

PALABRAS CLAVE

Liberalización de mercados financieros

Bancos de desarrollo

Desarrollo económico

Financiación del desarrollo

Estadísticas financieras

Política financiera

Estudios de casos

Brasil

Los bancos de desarrollo en la “era de la liberalización financiera”: el caso del BNDES en Brasil

Jennifer Hermann

En este artículo se examinan las posibles repercusiones de la política de liberalización financiera en el papel de los bancos de desarrollo y, en particular, del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) como principal financiador del proceso de desarrollo económico brasileño. Se argumenta que si bien la liberalización puede promover el desenvolvimiento financiero, este tiende a ocurrir de manera “incompleta”, sobre todo ante las necesidades de progreso económico en los países menos desarrollados, entre ellos Brasil. El análisis del caso brasileño parece confirmar esta tesis y demuestra que, a pesar de la política de liberalización financiera aplicada, el BNDES no solo preservó sino que amplió su posición relativa en el mercado local durante el período analizado (1990-2006).

Jennifer Hermann

Prof. Doctora del Instituto de Economía

Universidad Federal de Río de Janeiro

(IE/UFRJ)

❖ jenniferh@terra.com.br

I

Introducción

Los bancos de desarrollo se crearon para fomentar el progreso económico nacional en países donde el sistema financiero local no lograba sostener un ritmo acelerado de expansión de la inversión agregada. Si bien la mayoría de estas instituciones se fundaron en la fase inicial o intermedia del proceso de industrialización con la función de promover y, sobre todo, acelerar ese proceso, el hecho de que aun hoy existan bancos de desarrollo en países del Grupo de los Siete (G7) —como el Kredittanstalt für Weidaruftan (KfW) de Alemania, el Banco de Desarrollo del Japón y el Business Development Bank of Canada (BDC), todos de capital enteramente gubernamental— demuestra que sus funciones no se agotan al alcanzar niveles más avanzados de desarrollo económico y financiero, sino que simplemente se modifican.¹

El Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) no constituye una excepción a la regla. Desde su creación en 1952, sus actividades se modificaron según los distintos contextos políticos, macroeconómicos y financieros. Hasta la década de 1980, el BNDES desempeñó un papel fundamental en la financiación del proceso de industrialización brasileño, que se apoyó en gran medida en la inversión y el financiamiento gubernamentales (además de la financiación externa). El decenio de 1990 marcó un cambio radical, pues siguiendo el ejemplo de diversos países desarrollados y en desarrollo, en Brasil se adoptó el “modelo de liberalización financiera” como parte de una nueva política de desarrollo. De acuerdo con ese modelo, el desarrollo económico debería estar orientado por las iniciativas y los intereses del sector privado (o del “mercado”) y no por acciones dirigidas o financiadas por el Estado. En el campo específico de la política financiera, el objetivo era estimular la expansión y diversificación del mercado de activos mediante el ahorro

e instituciones financieras privadas. En consecuencia, se recomendaban la desregulación y apertura del mercado financiero, unidas a una gran restricción —o incluso eliminación— de los mecanismos de actuación directa del Estado, pues se suponía que con el desarrollo del sector privado, producto de la política de liberalización, esos mecanismos se volverían innecesarios.

Independientemente de la validez de las premisas y del análisis teórico que inspiraron la política de liberalización financiera —cuyo debate escapa a los objetivos de este artículo—, las medidas de desregulación y desestatización financiera implementadas en los diversos países donde se adoptó este modelo modificaron sus respectivos sistemas financieros.² Entre otras cosas, el volumen de las operaciones financieras en los mercados bancarios y de capitales de todo el mundo se expandió en gran medida a partir de los años noventa y probablemente no es una mera coincidencia que esa expansión haya sido concomitante al proceso de liberalización financiera en muchos países. Según el enfoque teórico adoptado en este trabajo, si bien la liberalización ha promovido la expansión de la actividad financiera, la actuación de los bancos de desarrollo no se ha vuelto innecesaria, sobre todo en países como Brasil, que aún tiene un largo camino por recorrer en ese sentido. No obstante, el nuevo contexto en que operan estos bancos naturalmente cuestiona al antiguo papel del gobierno y de estas instituciones en el proceso de desarrollo.

En este trabajo se examinan los posibles efectos de la política de liberalización financiera en el papel de los bancos de desarrollo y, en particular, del BNDES como principal financiador del proceso de desarrollo económico en Brasil. El trabajo se estructura de la siguiente manera: en la segunda sección se aborda el tema propuesto en forma preliminar y especulativa respecto de los bancos de desarrollo en general, mientras que en las secciones siguientes se trata el caso específico del Brasil. En la tercera sección se resumen las condiciones de funcionamiento del BNDES en el período 1950-1980, que preceden al proceso de liberalización financiera en Brasil. En la cuarta sección se analiza el período posterior a la liberalización, de 1990 a 2006, y en la quinta se presentan las conclusiones.

□ La autora agradece al Consejo Nacional de Desarrollo Científico y Tecnológico de Brasil (CNPq) por el respaldo a la investigación, al profesor Fernando Cardim de Carvalho y a los investigadores Mauro Santos y Norberto Martins (del Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro) por los comentarios y sugerencias a la primera versión de este trabajo y naturalmente los exime de toda responsabilidad respecto de la versión final. La autora agradece también al BNDES por autorizar el uso de fragmentos del material de investigación relativo al proyecto “Nuevo acuerdo de Basilea y sus implicancias para el BNDES” (2007) de cuyo equipo formó parte.

¹ De acuerdo con los datos disponibles en línea (www.kfw.de; www.dbj.jp; www.dbc.ca), los respectivos gobiernos federales poseen el 100% del capital del Banco de Desarrollo del Japón y del BDC y el 80% del capital del KfW; el 20% restante pertenece a gobiernos estatales.

² Véase en Hermann (2010a) una discusión teórica sobre el papel de los bancos de desarrollo y de los bancos públicos en general en los países industrializados y en desarrollo.

II

Liberalización financiera y bancos de desarrollo

1. Funciones y características de los bancos de desarrollo

El debate con respecto al papel y las funciones de los bancos de desarrollo en el sistema financiero todavía no se ha explayado y sistematizado en gran medida.³ En general, las propuestas en ese sentido surgen como una extensión, a veces un poco forzada, de las conclusiones sobre el papel del Estado en el mercado financiero. De hecho, esta cuestión precede lógicamente a la discusión con respecto a los bancos de desarrollo, que representan una de las posibles formas de actuación del Estado en el sistema financiero, pero sin duda no la única. No se pretende desarrollar ese debate en este trabajo, pero es útil señalar las posiciones que lo polarizan, de modo de contextualizar teóricamente el análisis empírico en que se basa este artículo.

La polarización del debate con respecto al papel y las formas de actuación del Estado en el mercado financiero corresponde a dos enfoques: i) el modelo de Shaw y McKinnon, que defiende las políticas de liberalización financiera antes mencionadas y, en consecuencia, una actuación mínima y no intervencionista del Estado en el sector; y ii) los modelos de filiación keynesiana, basados en argumentos de las escuelas nuevokeynesiana y poskeynesiana, que justifican una amplia actuación del Estado en el mercado financiero, incluso mediante bancos de desarrollo.

La premisa teórica de los defensores de la liberalización es la validez de la hipótesis de los “mercados eficientes”, que supone que —con pleno acceso a la información— en el mercado de activos se pueden generar los incentivos apropiados para una asignación eficiente de los recursos, es decir, en cantidades y precios “justos” que reflejan correctamente las tasas de rentabilidad y riesgo de los activos negociados. Naturalmente, en este enfoque no se justifica la existencia de los bancos de desarrollo.⁴ Los enfoques de filiación keynesiana en que se basa este artículo sostienen la tesis opuesta, es decir, que la existencia de fallas e incertidumbres inherentes al mercado financiero invalida la hipótesis de mercados

eficientes. En consecuencia, los mercados financieros tienden a expandirse en forma “incompleta” y no logran atender adecuadamente las necesidades de crecimiento y, sobre todo, de desarrollo económico. En esas condiciones, por más avanzado que sea el sistema financiero, la actuación del Estado mediante la regulación financiera y a través de los bancos de desarrollo es un modo eficaz de aumentar la eficiencia del sector.

