

Nº 178

POUPANÇA E CRESCIMENTO ECONÔMICO

- O CASO BRASILEIRO

Mario Henrique Simonsen

- 1991 -

1) O paradoxo da poupança

Entre 1970 e 1980 o produto real brasileiro cresceu de 7,6% ao ano, em média. Nos dez anos seguintes, essa taxa retrocedeu para apenas 1,6% ao ano, a marca estatística da década perdida. É opinião corrente que essa queda do crescimento foi motivada pelo declínio de duas das componentes da taxa de poupança: i) a poupança externa, que se esvaiu com a crise da dívida, as moratórias e a instabilidade macroeconômica: ii) e a poupança do governo, que passou de positiva a negativa pela queda da carga tributária bruta e pelos encargos adicionais da dívida pública.

Paradoxalmente, as últimas estimativas do IBGE sobre a formação bruta de capital não apoiam essa conjectura. (Tabela I). A relação entre investimento bruto e PIB (coluna 1) caiu apenas de 22,6% entre 1970 e 1979 para 20,8%, entre 1980 e 1989, queda muito pequena para explicar o colapso do crescimento econômico. A perda da poupança externa é documentada na coluna 4 da tabela, a da poupança do governo da coluna 3. Só que elas teriam sido compensadas pelo aumento da poupança privada. Na realidade, a coluna 3 caricatura a despoupança do governo ao nela contabilizar a correção monetária da dívida pública interna. Como o setor privado costuma poupar praticamente 100% dessa correção, não a confundindo com renda, pelo critério nominal a poupança privada, em 1989, teria chegado a 45,11% do PIB. Melhor seria rerepresentar a tabela em termos de contabilidade operacional, nem incluindo a correção monetária da dívida pública interna como despesa corrente do governo nem como poupança do setor privado. Só que essa reorganização contábil não alteraria o total da poupança e do investimento.

TABELA I

FORMAÇÃO DE CAPITAL (PECENTAGEM DO PIB)				
1 - ACUMULACAO BRUTA INTERNA				
2 - POUPANCA BRUTA				
3 - POUPANCA DO GOVERNO				
4 - DEFICIT EM C/C DO BP				
DATA	1	2	3	4
00/00/70	20.54	19.22	5.46	1.32
00/00/71	21.26	18.60	5.89	2.66
00/00/72	21.21	18.67	5.79	2.53
00/00/73	22.05	20.04	6.00	2.01
00/00/74	24.31	17.86	4.30	6.45
00/00/75	25.70	20.54	3.70	5.16
00/00/76	23.04	19.13	4.29	3.91
00/00/77	22.05	19.77	3.92	2.28
00/00/78	23.03	19.56	2.38	3.47
00/00/79	23.14	18.33	2.35	4.81
00/00/80	23.34	17.89	0.90	5.45
00/00/81	23.08	18.64	1.09	4.44
00/00/82	21.09	15.30	-0.35	5.79
00/00/83	16.68	13.32	-1.37	3.37
00/00/84	15.74	15.76	-2.83	-0.02
00/00/85	19.20	19.09	-8.16	0.11
00/00/86	19.09	17.13	-7.11	1.97
00/00/87	22.30	21.82	-6.13	0.49
00/00/88	22.81	24.09	-12.54	-1.28
00/00/89	24.86	25.09	-20.06	-0.23

NOTAS:

- 1 - ENTRE 1970 E 1985, A ACUMULACAO BRUTA INTERNA INCLUI FORMACAO BRUTA DE CAPITAL FIXO (FBKF) E VARIACAO DE ESTOQUES. DE 1986 EM DIANTE, APENAS FBKF.
- 2 - POUPANCA BRUTA INCLUI SETOR PRIVADO E GOVERNO.
- 3 - NO COMPUTO DA POUPANCA DO GOVERNO, INCLUEM-SE NOS GASTOS CORRENTES OS VALORES CORRESPONDENTES A CORRECAO MONETARIA DA DIVIDA PUBLICA.

As cifras da conta de capital não são à prova de erro. Um dos principais problemas do nosso sistema de Contas Nacionais, é que não se conseguiu até hoje estimar independentemente a poupança e o investimento, para se ter uma idéia do erro de fechamento. O que se estima é a formação bruta de capital, de forma tão abrangente quanto possível, e se calcula como resíduo a poupança bruta do setor privado. Isto posto, não é impossível que os dados do IBGE subestimem a queda da taxa de poupança na década de 1980. Só que a recíproca é igualmente possível. Isto posto, a evidência de que se dispõe no momento é que o grande problema brasileiro da década de 1980 não foi a queda da taxa de poupança, mas a piora da relação capital/produto, ou seja, da produtividade dos investimentos.

Uma primeira explicação para a piora da relação capital/produto é fornecida pelo próprio IBGE (Tabela II): o preço relativo dos bens de capital subiu acentuadamente na década de 1980. Isto posto, um mesmo montante de poupanças passou a financiar um volume bem menor de investimentos. Assim, a preços correntes, a formação bruta de capital fixo caiu apenas de 21,5% para 20,7% do PIB da década de 1970 para a de 1980, queda estatisticamente inexpressiva. Mas, a preços constantes de 1980, ou seja, em termos físicos, a queda da taxa de investimento fixo foi mais do que visível: de 23,3% para 17,6% do PIB.

