

UFRJ/IEI

10362

NS 95448

TEXTO PARA DISCUSSÃO

SÉRIE TEXTOS PARA DISCUSSÃO
Nº 362

COMPORTAMENTO DOS BANCOS EM
ALTA INFLAÇÃO: UMA ABORDAGEM
PÓS-KEYNESIANA

LUIZ FERNANDO RODRIGUES DE
PAULA

MARÇO DE 1996

Instituto de Economia Industrial
Universidade Federal do Rio de Janeiro

DIGITALIZADO PELA BIBLIOTECA EUGÊNIO GUDIN EM PARCERIA COM A DECANIA DO CCJE/UFRJ

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL**

SÉRIE TEXTOS PARA DISCUSSÃO - Nº 362
COMPORTAMENTO DOS BANCOS EM ALTA INFLAÇÃO: UMA
ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA*
MARÇO DE 1996

LUIZ FERNANDO RODRIGUES DE PAULA**

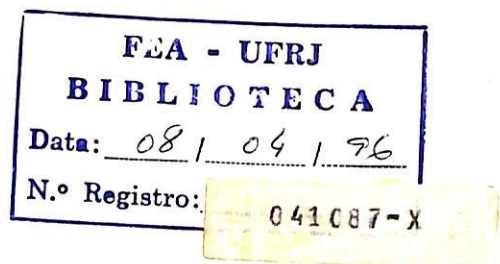


43 - 016857

* O presente texto é parte da pesquisa pelo projeto de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro, no Instituto de Economia da UFRJ, que conta com o apoio financeiro do CNPq. O autor agradece ao Prof. Fernando Cardim de Carvalho (coordenador do projeto) e demais membros do grupo pelos valiosos comentários e sugestões à primeira versão do texto, isentando-os, como de praxe, por qualquer responsabilidade por eventuais erros e omissões cometidos.

** Professor do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro.

Reitor da UFRJ: Prof. Paulo Alcântara Gomes
Decano do CCJE: Prof. José Antônio Ortega
Diretor do Instituto de Economia: Prof. José Ricardo Tauile
Coordenador de publicações: Prof. David Kupfer
Supervisão: Gláucia Aguiar
Projeto gráfico: Gláucia Aguiar
Editoração: Jorge Amaro
Ana Lucia Ribeiro
Revisão: Carla Dieguez
Impressão: Célio de Almeida Mentor
Luiz Jorge de Araújo Góes
Olávio da Silva Inacio



FICHA CATALOGRÁFICA

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de

Comportamento dos Bancos em alta inflação pós-keynesiana. --/Luiz Fernando Rodrigues de Paula. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996

46 p; 21cm -- (Textos para Discussão. UFRJ/IEI; n° 362)

Bibliografia: p. 42-45

1. Sistema bancario. 2. Inflação. 3. Economia Financeira.
I. Título. II. Série.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	5
2. DINÂMICA DA FIRMA BANCÁRIA EM UMA ECONOMIA CAPITALISTA	7
3. DINÂMICA DA FIRMA BANCÁRIA EM ALTA INFLAÇÃO	24
4. CONCLUSÃO	36
5. NOTAS	38
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42

1. INTRODUÇÃO

Num regime de alta inflação, as relações financeiras na economia se alteram, em função da elevação da preferência pela liquidez dos agentes, num contexto de substituição da moeda corrente, e do encurtamento dos prazos dos contratos nominais, face ao aumento das condições de incerteza da economia. Neste regime, o sistema contratual da economia é afetado diretamente, na medida em que a depreciação real do valor da moeda legal torna impraticáveis os contratos nominais não-indexados e inutiliza o uso da moeda legal como moeda-de-conta vigente. Em contrapartida, criam-se novas moedas-de-conta e praticam-se, de forma generalizada, regras de indexação de contratos.

A maior flexibilidade dos bancos, em relação às empresas não-financeiras, permite mais rápidas mudanças e maior adaptação ao contexto de alta inflação. Nestas condições, as estratégias e o balanço bancário passam a refletir as condições de preferência pela liquidez por parte de todos os agentes, expresso no giro mais rápido de seu capital. A composição da estrutura ativa dos bancos, devido à imposição de um passivo de curto prazo, expressa este novo contexto, com um aumento na preferência por aplicações em ativos mais líquidos, de modo a compatibilizar o *timing* da estrutura ativa com a passiva.

O objetivo do presente texto é analisar o comportamento dos bancos em um regime de alta inflação, procurando mostrar, por um lado, de que forma as relações financeiras se alteram neste contexto e, de outro, de que modo os bancos se adaptam a esta conjuntura de incerteza extremada

e de alta preferência pela liquidez dos agentes expressa na demanda por quase-moedas.

A importância de se analisar o comportamento dos bancos em alta inflação se deve ao fato de que, em países que tiveram uma experiência recente de convivência com um regime de alta inflação, como Argentina e Brasil, a configuração atual do sistema bancário num contexto de estabilização está ainda contaminada por práticas e comportamentos típicos de um ambiente de alta incerteza e de mudanças freqüentes e abruptas nas condições básicas de funcionamento da economia. Permanece, em grande medida, a preferência dos agentes por ativos de curto prazo ou dolarizados e a oferta de crédito bancário de curto prazo, apesar do processo de remonetização.

O enfoque teórico adotado no texto é pós-keynesiano, o que significa:

a) examinar a dinâmica monetária e financeira de uma economia, em uma dimensão histórica-institucional, como resultante da interação entre as autoridades monetárias, instituições financeiras e os agentes não-financeiros, destacando o papel fundamental que a estrutura financeira tem neste processo;

b) entender que os bancos têm um papel ativo em sancionar (ou não) as decisões de gasto dos agentes e, portanto, no estabelecimento das condições de financiamento da economia, em um dado marco institucional;

c) analisar os bancos como uma firma capitalista cujo principal objetivo é obter lucro na forma monetária; para tanto, administram e diversificam suas estruturas ativa e passiva a partir de sua preferência pela liquidez e de suas expectativas de risco e rentabilidade em um mundo incerto, tomando como base suas múltiplas avaliações acerca da riqueza financeira.

O texto é composto de três seções, além desta introdução. Inicialmente, na seção 2, examina-se a dinâmica da firma bancária em uma economia capitalista, ou seja, as condições de risco da atividade bancária frente à incerteza de uma economia monetária¹ (seção 2.1) e as estratégias bancárias neste contexto – administração do passivo e do ativo, condições de oferta de crédito e lucratividade dos bancos (seção 2.2). A seção 3 analisa a dinâmica da firma bancária em um contexto de alta inflação, abordando as alterações no sistema contratual e na precificação (seção 3.1), as modificações nos contratos financeiros e nas condições de risco num ambiente de preferência extremada por flexibilidade por parte dos agentes (seção 3.2) e as estratégias bancárias no que se refere à administração do ativo e do passivo, assim como as receitas inflacionárias (seção 3.3). Na seção 4, efetuam-se alguns comentários finais.

2. DINÂMICA DA FIRMA BANCÁRIA EM UMA ECONOMIA CAPITALISTA

2.1. ATIVIDADE BANCÁRIA, INCERTEZA E RISCOS

Na perspectiva pós-keynesiana, os bancos têm um papel ativo na determinação das condições de financiamento de uma economia capitalista, ao estabelecer o volume e as condições sob os quais o crédito é ofertado. Do ponto de vista macroeconômico, a oferta agregada de financiamento é determinada principalmente pelo desejo dos bancos de conceder crédito e de criar ativamente depósitos, e não pela preferência individual dos poupadores. Portanto, os bancos têm um papel chave no processo de crescimento econômico, pois somente se eles compartilharem o otimismo dos empresários no período de crescimento e acomodarem a demanda por financiamento, pode uma economia monetária crescer (Stuart, 1994, p.11). A criação de moeda-crédito por parte do sistema bancário e a cessão deste poder de compra aos

investidores é condição suficiente para a materialização dos planos empresariais, garantindo, assim, o crescimento do nível de investimento da economia, pois, numa economia monetária, "os fluxos de investimentos reais não são normalmente empreendidos até que os arranjos financeiros bancários de curto termo tenham sido feitos" (Davidson, 1986, p.101).

Como qualquer firma capitalista, bancos têm como principal objetivo a obtenção de lucro na forma monetária. Para tanto, tomam suas decisões de portfólio orientados pela perspectiva de alcançarem lucros em condições de incerteza que caracterizam uma economia monetária. De acordo com suas expectativas de rentabilidade e de risco, podem ou não sancionar as decisões de gasto dos agentes.

As avaliações que um banco faz a respeito da capacidade do tomador de empréstimos auferir receitas futuras para cumprir seus compromissos financeiros, bem como da manutenção do valor dos colaterais e do comportamento da taxa de juros de mercado, vão determinar, em grande medida, a participação dos empréstimos no total dos ativos dos bancos e os termos em que eles vão ser ofertados. De qualquer modo, a capacidade individual de criação de crédito por parte dos bancos, em função da manutenção de reservas voluntárias e outros ativos líquidos em seu portfólio e da possibilidade de obter recursos junto ao mercado interbancário ou nas "janelas" de redesconto do Banco Central, deve ser suficientemente elástica para que os bancos possam atender a uma mudança nas demandas por crédito de seus clientes².

