

Riscos na Atividade Bancária em Contexto de Estabilidade de Preços e de Alta Inflação*

Luiz Fernando Rodrigues de Paula**

RESUMO

Este artigo analisa os riscos clássicos na atividade bancária - risco do crédito, risco de taxa de juros e risco de liquidez – e mostra que embora riscos não possam ser eliminados, bancos seguem normas convencionais de comportamento para se precaver desses riscos, utilizando técnicas de gerenciamento de ativo e de passivo. Em particular, na alta inflação, o aumento da incerteza leva a um crescimento nos riscos bancários, o que requer uma nova estratégia de gerenciamento de riscos por parte da firma bancária.

Palavras-chaves: firma bancária, riscos na atividade bancária, alta inflação

ABSTRACT

This article analyses the classical risks related to the banking activity, such as credit risk, interest-rate risk and liquidity risk. It also shows that, despite the fact that risks can not be eliminated, banks follow conventional rules to avoid these risks when they are making use of some techniques of asset and liability management. Particularly, in a context of high inflation, when the raise of uncertainty increases the banking risks, banking activity develops new strategies to manage their risks.

Key words: banking firm, risks in banking activity, high inflation

1. INTRODUÇÃO

Este artigo analisa os riscos clássicos que são inerentes ao negócio bancário - risco de crédito, risco de taxa de juros e risco de liquidez¹- e as normas de comportamento convencionais utilizadas pelos bancos como forma de gerenciar esses riscos em condições de incerteza que caracterizam uma economia monetária da produção. Procura-se mostrar que tais riscos derivam do fato de que a firma bancária opera sob condições de incerteza sobre o futuro iguais ou maiores que aquelas que atingem o resto dos agentes, devido à

* O autor agradece o apoio financeiro do CNPq ao desenvolvimento de sua pesquisa. Artigo publicado na *Revista Análise Econômica*, v. 18, n. 33, p. 93-112, 2000.

** Professor da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e da Universidade Candido Mendes – Ipanema (UCAM). E-mail: lfpaula@ax.apc.org.

natureza intrinsecamente especulativa de sua função de transformadora de maturidades e aos riscos que envolvem cada transação financeira. A possibilidade de ocorrência de riscos na atividade bancária, ainda que não seja totalmente eliminável, leva os bancos a procurar gerenciá-los, de forma a minimizá-los, adotando, para tanto, técnicas de administração de ativo e de passivo. Em particular – como procurar-se-á examinar neste artigo - em um contexto de incerteza extremada e de alta preferência pela liquidez dos agentes, expressa em sua demanda por quase-moeda, que caracteriza o ambiente de alta inflação, tais riscos tendem a aumentar, o que requer uma nova estratégia de gerenciamento de riscos por parte da firma bancária.

O artigo está dividido da seguinte forma. Na seção 2 analisa-se a natureza do negócio bancário em condições de incerteza. Na seção 3 examina-se especificamente cada um dos riscos bancários já assinalados e seu gerenciamento pelos bancos em contexto de estabilidade de preços. A seção 4, por sua vez, enfoca as características gerais de um regime de alta inflação e os riscos na atividade bancária e seu gerenciamento pelos bancos neste contexto. A seção 5 apresenta algumas breves conclusões que podem ser extraídas do texto.

2. RISCOS, INCERTEZA E A NATUREZA DO NEGÓCIO BANCÁRIO²

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. O tipo de incerteza que caracteriza uma economia monetária da produção³ é a incerteza não-probabilística no

¹ Portanto, são analisados somente os riscos microeconômicos relacionados diretamente à dinâmica da firma bancária e não os riscos macroeconômicos referentes à estabilidade (ou instabilidade) do sistema bancário como um todo, também conhecidos como *riscos sistêmicos*.

² O enfoque teórico da firma bancária desenvolvido neste artigo privilegia a abordagem pós-keynesiana, o que implica que a análise do comportamento dos bancos deve ser compatível com a visão de Keynes acerca da tomada de decisões sob condições de incerteza não-probabilística e sua teoria pela preferência pela liquidez. Este enfoque – que está apenas sugerido no decorrer do texto – é aprofundado em Paula (1999b).

³ Uma economia monetária da produção tem como característica central o destaque dado ao processo de tomada de decisões em um ambiente de incerteza não-probabilística, à concepção de não-neutralidade da moeda - segundo o qual a moeda não é uma simples conveniência, pois sendo um ativo, afeta motivos e decisões dos agentes - e, ainda, ao sistema de contratos a prazo, por meio de resgates de pagamentos no futuro, como instrumento básico pelo qual os agentes alcançam algum tipo de coordenação perante o futuro incerto (Carvalho, 1992).

sentido Knight-Keynes, que se refere a fenômenos econômicos para os quais “não existe base científica sobre o qual formar cálculos probabilísticos” (Keynes, 1987, p.114). A incerteza para Keynes vincula-se “à impossibilidade de determinação *a priori* do quadro relevante de influências que atuarão entre a decisão de se implementar um determinado plano e a obtenção efetiva de resultados, dificultando ou mesmo impedindo a previsão segura que serviria de base a uma decisão racional e factível (isto é, consistente com o contexto material e com as atividades de outros agentes)” (Carvalho, 1989, p.186). Em um mundo não-ergódico, a existência incontornável da incerteza no tempo real (histórico) impede os agentes projetar eventos passados para o futuro e, conseqüentemente, a constituição de distribuições de probabilidades que fundamentem a formulação de expectativas racionais por parte dos agentes sobre os acontecimentos futuros (Davidson, 1994).