De acuerdo con el enfoque teórico adoptado en este trabajo, la creación y actuación regular de un banco de desarrollo se justifican a partir de condiciones inherentes al proceso de desarrollo económico y al funcionamiento típico de los mercados financieros locales. Si bien el abanico de factores condicionantes que condujeron a la creación de los diversos bancos de desarrollo es bastante amplio y varía de un país a otro, en todos los casos se observan dos condiciones básicas: i) el proceso de desarrollo se caracteriza por presentar grandes incertidumbres, generalmente ligadas a las inversiones en infraestructura (debido al largo plazo de maduración) y al surgimiento o la difusión de nuevos sectores, productos y procesos productivos; y ii) los ahorradores (personas físicas e instituciones financieras) tienden a rechazar los riesgos presumiblemente muy elevados, cuya evaluación e incorporación a las tasas de rentabilidad exigidas se vuelve más difícil, ya sea por el alto grado de incertidumbre que dificulta o impide la previsión y el cálculo de los riesgos involucrados o por limitaciones respecto de la demanda de recursos, cuando los (elevados) riesgos estimados se incorporan efectivamente a las tasas de rentabilidad.

Estas condiciones explican el carácter “incompleto” del mercado financiero en los segmentos más importantes para el proceso de desarrollo económico, a saber: el financiamiento en general de las innovaciones de las operaciones a largo plazo (en particular, de las inversiones en infraestructura) y de actividades cuyo principal “atractivo” para la sociedad —pero no necesariamente para los proveedores de fondos— es la expectativa de una elevada rentabilidad social, entre ellas las obras de expansión de redes de saneamiento urbano y las inversiones de pequeñas y medianas empresas, que son importantes fuentes de empleo.⁵ Esta

³ Véase un resumen comentado de ese debate en Panizza, Yeyati y Micco (2004). Véase también Hermann (2010a).

⁴ Este argumento se fundamentará más adelante con mayor detalle.

⁵ Se dice que un mercado es incompleto cuando un segmento teóricamente posible es inexistente en la práctica, ya sea por desinterés por

laguna de los mercados financieros, observable incluso en países que se encuentran en una fase avanzada de desarrollo económico y financiero, justifica la creación y supervivencia de los bancos de desarrollo cuya esfera de actividad es, idealmente, complementaria con la del sistema financiero privado local.

Con respecto a las funciones desempeñadas por los bancos de desarrollo, la experiencia internacional y la literatura sobre el tema —Diamond (1957); Aghion (1999); Bruck (2001 y 2002); Pena (2001); Panizza, Yeyati y Micco (2004); Naciones Unidas (2005), entre otros— permiten distinguir una forma de actuación restringida (el banco de desarrollo se caracteriza como mera institución financiera) y otra más amplia (el banco de desarrollo se define como una institución híbrida, con múltiples funciones ligadas al proceso de desarrollo).

Según el enfoque más restringido, el banco de desarrollo asume una postura relativamente pasiva ante el proceso de desenvolvimiento y atiende la demanda de fondos generada espontáneamente por las inversiones ya en curso, que no fue contemplada de forma satisfactoria por el sistema financiero existente. En este grupo figuran básicamente las actividades más afectadas por las “fallas de mercado” típicas del sistema financiero, debidas a la información asimétrica, a externalidades y a rentabilidad de difícil previsión —entre ellas las inversiones de largo plazo de maduración y la agricultura—. Según este enfoque, la función principal de un banco de desarrollo consiste en el financiamiento de la “demanda reprimida” de crédito a largo plazo, de modo que predominan los bancos de alcance sectorial (agricultura, vivienda, exportaciones, entre otros sectores).

De acuerdo con el enfoque más amplio, las funciones de un banco de desarrollo van más allá de la atención de la demanda reprimida e incluyen también formas de actuación más activas ante el proceso de desarrollo. Desde esta perspectiva, un banco de desarrollo debería anticiparse a la demanda, identificar nuevos sectores, actividades, productos y procesos productivos estratégicos para el desarrollo nacional y promover programas de inversión en esas áreas. Además de las actividades típicas de una institución financiera —es decir, la captación del ahorro voluntario u obligatorio y su canalización para el financiamiento de inversiones seleccionadas—, esta forma de

actuación supone también actividades de investigación, apoyo técnico y, eventualmente, formulación de programas de inversión y financiación (Bruck, 2002, p. 62).

El banco de desarrollo puede cumplir el requisito de funcionalidad al desarrollo económico en los dos casos. Sin embargo, debido a que este proceso es dinámico por naturaleza y que a lo largo del tiempo se modifican las necesidades de inversión y las oportunidades que han de explorarse, el segundo enfoque resulta más apropiado. Conforme con el enfoque más restringido, el banco de desarrollo termina por actuar en forma procíclica y, en consecuencia —aunque con criterios distintos de selección de activos—, con la misma dinámica macroeconómica de un banco privado que no tenga, por principio, un compromiso con el respaldo al desarrollo económico.

En los períodos de expansión económica, la funcionalidad del crédito de un banco de desarrollo de actuación restringida claramente se preserva. No obstante, esto no solo se aplica al banco de desarrollo, sino también a todas las instituciones financieras (privadas o públicas) que tengan interés en proporcionar el crédito demandado. Asimismo, se puede argumentar que la funcionalidad del banco de desarrollo sería mayor si la institución actuara también, aunque sea en forma indirecta, en el proceso de decisión de las nuevas inversiones, señalando sus prioridades y estrategias para el desarrollo. Esto podría atraer inversiones hacia áreas importantes no previstas de manera espontánea por el sector privado.

A su vez, en las fases recesivas de la actividad económica, la funcionalidad de un banco de desarrollo que actúa solo en forma pasiva ante la demanda resultaría seriamente comprometida. La efectiva contracción de las ventas y de las ganancias tiende a “contaminar” las expectativas de rentabilidad de los negocios y a incrementar el pesimismo de los empresarios. En ese contexto, el riesgo (estimado) de las nuevas inversiones aumenta, al mismo tiempo que el incentivo para la asunción de riesgos disminuye. Por una parte, la probabilidad de errores de previsión es mayor, porque los ingresos y los costos futuros se vuelven aun más inciertos de lo que ya son en los períodos de crecimiento económico. Por otra, incluso en la hipótesis de acierto, la ganancia esperada de un nuevo emprendimiento tiende a ser baja en comparación con la ganancia esperada en condiciones de mayor crecimiento económico.

En estas condiciones, es natural que los emprendimientos más innovadores (relativos a nuevos productos, procesos productivos y mercados), que son el motor del proceso de desarrollo económico, resulten más afectados proporcionalmente y se mantengan (cuando mucho) solo las inversiones de reposición del capital ya existente.

parte de la oferta o por parte de la demanda. A su vez, ese desinterés puede reflejar la existencia de una asimetría de información entre potenciales negociantes, una gran incertidumbre (falta de información confiable) o simplemente la falta de incentivos adecuados. En este último caso, el carácter incompleto del mercado podría corregirse fácilmente mediante políticas económicas dirigidas. Como se argumentará más adelante, esta hipótesis sustenta la proposición de políticas de liberalización financiera.

Sin duda, el respaldo de un banco de desarrollo a dichas inversiones “espontáneas” contribuye a contener el impulso recesivo. No obstante, en este marco sería deseable que una institución de desarrollo desempeñe también un papel anticíclico, es decir, que se contraponga a la pérdida de dinamismo de las inversiones en lugar de ratificarla. Además, como observó Gerschenkron (1962, p. 10), vista la complementariedad entre los sectores nuevos y los ya establecidos, el mantenimiento de una tasa razonable de crecimiento de estos últimos es condición necesaria (aunque no suficiente) para la expansión de los primeros. Esto refuerza la recomendación de que el banco de desarrollo actúe en forma anticíclica y proporcione respaldo financiero a algunos sectores ya establecidos, que tengan estrechos vínculos con aquellos que se pretende estimular en el ámbito de un programa de desarrollo económico. Para ello es necesario que el banco de desarrollo asuma funciones más amplias que las de un “banco común”, identifique y estimule, mediante programas de inversión y apoyo financiero, a los sectores capaces de dirigir la recuperación de la economía en sus fases de estancamiento o recesión.

Las funciones atribuidas a cada banco de desarrollo definen indirectamente dos importantes características institucionales del banco. En general, cuanto más amplio y diversificado sea el papel esperado del banco de desarrollo, más estrechos deberán ser sus vínculos políticos y financieros con el gobierno y, probablemente, mayor será la participación de este en el capital del banco. No es casualidad que entre los bancos de desarrollo creados después de la Segunda Guerra Mundial en los países en desarrollo, predominaran los de capital enteramente gubernamental (Aghion, 1999, p. 87). Esto se explica en gran parte por la dimensión del desafío que representaba, en esa época, el desarrollo industrial de esos países, que tenían como “modelos” y como competidores a los países de industrialización avanzada (Gerschenkron, 1962). En ese contexto, a los bancos de desarrollo correspondía no solo la atención de la demanda ya existente de fondos a largo plazo (que no era atendida por el sistema financiero de entonces), sino también el fomento de nuevas demandas, mediante la implementación de programas de estímulo a inversiones en los sectores considerados estratégicos en ese momento (Diamond, 1957).