Quando um contrato financeiro é estabelecido, tanto o credor quanto o devedor criam expectativas com relação à capacidade do tomador de recursos em cumprir os termos do contrato. Em qualquer transação financeira, são feitas suposições acerca de um futuro intrinsecamente incerto:

"Cada transação financeira envolve uma troca de dinheiro-hoje por moeda mais tarde. As partes que transacionam têm algumas expectativas quanto ao uso que o tomador de moeda-hoje fará com os fundos e de como esse tomador reunirá fundos para cumprir a sua parte do negócio na forma de dinheiro-amanhã. Nesse negócio, o uso de fundos pelo tomador de empréstimos é conhecido com relativa segurança; as receitas futuras em dinheiro, que capacitarão o tomador a cumprir as parcelas de moeda-amanhã do contrato, estão condicionadas pela performance da economia durante um período mais longo ou mais curto. Na base de todos os contratos financeiros está uma troca da certeza por incerteza. O possuidor atual de moeda abre mão de um comando certo sobre a renda atual por um fluxo incerto de receita futura em moeda" (Minsky, 1992, p.13).

A atividade bancária está, portanto, sujeita a riscos, na medida em que os bancos, em sua busca por maiores lucros, transformam maturidades, emprestando a mais longo termo do que a maturidade de suas obrigações, o que resulta em um descasamento entre suas operações ativas e passivas. De forma geral, bancos, em seus negócios, estão submetidos a três tipos de riscos: (i) *risco de juros ou de mercado*, determinado pelo fato de que o custo de suas obrigações muda mais rapidamente que o retorno de seus ativos, se os primeiros forem de mais curto termo que os últimos; (ii) *risco de liquidez*, decorrente da possibilidade de que o banco não possa liquidar seus ativos a preços que permita honrar suas obrigações; (iii) *risco de crédito*, que resulta da possibilidade do tomador de empréstimo não ser capaz de honrar sua dívida.

Os dois primeiros riscos acima referidos resultam diretamente do descasamento de taxas ou de maturidades entre as operações ativas e passivas. O primeiro trata do risco do banco ter um *spread* pequeno ou mesmo negativo em suas operações, devido às oscilações das taxas de juros de mercado: no momento de refinanciamento do ativo pode ocorrer

uma variação nos custos de captação que pode ser incompatível com o rendimento esperado das aplicações. O segundo risco deriva especificamente da possibilidade de descasamento de maturidades entre as operações ativas e passivas, sobretudo quando, na busca de uma maior rentabilidade nas suas operações, os bancos aumentam a maturidade de suas aplicações ativas, o que pode ocasionar problemas de liquidez. O terceiro, como já foi assinalado, relaciona-se à capacidade (ou não) do tomador de empréstimos auferir receitas futuras para honrar seus compromissos financeiros e, portanto, está condicionado ao sucesso de seu empreendimento.

Bancos procuram se precaver da possibilidade de ocorrência de riscos que, como vimos, são inerentes à atividade bancária³. Parte do negócio dos bancos é compensar ou se proteger destes riscos a um custo que seja menor do que eles podem cobrar do serviço de intermediação financeira. O risco de liquidez pode ser, em parte, protegido pela imposição de reservas (voluntárias ou compulsórias), enquanto a proteção ao risco de juros pode ser feito através, entre outros meios, do estabelecimento de limites máximos para os retornos sobre os depósitos de curto termo e do uso de produtos derivativos, tais como futuros e *swaps* de taxas de juros.

No que diz respeito ao risco de crédito, uma das principais funções do banco é a realização de uma avaliação apropriada deste risco e adotar medidas para se proteger dele de forma adequada. Entre tais medidas, destacam-se a diversificação do portfólio de aplicações (inclusive dos empréstimos), a análise do cadastro do cliente visando conjecturar sobre sua capacidade futura de pagar a dívida e, ainda, a posse de colaterais por parte do banco. Quanto mais alto for o risco avaliado pelo banco, maior deverá ser o colateral⁴ requerido e maior o valor da opção que ele pode oferecer ao tomador de empréstimo, o que poderá se refletir na decisão de aumentar a taxa de juros cobrada a tomadores

menos confiáveis⁵, ou na solicitação de uma caução/garantia maior do colateral. A securitização de ativos bancários nos mercados de capitais pode ser também vista como um método alternativo para proteger os bancos do risco de crédito.

2.2. ESTRATÉGIAS BANCÁRIAS: A ADMINISTRAÇÃO DO ATIVO E DO PASSIVO⁶

Bancos são instituições capazes de criar crédito independentemente de depósitos prévios, na medida em que a flexibilidade em suas operações lhes permitem emprestar recursos sem ter disponibilidade em caixa. Keynes, no *Treatise on Money*, criticou a visão de que os bancos, sendo receptores passivos dos depósitos, não podem emprestar mais do que seus depositantes previamente lhes incumbiram. A visão de Keynes se contrapõe à visão convencional, segundo a qual os bancos são entidades passivas, se constituindo em meros intermediários de recursos entre agentes superavitários e deficitários. Nesta concepção, as instituições bancárias não criam depósitos, apenas os recebem de acordo com as preferências dos depositantes⁷ e, portanto, não podem ofertar crédito além da quantia de depósitos feitos pelos depositantes, pois, do contrário, induzirão a situações insustentáveis de desequilíbrio.

Para Keynes, um banco em negócio ativo cria, por um lado, depósitos por valores recebidos ou contra promessas (cheques), e, por outro, cancela depósitos em função dos direitos exercidos contra ele, e, portanto,

"Para toda extensão em que os clientes tomadores de empréstimos liquidam seus depósitos para clientes de outros bancos, estes outros bancos encontram-se, eles próprios, fortalecidos pelo crescimento de seus depósitos criados passivamente pela mesma magnitude que o primeiro banco se enfraqueceu; e, da mesma forma, nosso próprio banco en-

contra-se fortalecido quando outros bancos criam ativamente depósitos. Uma parte destes depósitos criados passivamente – mesmo quando eles são frutos de seus próprios depósitos criados ativamente – é, contudo, o resultado de depósitos criados por outros bancos" (Keynes, 1960, p.22-23).

Logo, para Keynes, a criação de depósitos pelos bancos envolve duas dimensões: uma passiva, em que os depósitos são criados quando o público deposita dinheiro no banco e este abre um depósito contra o valor recebido, e outra ativa, quando o banco, ao conceder algum empréstimo ou adiantamento, cria novos depósitos no sistema bancário no valor dos empréstimos concedidos. Neste último caso, a multiplicação de depósitos é resultante da maior ou menor agressividade da política dos bancos. Portanto, como assinala Chick (1992), bancos, ao usarem os depósitos como meio de pagamento, são capazes de emprestar "dinheiro que não possuem", desencadeando a expansão e multiplicação de depósitos no sistema bancário como um todo.

As estratégias bancárias envolvem a administração das estruturas ativa e passiva, em função das expectativas de rentabilidade dos bancos e das condições existentes na economia a cada período. Bancos – como qualquer outro agente em uma economia monetária – têm sua preferência pela liquidez determinada por suas expectativas quanto ao futuro: em geral, quando a incerteza aumenta, bancos expressam sua preferência pela liquidez encurtando as maturidades de seus ativos e estendendo as maturidades de suas obrigações (ou ainda, reduzindo sua disposição de emprestar e/ou aumentando suas taxas de empréstimos); do contrário, os bancos procurarão aumentar sua rentabilidade em suas operações estendendo os prazos de seus ativos *vis-à-vis* as maturidades de suas obrigações. Tais decisões relacionam-se à administração do balanço bancário, que envolve a estrutura ativa e passiva. Como assinala Minsky,

"A atividade bancária é um negócio dinâmico e inovativo de fazer lucros. Banqueiros procuram ativamente

construir suas fortunas ajustando seus ativos e obrigações, que significa, em suas linhas de negócios, tirar vantagem das oportunidades de lucro que lhes são oferecidas" (Minsky, 1985, pp.225-6).

A administração do ativo diz respeito à composição do portfólio de aplicações dos bancos, ou seja, às formas pelos quais eles dividem seus recursos entre os diferentes tipos de aplicações, de acordo com suas expectativas de rentabilidade e de riscos e sua preferência pela liquidez. A administração do passivo⁸ significa que os bancos procuram atuar, do lado das obrigações, não mais como meros depositários "passivos" dos recursos de seus clientes. Bancos, em seu negócio dinâmico e inovativo de fazer lucros, procuram ampliar o volume de recursos captados e influir nas escolhas do público, criando vários instrumentos de captação de recursos.

2.2.1. ADMINISTRAÇÃO DO ATIVO

Embora a razão de reservas dos bancos varie de acordo com os diferentes tipos de bancos, estes raramente mantêm saldos inativos que excedam a proporção convencional ou legal de um país. O problema dos bancos, como assinalou Keynes no *Treatise on Money*, diz respeito à composição de seu portfólio de aplicações:

"(...) o que bancos estão ordinariamente decidindo não é *quanto* eles emprestarão no agregado - isto é determinado por eles pelo estado de suas reservas - mas *quais formas* eles emprestarão - em que proporção eles dividirão seus recursos entre os diferentes tipos de investimentos que estão abertos para eles" (Keynes, 1960, p.67).

Keynes (1960) divide as aplicações, de forma ampla, em três categorias: (i) letras de câmbio e *call loans* (emprês-

timos de curto prazo no mercado monetário); (ii) investimentos (aplicações em títulos de terceiros, público ou privado); (iii) adiantamentos para clientes (empréstimos em geral). Quanto à rentabilidade dos ativos, os adiantamentos, como regra, são mais lucrativos do que os investimentos, e estes, por sua vez, são mais lucrativos do que os títulos e *call loans*, embora esta ordem não seja invariável; quanto à liquidez, as letras de câmbio e os *call loans* são mais líquidos que os investimentos, pois são revendíveis no curto prazo sem perdas significativas, enquanto os investimentos são em geral mais líquidos que os adiantamentos⁹. Estes incluem vários tipos de empréstimos diretos e são, em geral, as aplicações mais lucrativas, mas, em contrapartida, mais arriscadas quanto ao retorno do capital e ilíquidas (por serem de mais longo termo e não-comercializáveis). O Quadro I, abaixo, sintetiza o portfólio de aplicação dos bancos, segundo a rentabilidade e o grau de liquidez dos ativos¹⁰.