A incerteza afeta diretamente a formação de expectativas e a tomada de decisões dos bancos, pois não somente o banco deve tomar uma posição ativa com retorno estocástico, como deve financiar esta posição com uma base de passivo de composição incerta. Isto porque eles realizam compromissos de empréstimos *ex ante* baseados em expectativas de variáveis *ex post*, entre os quais os níveis de depósitos realizados e as reservas do sistema bancário (Dysmki, 1989, p.159).

Em mundo incerto, a firma bancária administra e diversifica suas estruturas ativa e passiva a partir de sua preferência pela liquidez e de suas expectativas de risco e rentabilidade, tomando como base suas avaliações acerca da riqueza financeira. Bancos, como qualquer outro agente cuja atividade seja especulativa e demande algum grau de proteção e cuidado, têm preferência pela liquidez, e conformam seu portfólio buscando conciliar lucratividade com sua escala de preferência pela liquidez, que expressa a precaução de uma firma cuja atividade tenha resultados incertos⁴. A composição do ativo bancário, portanto, depende do desejo do banco de absorver riscos associados com eventos futuros incertos, mais especificamente do estado de suas expectativas quanto ao futuro: quando suas expectativas são desapontadas, o banco tende a reduzir seu grau de transformação de maturidade e passam a privilegiar liquidez. Deste modo, os bancos

enfrentam a escolha básica entre satisfazer os compromissos de empréstimo ou preservar a flexibilidade para maximizar a liquidez do seu ativo em um ambiente adverso.

Dirigida para o lucro, a administração dos bancos concentra-se na expansão dos empréstimos e de outros ativos. Em particular, procura gerenciar seus ativos e passivos de forma a manter um *spread* positivo entre a taxa de juros recebida sobre o ativo e o custo dos juros sobre o dinheiro captado. O atividade bancária, portanto, é uma atividade sujeita a determinados riscos que são inerentes ao negócio dos bancos, uma vez que estes - além de operarem em uma economia monetária em condições de incerteza igual ou maior do que qualquer empresa capitalista -, pela própria natureza de seus negócios, transformam maturidades, ou seja, em geral emprestam a mais longo termo do que captam, o que resulta em um descasamento entre suas operações ativas e passivas⁵. Daí deriva uma das principais características do *modus operandi* dos bancos: eles só são capazes de obter margens de lucro elevadas entre captação e aplicação de recursos às custas de menor liquidez, o que implica em aceitar um maior descasamento de maturidades; alternativamente, se adotarem uma postura avessa ao risco, privilegiando a liquidez e diminuindo o descasamento, deverão obter menores margens de lucro.

Na composição do balanço, bancos acomodam as demandas dos clientes por ativos e passivos que têm diferentes maturidades e taxas de juros. Por isso, estão sujeitos aos riscos de liquidez e de taxa de juros, que, como visto acima, resultam diretamente do descasamento de taxas ou de maturidades entre as operações ativas e passivos do banco. Ademais, em sua atividade básica de prover empréstimos, o banco se defronta com o risco de inadimplência (*default*) do tomador de crédito. Assim, de forma geral, bancos em seus negócios estão submetidos a três tipos clássicos de riscos: (i) *risco de taxas 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

⁴ É a incerteza incontornável quanto ao futuro dos eventos que justifica a preferência pela liquidez dos agentes, ou seja, de manter riqueza sob a forma de dinheiro. Para uma análise sobre a preferência pela liquidez dos bancos, ver Paula (1999a).

⁵ Em geral, a busca por maiores lucros induz os bancos a adotar uma postura mais agressiva, procurando obter maior rendimento aceitando ativos de mais longo termo e/ou de alto risco e, ao mesmo tempo, diminuir a taxa paga nas suas obrigações, oferecendo maiores promessas de segurança e garantias especiais aos depositantes e encurtando o termo das obrigações.

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. A seção seguinte analisa cada um desses riscos separadamente.

3. RISCOS NA ATIVIDADE BANCÁRIA EM CONTEXTO DE ESTABILIDADE DE PREÇOS

3.1. Riscos na atividade bancária

Risco de crédito

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).

O risco de crédito - ou risco de *default* - é o risco que um prestador ou credor enfrenta devido à possibilidade de que o devedor não honre sua obrigação financeira. De forma mais geral, o risco de crédito é o risco que, em qualquer transação envolvendo uma transferência intertemporal de direitos de propriedade, uma parte pode não entregar tais direitos como prometido (DeMarzo, 1992). Os prestadores, possuidores atual de moeda, abrem mão de um comando certo sobre a renda atual (*dinheiro-hoje*) por um fluxo incerto de receita futura em moeda (*dinheiro-amanhã*).