En esos casos, el banco de desarrollo actuaba simultáneamente como banco proveedor de crédito y como un agente promotor del desarrollo, asumiendo también funciones de naturaleza macroeconómica (planificación, formulación o ejecución de políticas nacionales). Tales funciones son de difícil —si no imposible— ejecución por instituciones financieras de capital enteramente privado

cuyos intereses son por naturaleza de tipo microeconómico. La predominancia del capital gubernamental prácticamente se impone en estos casos.

En resumen, no es solo el foco en el financiamiento de largo plazo o en el financiamiento de sectores importantes para el desarrollo económico, en determinado período, lo que distingue a un banco de desarrollo de otros tipos de instituciones financieras. Las instituciones de interés privado pueden actuar en esas áreas y contribuir de forma positiva al desarrollo económico nacional. Sin embargo, esto no las caracteriza como bancos de desarrollo, a menos que ese tipo de actuación esté definida en su contrato social como objetivo central de la institución. Es el compromiso con el respaldo financiero al proceso de desarrollo económico nacional lo que diferencia a un banco de desarrollo de otras instituciones que, eventual o casualmente, ejerzan esa función. Este tipo de compromiso no está en la naturaleza de las instituciones financieras privadas cuyas actividades persiguen el objetivo primordial del lucro. Así, la predominancia del sector público en la estructura de capital y, por consiguiente, en la gestión de los bancos de desarrollo creados en el período de posguerra no es un mero detalle histórico, sino que debe ser considerada como uno de los aspectos que definen a este tipo de institución.

2. Desafíos de la liberalización financiera para los bancos de desarrollo

Existe un amplio y polémico debate sobre los efectos de la liberalización en el desarrollo del mercado financiero.⁶ Ese debate excede los objetivos de este trabajo, pero es útil sintetizar los argumentos de las principales posiciones que lo polarizan, para inferir sus repercusiones en el papel de los bancos de desarrollo.

Para los defensores de la liberalización, el carácter incompleto del mercado financiero sería el resultado de las políticas de represión financiera, ampliamente practicadas en las décadas de 1950-1970 en diversos países desarrollados y en desarrollo.⁷ La “represión” derivaba

⁶ Sobre este debate véase, por ejemplo, la selección de artículos organizada por Dixon (1997) y Levine (1997 y 2004). Véanse posiciones favorables al modelo (aunque no totalmente exentas de críticas) en Banco Mundial (1989), McKinnon (1993); Fry (1995 y 1997); Agénor y Montiel (1999), entre otros. Véanse posiciones críticas, por ejemplo, en Kregel (1992); Sachs y Radelet (1998); UNCTAD (1998); Batista Jr. (2001); Hermann (2002a); y Stiglitz (2002).

⁷ Un país con una reconocida práctica de represión financiera en ese momento era Estados Unidos, donde se adoptó un largo programa de liberalización financiera a partir de 1980. Los principales exponentes teóricos de la política de liberalización financiera fueron E. Shaw (1973) y R. McKinnon (1973). Véanse exposiciones más sintéticas

de la vigencia de una serie de barreras reglamentarias cuyo principal objetivo era la seguridad del sistema financiero y de sus usuarios, y de la presencia del Estado como proveedor de fondos. Se observaba también una dimensión macroeconómica de la política de represión financiera, formada mediante una combinación de déficits públicos sistemáticos y elevada tributación, deuda pública e inflación, reflejo de los elevados y frecuentes gastos estatales (no solo en el sector financiero).

En las economías que salieron de un largo período de “represión financiera” se entendía que una política de liberalización “completa” debía prever dos líneas de política económica de carácter permanente: i) desregulación y apertura financiera; y ii) ajuste macroeconómico con miras a la estabilidad de precios y a la reducción de la actuación del Estado en la economía (y no solo en el sector financiero) por medio de privatizaciones y presupuestos equilibrados.

De acuerdo con esas hipótesis, la actuación del Estado en el sector financiero debería limitarse a dos funciones: la supervisión del mercado para garantizar la transparencia (máxima información) y la seguridad jurídica de los negocios y el mantenimiento de un ambiente macroeconómico “saludable”, entendido como la vigencia de un equilibrio monetario y fiscal sistemático. Según este enfoque, los bancos de desarrollo tendrían “los días contados”: las políticas de liberalización financiera y ajuste macroeconómico del período 1990-2000 promoverían el desarrollo y la “completitud” de los mercados financieros, eliminando gradualmente la necesidad de los bancos de desarrollo.

Como ya se observó, los críticos de la liberalización consideran que los mercados financieros son intrínsecamente “ineficientes” en el plano macroeconómico. Guiadas por intereses individuales de lucro y por expectativas de rentabilidad y riesgo necesariamente inciertas (por lo tanto, sujetas a errores), las instituciones financieras tienden a un comportamiento procíclico y desestabilizador: contraen el crédito en las fases de dinamismo económico débil (cuando, de hecho, los riesgos son mayores) y tienden a expandirlo en forma poco cautelosa en los momentos de mayor optimismo. En ambos casos agravan la tendencia a la recesión o al endeudamiento excesivo y aumentan la fragilidad financiera a que se expone la economía. Además, tienden a racionar el crédito a sectores importantes para el desarrollo económico, en los que se presume que los riesgos son mayores. Según este enfoque, los mercados libres y las políticas de

equilibrio fiscal y monetario no son una panacea para la maduración del sistema financiero o la solución de las dificultades de financiación del desarrollo económico. Por el contrario, aunque reconocen que la liberalización puede ampliar y diversificar las fuentes de financiación y de ese modo estimular el crecimiento económico —no necesariamente mediante los sectores clave para el desarrollo—, los críticos de esta política entienden que ella también crea nuevos riesgos, al agravar la tendencia a la fragilidad financiera y a la ineficiencia en materia de asignación de recursos de la economía.

Los nuevos riesgos obedecerían a diversas condiciones típicas de los mercados desregulados, a saber: i) mayor volatilidad de las tasas de interés, de cambio y de los precios de los activos; ii) aumento del nivel de competencia entre las instituciones financieras, que podría conducir a estrategias más agresivas de captación de fondos (elevando los costos y riesgos del pasivo) y de ampliación (o defensa) de la participación en el mercado (acrecentando los riesgos del activo); iii) incremento de los riesgos a que se exponen las instituciones financieras al ingresar en segmentos del mercado todavía inexplorados; iv) mayor riesgo de mercado ligado a la expansión del mercado de capitales, que normalmente carece de mecanismos de “socorro institucional”; v) mayor riesgo de liquidez, vinculado a las operaciones en mercados de futuros; vi) aumento del endeudamiento interno y externo de empresas e instituciones financieras (y también de las familias, en el primer caso) a raíz del aprovechamiento de las nuevas oportunidades del mercado, que acrecientan los riesgos de crédito y cambiario a que se exponen los acreedores y deudores e, indirectamente, toda la economía.

Todos esos cambios se volvieron características permanentes de los mercados financieros después de la liberalización, de modo que la mayor exposición a riesgos e incertidumbres no puede atribuirse a un período de transición. Las crisis financieras que afectaron entre 1997 y 2002 a diversos países en desarrollo, donde se adoptó el modelo de liberalización, y a los Estados Unidos y otras economías desarrolladas en 2008-2009, parecen indicar el acierto de los pronósticos pesimistas respecto de la capacidad de la liberalización de aumentar la eficiencia de los mercados financieros nacionales y del mercado internacional desde el punto de vista macroeconómico.⁸

sobre el “modelo de Shaw y McKinnon” en Fry (1995, caps. 2 y 14) y Agénor y Montiel (1999, caps. 6, 14 y 17).

⁸ Los “tigres asiáticos” (Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) a mediados de 1997; Rusia en 1998; Brasil y Chile en 1999; Ecuador en 2001; Argentina en 2001-2002.

Si bien muchas de esas crisis también se relacionaron con desequilibrios macroeconómicos importantes (déficit de cuenta corriente, déficit público e inflación), la responsabilidad parcial de la política de liberalización es evidente cuando se observa que los desequilibrios macroeconómicos periódicos son parte integrante del modo “normal” de operación de las economías de mercado, históricamente sujetas a episodios de inestabilidad. Durante el largo período de “represión financiera” se observaron elevadas tasas de crecimiento económico, acompañadas de períodos intermitentes de desequilibrio macroeconómico, pero no se registraron episodios de crisis financiera sistémica como los que tuvieron lugar en los años noventa. En consecuencia, parece innegable que la liberalización financiera facilitó y amplió la extensión del “contagio” de esos desequilibrios en el mercado financiero, en la medida en que permitió a los agentes económicos la asunción de riesgos excesivos.