QUADRO I: PORTFÓLIO DE APLICAÇÕES, SEGUNDO KEYNES (1960)

ATIVO	RENTABILIDADE	GRAU DE LIQUIDEZ
Letras câmbio e <i>call loans</i>	pequena	alta
Investimentos	média	média
Adiantamentos	alta	pequena

Bancos conformam seu portfólio de aplicações a partir de sua preferência pela liquidez, que é construída com base em suas expectativas sobre um futuro incerto. As proporções em que as diferentes aplicações são divididas sofrem grandes flutuações, refletindo as expectativas dos bancos quanto à rentabilidade e liquidez de seus ativos, assim como ao estado geral de negócios na economia. Quando suas expectativas forem otimistas, os bancos tenderão a elevar prazos e riscos de seus ativos, diminuindo a margem de segurança (ativos líquidos/ativos ilíquidos) nas suas operações, o que resulta no crescimento da participação dos adian-

tamentos, sobretudo de ativos de maior risco na composição de sua estrutura ativa, como os empréstimos de mais longo termo. Do contrário, se suas expectativas forem pessimistas, eles tenderão a reduzir o prazo médio de seus ativos e a adotar uma posição mais líquida, diminuindo a participação de adiantamentos no total do ativo e privilegiando as aplicações em ativos mais líquidos e de menor risco. Neste contexto, as estratégias bancárias, frente à incerteza de uma economia monetária, resultarão de um *trade off* entre rentabilidade e liquidez: em geral, um banco, ao privilegiar liquidez em detrimento de maior rentabilidade, deverá caminhar na direção de ativos mais líquidos; alternativamente, ao buscar maior rentabilidade, deverá procurar ativos de mais longo termo ou de mais alto risco¹¹.

2.2.2. ESTRATÉGIAS BANCÁRIAS, OFERTA DE CRÉDITO E POSTURAS FINANCEIRAS

Como destacamos anteriormente, a capacidade de criação de crédito por parte do banco pode ser suficientemente elástica, de modo que possa satisfazer as demandas por crédito de seus clientes. Ademais, o Banco Central, como emprestador de última instância, tem poder regulatório sobre a expansão primária de liquidez, limitando ou expandindo, sob certas restrições, a capacidade de captação dos bancos e, deste modo, influenciando nas condições de oferta de crédito¹².

A capacidade individual de criação de crédito pelo banco pode ser suficientemente elástica para que ele possa atender a uma mudança eventual nas demandas de seus clientes por crédito. Numa versão simples da operação de balanço de um banco (Cf. Studart, 1995, p.39-44), o ativo bancário é composto por reservas (R), ativos líquidos (A) e empréstimos (L), devendo ser igual aos depósitos (D) no lado das obrigações:

$$(1) R + A + L \equiv D.$$

Embora a razão de reservas compulsórias seja estabelecida pelas autoridades monetárias, a razão de ativos líquidos ($r = A/D$) será determinada pela estratégia de competição dos bancos e por sua preferência pela liquidez. Portanto, empréstimos (L) podem ser definidos como:

$$(2) L \equiv (1 - r - r) D, \text{ onde } r \text{ é a razão de reservas compulsórias sobre depósitos.}$$

A equação (2) expressa a visão de que, enquanto o banco tiver estoque de ativos líquidos ($r > 0$), um aumento em seus empréstimos pode ser realizado sem diminuição das reservas, ou seja, em caso de rápida expansão dos empréstimos, r pode permanecer constante enquanto r declina. Até que $r = 0$ seja alcançado, a oferta de empréstimos pode ser significativamente elástica. Logo, um aumento nos empréstimos pode ser realizado sem esvaziamento das reservas, através da venda de ativos líquidos, até que os bancos tenham alcançado sua "plena capacidade".

Do ponto de vista da dinâmica interna do portfólio bancário, o volume e as condições de oferta de crédito são determinados pelas conjecturas dos bancos em relação ao retorno dos empréstimos e/ou da manutenção do valor dos colaterais dados em garantia. Isto porque, como observa Minsky,

"[nos contratos financeiros] existe uma fonte primária e alguma secundária, ou de reserva de dinheiro. Por exemplo, numa simples hipoteca residencial, a fonte primária de dinheiro necessária para cumprir o contrato é a renda do proprietário do imóvel. A fonte secundária, ou de reserva, de dinheiro é o valor de mercado da propriedade hipotecada. Para um simples negócio de empréstimo bancário, a diferença esperada entre receitas brutas e custos rotineiros é a fonte primária de dinheiro. A fonte secundária incluiria o

valor dos colaterais, os empréstimos ou a receita obtida com a venda de ativos" (Minsky, 1992, p.12).

Os empréstimos orientados fundamentalmente por fluxos de caixa são realizados sobre a base do valor prospectivo de algum empreendimento particular, ou seja, das expectativas dos bancos acerca do atendimento dos compromissos contratuais por parte dos tomadores de empréstimo, enquanto os empréstimos baseados primordialmente no valor dos colaterais dados em garantia dependem do valor de mercado esperado dos ativos que estão sendo empenhados. Ademais, as expectativas dos bancos em relação à taxa de juros de mercado – impactando sobre a rentabilidade de suas diferentes posições ativas e sobre o diferencial entre as taxas de captação e as taxas de aplicação de recursos (ocorrência do risco de juros) – são também importantes na determinação do volume e condições de oferta de crédito, pois estabelece o custo de oportunidade da aplicação de recursos dos empréstimos *vis-à-vis* outras aplicações.

Quando predomina um maior grau de conservadorismo em termos da margem de segurança na administração do ativo bancário, os bancos dão ênfase ao fluxo de caixa esperado como principal critério na concessão de fundos, aumentando a participação de formas líquidas de aplicações no total do ativo, caracterizando uma postura de financiamento *hedge*¹³. Os empréstimos são estruturados de tal forma que os fluxos de caixa antecipados preencham os compromissos financeiros.

Todavia, quando suas expectativas tornam-se menos conservadoras, os bancos relaxam os critérios para concessão de crédito, que passam a ser baseados principalmente no valor dos colaterais, além de acrescentarem um adicional à taxa de juros de empréstimo para cobrir o aumento do risco de crédito. Conseqüentemente, aumentam a participação de formas menos líquidas de ativos e com retornos mais longos, abrindo espaço para a rentabilidade como principal critério a

ser atendido na composição do balanço bancário, passando os bancos a adotar uma postura de financiamento especulativo. Neste caso, o refinanciamento de posições inclui ativos que proporcionem retornos a longo prazo através de dívidas de curto termo, ou seja, uma unidade especulativa financia suas posições de longo termo com recursos de curto termo.

De forma geral, um período de prosperidade da economia leva a uma diminuição na preferência pela liquidez dos bancos e uma aceitação de práticas financeiras mais agressivas. Deste modo, os bancos relaxam ainda mais os seus critérios na concessão de fundos, aceitando a relação de fluxo de caixa especulativo e concedendo empréstimos baseados quase exclusivamente no valor dos colaterais, se engajando em um financiamento Ponzi, um caso extremo de especulação. Conseqüentemente, cresce a participação de adiantamentos no total do ativo.

Portanto, a procura por maiores lucros por parte dos bancos induz ao financiamento especulativo ou mesmo Ponzi para seus clientes. Mas, como observa Minsky (1985), uma orientação do fluxo de caixa pelos banqueiros leva-os a sustentar uma estrutura financeira robusta; uma ênfase dos banqueiros nos valores dos colaterais esperados e nos valores esperados dos ativos leva à emergência de uma estrutura financeira mais fragilizada. O Quadro II, abaixo, mostra as estratégias bancárias e as respectivas posturas financeiras, conforme analisado neste tópico.

QUADRO II: ESTRATÉGIAS BANCÁRIAS

Postura financeira	Estratégia do banco	Critério para concessão de empréstimos	Tipo de aplicação preferida*
Hedge	Conservadora	Fluxos esperados de caixa	Ativos plenamente líquidos e ativos líquidos
Especulativa	Agressiva	Valor dos colaterais e taxa de juros de risco	Ativos líquidos e ilíquidos
Ponzi	Muito agressiva	Valor dos colaterais	Ativos ilíquidos

OBS: (*) Conforme classificação de ativos feita por Hicks apresentada na nota de rodapé nº 10.

Quadro elaborado a partir de Minsky (1985, cap.10).

2.2.3. ADMINISTRAÇÃO DO PASSIVO

A administração do passivo envolve decisões relativas ao montante total de recursos disponíveis para aplicações, ou seja, a participação dos diversos tipos de obrigações no total do passivo, inclusive a proporção do patrimônio líquido (grau de alavancagem). As instituições bancárias modernas passam a agir, do lado das obrigações, de forma dinâmica, adotando uma atitude ativa na busca de novos depósitos. Portanto, mais do que receber passivamente os recursos de acordo com as escolhas realizadas pelo público, os bancos buscam interferir nessas escolhas das mais diferenciadas formas.

As inovações financeiras, ao ampliarem as formas através das quais os bancos podem atrair recursos, exercem forte influência sobre o montante e perfil dos recursos captados pelos bancos. Entendidas como novos produtos e serviços ou uma nova forma de ofertar um produto já exis-

tente, as inovações resultam não apenas da reação dos bancos procurando contornar regulamentações e restrições das autoridades monetárias, mas também da busca de recursos de terceiros para financiamento de suas operações ativas, visando a obtenção de maior lucratividade. Trata-se, portanto, de um instrumento fundamental no processo de concorrência interbancária.