No caso de um contrato de crédito, o risco de crédito está relacionado à capacidade do tomador de empréstimos auferir receitas futuras para honrar seus compromissos financeiros e, por isso, está condicionado ao sucesso de seu empreendimento, que, por sua vez, depende em boa medida da performance da economia em um período de tempo mais ou menos longo⁶. Portanto, os bancos, ao acomodarem as demandas de crédito de seus clientes, dividem com eles o otimismo quanto ao sucesso do empreendimento⁷. Quando, contudo, os tomadores falham em pagar seus empréstimos, *ceteris paribus*, a diferença entre o valor de mercado dos ativos e o valor de mercado dos passivos de um banco é reduzida.

O risco de crédito pode ser visto claramente no contexto de um contrato de dívida padrão, que estabelece as condições de pagamento da dívida no futuro; assim, no caso em que este pagamento não é feito, o devedor é declarado estar inadimplente. Como a maior parte do ativo bancário está na forma de empréstimos, o risco de crédito é normalmente o maior risco que um banco enfrenta⁸.

Risco de taxas de juros ou de mercado

O risco de taxa de juros ou de mercado está relacionado ao risco de um banco ter um *spread* pequeno ou mesmo negativo em suas operações de intermediação financeira, 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. Consequentemente, os lucros podem ser reduzidos,

⁶ As diversas teorias de racionamento de crédito procuram mostrar que quando é impossível se determinar com alguma precisão o retorno do projeto, o risco de *default* associado ao mesmo pode fazer com que o crédito seja racionado, ou seja, um tomador obtenha crédito enquanto outro aparentemente igual não tenha a sua demanda atendida. Em particular, os modelos baseados na informação imperfeita (assimetria informacional) mostram que este resultado é obtido justamente pelo fato da informação plena não estar disponível sem custos (Jaffee & Stiglitz, 1990).

⁷ 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 – ou seja, o fluxo de moeda que o tomador obterá para atender seus compromissos contratuais – e/ou da manutenção do valor dos colaterais dados em garantia, tanto na fase de crescimento do ciclo econômico quanto no descenso. Em outras palavras, os bancos variam seu desejo de conceder empréstimos tomando como base sua expectativa de viabilidade de projetos de investimento e o valor do colateral. Para uma análise do comportamento do mercado de crédito bancário no ciclo econômico, ver Dow (1996).

⁸ O Acordo da Basileia sobre *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, estabelecido em julho de 1988, tem no risco de crédito sua variável focal. A idéia básica é que quanto maior o

caso um banco com uma grande quantidade de ativos com taxas de juros fixas venha a se deparar com um grande aumento nos custos de captação de curto prazo⁹.

Lewis (1992, pp. 72-3) dá alguns exemplos que ilustram a possibilidade de ocorrência deste risco. Se os empréstimos fossem feitos por um banco com base em taxas flutuantes, reajustados a cada três meses, coincidindo com a renovação dos depósitos, o risco de taxa de juros poderia ser evitado. Por outro lado, um banco que concedesse empréstimos de dois anos a taxas fixas “financiados” com títulos de maturidade de dois anos a taxas variáveis não teria um descasamento de maturidades, mas poderia se defrontar com o risco de taxa de juros desde que as taxas se elevassem, no caso de suas obrigações serem sensíveis a taxa de juros enquanto seus ativos não o fossem. Perdas poderiam também ocorrer se os empréstimos de dois anos fossem financiados por obrigações a taxas fixas com maturidade de dois anos e as taxas de juros estivessem em queda.

QUADRO 1: ANÁLISE DO GAP

ATIVOS		PASSIVOS
RSA (ativos sensíveis a taxa)	-----	RSL (obrigações sensíveis a taxa)
-----	GAP	-----
FRA (ativos de renda fixa)	-----	FRL (obrigações de renda fixa)

OBS: adaptado de Lewis (1992, p.72)

O risco de taxa de juros pode ser entendido de modo mais rigoroso tomando como referência o Quadro 1. A relação entre ativos sensíveis a taxas (*rate sensitive assets* - RSA) e obrigações sensíveis a taxas (*rate sensitive liabilities* - RSL) refletem a exposição de um banco a mudanças repentinas nas taxas de juros. A sensibilidade a taxas significa que ativos e obrigações são reavaliados a cada período escolhido. RSA incluem empréstimos a taxas flutuantes e investimentos em maturação e RSL englobam obrigações a taxas flutuantes,

risco do ativo (fora ou dentro do balanço) maior deve ser o capital requerido para alavancá-lo; daí o termo *requerimento de capital baseado no risco*.