Como ya se mencionó, en los contextos de gran incertidumbre, los principales sectores del desarrollo económico tienden a ser los más desfavorecidos. Por otra parte, la política de liberalización financiera carece de elementos que promuevan el financiamiento de innovaciones o de inversiones a largo plazo. Por lo tanto, según ese enfoque crítico, la hipótesis de que los bancos de desarrollo se vuelven innecesarios después de la implementación de políticas de liberalización es como mínimo poco plausible. Por el contrario, aunque con esas políticas se promuevan la expansión y diversificación del mercado financiero, existe una función bien definida de los bancos de desarrollo en la “era de la liberalización”, que consiste precisamente en cubrir las lagunas de dicha expansión.

No obstante, dependiendo de los resultados concretos de la liberalización en cada país, es posible que el respectivo banco de desarrollo sea inducido a cambiar su forma de actuación, de modo de preservar su funcionalidad al proceso de desarrollo. Por ejemplo, si el mercado de capitales o el crédito bancario de largo plazo muestran avances estructurales importantes, es posible que el banco de desarrollo registre una contracción en la demanda de crédito por parte de las empresas más grandes y de buena reputación en el mercado, que pasarán a ser disputadas por las instituciones privadas. Así, un posible cambio en el papel y la forma de actuación de los bancos de desarrollo después de la liberalización —en los casos en que esa política haya sido exitosa— es

la mayor concentración del activo en los sectores en que la evaluación de riesgos es más difícil (aunque no necesariamente de mayor riesgo), que son los más restringidos por el sistema financiero privado incluso en los países con un nivel de desarrollo financiero razonable. Aunque esto pueda representar un cambio en la composición sectorial del balance de los bancos de desarrollo, la concentración en dichos sectores no es una situación nueva para estos bancos, sino que al contrario justifica su existencia. El conjunto de sectores en que se concentra el banco de desarrollo apenas tiende a cambiar a lo largo del tiempo.

Empero, la liberalización puede exigir la revisión de sus modelos de administración de riesgos a objeto de ampliar el grado de protección contra los riesgos de los mercados liberalizados. La expansión del mercado de capitales, normalmente ligada al proceso de liberalización, tiende a crear nuevas formas de mitigación de riesgos, facilitando, por ejemplo, la organización de operaciones de titulización de deudas y de financiación de proyectos, entre otras. Sin embargo, tal como ocurre en el caso de los bancos privados, la actuación de los bancos de desarrollo suele volverse más difícil en el nuevo contexto, debido a que la “era de la liberalización” está innegablemente más sujeta a la volatilidad de los mercados financieros nacionales e internacional que la “era de la represión financiera”. Además, las crisis financieras del período 1990-2000 revelaron que, por más sofisticados que se vuelvan los mercados, no existen instrumentos de protección bancaria perfectos que garanticen el blindaje de los inversionistas en cualquier circunstancia, pues a fin de cuentas solo los contextos previstos pueden orientar las operaciones. Por último, incluso los bancos de desarrollo de capital totalmente público, que cuentan con fondos e instrumentos de protección bancaria fuera del mercado, no son inmunes a las condiciones de mercado que afectan a las instituciones financieras privadas —del mismo modo en que ni siquiera el Tesoro Nacional lo es.

Estas dificultades no tienen ninguna relación con las especificidades de los bancos de desarrollo, porque afectan a todas las instituciones financieras. Al igual que los bancos privados, los bancos de desarrollo pueden mantenerse financieramente viables en la “era de la liberalización”, siempre que se utilicen en forma prudente los nuevos instrumentos de financiación y de protección bancaria generados por el mismo proceso de liberalización financiera.

III

Antes de la liberalización: el BNDE en las décadas de 1950-1980

A lo largo de las décadas de 1950-1980, y a pesar de algunos intentos de establecer una estructura privada de financiación de largo plazo, los avances en el proceso de industrialización en Brasil se apoyaron en una combinación de autofinanciamiento, capital externo (crédito bancario e inversiones directas) y crédito gubernamental. Este último correspondía básicamente al Banco del Brasil, sobre todo en el sector agrícola, a la Caja Económica Federal (CEF), orientada prioritariamente al sector inmobiliario, y al BNDE, que se concentraba en la industria (Monteiro Filha, 1994; Guth, 2006).⁹ Si bien estas tres fuentes tenían una importancia diversa, esta fue la estructura de financiamiento del Plan de Metas del gobierno de J. Kubitschek (1956-1961), del “milagro económico” (1968-1973) del gobierno de G. Médici, y del segundo Plan Nacional de Desarrollo (II PND) del gobierno de E. Geisel (1974-1978).

El primer intento institucional de estimular la formación de un sistema privado de financiación de largo plazo en Brasil fueron las reformas financieras de 1964-1967, durante el gobierno de Castello Branco. Siguiendo el ejemplo del modelo que sustentó la industrialización norteamericana, se intentó crear un modelo de sistema financiero segmentado y apoyado en gran medida en el mercado de capitales. Como es sabido, ese plan fracasó rotundamente (Studart, 1995; Hermann, 2002b).

A lo largo de las décadas de 1960 y 1970, el BNDE no solo constituyó la única fuente interna de financiamiento de largo plazo para la industria, sino que su contribución a la formación bruta de capital fijo (FBCF) fue creciendo en cada nueva fase del proceso de industrialización. En promedio, los desembolsos del banco representaron el 3,2% de la FBCF brasileña en el período de bajo crecimiento económico de 1964-1967, relación que aumentó al 5% en el período 1970-1973 y al 8,9% en el período 1975-1979, ambos caracterizados por un marcado incremento de la tasa de inversión global, encabezado por la industria.¹⁰ También se destaca en ese período la inversión

de la posición de los sectores público y privado en los préstamos del BNDE: el primero, al que en promedio se destinaba el 90% de los desembolsos del banco hasta mediados de la década de 1960, redujo su participación a casi el 20% en el período 1976-1980, mientras que la diferencia se dirigió a grandes empresas del sector privado (Guth, 2006, p. 98). Esto demuestra que, en ese período, el BNDE ocupó un espacio en el mercado financiero brasileño que, de otra forma —es decir, ante un mercado más desarrollado— correspondería, por lo menos en parte, a las instituciones privadas.

En los años ochenta no se registró en el país ningún otro ciclo de expansión duradera. Como es sabido, esta década marca una fase de inestabilidad monetaria y estancamiento económico en Brasil y en otros países latinoamericanos, por lo que se la ha denominado la “década perdida”. Este contexto habría bastado por sí solo para inhibir el desarrollo financiero en Brasil y dificultar (o impedir) el éxito de cualquier política financiera para estimular las operaciones de largo plazo. La situación fue aun peor, porque las condiciones de restricción externa y fiscal determinaron el fracaso del modelo de financiamiento vigente, pues redujeron notablemente la oferta de crédito público y paralizaron por completo el flujo de capital externo hacia el país. En ese contexto, a pesar de que el espacio de actuación del BNDES se mantuvo —ya que no había ningún tipo de competencia privada en sus segmentos tradicionales del mercado—, el nivel de operaciones se redujo drásticamente: los desembolsos sufrieron una contracción real del 64% entre 1979 y 1990 (de 17 mil 700 millones de reales a 6 mil 300 millones de reales, a precios de 2001) y, con respecto a la FBCF, disminuyeron del 10,6% al 3,3% en el mismo período (Guth, 2006, pp. 174-175).

No obstante, la reducción de la relación entre los desembolsos y la FBCF no ocurrió en forma continua en el período mencionado. Hasta 1987, esa relación se mantuvo en alrededor del 8%, para luego disminuir al 5,7% en 1988 y a una media del 3,2% en el bienio

⁹ Cuando fue creado en 1952, el banco se llamaba Banco Nacional de Desarrollo Económico (BNDE). Solo a partir de 1982 pasó a ser el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES).

¹⁰ Promedios por período calculados a partir de datos anuales de Guth (2006, pp. 89 y 100). Cabe señalar que, con respecto a la FBCF de la

industria que fue el motor del desarrollo económico de ese período, los desembolsos del BNDE pasaron del 15% en 1974 al 35% en 1978 (Guth, 2006, p. 100).