Os bancos procuram ampliar suas reservas criando instrumentos de captação junto ao público – diversos tipos e modalidades de instrumentos financeiros – ou recorrendo ao mercado secundário de recursos, onde podem adquirir liquidez junto ao Banco Central (que desconta títulos privados em posse dos bancos) ou no mercado interbancário (aproveitando saldos inativos de outros bancos). As autoridades monetárias têm influência indireta sobre o volume de intermediação financeira, afetando as condições de custo e a disponibilidade de reservas dos bancos.

O Banco Central tem poder regulatório sobre a expansão primária de liquidez, através dos encaixes compulsórios sobre as reservas bancárias, da taxa de redesconto e das operações de mercado aberto, e pode, através da manipulação da taxa de juros e do nível de reservas bancárias, influir no volume e no preço do crédito bancário. O estado geral de liquidez do sistema bancário depende do sancionamento das decisões privadas pelo Banco Central, mas o resultado final sobre o volume de oferta de crédito resulta das respostas do sistema bancário às variações das taxas de rentabilidade de suas diferentes operações ativas. A base de reservas – levando-se em conta as condições gerais de acesso à liquidez estabelecidas pelo Banco Central, que limitam ou expandem a capacidade de captação de recursos por parte dos bancos – pode se expandir endogenamente de modo a atender as demandas por empréstimos por parte do público, desde que seja rentável para as instituições bancárias¹⁴. É neste sentido que pode-se dizer que os “bancos não precisam ter recursos

na mão para emprestar dinheiro”, em função da flexibilidade que eles têm em obter fundos no mercado secundário.

A administração do passivo significa, também, que a oferta de crédito bancário é responsiva à demanda por financiamento, não sendo estabelecida mecanicamente pela ação das autoridades monetárias. Um dado volume de reservas pode ser sustentado por diferentes quantias de obrigações dependendo da composição e grau de absorção de reservas das obrigações. Como as reservas representam perdas para os bancos, já que trata-se de recursos que não são aplicados, e diferentes obrigações consomem reservas em diferentes proporções, “o gerenciamento dos bancos tentará substituir as obrigações com baixa absorção de reservas por aquelas que consomem mais reservas até que os custos abertos¹⁵ compensem as diferenças nos custos encobertos na forma de reservas requeridas” (Minsky, 1985, p.242).

Suponhamos um balanço bancário que tenha seu passivo composto por depósitos à vista (Dv) e depósitos à prazo (Dp) que rendem uma determinada taxa de juros r . Assim:

$$(3) Dv + Dp (r) \equiv At$$

Quando a taxa de juros de mercado se eleva, por determinação de uma política monetária restritiva, – e, portanto, r aumenta – os custos abertos das obrigações remuneradas (Dp) tendem a crescer. Conseqüentemente, os bancos tentarão substituir as obrigações com baixo grau de absorção de reservas por obrigações com alto grau de absorção de reservas (Dv). Esta substituição faz com que os custos abertos diminuam e os encobertos aumentem. Logo, os bancos, a partir do momento em que os custos abertos se igualem aos custos encobertos, vão procurar criar novas formas de obrigações e pagar mais altas taxas nas obrigações existentes que economizam reservas. Alternativamente, quando a taxa de juros cai e os custos abertos das obrigações diminuem, deve-se esperar que as obrigações com mais

baixo grau de absorção de reservas (Dp) aumentem como proporção das obrigações.

Mesmo que o Banco Central procure determinar o crescimento do crédito bancário, administrando as reservas disponíveis dos bancos, o controle sobre a razão de reservas poderá ser anulado pela existência de ativos líquidos no portfólio dos bancos ou pela capacidade destes de gerenciarem as obrigações e criarem inovações financeiras, minimizando a absorção de reservas. Por isso, conclui Minsky (1985, p.237), "os esforços de maximização de lucro dos bancos e a mudança nos custos das reservas quando a taxa de juros se eleva e cai faz a oferta de financiamento responsiva à demanda".

2.2.4. LUCRATIVIDADE DOS BANCOS

A lucratividade dos bancos é determinada fundamentalmente pelos ganhos líquidos de seus ativos. Neste sentido, os bancos procuram aumentar o *spread* entre as taxas de aplicação e de captação de recursos, aplicando a taxas mais elevadas do aquelas pagas em suas operações passivas. Grosso modo, o lucro bruto do banco é igual ao rendimento de seus ativos menos os custos dos depósitos. Mais especificamente, o lucro (P) resulta da diferença entre a taxa média recebida sobre seus ativos (r_a) e a taxa média gasta nas obrigações (r_p), multiplicada pelo volume total das operações do balanço (V), mais receitas com tarifas (Rt) menos custos administrativos (Ca). Assim:

$$(4) P = [(r_a - r_p).V] + Rt - Ca$$

Como já destacamos, a busca por maiores lucros induz os bancos a adotar uma postura especulativa ou mesmo Ponzi: o banqueiro procurará obter maior rendimento aceitando ativos de mais longo termo e/ou de mais alto risco e, ao mesmo tempo, diminuir a taxa paga pelas suas obrigações,

oferecendo maiores promessas de segurança aos depositantes, encurtando o termo das obrigações (prêmio de liquidez) e provendo garantias especiais. Em geral, quanto mais otimista for um banco quanto ao futuro e mais agressiva for a estratégia por ele adotada, maior deverá ser a participação de obrigações de menor termo no total do passivo, enquanto deverá crescer na composição da estrutura ativa a participação de ativos de mais longo termo e de empréstimos baseados no valor dos colaterais.

Quanto às fontes de receitas, novos meios e mais lucrativos ativos deverão ser procurados pelos bancos, obtendo ganhos com o *spread* e com a arbitragem entre taxas de juros das diferentes aplicações. Mais recentemente, vêm ganhando crescente importância as receitas derivadas de serviços financeiros e parafinanceiros, estimuladas pelo desenvolvimento do mercado de derivativos (*swaps*, opções e futuros) e de operações fora do balanço, em detrimento das operações convencionais de crédito, como resultado da maior diversificação de atividades por parte dos bancos.

No que tange à captação de recursos, os bancos deverão buscar novas formas de tomar fundos emprestados de terceiros. A adoção de uma postura mais agressiva nas operações ativas por parte do banco deverá elevar o grau de alavancagem de seu patrimônio (total do ativo/patrimônio líquido), aumentando o uso de recursos de terceiros para adquirir ativos. O aumento da alavancagem depende, contudo, do grau de otimismo de seus acionistas com relação ao estado geral de negócios do banco, compartilhando assim as expectativas da direção do banco quanto ao rumo de seus negócios.

Concluindo, os bancos procurarão aprimorar os serviços que oferecem ao público e tomadores de empréstimos, criando novos instrumentos financeiros, como resultado da pressão por lucros:

“um banqueiro está sempre tentando encontrar novos meios para emprestar, novos clientes e meios para adquirir fundos, que é tomar emprestado; ele está sempre sob a pressão de inovar” (Minsky, 1985, p.237).

3. DINÂMICA DA FIRMA BANCÁRIA EM ALTA INFLAÇÃO

3.1. SISTEMA CONTRATUAL, INCERTEZA E PRECIFICAÇÃO NUM REGIME DE ALTA INFLAÇÃO

Em condições de estabilidade de preços, o sistema de contratos a prazo, por meio de resgates e pagamentos no futuro, é o instrumento básico pelo qual os agentes alcançam algum tipo de coordenação perante o futuro incerto, servindo para estabelecer entre os agentes os elos necessários à sua interação material. Garante, assim, os fluxos entre produtores e compradores finais e o controle de custos dos processos de produção e de fixação de preços. O papel estratégico dos contratos confere à moeda-de-conta um papel fundamental na definição do sistema monetário, pois é ela que expressa débitos e preços e o poder de compra na economia tendo a estabilidade da moeda um papel crucial na viabilização do sistema contratual (Carvalho, 1990, pp.65-66).

O processo inflacionário agrava o grau de incerteza de uma economia empresarial, na medida em que a incerteza quanto à evolução futura dos preços torna o cálculo empresarial altamente imprevisível, em termos de custos e preços esperados. A inflação é, portanto, uma fonte geradora de incertezas na economia, pois instabiliza o nível geral da atividade econômica, afetando, em particular, as atividades produtivas de longa duração (como, por exemplo, os investimentos produtivos) e o financiamento de longo prazo, e favorecendo, em contrapartida, as iniciativas de caráter especulativo.

A alta inflação afeta diretamente o sistema contratual. Com uma taxa de inflação muito elevada, a rápida depreciação da moeda torna impraticáveis os contratos nominais não-indexados e inutiliza a moeda legal, não indexada, como a moeda-de-conta vigente. O valor da moeda legal tem o seu valor depreciado quanto maior for a inflação, pois esta aumenta o custo de se manter saldos monetários sem render juros; conseqüentemente, a demanda por moeda se reduz.

Um regime de alta inflação¹⁶ é aquele em que as taxas de crescimento de preços são tão elevadas que a denominação de contratos na moeda legal se torna inviável, desaparecendo dos contratos a moeda-de-conta oficial. Os agentes desenvolvem instrumentos e comportamentos de defesa sistemática e de convivência com os efeitos corrosivos da inflação, refletindo a sua preferência pela liquidez em um quadro de alta incerteza: criam-se novas moedas-de-conta e praticam-se, de forma generalizada, regras de indexação de contratos. Estes são mecanismos de defesa frente à elevada incerteza característica de um contexto de alta inflação; entretanto, eles não a eliminam uma vez que não há indexação perfeita¹⁷. O valor do contrato indexado é tanto mais incerto quanto mais alta for a inflação e maior o período de reajuste do contrato.