⁹ Em uma economia aberta, os bancos também estão sujeitos ao risco cambial, resultado dos impactos de variações na taxa de câmbio sobre as dívidas em moeda estrangeira dos bancos, em consequência do descasamento de moedas em que estão denominadas dívidas e ativos, mesmo que as maturidades estejam “casadas”. O raciocínio desenvolvido a seguir serve também para análise do risco cambial, substituindo-se a taxa de juros variáveis pela taxa de câmbio.

depósitos a curto termo e certificados de depósitos em maturação. FRA (*fixed rates assets*) são ativos com taxas de juros fixas e FRL (*fixed rate liabilities*) são obrigações com taxas de juros fixas. A diferença entre RSA e RSL mede o *gap* do banco sobre alguma maturidade determinada. Quando $RSA > RSL$ (ou $FRL > FRA$) um banco está vulnerável a uma elevação nas taxas de juros, uma vez que as perdas podem ocorrer se as taxas se elevam. Alternativamente, quando $RSA < RSL$ (ou $FRL < RFA$) os rendimentos com juros líquidos de um banco está sujeito a perdas quando as taxas de juros caem.

Risco de liquidez

O risco de liquidez 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. Este risco, portanto, refere-se à habilidade de um banco ser capaz de satisfazer suas obrigações quando elas forem devidas, uma vez que os bancos têm que atender a qualquer procura repentina de caixa ou transferência de dinheiro sem hesitação ou demora. Caso contrário, a confiança do público quanto à capacidade de honrar suas obrigações poderá declinar rapidamente, provocando uma corrida contra ele. Tais problemas podem ser agravados em momentos de crise de confiança, ocasionada por uma elevação na demanda por moeda *cash* por parte do público. O risco de liquidez, na realidade, é um risco potencial, uma vez que, nos sistemas bancários modernos, os bancos podem, a rigor, sempre obter recursos a um dado custo para refinarçar suas posições.

A liquidez requerida pode ser suprida no próprio balanço bancário - através de reservas primárias (disponibilidades em moeda corrente) e secundárias - títulos públicos e outros ativos de curto prazo que compõem a carteira do banco - e/ou por intermédio da tomada de empréstimos com captação de recursos via certificados de depósitos ou no mercado interbancário, ou ainda, no caso destas alternativas serem insuficientes, junto ao banco central através de suas linhas de redesconto de liquidez (cujo acesso em geral é de alguma forma restrito e/ou oneroso). Os recursos tomados emprestado no mercado via

depósitos a prazo são, em geral, menos sensíveis às oscilações das taxas de juros e menos custosos que os fundos adquiridos no mercado interbancário ou junto ao banco central.

3.2. Gerenciamento de riscos

Em um mundo em que as expectativas dos agentes econômicos são construídas sob condições de incerteza, e as ações no presente são feitas sob a dupla pressão de um passado irrevogável e um futuro desconhecido, tais expectativas são sujeitas a desapontamento e intrinsecamente instáveis, devido à possibilidade de uma contínua alteração no estado de confiança dos agentes. O *estado de confiança* expressa o grau limitado de certeza sobre a ocorrência de um determinado evento e é, portanto, inversamente proporcional à incerteza presente nas expectativas formuladas pelos agentes. Estes, em suas decisões relativas à valorização de sua riqueza, procuram tomar decisões seguras que minimizem a incerteza, através de normas de comportamento *convencionais*, que leve em conta não só o vigente estado de opinião sobre o futuro como também a opinião da maioria ou da média dos participantes do mercado (Keynes, 1987). Os agentes buscam, assim, criar regras, convenções, rotinas e práticas que, ao invés de eliminar, permitam “contornar” a incerteza de suas expectativas quanto ao futuro¹⁰.

É neste sentido que os bancos procuram se precaver da possibilidade de ocorrência de riscos sob condições de incerteza, que, como vimos, são inerentes à atividade bancária. A administração de ativos e passivos pelos bancos envolve o gerenciamento destes riscos¹¹. Os bancos quase sempre organizam comitês internos para supervisionar a administração dos diversos riscos. Assim, parte do negócio dos bancos é compensar ou se proteger destes riscos a um custo que seja menor do que eles podem cobrar pelo serviço de intermediação financeira, uma vez que tais riscos não são nunca elimináveis.

O banco pode proteger-se do *risco de liquidez* através do gerenciamento de fundos, utilizando para tanto, cada vez mais, os chamados *ativos substituíveis*, que são ativos que podem ser vendidos com relativa facilidade em mercados secundários organizados (p.ex.,

¹⁰ Para uma análise sobre os critérios racionais de tomada de decisões sob incerteza, a partir da análise de Keynes, ver Possas (1993).

¹¹ Para uma boa análise dos bancos como administradores de riscos, ver Meek (1982, cap.3) e, ainda, Kregel (1994).

títulos públicos), ou, como já foi visto, obtendo liquidez nos mercados de fundos de atacado, que são usados por muitos bancos de grande porte com uma fonte mais ou menos permanente de fundos para concessão de empréstimos. Ademais, as autoridades monetárias, como responsáveis pela solvência do sistema financeiro, impõem, para evitar ou minimizar o risco de liquidez, taxas de reservas compulsórias aos bancos e, como emprestadores de última instância do sistema, estabelecem as condições em que as instituições bancárias podem ter acesso a seus recursos.