1989-1990. El mantenimiento del nivel y la regularidad de los desembolsos hasta 1987 se explica, básicamente, por tres factores: i) la actuación del BNDE en el sector energético (el banco comenzó a respaldar el Programa Nacional de Alcohol en 1979), donde asume un papel central en su política de crédito; ii) el intento, no siempre exitoso, de concluir inversiones aprobadas a comienzos de la década (de hecho algunas se interrumpieron); iii) la extensión o el fortalecimiento de la actuación del banco en nuevas áreas: básicamente agricultura (con miras sobre todo al aumento de las exportaciones), pequeñas y medianas empresas (con vistas a la generación de empleo) y programas sociales, que agregaron la “S” a la sigla del banco a partir de 1982 (Guth, 2006, pp. 104-105). Corresponde también a ese año la creación del BNDES Participações S.A.(BNDESPAR), que institucionalizó la actuación del banco mediante la adquisición directa de capital de las empresas y del mercado de capitales.

Ese esfuerzo de adaptación a las nuevas condiciones y desafíos de la economía brasileña en los años ochenta se apoyó en la creación de nuevas fuentes de financiación para el banco mediante mecanismos de ahorro obligatorio: i) el Fondo para la Inversión Social en 1982; ii) el Fondo de la Marina Mercante, que ya existía pero pasó a ser gestionado por el BNDES a partir de 1983; iii) el Fondo de Protección del Trabajador, creado en la Constitución de la República Federativa de Brasil de 1988 en sustitución del Programa de Integración Social, que pasó a destinar el 40% de sus recursos (captados a partir de la facturación de las empresas y de la recaudación de las tres esferas de gobierno) al banco, a fondo perdido, es decir, sin obligación de pago del principal, sino solo de una tasa fija de un 6% al año. El Fondo de Protección del Trabajador se convirtió en la principal fuente de captación del BNDES (cerca del 35% al 40% del pasivo) desde su creación.

Así, a pesar de la retracción de sus actividades en la década de 1980, el BNDES mantuvo sus funciones tradicionales como núcleo de ahorro obligatorio y financiamiento de inversiones estratégicas para el país en esa época. Esto obedece, por una parte, a los esfuerzos del gobierno en ese sentido, pero es también innegable que en importante medida ese resultado se debe a la absoluta

falta de competencia privada en las nuevas y antiguas áreas de actuación del banco. Sin embargo, cabe señalar que, al contrario de lo que se podría esperar y de lo que efectivamente ocurrió en otros países latinoamericanos afectados por la crisis de la deuda (como Argentina, Chile y México), la escasez de crédito privado en Brasil en los años ochenta no reflejó el estrangulamiento financiero de los bancos privados. Este sector no solo sobrevivió sin problemas, sino que obtuvo ganancias elevadas a lo largo de todo el período de crisis económica (FUNDAP, 1993; Hermann, 2002b).

En el marco de la política de liberalización financiera, en 1988 se intentó nuevamente hacer viable la formación de un sistema de financiamiento privado de largo plazo en Brasil mediante una reforma bancaria que autorizaba la formación de bancos múltiples (o universales). De acuerdo con las nuevas reglas, los bancos comerciales y de inversión se podrían fusionar entre sí o con instituciones financieras y asociaciones de ahorro y préstamo para formar un banco múltiple. La reforma formalizó la expansión de la actividad de bancos e instituciones no bancarias a nuevas áreas, extinguió casi todos los antiguos vínculos entre fuentes de captación y aplicación para los bancos múltiples y permitió que aquellos constituidos hasta octubre de 1989, a partir de la fusión de instituciones ya existentes, alcanzaran apenas al 50% del capital mínimo exigido en el acto de su formación, mientras que el restante 50% se podría integrar en un plazo de cinco años.¹¹ De ese modo, la reforma de 1988 estimuló la concentración bancaria y representó una ruptura radical con el modelo de financiamiento idealizado en los años sesenta y una aproximación al modelo alemán, basado en el crédito bancario privado. No obstante, como se mostrará a continuación, ese intento tampoco tuvo éxito, por lo que se mantuvo el espacio de actuación tradicional del BNDES.

¹¹ El modelo de banco múltiple creado en Brasil prácticamente reproducía la estructura de los conglomerados financieros formados en los años setenta. La reforma de 1988 no provocó un cambio estructural significativo en el sector. Al respecto véase Hermann (2002b).

IV

El BNDES en los años 1990-2000

1. El nuevo contexto del mercado financiero brasileño¹²

Como ya se observó, el modelo de liberalización financiera se basa en dos pilares de política económica: una política financiera, orientada a la desregulación y apertura del sistema financiero, y una política macroeconómica “de respaldo”, con el ajuste fiscal y la estabilidad de precios como sus objetivos permanentes de corto plazo. En Brasil, ese modelo se implementó en tres etapas: la primera comenzó a fines de la década de 1980, cuando se puso en práctica la política financiera que se profundizaría en forma gradual; la segunda, a partir de 1995, cuando se implementó la “fase” de estabilización monetaria y se inició el ajuste fiscal; y la tercera, a partir de 1999, cuando esa fase se consolidó en un nuevo modelo.

La desregulación bancaria se implementó junto con la mencionada reforma de 1988. Las primeras medidas en materia de apertura financiera datan de 1987 (gobierno de J. Sarney), cuando la Resolución 1289 del Consejo Monetario Nacional autorizó la actuación de inversionistas extranjeros en el mercado de capitales brasileño mediante la constitución de instituciones específicas para ese fin (anexos I, II y III de la resolución). Sin embargo, el gran paso en ese sentido tuvo lugar durante el gobierno de F. Collor (1990-1992), con la edición del anexo IV a la Resolución 1289 (en 1991), mediante el cual se autorizó la actuación directa de inversionistas extranjeros en el mercado de capitales brasileño (en los segmentos primario y secundario), sin la exigencia de creación de una persona jurídica específica.

La apertura financiera cobró nuevo impulso en el gobierno de Itamar Franco (1992-1994), con la adopción de una política de intereses reales elevados —cuyo objetivo explícito era la atracción de capital externo— y la extensión de la apertura del mercado de capitales a los títulos de renta fija (anexo VI a la Resolución 1289). En 1994 otros dos factores completaron el esfuerzo de

reintegración del país al mercado financiero internacional: la conclusión del largo proceso de renegociación de la deuda externa brasileña, sobre la base del Plan Brady, y la adhesión de Brasil al Acuerdo de Basilea, coordinado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). En este Acuerdo se instituyeron reglas internacionales de prudencia bancaria, basadas en la exigencia de capital mínimo como proporción del activo de los bancos, de acuerdo con una escala de riesgo definida por el BPI.¹³

Durante el primer mandato del presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-1998) comenzó la “etapa macroeconómica” de la política de liberalización. A partir de 1995 se consolidó el proceso de estabilización monetaria, iniciado con el Plan Real de 1994. Debido a que se trataba de un plan de estabilización basado en ancla cambiaria, se complementó con nuevas medidas de apertura comercial y financiera (Hermann, 1999). Durante ese gobierno también se implementó un amplio programa de privatización de bancos estatales y empresas (básicamente, de infraestructura).

El “ajuste” de la economía brasileña al modelo de liberalización solo se completó durante el segundo gobierno de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002). La crisis cambiaria que afectó al país en 1999 fue seguida de cambios en el modelo de política macroeconómica. En el nuevo modelo, el ancla cambiaria fue sustituida por el sistema de cambio flexible, la política monetaria pasó a regirse por un modelo de metas de inflación y la política fiscal a orientarse por un modelo de metas de superávit primario y, a partir de mediados de 2000, también por la Ley de Responsabilidad Fiscal.¹⁴

Sin embargo, la crisis cambiaria no derivó en cambios cualitativos o retrocesos en la política financiera. En el segundo gobierno de Fernando Henrique Cardoso y en el primero de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2006) se dio continuidad a la liberalización financiera en paralelo al fortalecimiento de la reglamentación prudencial, con una serie de medidas que ampliaron el grado de apertura

¹² En esta subsección no se pretende describir en detalle el proceso de liberalización financiera y sus efectos en Brasil, sino apenas “listar” los principales eventos y tendencias que lo caracterizaron, de modo de contextualizar el análisis subsiguiente de la actuación del BNDES. Véanse descripciones y análisis detallados sobre el tema en Freitas (1999); Hermann (2005); Ferrari Filho y Paula (2006); Sicsú (2006); Hermann (2010b), entre otros.

¹³ La proporción mínima adoptada en Brasil en 1994 fue la misma definida por el Banco de Pagos Internacionales: del 8%. A partir de 1997, esta fue aumentada al 11% por el Consejo Monetario Nacional.