Nas suas decisões de preços, sob condições de alta inflação, os empresários passam a levar em consideração suas expectativas inflacionárias (hipóteses sobre as taxas de aumento de diferentes preços e sobre os preços-chaves da economia – taxa de câmbio, salários etc.), de modo que o cálculo da margem sobre o custo (*mark-up*) passa a incorporar suas expectativas com relação a taxa futura de elevação dos preços. Frenkel (1979, 1990) diferencia dois contextos distintos dentro de um regime de alta inflação, que afetam o comportamento empresarial: (i) *condições normais de um regime de alta inflação*: as expectativas inflacionárias são uma combinação das taxas passadas de inflação e das taxas de crescimento de algumas variáveis notórias (por exemplo,

a recomposição real nos preços de bens e serviços públicos), que trazem informação adicional sobre a tendência de aceleração ou desaceleração – ou seja, neste caso, a inflação passada atua como coordenadora das ações individuais; (ii) *condições de incerteza anormalmente alta*: como aumentos inferiores à taxa de inflação resultam em perdas de capital, os empresários procuram defender-se dessa possibilidade; portanto, em momentos de grande incerteza (como na ocorrência de determinados choques – choque externo, desequilíbrio do setor público etc.) cria-se uma tendência para cima nas decisões de preços, o que por si só dá impulso à aceleração inflacionária. Neste caso, como aumentam as chances de erro no processo de precificação, as expectativas deixam de se basear na inflação passada e passam a fundar-se quase exclusivamente em conjecturas sobre o futuro.

3.2. CONTRATOS FINANCEIROS, PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E RISCOS EM ALTA INFLAÇÃO

Num regime de alta inflação, as relações financeiras na economia se alteram, devido ao aumento da incerteza, que encurta os prazos dos contratos nominais. A preferência pela flexibilidade por parte dos agentes, que procuram estabelecer contratos, assim como aplicar seus recursos em prazos mais curtos, é um mecanismo de defesa frente à incerteza. Isto lhes permite alterar suas posições ao sabor dos acontecimentos e refazerem rapidamente seus planos sem grandes custos. Em um ambiente de acentuada incerteza macroeconômica, as condutas conservadoras e defensivas podem ser as mais rentáveis, pois garantem maior flexibilidade aos agentes. Como observa Frenkel,

“quando a economia experimenta o aumento da taxa de inflação, encurtar a extensão dos contratos nominais é o recurso que tende a compensar o aumento da incerteza.

Contratos por períodos mais reduzidos permitem rever as decisões e acordos de preços com maior frequência. Quanto mais alta é a inflação, maior é a preferência por essa flexibilidade” (Frenkel, 1990, p.113).

Em um contexto de *preferência extremada por flexibilidade* nas decisões microeconômicas, típica de situações com alta e volátil inflação, produz-se uma corrida generalizada por ativos financeiros de curto prazo e, em muitos casos, também por ativos denominados em moeda estrangeira, como mostrou a experiência recente na Argentina, Peru e Bolívia¹⁸. A liquidez passa a ser um atributo tão (ou mais) relevante quanto o rendimento na definição da preferência de um aplicador de recursos por um ativo determinado. O elevado grau de desmonetização, expresso na redução acentuada de M1, conduz a uma ruptura nas funções monetárias, perdendo a moeda legal sua função de reserva de valor e de medida contratual. Suas funções espalham-se por diversos ativos, sob a forma de quase-moedas, que são capazes de transportar o poder de compra ao longo do tempo.

As quase-moedas – ativos com elevada liquidez, corrigidos por algum índice que reflita a inflação ou expresso em moeda estrangeira – se diferenciam dos outros ativos pela sua capacidade de serem transformadas em moeda de curso forçado em tempo relativamente curto e a custos desprezíveis, o que lhes permite cumprir a função de recompor a unidade monetária. Constituem-se, assim, na principal forma de proteção do valor da riqueza financeira, em virtude da impossibilidade de se efetuar qualquer cálculo econômico com um mínimo de certeza no contexto de instabilidade inflacionária (Belluzzo e Almeida, 1990, p.71). Neste contexto, o público, em geral, para se proteger da perda de valor da moeda corrente, demandam quase-moedas por sua elevada liquidez, enquanto os bancos criam variados tipos de quase-moedas – com múltiplas combinações de juros e prazos de resgate – procurando atender aos diversos desejos de aplicação de recursos monetários dos agentes.

Na alta inflação, o elevado grau de incerteza agrava as condições de riscos nos termos e prazos dos contratos financeiros na economia, afetando, em particular, a atividade bancária¹⁹. Nestas condições, o risco do crédito diz respeito ao risco de que o preço ou rendimento particular do devedor não acompanhe o índice arbitrado no contrato, que é tanto maior quanto mais alta for a taxa de inflação, quando a possibilidade de dispersão de preços e rendimento aumenta. A reação a este risco por parte dos agentes financeiros e não-financeiros é evitar contratos de mais longo termo.

O risco de juros, por sua vez, pode se acentuar em função da elevada volatilidade das taxas de juros nominais em um contexto de instabilidade inflacionária. Isto pode conduzir, conseqüentemente, a um descasamento de taxas face a existência de maturidades diferentes entre a aplicação e captação de recursos por parte dos bancos, pois, como foi visto na seção 2.1, no momento de refinanciamento do ativo pode ocorrer uma variação nos custos de captação incompatível com o rendimento esperado das aplicações. A reação dos bancos a este risco é privilegiar as aplicações em ativos mais líquidos e de menor risco. Por fim, o encurtamento de maturidades das obrigações, como resultado da preferência do público por depósitos de curto prazo, pode conduzir a um aumento no risco de liquidez para os bancos. Procurando se precaver da ocorrência deste risco, os bancos tenderão a diminuir a maturidade média de seu ativo, em particular dos empréstimos.

3.3. ESTRATÉGIAS BANCÁRIAS EM ALTA INFLAÇÃO: A ADMINISTRAÇÃO DO ATIVO E DO PASSIVO

A maior flexibilidade do portfólio dos bancos permite alterações mais rápidas e maior adaptação ao contexto de alta inflação, comparativamente ao setor produtivo. Conse-

qüentemente, as estratégias e a estrutura do balanço dos bancos passam a refletir as condições de preferência pela liquidez por parte dos agentes não-financeiros, o que se expressa no giro mais rápido de seu capital. Como observa Carvalho,

(...) "o sistema financeiro tem condições de reagir mais rapidamente a variações nas expectativas da inflação quanto menores os prazos envolvidos pelos quais os recursos financeiros forem contratados. A "função de produção" financeira é muito mais flexível que a dos setores produtivos, permitindo mais rápidas mudanças" (Carvalho, 1990, pp.70-71).

No lado do passivo dos bancos, como resultado da preferência dos agentes por flexibilidade, verifica-se uma mudança na composição das obrigações: aumenta a participação de depósitos e ativos indexados, que proporcionem algum grau de defesa em relação à perda de valor real da moeda, ao mesmo tempo em que diminui a participação dos depósitos à vista. A estratégia bancária, neste caso, procurará ampliar, por um lado, a base de captação de recursos monetários, para aumentar os ganhos com o *float* e introduzir, de outro lado, inovações financeiras, objetivando captar recursos de seus clientes sob a forma de quase-moeda. No lado do ativo, a participação de formas mais líquidas de aplicações tende a aumentar em detrimento das operações de crédito, de modo a compatibilizar o *timing* da estrutura ativa com a passiva e a evitar o risco de descasamento de prazos e de taxa de juros. Os bancos procurarão administrar um ativo cujo *turnover* seja mais rápido, permitindo maior flexibilidade em suas operações²⁰.

A análise do comportamento da firma bancária em alta inflação deve levar em conta dois contextos distintos: (i) países com sistema financeiro com alto grau de dolarização (existência de ativos financeiros indexados ao dólar ou outra divisa e de depósitos em dólar) e de abertura ao exterior (liberalização do mercado monetário e de câmbio), onde a

mudança no portfólio dos agentes não-financeiros se expressa em ativos financeiros denominados ou indexados à moeda estrangeira com redução da demanda por ativos domésticos, como é o caso da Argentina; (ii) países com sistema financeiro com baixo grau de dolarização e de abertura ao exterior, em que a provisão de substitutos domésticos da moeda corrente – a chamada moeda indexada – permite uma mudança do portfólio dos agentes em direção à ativos domésticos indexados, como é o caso do Brasil. Em ambos os casos, o processo de intermediação se vê prejudicado²¹. A diferença básica consiste em: no primeiro caso, o volume de recursos monetários totais na economia (M3 mais depósitos em dólares) tende a diminuir, sobretudo em momentos de surtos hiperinflacionários em que aumenta a fuga de capitais; no segundo caso, o volume de recursos monetários tende a continuar elevado ou mesmo a crescer, devido ao fato de que a demanda por ativos denominados em moeda nacional mantém-se relativamente alta, mesmo em épocas de aceleração inflacionária²².

3.3.1. ADMINISTRAÇÃO DO ATIVO

Em condições de alta inflação, os bancos procuram alterar sua estrutura ativa de modo a torná-la mais compatível com suas obrigações de curto termo e obter maior giro em seu capital. Como vimos, a maior flexibilidade em suas operações proporciona aos bancos maior capacidade de adaptação e de mudança em um contexto de elevada instabilidade e incerteza. Ademais, o risco de descasamento de prazos e de taxa de juros entre as operações ativas e passivas conduz a um encurtamento nos prazos das aplicações. O quadro de elevada incerteza característico de um contexto de instabilidade inflacionária torna impossível a previsibilidade de qualquer cálculo econômico em prazos mais longos e pode levar os bancos a adotar uma postura de *financiamento*

hedge, aumentando o grau de conservadorismo na composição de seu ativo, de modo a se proteger de possíveis perdas de capital. Conseqüentemente, a participação de formas mais líquidas de ativos – aplicações interfinanceiras de liquidez, títulos públicos e privados com elevada liquidez, empréstimos de curto prazo – na composição das aplicações tende a ser maior.