A proteção ao *risco de taxa de juros*, por sua vez, pode ser feita através, entre outros meios, do estabelecimento de limites máximos para a remuneração dos depósitos de curto termo e ainda do uso de instrumentos derivativos, tais como futuros e *swaps* de taxas de juros por parte do banco¹². O gerenciamento de riscos, neste caso, exige que seja comparado os lucros correntes entre os financiamentos a longo termo e as captações de curto termo *vis-à-vis* o risco da taxa de juros de curto prazo subir tão depressa que o *spread* desapareça ou fique negativo. No caso de um banco esperar uma variação muito grande na taxa de juros, ele deverá, com objetivo de diminuir a volatilidade de seu lucro, procurar manter um equilíbrio razoável entre as maturidades de suas aplicações e obrigações. Por exemplo, uma expectativa de elevação da taxa de juros por parte do banco pode levar à dilatação dos prazos do passivo, enquanto que a expectativa de queda ao estabelecimento de prazos mais curtos em suas obrigações.

Com a volatilidade cada vez maior das taxas de juros no mercado monetário-financeiro, os bancos têm-se inclinado a usar fórmulas baseadas no mercado - utilizando taxas variáveis nas suas operações de crédito - para determinar as taxas de juros que cobram, de modo a reduzir sua exposição a esse risco, transferindo grande parte do risco de taxa de juros para o tomador de crédito. Os tomadores, assim como os bancos, podem cobrir-se contra estes riscos no mercado financeiro futuro, como um meio de proporcionar às empresas que tomam empréstimos uma maior estabilidade perante as taxas cobradas pelos bancos.

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, uma vez que a lucratividade bancária depende, em grande medida, da boa administração da carteira de empréstimos, de forma que os possíveis prejuízos sejam mais do que compensados pela diferença entre receitas e custos dos empréstimos relativos ao total da carteira. De modo a minimizar tal incerteza, que se expressa na perda de valor de seus ativos, bancos procuram efetuar seus negócios ancorados em fontes primárias - rendimento líquido auferido por seus ativos (diferença esperada entre receitas brutas e custos rotineiros) - e secundárias de caixa (valor dos colaterais, empréstimos ou receitas com venda de ativos transacionáveis). Assim, como tais transações envolvem a possibilidade de rendimentos incertos no futuro, o banco pode exigir algum colateral¹³ como garantia, ou seja, bens ou ativos do tomador que ele poderá tomar para si caso o devedor não honre suas obrigações.

Entre outras medidas adicionais que podem se adotadas pelos bancos para minimizar a ocorrência do risco de crédito, destacam-se a diversificação do portfólio de aplicações (inclusive dos empréstimos) e a análise do cadastro do cliente com vistas a avaliar sua capacidade futura de pagar a dívida, além, como visto, da posse de colaterais por parte do banco. Portanto, o risco de crédito implica a necessidade de informações sobre as características e atividades do tomador. Comitês de crédito do próprio banco monitoram tomadores individuais, enquanto que as agências de *rating* avaliam as dívidas das empresas, estabelecendo um ranking de acordo com o risco de crédito percebido, agrupando-os em distintas categorias.

Note-se que, diferentemente dos outros riscos, o risco do crédito aparece nos contratos de financiamento - através de taxas de juros de risco, termos mais curtos de maturidade, garantias com base em colaterais e/ou em diferentes tipos de margens de segurança. Quanto mais alto for o risco avaliado pelo banco, maior deverá ser o colateral 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

¹² Futuros são contratos de venda/compra de um determinado ativo a preços e datas futuras estipuladas, que se distinguem dos contratos *forward* por serem negociáveis em mercados organizados; *swaps* são contratos que prevêm a possibilidade de mudança no referencial financeiro (taxas de juros, de câmbio, ou ambos).

¹³ 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 capacidade (e ao tempo gasto) de se transformar em moeda sem grandes perdas, ou seja, ao seu valor de mercado e grau de liquidez.

confiáveis¹⁴ ou de requerer uma caução/garantia maior do colateral. A securitização de ativos bancários nos mercados de capitais pode ser também visto como um método alternativo para os bancos se protegerem do risco de crédito.

4. RISCOS NA ATIVIDADE BANCÁRIA EM CONTEXTO DE ALTA INFLAÇÃO

Nesta seção analisa-se os riscos na atividade bancária no contexto de alta inflação. Antes de analisar os riscos propriamente ditos, é necessário examinar, ainda que brevemente, as características básicas de um regime de alta inflação. Isto é feito na subseção seguinte.

4.1. Sistema contratual e incerteza 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, permitindo que os contratos funcionem como balizadores do cálculo econômico dos agentes por terem seus valores monetários fixos ao longo do tempo (Davidson, 1972; 1994, cap. 6).

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. Isto porque normalmente a elevação nas taxas de inflação é acompanhada por um aumento na sua volatilidade, tornando o comportamento das taxas futuras altamente incertas, o que faz com que as expectativas dos agentes tornem-se bastante elásticas. A inflação é, portanto, uma

¹⁴A elevação da taxa de juros de empréstimos, para compensar o aumento de risco do crédito, é feita somente

fonte geradora de incertezas na economia, pois instabiliza o nível geral da atividade econômica – afetando negativamente 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, sobretudo os de mais longo prazo, e inutiliza a moeda legal, enquanto moeda-de-conta vigente. A 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.