¹⁴ La Ley de Responsabilidad Fiscal institucionalizó, en las tres esferas de gobierno, una serie de reglas de conducta para la formulación y ejecución presupuestaria, con el objetivo principal de controlar el endeudamiento del sector público.

CUADRO 1

Indicadores seleccionados del mercado financiero brasileño, 1989-2006
(Medias anuales por período)

Período	Mercado de crédito (En porcentajes)										Mercado de capitales (En millones de dólares)			
	Crédito/ (En porcentajes)	Origen (En porcentajes)		Total (En porcentajes)	Destino (En porcentajes)						Emisiones primarias ^a		Mercado secundario	
		PIB (En porcentajes)	Crédito público		Industria	Comercio	Vivienda	Persona física	Sector público	Otros	Millones de dólares	Porcentaje de la FBCF ^b	Volumen negocios	Porcentaje de inversión externa
1989	24,1	69,3	30,7	100,0	16,4	4,3	35,8	2,5	27,8	13,2
1990-1994	28,5	61,8	38,2	100,0	21,8	7,9	24,1	4,1	22,4	19,6	11 098	14,3	31 637	16,9
1995-1998	28,9	54,1	45,9	100,0	24,8	11,1	19,4	10,7	12,4	21,6	16 633	11,6	139 589	23,5
1999-2003	24,4	41,2	58,8	100,0	28,6	10,3	11,0	20,9	4,2	25,2	8 036	8,6	75 722	23,0
2004-2006	27,7	37,2	62,8	100,0	23,5	10,8	4,9	30,2	3,3	27,3	27 857	17,9	181 950	33,3

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central del Brasil, *Boletim mensal*, varios números, y Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), *Informativo mensal*, varios números; Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) para la última columna.

^a Incluye todos los tipos de títulos (acciones, obligaciones y otros).

^b FBCF = formación bruta de capital fijo.

del mercado brasileño al reducir las trabas burocráticas y los costos (básicamente tributarios) del ingreso y la salida de capitales. Así, el modelo se implementó en el país en forma gradual y continúa aplicándose desde hace casi dos décadas, período de tiempo que parece ser suficiente para generar algunos resultados. No obstante, la reacción de los mercados de crédito y de capitales fue bastante modesta en el período de análisis.

En el cuadro 1 se presentan datos seleccionados de esos mercados entre los años 1990 y 2006, divididos en subperíodos que marcan cambios importantes en la economía brasileña con posibles repercusiones en el mercado financiero: el año 1989 (o 1990, en el caso del mercado de capitales) como marco inicial; los años 1990 a 1994, ya bajo la política de liberalización pero aún caracterizados por la elevada inflación; el período 1995-1998, de consolidación de la estabilidad de precios; el lapso 1999-2003, marcado por una gran inestabilidad en el mercado financiero nacional e internacional, por la crisis cambiaria brasileña y por un débil crecimiento económico mundial (incluso en Brasil); el trienio 2004-2006, caracterizado por baja inflación, estabilidad financiera y recuperación del crecimiento económico en casi todos los países desarrollados y en desarrollo (incluso en Brasil).¹⁵

De acuerdo con los fundamentos del modelo de liberalización, el comportamiento esperado en Brasil

sería de una reacción positiva de los mercados bancario y de capitales en todo el período, especialmente a partir de 1995 (debido a la estabilización); una reversión o estancamiento en el período 1999-2003 y una recuperación a partir de 2004 ante las condiciones más favorables. Si bien los indicadores parecen confirmar este perfil, en los dos mercados se observan también claros indicios de debilidad (o fracaso) de la política de liberalización como motor del desarrollo financiero.

En el mercado de crédito, la relación entre el crédito y el PIB se mantuvo por debajo del 30%, incluso en los períodos de auge (1995-1998 y 2004-2006), mientras que esta cifra fluctúa entre el 60% y el 100% en los países financieramente desarrollados. Con respecto a la distribución por sector de destino, el único cuya participación en el total creció de forma continua y acelerada fue el crédito a la persona física, cuyos plazos en general son cortos (1 a 2 años, excepto para automóviles) y cuya dinámica no es determinante del desarrollo económico. Si bien se alcanzó la reducción esperada de la participación de los bancos públicos en el sector, los indicadores anteriores señalan claramente que esta no tuvo como contrapartida un mayor compromiso de los bancos privados en el financiamiento del desarrollo, pues este debería suponer un aumento notable de la relación entre el crédito y el PIB, impulsado por el crédito de largo plazo a la industria, los servicios y la vivienda.

En el mercado de capitales, llama la atención la importancia que los inversionistas extranjeros mantienen en el mercado secundario, condicionando —tal vez de

¹⁵ El breve análisis que sigue es una síntesis del trabajo reciente del autor. Véase Hermann (2010b).

forma excesiva— los volúmenes negociados, la liquidez y los precios de los activos, incluso en el mercado primario que resulta afectado por estas condiciones. Por último, a pesar de la expansión reciente, las emisiones primarias demostraron un comportamiento excesivamente inestable desde el inicio de los años noventa, una característica poco común en mercados bien establecidos, exactamente porque este tipo de comportamiento inhibe su desarrollo.

2. Indicadores de actuación del BNDES en los años 1990-2000

En el cuadro 2 se presentan datos seleccionados de la actuación del BNDES en el período 1989-2006. De acuerdo con el objetivo de este trabajo de evaluar su esfera de actuación en el sistema financiero brasileño solo en calidad de institución financiera —sin considerar, por lo tanto, sus demás funciones como institución ejecutora de políticas de desarrollo—, se utilizaron solo datos agregados de desembolso del banco como indicadores de su oferta efectiva de crédito. Estos datos se compararon con otros tres datos de naturaleza macroeconómica: el saldo total de crédito concedido por el sistema financiero brasileño, la formación bruta de capital fijo (FBCF) y la tasa de crecimiento real del PIB.

Esos indicadores fueron seleccionados en función de su papel central para el proceso de desarrollo económico que orienta las acciones del BNDES.

El aumento de los valores anuales medios de desembolso del banco a partir de 1999 es evidente.¹⁶ Sin embargo, según los indicadores relativos este proceso comenzó en el período 1995-1998. En comparación con el saldo total de crédito del sistema financiero brasileño, los desembolsos del BNDES pasaron de una media del 3% entre 1989 y 1994 a una del 5% entre 1995-1998 y cercana al 8% en los dos períodos siguientes (entre 1999 y 2006). En ese movimiento se reflejó la lenta recuperación de las operaciones del banco después de la ostensible retracción de fines de los años ochenta —auge de la crisis externa y fiscal que marcó la economía del país en la década. No obstante, esa recuperación no tuvo lugar en las mismas áreas de actuación de las décadas de 1970 y 1980. Como sintetiza Guth:

“Con la conclusión de los proyectos de inversión iniciados durante el II PND (...), pierden importancia

¹⁶ Como se observa en el cuadro 2, la ausencia de datos en millones de reales correspondientes al período 1990-1994 impide la comparación de los desembolsos de este período, en valor monetario, con el primer año de nuestra serie (1989) y con el período siguiente (1995-1998).

CUADRO 2

Indicadores de desembolso del sistema BNDES,^a 1989-2006 (Medias anuales por período^b)

Período	Desembolsos BNDES		(A)/FBCF (En porcentajes)	(A)/Crédito Total del sistema financiero brasileño (En porcentajes)	FBCF ^c /PIB (En porcentajes)	Crecimiento real del PIB (En porcentajes anuales)
	Total (En millones de reales)	Exim/Total (En porcentajes)				
	(A)	(B)				
1989	... ^d	...	3,1	2,9	26,9	3,2
1990-94	... ^d	2,6 ^e	4,1	3,0	19,4	1,2
1995-98	13 414	7,2	8,7	5,2	17,4	2,5
1999-03	27 453	27,4	12,4	8,2	16,2	1,9
2004-06	46 044	28,2	13,3	8,3	16,2	4,3

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES), *Estatísticas operacionais y Relatórios anuais*, varios números (columnas A y B); Felipe Guth, *O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana*, Río de Janeiro, Instituto de Economía/Universidad Federal de Río de Janeiro (UFRJ), 2006; Banco Central de Brasil, *Relatórios anuais*, varios números, para crédito total del sistema financiero brasileño; e IpeaData (columnas E-F).

^a Incluye adquisiciones del BNDESPAR en el mercado de capitales.

^b Media geométrica para la columna F y aritmética simple para las demás.

^c FBCF = formación bruta de capital fijo.

^d Datos originales en millones de reales corrientes. Ante la falta de datos de la columna A, en este formato se optó por dejarlos como no disponibles.

^e Media 1991-1994.