De forma geral, os bancos procuram administrar um ativo cujo *turnover* seja rápido, reduzindo o prazo médio e aumentando o grau de liquidez de seu ativo. Em resposta ao aumento do risco de liquidez, eles elevam a margem de segurança de suas operações, o que se reflete no crescimento da proporção de ativos líquidos no total do ativo. Para evitar os efeitos da perda real de valor da moeda sobre seu ativo, os bancos procuram diminuir a participação das reservas primárias no total do ativo, mantendo-a ao nível mínimo para as transações diárias, aumentando, em contrapartida, suas reservas secundárias²³.

As operações de empréstimos – por serem ativos não-comercializáveis – tendem a ter seu peso diminuído no total do ativo. A possibilidade da ocorrência do risco de crédito, liquidez ou de juros afeta os prazos e as condições de crédito dos bancos, que passam a ser mais seletivos em suas operações de empréstimos – direcionando suas aplicações em clientes de menor risco – e a exigir maiores garantias. A redução dos prazos nas operações de crédito se deve fundamentalmente à necessidade de compatibilização do ativo com o *timing* de suas obrigações e à maior preferência pela liquidez dos bancos face ao aumento da incerteza. As instituições bancárias tornam-se assim cautelosas em suas políticas de concessão de crédito²⁴, passando a financiar basicamente as necessidades correntes de recursos das firmas e crédito a seus clientes (firmas ou consumidores) a curtíssimo prazo. Deste modo, nas condições de oferta de crédito predominam operações de curto prazo e maior seletividade na concessão do crédito.

Em síntese, a administração do ativo bancário na alta inflação reflete a *preferência extremada por flexibilidade* por parte dos bancos, expressa no encurtamento dos prazos de suas aplicações e no aumento da participação de formas mais líquidas de aplicações na composição do ativo, em detrimento das operações de crédito, sobretudo as de mais longo termo.

3.3.2. ADMINISTRAÇÃO DO PASSIVO

Na alta inflação, a *preferência extremada por flexibilidade* dos agentes e a conseqüente mudança na composição de seus portfólios de ativos resultam numa profunda alteração no passivo bancário. Expressando a preferência do público por depósitos e ativos indexados de elevada liquidez, observa-se no passivo dos bancos um encurtamento nos prazos de suas obrigações e uma perda de importância dos depósitos à vista no total dos depósitos.

A composição do passivo passa a refletir a demanda do público por liquidez, sob a forma de quase-moedas. Os bancos, para obterem maior giro em seu capital, buscam novos meios de obter fundos de terceiros: o aumento da participação de recursos de terceiros no total do passivo, sob a forma de depósitos de curto prazo, significa que os bancos estão procurando aumentar o grau de alavancagem em suas operações ativas. A diminuição da importância relativa dos depósitos à vista se deve à corrosão do valor real da moeda e à procura do público por substitutos da moeda. A variabilidade da taxa de aumento de preços se correlaciona negativamente com a demanda por moeda sob a forma de M1, pois uma alta taxa de inflação eleva o custo de se manter saldos reais. Em contrapartida, aumenta a participação relativa dos depósitos e ativos indexados de curto prazo no total do ativo, ao mesmo tempo em que diminui o peso das obrigações de mais longo termo. Neste contexto, como há uma

substituição das obrigações com alto grau de absorção de reservas (depósitos à vista) por obrigações com baixa absorção de reservas (depósitos a prazo), as autoridades monetárias tenderão a perder, em boa medida, sua capacidade de controlar o crédito bancário e a moeda através da administração da razão de reservas dos bancos.

No gerenciamento das obrigações, a estratégia dos bancos deverá caminhar em duas direções. Primeiro, procurarão ampliar a base de recursos monetários – através da ampliação e diversificação dos serviços oferecidos a seus clientes, da ampliação da rede de agências, da imposição de saldos médios para as contas correntes etc –, de modo a elevar os ganhos do *float*, compensando, ainda que parcialmente, a diminuição do montante de seus depósitos à vista. Segundo, procurarão introduzir uma série de inovações financeiras, sob a forma de novos produtos e serviços, como parte integrante da estratégia concorrencial dos bancos, que buscam ampliar a base de captação de seus recursos sob a forma de quase-moedas, em um contexto de elevado grau de instabilidade macroeconômica. Em particular, os bancos estarão impelidos a criar variados tipos e modalidades de quase-moedas - com múltiplas combinações de juros e prazos de resgate - de modo a atrair os recursos de seus clientes e atender sua demandas por substitutos da moeda corrente. O processo de inovações financeiras, em um contexto de alta inflação, responde ao movimento de fuga da moeda e à demanda por liquidez do público através da oferta de depósitos e ativos indexados, facilmente convertíveis em M1, em um quadro de acirrada concorrência interbancária.

3.3.3. LUCRATIVIDADE DOS BANCOS E GANHOS COM A ARBITRAGEM INFLACIONÁRIA DO DINHEIRO

Na alta inflação, as atividades bancárias tradicionais – como a intermediação de recursos – perdem importância em

termos de volume de negócios, pelos motivos já anteriormente apresentados. Por outro lado, os ganhos derivados do *float* (recursos em trânsito no sistema bancário) e da arbitragem permanente entre as taxas de juros (*spread* entre a taxa de aplicação e captação de recursos) tendem a se elevar. Neste último caso, revela-se o conteúdo fortemente especulativo das operações financeiras típicas de um contexto de alta instabilidade macroeconômica, expresso nas oscilações nas taxas de inflação e nas taxas de juros de mercado, sobretudo nas chamadas operações de tesouraria²⁵. Pequenos e médios bancos com perfil predominantemente atacadista, especializados em pessoas jurídicas e físicas com grande volume de recursos, obtêm elevados lucros neste tipo de operação. Grandes bancos, com perfil mais varejista, além dos ganhos com a arbitragem de títulos, ampliam suas redes de operações e de serviços para ampliar suas receitas derivadas do *float*.

Grosso modo, portanto, os bancos obtêm ganhos na *arbitragem inflacionária do dinheiro* de duas formas. Primeiro, com as receitas do *float*, que são os ganhos derivados da apropriação pelos bancos das chamadas *transferências inflacionárias*²⁶, decorrentes do processo de perda sistemática de poder aquisitivo da moeda num contexto inflacionário. As transferências inflacionárias para os bancos são obtidas com os ganhos auferidos sobre os depósitos à vista, deduzido o imposto inflacionário pago pelos próprios bancos às autoridades monetárias na forma de encaixe bancário. Correspondem, assim, aos ganhos bancários obtidos através das obrigações na forma de depósitos à vista – ativos que rendem juros nominais nulos (ou juros reais negativos) –, menos o que os bancos transferem ao Banco Central para manterem encaixes não-remunerados. Simplificadamente, as transferências inflacionárias (TI) podem ser estimadas da seguinte forma:

$$(5) TI = p_t (M1 - B), \text{ onde } p_t = \text{nível geral de preços no tempo } t$$

M1 = meios de pagamento
B = base monetária

As receitas do *float* – recursos em trânsito no sistema bancário que representam um crédito livre para os bancos – são obtidas em decorrência da taxa nominal de juros de captação dos depósitos à vista ser igual a zero e a taxa nominal de aplicação ser ao menos próxima da inflação. Neste caso, o risco da taxa de juros – ocorrência de uma variação nos custos de captação incompatível com o rendimento esperado nas aplicações – é inexistente. As receitas do *float* (f^*) dependem da base de captação de recursos (depósitos à vista e outros recursos em trânsito nos bancos, como cobranças, impostos etc.) e do nível da taxa de inflação:

$$(6) f^* = f [p_t Dv (1/p_t)],$$

onde p_t = nível geral de preços no tempo t

Dv = depósitos à vista e outros recursos em trânsito

Com a elevação da taxa de inflação, a diminuição da base de captação de recursos (Dv) tende a ser compensada pela ampliação da margem diferencial do *float*, uma vez que o *spread* obtido nesta operação deve ser maior quanto mais elevada for a inflação (p_t).

Em segundo lugar, os bancos podem obter lucros com os ganhos com *spread*, que resulta da margem diferencial entre a taxa de aplicação e a taxa de captação de recursos nas operações de intermediação de recursos por parte dos bancos. Como já destacamos anteriormente, este tipo de operação está sujeito à ocorrência do risco de juros, devido a existência de maturidades diferentes entre a aplicação e a captação de recursos. O *spread* bancário tende a aumentar em um quadro de elevada instabilidade inflacionária, marcada por altas e instáveis taxas de inflação. Isto porque, neste contexto, se as expectativas dos bancos quanto à taxa de inflação forem inferiores à taxa efetivamente encontrada, os bancos podem incorrer em perdas de capital. Conseqüentemente, para se precaver do risco de juros, o cálculo da margem diferencial passa a incorporar as suas expectativas

em relação a taxa futura de elevação de preços mais uma margem adicional que incorpore o risco de futuras perdas de capital. Da mesma forma, um aumento na taxa de juros (p. ex., dos títulos públicos) tende a elevar o *spread*, ao menos a curto prazo, pois, enquanto a taxa de aplicação (p.ex., dos empréstimos) tende a acompanhar *pari passu* o aumento da taxa básica de juros, seus efeitos sobre a taxa de captação têm efeito retardado.