Um regime de alta inflação¹⁵, portanto, 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. A convivência com a inflação alta e persistente faz com que a recuperação das perdas inflacionárias torne-se o objetivo mais importante dos agentes na economia. Como destacam Feijó & Carvalho (1992, p.109-10):

Um “Regime de Alta Inflação” é definido como uma situação onde os distúrbios causados pela inflação não podem ser absorvidos a não ser que práticas e instituições contratuais sejam aperfeiçoadas de modo a compensar, ainda que no sentido formal, os agentes econômicos pelas perdas inflacionárias. Inflação é tão alta e persistente que a recuperação das perdas inflacionárias torna-se o mais importante objetivo de todos os agentes na economia. Regras e instrumentos institucionais têm que ser criados para organizar essas reivindicações competitivas entre os agentes por compensação de renda. Algumas formas de contratos indexados à inflação passada se generalizam, garantindo a cada grupo que alguma compensação será paga, ex post facto, em um data pré-determinada, pelas perdas sofridas.

Os agentes desenvolvem, assim, instrumentos e comportamentos de defesa sistemática e de convivência com os efeitos corrosivos da inflação, refletindo a sua

até o ponto em que o banco avalie que o tomador de crédito será incapaz de honrar a dívida com o banco.

¹⁵ 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, 1990) e Carvalho (1990). Tais análises estão baseadas particularmente nas experiências recentes de alta inflação na Argentina e no Brasil.

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 contratos¹⁶. O principal objetivo da indexação é economizar os custos de conflito que tornam-se cada vez mais frequentes quando a inflação se acelera. Estas alterações institucionais procuram contrabalançar o aumento da incerteza gerado pelo contexto de alta inflação, assegurando, em particular, a continuidade do sistema contratual na economia. Tais regras, embora criadas como mecanismo de defesa frente à elevada incerteza, não a elimina, 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.

4.2. Contratos financeiros, preferência pela liquidez e riscos na alta inflação

Num regime de alta inflação, as relações financeiras na economia se alteram, devido à elevação da incerteza, que ocasiona um encurtamento nos prazos dos contratos nominais e mesmo dos contratos indexados¹⁸, além de um aumento na preferência pela liquidez dos agentes. Devido à possibilidade de perdas significativas de riqueza, a liquidez proporciona maior segurança frente às contingências futuras¹⁹. Esta *preferência pela flexibilidade* por parte dos agentes - que procuram estabelecer contratos, bem 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 refazer rapidamente seus planos sem grandes custos.

¹⁶ Indexação é um mecanismo de reajuste automático dos valores contratuais de acordo com determinado parâmetro externo ao contrato, normalmente vinculado a um índice de preços de bens e serviços ou a uma moeda estrangeira (dólar).

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

¹⁸ A indexação não elimina os riscos para o credor (o risco de perda de rendimento ocorre uma vez que não há indexador perfeito) e para o devedor. Por isso, quando a inflação é persistentemente alta e volátil, os próprios contratos indexados, cujo objetivo básico é regularizar contratos em prazos mais longos em um contexto inflacionário, paradoxalmente, tendem a ter seus prazos reduzidos para permitir mais rápidas revisões de contratos.

¹⁹ A preferência pela liquidez, neste caso, se expressa não na demanda por moeda no sentido tradicional (M1), mas na demanda por quase-moedas, como será visto a seguir. Isto porque a perda de valor real da moeda - o chamado imposto inflacionário - afasta os agentes do ativo líquido por excelência.

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, típico de situações com alta e volátil inflação, produz-se uma corrida generalizada por ativos financeiros de curto termo e/ou indexados e, em muitos casos, também por ativos denominados em moeda estrangeira, como mostrou a experiência recente em alguns países da América Latina²⁰. Os agentes procuram preservar seu estoque de riqueza modificando a composição de seu portfólio, privilegiando aplicações a prazos cada vez mais curtos, de modo a ter maior flexibilidade para rever suas posições e realocar seus ativos. 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, pois proporcionam, além de alguma proteção contra a inflação, um alto prêmio de liquidez para o aplicador.

As quase-moedas - ativos com elevada liquidez, de curtíssimo prazo, geralmente 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

²⁰ Nos países da América Latina – como Argentina, Peru e Bolívia - em que a preferência por flexibilidade se traduziu em um forte aumento de demanda de ativos em moeda estrangeira e em uma redução na demanda por ativos domésticos, esse fenômeno tomou a forma de um aprofundamento da dolarização do sistema financeiro doméstico ou de fuga de capitais. Ambos os fenômenos dificultaram o processo de intermediação financeira (Fanelli & Frenkel, 1994). No Brasil, as peculiaridades do regime da moeda indexada, embora tenha impedido a fuga de ativos financeiros domésticos, problematizaram o processo de intermediação.

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 & Almeida, 1990, p. 71). Neste caso, os agentes, para se protegerem da perda de valor da moeda corrente, demandam quase-moedas por sua elevada liquidez, ao mesmo tempo que os bancos, procurando atender aos diversos desejos de aplicação de recursos monetários do público, criam variados tipos de quase-moedas - com múltiplas combinações de juros e prazos de resgate.

