queda lenta da inflação preocupa BC». *Valor Econômico*, 2 de marzo de 2009.
- Rocha, Juliana. «BB ainda está longe de líder Itaú/Unibanco». *Folha de S. Paulo*, Caderno Dinheiro, 10 de enero de 2009.
- Safatle, Claudia; Galvão, Arnaldo. «Crédito de longo prazo a exportador seca, diz BB». *Valor Econômico*, 25 de septiembre de 2008.
- Sofia, Julianna. «»Governo dá nova ajuda a bancos menores». *Folha de S. Paulo*, Caderno Dinheiro, 29 de mayo de 2009.
- Travaglini, Fernando. «Bancos já estão mais seletivos com empresas». *Valor Econômico*, 26 de septiembre de 2008.
- ; «Bancos freiam crédito consignado». *Valor Econômico*, 17 de octubre de 2008.

RESUMEN

El artículo discute los impactos de la crisis internacional en la economía brasileña, con énfasis en la virtual paralización del mercado de crédito bancario doméstico a partir de septiembre de 2008. Sostiene que la dinámica de la competencia bancaria condujo al surgimiento de prácticas de alto riesgo, cuyo potencial desestabilizador se hizo presente ante la reversión de las expectativas generadas por el agravamiento de la crisis financiera internacional y sus efectos de contagio sobre las economías de las periferias, entre las cuales se encuentra Brasil. El conservadurismo de los bancos privados en la fase de retracción se exacerbó, en el caso brasileño, por el plazo relativamente corto del crédito y por la existencia de títulos públicos líquidos, rentables y de bajo riesgo, que permitieron una rápida recomposición de sus portafolios. La desaceleración de la actividad productiva, en concordancia con la contracción del crédito, no fue atenuada por el Banco Central, apegado a su mandato de controlar la estabilidad de los precios.

ABSTRACT

This article discusses the impacts of the international crisis on the Brazilian economy, with emphasis on the virtual paralysis of the domestic banking credit market that has occurred since September 2008. It argues that the dynamics of banking competition led to the emergence of high-risk practices. The destabilizing potential of these practices came to light when the aggravation of the international financial crisis and its contagion in peripheral countries such as Brazil caused a reversal of expectations. Generalized conservative behavior by private banks during the retraction phase was exacerbated in Brazil by the relatively short credit cycle and by the liquidity, profitability and low-risk of public bonds, allowing a rapid recomposition of portfolios. The Central Bank, sticking to its mandate as the guardian of price stability, failed to move to mitigate the deceleration of productive activities that resulted from the contraction of credit.