Nota: Exim es el programa de apoyo a las exportaciones e importaciones del BNDES.

los sectores de la industria pesada y cobra importancia la integración competitiva de la economía nacional en la internacional. Así, siguiendo la lógica del nuevo modelo de desarrollo, el banco dirige sus prioridades al proceso de privatización y a los sectores exportadores, además de las pequeñas y medianas empresas y los proyectos sociales” (Guth, 2006, p. 131).

En el segmento de crédito de largo plazo, el “motor” de la recuperación de las operaciones del BNDES en los años noventa fue el programa de privatización, presentado oficialmente en 1990. Sus operaciones comenzaron en 1991, pero se concentraron en el período 1996-2000 (el 84% de las ventas entre 1991 y 2001) y, sobre todo, en el bienio 1996-1997 (el 63% de las ventas hasta 2001).¹⁷ El banco asumió las funciones de gestor del programa, actuando como uno de los financiadores en la adquisición y las fases previa y posterior a la venta, es decir, en la preparación (saneamiento financiero) de las empresas que habían de privatizarse y, posteriormente, en el financiamiento de inversiones por parte de los nuevos propietarios. Esto explica el paradójico (en apariencia) aumento de los desembolsos del banco destinados al sector público en plena “era de la liberalización”: si bien la FBCF del gobierno (en las tres esferas) se redujo en la segunda mitad de la década —de una media del 2,6% del PIB en el período 1990-1994 al 1,9% entre 1995 y 1998—, la participación del sector público en los desembolsos del BNDES creció considerablemente en el mismo período —del 4% en 1995 al 12% en 1998, para volver a bajar al 3% al año siguiente (Platteck, 2001, p. 108).¹⁸

Al igual que el crédito de largo plazo a la industria pesada y a la infraestructura, las nuevas áreas de actuación del BNDES en los años noventa despertaron poco interés en el sistema financiero privado. Esto se explica no tanto por los plazos de los financiamientos (que en general son menores que los requeridos en el financiamiento a la industria y la infraestructura), sino por los mayores riesgos de crédito normalmente atribuidos (pero no necesariamente confirmados) a los proyectos sociales y las operaciones con pequeñas y medianas empresas.

En el caso del sector exportador y de la propia industria nacional, los riesgos estimados sin duda se ampliaron en los años noventa, a raíz de la implementación de la política de liberalización comercial, la vigencia del sistema de ancla cambiaria y la política de intereses elevados que lo acompañó. En conjunto, esas políticas penalizaban la rentabilidad esperada de las exportaciones y de la producción nacional en general, contribuyendo en forma indirecta a mantener la posición del BNDES en el sistema financiero brasileño.

Este contexto comenzó a modificarse en 1999 con la flexibilización cambiaria, que impulsó gradualmente al sector exportador y contribuyó a una notable recuperación de las cuentas externas del país en la década de 2000. Sin embargo, esto no supuso un retroceso del banco en el sector en favor de instituciones privadas. Al contrario, las operaciones del BNDES Exim (programa de apoyo a las exportaciones e importaciones, creado en 1997 como ampliación de otro ya existente) se ampliaron considerablemente a partir de 1999, no solo respecto del valor sino también como proporción de los desembolsos totales del banco, que pasó de la media del 7% en el período 1995-1998 al 27% entre 1999 y 2003 y al 28% en 2004-2006.

En el período 2004-2006, además del mayor respaldo a las exportaciones, otro importante factor que preservó e incluso amplió el espacio de actuación del BNDES en el sistema financiero brasileño derivó de un cambio, aunque incipiente, en la postura del gobierno con respecto a la política de desarrollo económico. A partir de 2004, el gobierno de Luiz Inácio Lula da Silva pasó a conciliar los principios básicos del “modelo de liberalización” con la reanudación de un tipo de política abandonado a inicios de los años noventa, en función de la propia adopción de este modelo: la política industrial. En marzo de 2004, el gobierno de Luiz Inácio Lula da Silva estableció la Política Industrial, Tecnológica y de Comercio Exterior (PITCE) (MDIC, 2007), a partir de la cual los programas gubernamentales de respaldo a las exportaciones pasaron a integrarse a programas de fomento del desarrollo industrial, concentrados en sectores con elevada capacidad de innovación y con miras al aumento de la competitividad (Carvalho Jr., 2005).¹⁹

Junto con otros órganos de gobierno, el BNDES participó directamente en la formulación de la PITCE y figura como uno de sus principales financiadores públicos. El papel central del banco en la implementación de

¹⁷ El valor acumulado de las ventas entre 1991 y 2001 fue de 103 mil 300 millones de dólares (BNDES, 2001).

¹⁸ Con respecto a la FBCF de la administración pública como proporción del PIB, las medias se calcularon sobre la base de datos anuales del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE, 2002, cuadro 2). En cuanto a los datos relativos a la participación del sector público en los desembolsos totales del BNDES, se optó por no usar las medias de los períodos de análisis, porque los datos anuales presentaron una gran dispersión, variando entre el 5,7% y el 17,0% en el período 1990-1994 y entre el 3,9% y el 12,2% en el período 1995-1998.

¹⁹ Los sectores seleccionados como prioritarios en el marco de la PITCE fueron los de fármacos, semiconductores, programas de computación y bienes de capital.

la PITCE explica gran parte del aumento reciente de sus desembolsos como proporción de la formación bruta de capital fijo, así como el mantenimiento de su importancia en el crédito total, en una fase de expansión de la relación entre el crédito y el PIB (2004-2006). En realidad, debido a que estos indicadores no son independientes entre sí —ya que los desembolsos del BNDES componen el crédito total— y el trienio 2004-2006 fue un período de gran expansión del crédito del BNDES, es lícito afirmar que el banco no solo mantuvo su participación, sino que ella explica en gran parte el aumento de la relación entre el crédito y el PIB durante el período.

En comparación con la formación bruta de capital fijo, el crédito del BNDES se incrementó continuamente a lo largo del período de análisis: del 3% en 1989 (su nivel más bajo desde 1964) (Guth, 2006, p. 175) a poco más del 4% en la primera mitad de los años noventa, para duplicarse en el período siguiente (1995-1999) y alcanzar el 13% en 2004-2006.

Paradójicamente, el aumento de la relación entre los desembolsos del BNDES y la formación bruta de capital fijo en el período 1990-2006 tuvo lugar en oposición a la tendencia de la tasa de inversión fija de

la economía, que se contrajo continuamente (de casi el 27% en 1989 al 16% entre 1999-2006), y en un contexto de crecimiento económico bastante modesto hasta 2003. Esta brecha entre los tres indicadores puede sugerir, en principio, una reducción de la funcionalidad del BNDES para el desarrollo económico: a fin de cuentas, el volumen proporcionalmente mayor de crédito del banco no fue acompañado o seguido de mayores tasas de inversión o de crecimiento del PIB. Por otra parte, en el marco de una perspectiva más amplia de las funciones de los bancos de desarrollo, se observa que en este período predominó el papel anticíclico —y no menos importante— del banco, que impidió una retracción aun mayor de la relación entre el crédito y el PIB y, probablemente, de las propias tasas de inversión y de crecimiento de la economía (Torres Filho, 2006). Esta hipótesis parece ser confirmada por el comportamiento de la relación entre los desembolsos del BNDES y el crédito total del sistema financiero brasileño, que se mantiene o acrecienta moderadamente en las fases de mayor crecimiento económico (1995-1998 y 2004-2006), pero se eleva en forma más acentuada en las fases de desaceleración (1999-2003).

V

Resumen y conclusiones

Los bancos de desarrollo se caracterizan por ser organismos de naturaleza híbrida, que actúan simultáneamente como instituciones de gobierno —con funciones de formulación y ejecución de políticas de desarrollo— y como instituciones financieras en sentido estricto —con las funciones típicas de un banco. Como tales, su forma de actuación se define política e históricamente por el perfil de las políticas gubernamentales de desarrollo en curso y por la evolución del sistema financiero nacional. En relación con este segundo aspecto, la esfera de actuación de un banco de desarrollo se define como complementaria de la de las instituciones financieras privadas locales. Más específicamente, la razón de ser de los bancos de desarrollo reside en el carácter “incompleto” de los mercados financieros en segmentos de extrema importancia para el desarrollo económico, a saber: inversiones a largo plazo, e innovaciones y actividades cuya rentabilidad social estimada es mayor que la rentabilidad privada. En teoría, a medida que esos mercados se desarrollan tiende a restringirse el espacio de actuación de los bancos de desarrollo.