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 bancária. Nestas condições, o risco do crédito - relacionado à possibilidade de que o tomador de empréstimos não seja capaz de honrar suas obrigações financeiras - 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 das instituições financeiras é evitar contratos de mais longo termo.

O risco de taxa de juros, por sua vez, pode se acentuar em função da elevada volatilidade nas taxas de juros nominais em um contexto de instabilidade inflacionária, do crescimento das obrigações remuneradas (contrapartida da redução dos depósitos não-remunerados) e muitas vezes indexadas no total do passivo, e da redução no prazo médio de suas obrigações. Isto pode conduzir a um descasamento de taxas face à existência de maturidades diferentes entre as aplicações e as obrigações dos bancos e às oscilações inesperadas nas taxas de juros de mercado, ocasionando, no momento de refinanciamento do ativo, uma variação nos custos de captação incompatível com o rendimento esperado das aplicações. Como reação a este risco, os bancos procuram casar a sensibilidade do ativo às variações nas taxas de juros, diminuindo a maturidade média de seu ativo e constituindo seu portfólio de aplicações com ativos mais líquidos, de modo a estabelecer um relativo equilíbrio entre taxas e maturidades de suas aplicações e obrigações.

Por fim, o encurtamento dos prazos médios das obrigações, como resultado da preferência do público por depósitos de curto termo, pode conduzir a um aumento no risco

de liquidez para os bancos, devido à possibilidade de descasamento de maturidades entre as suas operações ativas e passivas, fazendo com que o banco não seja capaz de liquidar seus ativos a preços que permita honrar suas obrigações. De modo a se precaver da ocorrência deste risco, os bancos tendem, além de diminuir a maturidade média de seu ativo, a compor parte de seu portfólio de ativos com aplicações que possam servir como reserva secundária para suas operações, constituindo uma espécie de “colchão de liquidez” com os chamados *ativos substituíveis* ou *comercializáveis*²¹. Por outro lado, o aumento do risco de liquidez para as instituições bancárias, devido à redução nos prazos médios das obrigações, exige uma mudança na forma de atuação do banco central no mercado monetário-financeiro, sendo este obrigado a desenvolver mecanismos institucionais que atendam mais prontamente as necessidades de reservas dos bancos²².

4.3. Estratégias bancárias e gerenciamento de riscos em alta inflação²³

A maior flexibilidade do portfólio dos bancos permite alterações mais rápidas e uma maior adaptação destas instituições ao contexto de alta inflação, comparativamente ao setor produtivo. Conseqüentemente, 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 seus recursos. Como observa Carvalho (1990, pp. 70-1),

(...) 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.

Deste modo, no gerenciamento da estrutura ativa dos bancos, a participação de formas mais líquidas de aplicações tende a aumentar em detrimento das operações de

²¹ Ativos de rápida conversão em moeda nos mercados secundários organizados, como são em geral os títulos públicos.

²² O desenvolvimento do mecanismo da zeragem automática dos títulos públicos no Brasil veio atender justamente a essas necessidades do mercado. Ver, a respeito, Paula (1996).

²³ Para uma análise mais aprofundada da dinâmica da firma bancária em alta inflação, ver Paula (1997).

crédito de mais longo termo, de modo a compatibilizar o *timing* da estrutura ativa com o da estrutura passiva. Os bancos buscam administrar um ativo cujo *turnover* seja mais rápido, permitindo maior flexibilidade em suas operações²⁴. Procura-se, assim, através do encurtamento dos prazos das aplicações de recursos, realizar um “casamento” entre a estruturas ativa e passiva, permitindo uma diminuição nos riscos de juros e de liquidez sobre as operações de intermediação financeira.

Em condições de alta inflação, os bancos procuram, portanto, 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 já foi destacado, 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, tornando impossível a previsibilidade de qualquer cálculo econômico em prazos mais longos, pode levar os bancos a aumentarem o grau de conservadorismo na composição de seu ativo, de modo a se protegerem 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 seu ativo 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 secundárias²⁵.

²⁴ Está se pressupondo um comportamento padrão típico de bancos com perfil predominantemente varejista, ou seja, bancos de maior porte que possuem uma vasta rede de agência, em que prevalece a atividade bancária tradicional e produtos de banco pessoal.

²⁵ Reservas primárias: encaixe, reservas no banco central, depósitos à vista em outros bancos etc.; reservas secundárias: títulos e haveres financeiros com elevada liquidez.

As operações de empréstimos de mais longo termo - por serem ativos não-comercializáveis - tendem a ter seu peso diminuído no total do ativo. A possibilidade de ocorrência dos riscos de crédito, liquidez e 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 para 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 em condições de alta inflação. As instituições bancárias tornam-se assim cautelosas em suas políticas de concessão de crédito, passando a financiar basicamente as necessidades correntes de recursos das firmas - atendimento das necessidades transitórias de caixa ou financiamento parcial dos requerimentos de capital instrumental -, e a conceder crédito a seus clientes (firmas ou consumidores) a curtíssimo prazo, evitando a se comprometer com empréstimos de mais longo termo. 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 balanço bancário e o gerenciamento de riscos em condições de alta inflação reflete a *preferência extremada por flexibilidade* por parte dos bancos, expressa tanto no encurtamento dos prazos de suas aplicações quanto no aumento da participação de formas mais líquidas de aplicações na composição do ativo, em detrimento das operações de crédito de mais longo termo.