Na alta inflação, o diferencial entre a taxa de captação e a de aplicação de recursos pode proporcionar aos bancos ampla margem para cobrirem os custos associados à expansão do sistema bancário. Como destacam Simonsen e Dornbusch,

"Os bancos comerciais e outros intermediários financeiros são os agentes naturais para promover uma economia desprovida de dinheiro. Eles cercarão os clientes potenciais com agências e tentarão atrair depósitos através do pagamento de algum juro, ajudando assim os seus clientes a evitarem total perda do poder de compra dos seus ativos monetários. Os recursos procedentes destes depósitos, por outro lado, serão reemprestados a altas taxas de juros nominais comensuráveis com a taxa de inflação reinante. Os diferenciais entre as taxas sobre depósitos e créditos deixam amplas margens para cobrir os custos associados à expansão do sistema bancário" (Simonsen e Dornbusch, 1987, p.18).

4. CONCLUSÃO

Este artigo procurou analisar, numa abordagem pós-keynesiana, o comportamento da firma bancária - condições de riscos da atividade bancária, estratégias (administração do ativo e do passivo), condições de oferta de crédito e de lucratividade dos bancos etc - no contexto de um regime de

alta inflação. Em tal enfoque teórico, bancos são vistos como agentes que têm um papel crucial a cumprir na economia, em particular no financiamento do investimento: a criação de moeda-crédito e a cessão deste poder de compra aos investidores é condição suficiente para a materialização dos planos empresariais. Bancos, como uma firma capitalista cujo objetivo principal é obter lucro na forma monetária, são mais que meros intermediadores passivos de recursos, sendo capazes de criar crédito independentemente da existência de depósitos prévios. Para tanto, administram sua estrutura ativa e passiva a partir de suas expectativas de rentabilidade e risco em um mundo intrinsecamente incerto, tomando como base suas múltiplas avaliações da riqueza financeira. Ao fazerem isto, os bancos podem ou não sancionar as decisões de gasto dos agentes não-financeiros.

Num regime de alta inflação - em que o sistema contratual se altera profundamente e a preferência por flexibilidade dos agentes passa a se expressar no estabelecimento de contratos indexados e de curto prazo, assim como na demanda dos agentes por quase-moedas -, o comportamento dos bancos se altera profundamente. A composição de seu passivo passa a refletir as novas condições de preferência por liquidez dos agentes, aumentando a participação de depósitos e ativos indexados de curto prazo, em detrimento dos depósitos à vista. No lado do ativo, a maior participação de formas mais líquidas de aplicações e a diminuição relativa de ativos de mais longo termo (como empréstimos) resulta da estratégia dos bancos em compatibilizar o *timing* da estrutura ativa com a passiva e evitar, assim, o risco de descasamento de prazos e de juros, permitindo, conseqüentemente, maior flexibilidade em suas operações. O crédito, por ser um ativo não-comercializável e de mais longo termo, torna-se relativamente indesejável. O encurtamento das posições ativa e passiva dos bancos é incompatível com uma estrutura adequada ao financiamento do investimento.

Neste contexto, as atividades tradicionais bancárias perdem importância relativa, ao mesmo tempo em que crescem as operações financeiras de caráter eminentemente especulativo. Os bancos podem alcançar alta lucratividade em seus negócios, sobretudo na arbitragem inflacionária do dinheiro. Em contrapartida, sua função reduz-se à administração da liquidez da economia, especializando-se na provisão de ativos domésticos ou dolarizados, aceitos pelo público como substitutos da moeda, mas ao custo do abandono de sua função básica de intermediação de recursos e criador de crédito ampliado na economia.

NOTAS

¹ Uma economia monetária, no seu aspecto mais geral, é aquela em que a moeda não é neutra nem no curto nem no longo período, e, portanto, ao invés de ser uma mera conveniência temporária, “joga papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, de modo que o curso dos eventos não pode ser predito, seja no longo período como no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o último” (Keynes, 1973, p.408-9, citado por Carvalho, 1989, p.181). Na perspectiva pós-keynesiana, é de particular relevância o significado do conceito de incerteza, que se refere à impossibilidade de se determinar *a priori* o quadro relevante de influências que atuarão no intervalo de tempo entre a decisão de se implementar um determinado plano e a obtenção efetiva de resultados, dificultando ou mesmo impedindo a previsão mais segura que serviria de base a uma tomada de decisões. Ver, a respeito, Keynes (1984) e Carvalho (1989).

² Voltaremos a este ponto na seção seguinte.

³ A análise que se segue neste tópico tomou como ponto de partida Kregel (1994).

⁴ Colaterais são títulos, promissórias, duplicatas a receber ou ativos reais que são dados em garantia a um empréstimo. A manutenção do valor dos colaterais para os bancos depende da existência de mercados de revenda organizados, e está relacionado à sua capacidade (e ao tempo gasto) de se transformar em moeda sem grandes perdas, ou seja, ao seu valor de mercado e grau de liquidez.

⁵ A elevação da taxa de juros de empréstimos, para compensar o aumento do risco do crédito, é feita até o ponto em que o banco avalie que o tomador de crédito dificilmente será capaz de honrar sua dívida.

⁶ Para uma análise preliminar do comportamento da firma bancária numa abordagem pós-keynesiana, ver Bezerra (1994). Esta seção procura aprofundar os elementos que possam conformar uma teoria da firma bancária nesta perspectiva, tomando como ponto de partida Keynes (1960) – *Treatise on Money* – que, a nosso juízo, contém um embrião de uma teoria (alternativa à convencional) da firma bancária, e Minsky (1985, cap.10), onde o autor analisa a dinâmica dos bancos em uma economia capitalista.

⁷ Para uma análise crítica do argumento da poupança prévia, ver Studart (1995), em especial o capítulo 2.

⁸ A administração do passivo corresponde, como assinala Chick (1992), aos estágios mais avançados da evolução do sistema bancário, quando os bancos passam a agir dinamicamente no sentido de buscarem atrair ou reter recursos que poderiam se mantidos em outras instituições financeiras. É, portanto, decorrente do aumento geral da concorrência entre estas instituições, como parte da estratégia de busca por maiores lucros em uma luta por uma parcela dominante do mercado.

⁹ A liquidez dos diversos ativos é determinada em função dos seguintes fatores: (i) tempo de conversibilidade, ou seja, o tempo gasto necessário para transformar o ativo em moeda; (ii) capacidade esperada de retenção do valor do ativo, que diz respeito à capacidade do ativo de transformar-se em moeda sem perda considerável de seu valor. Quanto menor o tempo gasto esperado de negociação e maior a capacidade de reter valor de um ativo, mais elevada será sua liquidez. O que determina a liquidez, em última instância, é a existência de mercados de revenda organizados, ou seja, mercados de “segunda mão”. A moeda é, por definição, o ativo mais líquido de uma economia. Ver, a respeito, Sicsú (1994).

¹⁰ Segundo a classificação sugerida por Hicks, apresentada por Davidson (1986, p.408-9), os ativos podem ser classificados de acordo com os seus diferentes graus de liquidez: (i) *ativos plenamente líquidos*: são aqueles fixos em moeda legal, ou com flutuações numa faixa relativamente pequena, que sejam substitutos perfeitos da moeda (o *market-maker* é perfeito); (ii) *ativos líquidos*: pode-se identificar um mercado de segunda mão constituído, podendo o agente possuidor do ativo planejar uma revenda (o *market-maker* não é perfeito); (iii) *ativos ilíquidos*: a revenda não tem qualquer relevância nos planos dos agentes, não existem mercados organizados ou eles são precariamente constituídos.

¹¹ A taxa de risco (r) associada à posse de um ativo está relacionada negativamente ao seu prêmio de liquidez (l), que mede a dificuldade de disposição do ativo no caso de mudança do portfólio.

¹² Voltaremos a este ponto na seção seguinte.

¹³ Minsky (1985) distingue três posturas financeiras para os agentes na economia, através da relação entre os compromissos de pagamento contratuais provenientes de suas obrigações e seus fluxos primários de dinheiro ao longo do tempo: (i) comportamento *hedge*: é uma postura conservadora, que significa que o fluxo de caixa esperado excede os pagamentos de dívida a cada período, ou seja, o agente manterá um excesso de receitas sobre o pagamento de compromissos contratuais a cada período; (ii) postura especulativa: uma unidade torna-se especulativa quando, por alguns períodos, seus compromissos financeiros de curto prazo excedem as receitas esperadas como contrapartida desta dívida, o que a leva a recorrer ao refinanciamento para superar os momentos de déficit, sem que haja um aumento da dívida, e esperando-se que, nos períodos seguintes, a unidade tenha um excesso de receita que compense as situações iniciais de déficits; (iii) postura Ponzi: uma unidade Ponzi é aquela que, no futuro imediato, seus recursos líquidos não serão suficientes nem mesmo para o pagamento dos juros devidos, tornando necessário tomar recursos adicionais emprestados para que a unidade possa cumprir seus compromissos financeiros, aumentando o valor de sua dívida.

¹⁴ O processo de criação de moeda pelo sistema financeiro privado – a moeda bancária – é condicionado pela capacidade de conversibilidade desses recursos em moeda legal, o que depende, em grande medida, da disponibilidade de reservas nos bancos, da capacidade de inovações financeiras dessas instituições e do comportamento do Banco Central como prestador de última instância, sendo este último o principal fator que condiciona este processo. A discussão acerca do caráter endógeno ou exógeno da oferta monetária, que tem gerado amplas controvérsias entre economistas de diferentes matrizes teóricas, inclusive entre autores keynesianos, extrapola os objetivos deste texto. Para uma análise desta controvérsia, ver, por exemplo, Madi (1993).

¹⁵ O custo aberto (*overt cost*) é o custo do pagamento de determinada taxa de juros para uma dada obrigação (depósitos a prazo, CDBs, acordos de recompra, fundos federais etc.), enquanto o custo encoberto (*covert cost*) é representado pelo custo de oportunidade em que o banco incorre mantendo reservas ociosas no Banco Central.