Las políticas de liberalización financiera implementadas en casi todo el mundo desde fines de los años ochenta procuraban reducir a proporciones inofensivas el carácter incompleto de los mercados financieros. La premisa era que los mercados libres de barreras regulatorias y de la actuación directa del Estado tenderían a desarrollarse más eficientemente, flexibilizando la asignación de recursos y ampliando el acceso de los inversionistas a financiamientos de todo tipo.

Los críticos de la liberalización alegaban que los mercados financieros libres tendían a aumentar la exposición de acreedores y deudores a nuevos riesgos, que a mediano plazo podrían derivar en mayores dificultades de acceso a financiamientos en general, sobre todo en lo que se refiere a las actividades más importantes para el desarrollo económico. Además, incluso en las fases de bonanza de los mercados financieros, no había razón para esperar que la asignación de recursos orientada solo por patrones privados de evaluación de rentabilidad y riesgo garantizara, en forma sistemática, condiciones adecuadas de financiamiento a las actividades estratégicas para el desarrollo económico

en cada una de sus etapas. En estas condiciones, aunque promoviera la expansión y diversificación financiera, la política de liberalización no lograría eliminar la necesidad de los bancos de desarrollo, especialmente en los países menos avanzados, donde los desafíos son todavía considerables, vista la necesidad de inversiones en innovación, incorporación de nuevas tecnologías y proyectos sociales. El caso del BNDES parece confirmar esta hipótesis.

En Brasil, el modelo de liberalización se adoptó a fines de la década de 1980 y avanzó en forma gradual hasta la primera mitad de la década de 2000. Sin embargo, la reacción del sistema bancario y del mercado de capitales fue bastante modesta en el período analizado (1990-2006), de modo que el espacio de

actuación del BNDES se mantuvo. Aun más, durante el período 1990-2006 se registró un nítido aumento relativo de los desembolsos del banco en términos nominales y como proporción del crédito total del sistema financiero brasileño y de la FBCF del país. Dos conjuntos de factores explican básicamente estas tendencias: i) los desafíos del desarrollo después de la apertura comercial y financiera, más dependiente del incremento de la competitividad y, por ende, de la capacidad de innovación e incorporación de nuevas tecnologías por parte de las empresas locales; y ii) la insuficiente escala de operación de los mercados nacionales de capitales y de crédito en la provisión de financiamiento para estas empresas.

Bibliografía

- Agénor, P. y P.J. Montiel (1999), *Development Macroeconomics*, New Jersey, Princeton University Press.
- Aghion, B.A. de (1999), "Development banking", *Journal of Development Economics*, vol. 58, N° 1, Amsterdam, Elsevier.
- Banco Mundial (1989), *Informe sobre el desarrollo mundial, 1989*, Nueva York, Oxford University Press.
- Batista Jr., P.N. (2001), *A economia como ela é*, São Paulo, Boitempo Editorial.
- BNDES (Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social) (2001), *Relatório anual*, Río de Janeiro.
- Bruck, N. (2002), "The role of development banks in the twenty-first century", *Principles and Practices of Development Banking*, vol. 3, Manila, Asociación de Instituciones Financieras de Desarrollo del Asia y el Pacífico/Institute of Development Finance (ADFIAP/IDF).
- (2001), "Development banking concepts and theory", *Principles and Practices of Development Banking*, vol. 1, Manila, Asociación de Instituciones Financieras de Desarrollo del Asia y el Pacífico/Institute of Development Finance (ADFIAP/IDF).
- Bruck, N. y Armando M. Carvalho Jr. (2005), "A política industrial e o BNDES", *Revista do BNDES*, vol. 12, N° 23, Río de Janeiro, Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social, junio.
- Carvalho Jr., A.M. (2005), "A política industrial o BNDES", *Revista do BNDES*, vol. 12, N° 23, Río de Janeiro, Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social, junio.
- Diamond, W. (1957), *Development Banks*, Baltimore, Johns Hopkins Press.
- Dixon, H. (1997), "Controversy: finance and development: editorial note", *The Economic Journal*, vol. 107, mayo, Oxford, Blackwell Publishing.
- Ferrari Filho, F. y L.F.R. de Paula (2006), "Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China", *Câmbio e controles de capitais*, J. Sicsú y F. Ferrari Filho (orgs.), Río de Janeiro, Campus.
- Freitas, M.C.P. de (org.) (1999), *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 1990*, São Paulo, Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP)/Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo.
- Fry, M. J. (1997), "In favour of financial liberalization", *The Economic Journal*, vol. 107, Oxford, Blackwell Publishers, mayo.
- (1995), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Londres, The Johns Hopkins University Press.
- FUNDAP (Fundação do Desenvolvimento Administrativo) (1993), "Estratégias e padrão de rentabilidade dos bancos múltiplos privados: 1988/92", *O novo formato institucional do sistema financeiro brasileiro*, São Paulo.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Londres, The Belknap Press.
- Guth, Felipe C. (2006), *O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana*, Río de Janeiro, Instituto de Economía/Universidad Federal de Río de Janeiro.
- Hermann, J. (2010a), "Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento", *Revista de economia política*, São Paulo, en prensa.
- (2010b), "Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006", *Economia e sociedade*, São Paulo, en prensa.
- (2005), "Liberalização financeira e crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-99", *Regulação financeira e bancária*, Rogério Sobreira (org.), São Paulo, Atlas.
- (2002a), *Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*, tesis de doctorado, Río de Janeiro, Instituto de Economía, Universidad Federal de Río de Janeiro.
- (2002b), "Financial system structure and financing models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997)", *Journal of Latin American Studies*, vol. 34, Nueva York, Cambridge University Press, febrero.
- (1999), "Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade de capital: alcance, limites e soluções", *Estudos econômicos*, vol. 29, N° 4, São Paulo, Universidad de São Paulo, octubre-diciembre.
- IBGE (Instituto Brasileño de Geografía y Estadística) (2002), *Estatísticas do século XX* [en línea] www.ibge.gov.br.
- Kregel, Jan (1992), "Universal banking, US banking reform and financial competition in the EEC", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, N° 182, Roma, Banca Nazionale del Lavoro, septiembre.
- Levine, Ross (2004), "Finance and growth: theory and evidence", *NBER Working Paper*, N° 10766, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- (1997), "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, N° 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association, junio.

- Maxwell, J. (1997), "In favour of financial liberalisation", *The Economic Journal*, vol. 107, mayo, Oxford, Blackwell Publishing.
- (1995), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Londres, The Johns Hopkins University Press.
- Maxwell, J. y A. Gerschenkron (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Cambridge, Massachusetts, The Belknap Press of Harvard University Press.
- McKinnon, R. (1993), *The Order of Economic Liberalization*, Londres, The Johns Hopkins University Press.
- (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution.
- MDIC (Ministerio para el Desarrollo, la Industria y el Comercio Exterior) (2007), *Política industrial contará com R\$ 15,05 bilhões em recursos* [en línea] www.mdic.gov.br.
- Monteiro Filha, D.C. (1994), *A aplicação de fundos compulsórios pelo BNDES na formação da estrutura setorial da indústria: 1952 a 1989*, tesis de doctorado, Río de Janeiro, Instituto de Economía, Universidad Federal de Río de Janeiro.
- Naciones Unidas (2005), *Rethinking the Role of National Development Banks*, Nueva York, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES), diciembre.
- Panizza, U., E.L. Yeyati y A. Micco (2004), "Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks", *Working Paper*, N° 517, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo.
- Pena, A.D. (2001), "Principles of development banking", *Principles and Practices of Development Banking*, vol. 2, Manila, Asociación de Instituciones Financieras de Desarrollo del Asia y el Pacífico/Institute of Development Finance (ADFIAP/IDF).
- Plattek, M. (2001), "Contribuição dos desembolsos do BNDES para a formação bruta de capital fixo: uma análise para a década de 90", *Revista do BNDES*, vol. 8, N° 15, Río de Janeiro, Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social, junio.
- Sachs, J.D. y S. Radelet (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29, N° 1, Washington, D.C., Brookings Institution.
- Shaw, E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Sicsú, J. (2006), "A liberalização financeira brasileira no período 1988-2002", *Câmbio e controles de capitais*, J. Sicsú y F. Ferrari Filho (orgs.), Río de Janeiro, Campus.
- Stiglitz, J.E. (2002), *A globalização e seus malefícios*, São Paulo, Ed. Futura.
- Stuart, R. (1995), *Investment Finance in Economic Development*, Londres, Routledge.
- Torres Filho, E.T. (2006), "O papel anticíclico do BNDES sobre o crédito", *Visão do desenvolvimento*, N° 7, Río de Janeiro, Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1998), *Informe sobre el comercio y el desarrollo* (UNTCTAD/TDR/1998), Nueva York, Naciones Unidas.