5. CONCLUSÃO

Este artigo analisou as condições de riscos na atividade bancária, em contexto de estabilidade de preços e de alta inflação, mostrando que, se por um lado, a existência de riscos é intrínseco à natureza dos negócios bancários, em particular em sua função de transformador de maturidades, por outro lado, os bancos, como qualquer firma que opera no mercado em condições de incerteza, procuram adotar normas de comportamento convencionais que lhes permitam se precaver da ocorrência de riscos. Em particular, os riscos na atividade bancária tendem a se agravar sob o contexto de alta inflação, o que se

reflete especificamente na forma de gerenciamento deste riscos, expressando a maior preferência por flexibilidade dos bancos.

Embora a teoria a respeito dos riscos na atividade bancária e seu gerenciamento possa parecer relativamente simples, as previsões feitas pelos bancos a respeito da capacidade de pagamento dos empréstimos por parte de seus clientes, do nível de taxa de juros futuro, do comportamento geral dos negócios na economia e, mesmo, sobre os rumos da política econômica, é um trabalho sujeito a erros, pois previsões são passíveis a desapontamentos.

O gerenciamento da firma bancária, em condições de risco e incerteza que caracterizam uma economia monetária da produção, depende, em boa medida, da estratégia adotada pelo banco, se mais conservadora ou agressiva, o que se expressa na maior ou menor margem de segurança na composição do ativo bancário. Em outras palavras, depende do desejo do banco de absorver riscos associados com eventos futuros incertos, mais especificamente do estado de suas expectativas quanto ao futuro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BELLUZZO, L.G.M. & ALMEIDA, J.S.G. (1990). “Crise e reforma monetária no Brasil”. *São Paulo em Perspectiva*, v. 4, n. 1, pp. 63-75, jan./mar.
- 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.
- _____(1990). “Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana”. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 4, pp. 62-82, out./dez.
- _____(1992). *Mr. Keynes and the Post keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar
- DAVIDSON, P. (1972). *Money and the Real World*. London: Macmillan.
- _____(1994). *Post Keynesian Macroeconomics Theory*. Aldershot: Edward Elgar.
- DEMARZO, P. (1992). “Credit risk”. In NEWMAN, P., MILGATE, M. & EATWELL, J. (ed.). *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*. London: Macmillan.
- DOW, S. (1996). “Horizontalism: a critique”. *Cambridge Journal of Economics*, v. 20, pp. 497-508.
- DYMSKI, G. (1989). “Keynesian versus credit theories of money and banking: a reply to Wray”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 12, n. 1, pp. 157-163, Fall.

- FANELLI, J.M. & FRENKEL, R. (1994). Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico. Mimeo. Buenos Aires: CEDES.
- FEIJÓ, C. & CARVALHO, F.C. (1992). “The reliance of high inflation: recent Brazilian failures with stabilization”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 15, n. 1, pp. 109-125, Fall.
- FRENKEL, R. (1979). “Decisiones de precios en alta inflación”. *Desarrollo Económico*, n. 75, pp. 291-230, out./dez.
- FRENKEL, R. (1990). “Hiperinflação: o inferno tão temido”. In REGO, J.M. (org.). *Inflação e hiperinflação: interpretação teórica*. São Paulo: Bional.
- KEYNES, J.M. (1987). “The general theory of employment”. In *The General Theory and After: defence and development*. London: Macmillan.
- KREGEL, J. (1994). “Summary of introductory chapter for Ente Enaudi study on the future of role of banks”. Mimeo.
- JAFFEE, & STIGLITZ, J. (1990). “Credit rationing”. In FRIEDMAN, B. & HAHN, F. (ed.). *Monetary economics* v. 2. Amsterdam: North Holland.
- LEWIS, M.K. (1992). “Asset and liability management”. In NEWMAN, P., MILGATE, M. & EATWEEL, J. (ed.). *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance, op.cit.*
- MEEK, P. (1982). *U.S. Monetary and Financial Markets*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- MINSKY, H. (1992). “Financiamento e lucros”. In *Cadernos ANGE* n. 2. Rio de Janeiro: ANGE.
- PAULA, L.F.R.. (1996). “Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica”. *Estudos Econômicos*, v. 26, n. 3, pp. 411-439, set./dez.
- _____ (1997). “Dinâmica da firma bancária em alta inflação”. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 1, pp. 136-142, jan./março.
- _____ (1999a). “Teoria da firma bancária”. In LIMA, G.T, SICSÚ, J. & PAULA, L.F.R. (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea..* Rio de Janeiro: Ed. Campus.
- _____ (1999b). “Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional”. *Revista Brasileira de Economia*, v. 53, n. 3, pp. 323-356, jul./set.
- POSSAS, M. (1993). “Racionalidade e regularidades: rumo a uma integração micro-macrodinâmica”. In *Economia e Sociedade* n. 2, pp. 59-80, agosto.