¹⁶ A análise do regime de alta inflação, como um fenômeno dotado de características específicas e peculiares, portanto diferenciado da inflação

comum, de um lado, e da hiperinflação, de outro, foi realizada, entre outros, por Frenkel (1979 e 1990) e Carvalho (1990). Tais análises estão referenciadas particularmente nas experiências recentes de alta inflação na Argentina e no Brasil.

¹⁷ A indexação perfeita não é possível devido à variação dos preços relativos e ao fato de que o limite mínimo para o reajuste de um contrato indexado é determinado pela frequência com que estão disponíveis os índices de preços.

¹⁸ Nos países da América Latina em que a preferência por flexibilidade se traduziu em um forte aumento de demanda de ativos em moeda estrangeira e redução na demanda por ativos domésticos, este fenômeno tomou a forma de um aprofundamento da dolarização do sistema financeiro doméstico ou a forma de fuga de capitais. Ambos os fenômenos dificultaram o processo de intermediação financeira (Cf. Fanelli e Frenkel, 1994). No Brasil, as peculiaridades do regime da moeda indexada impediu a fuga de ativos financeiros domésticos, mas também problematizou o processo de intermediação. Voltaremos a este ponto mais adiante.

¹⁹ O risco na atividade bancária tende a se acentuar sobremaneira em “condições de incerteza anormalmente alta”, ou seja, quando a taxa de inflação tende a se acelerar e se torna particularmente instável.

²⁰ Estamos pressupondo um comportamento padrão típico de bancos com perfil predominantemente varejista, ou seja, bancos de maior porte que possuem uma vasta rede de agências, em que prevalece a atividade bancária tradicional e produtos de banco pessoal.

²¹ Na Argentina, o total de empréstimos do sistema financeiro em relação ao PIB caiu de 35% em 1983 para um nível inferior a 20% no final dos anos 80 (Rosenwurcel e Fernández, 1994, p.47), enquanto no Brasil caiu de cerca de 35% em meados dos anos 70 para 11% em 1991 (Carneiro et alli, 1994, p.15).

²² No Brasil, no contexto de alta inflação, a não-dolarização da economia implicou que a demanda por moeda (em seu conceito amplo) manteve-se sempre relativamente elevada, mesmo nos períodos de aceleração da taxa de inflação: a demanda por M1 caiu de 17% do PIB no início dos anos 70 para 2% em 1989, mas a demanda por moeda em seu conceito amplo (M4) manteve-se relativamente estável. Na Argentina, a dolarização crônica da economia significou um predomínio dos ativos financeiros denominados em divisas estrangeiras, em relação aos investidos na moeda nacional: no início de 1990, M1 era inferior a 3% do PIB e M4 inferior a 5% (Bresser Pereira e Ferrer, 1991, p. 8-10). Esta diferença no portfólio

dos ativos financeiros deriva, em grande medida, de fatores institucionais: no Brasil, o desenvolvimento da institucionalidade da moeda indexada permitiu a criação de substitutos domésticos da moeda por parte do Banco Central, em conjunto com o sistema financeiro, tendo como lastro títulos públicos indexados e com elevada liquidez; na Argentina, desde a liberalização do mercado monetário e de câmbio em 1977, o sistema financeiro vem crescentemente se dolarizando, permitindo um deslocamento do portfólio dos ativos financeiros para o dólar e outras divisas. Para uma análise do caso brasileiro, ver Carneiro et alii (1994), e do caso argentino, ver Rozenwurcel e Fernández (1994).

²³ Reservas primárias: encaixe, reservas no Bacen, depósitos à vista em outros bancos etc; reservas secundárias: títulos e haveres financeiros com elevada liquidez.

²⁴ Em países onde o crédito for disponível em moeda estrangeira, como no caso da Argentina, as empresas ligadas ao mercado doméstico (produtos não-comercializáveis) que tomarem emprestado recursos no sistema financeiro estarão obrigadas a assumir um risco cambial maior.

²⁵ As operações de tesouraria referem-se à arbitragem de curto prazo com títulos públicos, câmbio, mercado interbancário e mercado futuro, aproveitando-se das diferentes alternativas de aplicações existentes e dos variados indexadores.

²⁶ O imposto inflacionário representa o ganho do Banco Central com a perda do poder aquisitivo da moeda devido ao fato de haver inflação, enquanto a transferência inflacionária diz respeito ao ganho bruto dos bancos comerciais. Ver Cysne (1994), para mensuração do imposto e transferência inflacionária, e Sarno (1995), para uma análise das implicações das transferências inflacionárias sobre a atividade bancária.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BEZERRA, R.S. (1994). "A Teoria Pós-Keynesiana da Firma Bancária". *Archè*, ano III, nº 7.
- BELLUZZO, L.G.M. e ALMEIDA, J.S.G. (1990). "Crise e Reforma Monetária no Brasil". *São Paulo em Perspectiva*, vol.4, nº 1.

BRESSER PEREIRA, L.C. e FERRER, A. (1991). "Dolarização Crônica: Argentina e Brasil". *Revista de Economia Política*, vol.11, nº 1.

CARNEIRO, D. et alii (1993). "Strengthening the Financial Sector in the Brazilian Economy". *Texto para Discussão*, no.307. Rio de Janeiro, PUC.

CARVALHO, F.C. (1989). "Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: a teoria de uma economia monetária". In AMADEO, E. (org.). *Ensaio sobre Economia Política Moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo: Marco Zero.

CARVALHO, F.C. (1990). "Alta Inflação e Hiperinflação: uma visão pós-keynesiana". *Revista de Economia Política*, vol.10, nº 4, out/dez.

CHICK, V. (1992). "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest". In CHICK, V. *On Money, Method and Keynes: selected essays*. London: MacMillan.

CYSNE, R.P. (1994). "Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil". *Revista de Economia Política*, vol.14, nº 3, jul./set.

DAVIDSON, P. (1978). *Money and the Real World*. London: MacMillan.

DAVIDSON, P. (1986). "Finance, Funding and Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.9, nº 1.

FANELLI, J. e FRENKEL, R.(1994). "Estabilidad y Estructura: interacciones en el crecimiento economico". Mimeo. Buenos Aires: CEDES.

FRENKEL, R. (1979). "Decisiones de Precio em Alta Inflación". *Desarrollo Económico* nº 75, out./dez.

- FRENKEL, R. (1990). "Hiperinflação: o inferno tão temido". In REGO, J.M. (org.). *Inflação e Hiperinflação: interpretação e retórica*. São Paulo: Bional.
- KEYNES, J.M. (1960). *A Treatise on Money*. London: MacMillan.
- KEYNES, J.M. (1973). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol.XIII. Editado por D.Moggridge. London: MacMillan.
- KEYNES, J.M. (1984). "A Teoria Geral do Emprego". In SZMRECSANYI, T. (org.). *Keynes*. São Paulo: Ática.
- KREGEL, J.A. (1994). "Summary of Introductory Chapter for Ente Einau Study on The Future of Role of Banks". Mimeo.
- MADI, M.A.C. (1993). *Política Monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana*. Tese de Doutorado. Campinas: UNICAMP/IE.
- MINSKY, H. (1985). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- MINSKY, H. (1992). "Financiamento e Lucros". In *Cadernos ANGE* nº 2. Rio de Janeiro: ANGE.
- ROZENWURCEL, G. e FERNÁNDEZ, R. (1994). "El Fortalecimiento del Sector Financiero en el Proceso de Ajuste: el caso argentino. In FRENKEL, R. (org.). *El Fortalecimiento del Sector Financiero en el Proceso de Ajuste: liberalización e regulación*. Buenos Aires: CEDES/BID.
- SARNO, P. (1995). "Características da Atividade Bancária sob Alta Inflação: implicações das transferências inflacionárias". Mimeo.
- SICSÚ, J. (1994). "O Conceito de Liquidez". *Cadernos da FCECA*, vol.3, nº 1, jan./jun.

- SIMONSEN, M.H. e DORNBUSCH, R. (1987). "Estabilização da Inflação com o Apoio de Políticas de Rendas: um exame da experiência na Argentina, Brasil e Israel". *Revista Brasileira de Economia*, v.41, nº 1
- STUDART, R. (1994). "Saving, Financial Markets and Economic Development: theory and lessons from Brazil". *Texto para Discussão*, nº 306. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI.
- STUDART, R. (1995). *Investment Finance in Economic Development*. London and New York: Routledge.

ÚLTIMOS TEXTOS PUBLICADOS

361. FREIRES, Laércio do Prado. Planejamento Estratégico em Organizações Complexas: a Experiência da Indústria Petrolífera. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (62 pág.)
360. FAGUNDES, Jorge. Reestruturação da Oferta dos Serviços de Telecomunicações no Plano Internacionais. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (70 pág.)
359. SICSÚ, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (36 pág.)
358. MELO, Luiz Martins de. Inovações e Finanças. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (38 pág.)
357. MELO, Luiz Martins de. Sistema Nacional de Inovação (SNI)¹: Uma Proposta de Abordagem Teórica. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (69 pág.)
356. BRITTO, Jorge. Reestruturação Industrial e Reformas Estruturais: uma Avaliação da Experiência Argentina. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (50 pág.)
355. BRITTO, Jorge. Cooperação Inter-Industrial e Redes de Sub-Contratação: uma Análise do Modus Operandi das Relações de Parceria. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996 (54 pág.)
354. STUART, Rogério. O retorno dos fluxos de capital privado e o desenvolvimento econômico: questões teóricas face e uma conjuntura internacional adversa. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (45 pág.)
353. FAGUNDES, Jorge. As telecomunicações no Brasil: uma agenda para as políticas públicas. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (63 pág.)
352. FIORI, José Luís. Social liberalismo: bússola quebrada de Fernando Henrique Cardoso. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (23 pág.)