O aumento dos preços relativos dos bens de capital se explica por vários fatores:

i) pela virtual eliminação dos subsídios aos investimentos concedidos entre 1950 e 1980 e pela crescente incidência do ICM e do ICMS sobre os bens de capital;

ii) pelo aumento dos custos das obras públicas, resultantes dos ônus adicionais impostos aos empreiteiros e fornecedores

TABELA II

FBKF/PIB (%)		
DATA	PREÇOS CORRENTES	PREÇOS DE 1980
1970	18.8	20.6
1971	19.9	21.3
1972	20.3	22.2
1973	20.4	23.6
1974	21.8	24.7
1975	23.3	25.8
1976	22.4	25.0
1977	21.3	23.6
1978	22.3-	23.5
1979	23.4	22.9
1980	22.9	22.9
1981	22.9	21.0
1982	21.4	19.5
1983	18.1	16.9
1984	16.9	16.3
1985	16.9	16.4
1986	19.1	18.7
1987	22.3	17.9
1988	22.8	17.0
1989	24.9	16.7
1990	21.7	16.0

do governo, assim como pela impontualidade dos pagamentos do setor público;

iii) pelo alto nível de protecionismo em geral, e pela lei de informática em particular.

Mas, mesmo a preços constantes, a queda da taxa de investimento é incapaz de explicar convincentemente o declínio da taxa de crescimento do produto real de 7,6% para 1,6% ao ano, em média. Com efeito, ambas as quedas, da ordem de seis pontos percentuais, indicariam uma relação incremental capital/produto praticamente igual a 1, o que está fora do esquadro da numerologia do crescimento econômico. Mais ainda, uma taxa de depreciação absurdamente elevada, de 16% do PIB, pois essa seria a formação bruta de capital fixo necessária para manter crescimento zero na economia.

A conclusão é que os investimentos não apenas se tornaram relativamente mais caros: tornaram-se, também, bem menos produtivos. Uma parte dessa queda de produtividade se pode atribuir a alguns elefantes brancos do início da década de 1980, tanto estatais (tipo programa nuclear), quanto privados (tipo projeto Jari). O fato, porém, é que o que se gastou nesses elefantes brancos é muito pouco para explicar tamanha queda da produtividade dos investimentos. Fora o fato de que, na década de 1970, de tão miraculoso crescimento, o governo também embarcara em projetos faraônicos, como a Transamazônica e a Perimetral Norte.

A única explicação plausível é que, na década de 1980, a economia brasileira se desorganizou de tal forma, que os investimentos se tornaram, ao mesmo tempo, caros e pouco produtivos. Dois choques externos precipitaram essa desorganização, a segunda crise do petróleo e o colapso da reciclagem competitiva da dívida externa no final de 1982. Só que a resposta da política interna

a esses choques, ao invés de reerguer a economia após um breve interlúdio de sacrifícios, impôs ao país sacrifícios incessantes sem nenhuma recompensa.

Restrospectivamente, essa entrada do Brasil na contração da História se explica por uma absoluta falta de sintonia das nossas elites políticas e intelectuais com as novas tendências do mundo a partir da década de 1980. No regime militar, o país progredira, mas os ricos ganharam mais do que os pobres. A Nova República tentou reverter o modelo distributivo, mas ao invés de observar o que fazia a social-democracia européia, voltou-se puramente para os dogmas da esquerda da década de 1950, sem compreender que o mundo mudara. O resultado foi uma escalada do populismo, destinada a favorecer trabalhadores e descamisados, mas cujos resultados efetivos foram apenas os seguintes: a) os trabalhadores ganharam generosos aumentos de salários nominais, mas enfrentaram grandes perdas reais, pela queda da produtividade e das oportunidades de emprego; b) o crédito público desmantelou-se, com as moratórias, sequestros e confiscos de ativos financeiros; como consequência, as taxas reais de juros subiram explosivamente, estabelecendo entre devedores e credores a relação caloteiro-agiota; c) a alucinação dos choques heterodoxos, das três reformas monetárias no espaço de quatro anos transformou o Brasil num laboratório econômico digno de piedade internacional. A Constituição de 1988, diga-se de passagem, levou ao clímax a alienação da economia brasileira no atual cenário mundial.

Qualquer projeto convincente de retomada do crescimento econômico passa por um requisito prévio: o estabelecimento de regras estáveis e confiáveis do jogo econômico. O problema central não é aumentar a taxa interna de poupança. Mas melhorar a produtividade dos investimentos, o que exige várias medidas: i) o reg

tabelecimento do crédito público em todas as suas dimensões; ii) a reestruturação do mercado de capitais, cujos maiores estragos foram criados pela moratória externa e pelo desmantelamento do Sistema Financeiro de Habitação; iii) a abertura da economia ao exterior; iv) nova postura perante os capitais estrangeiros; iv) novas regras tributárias.

2) A década de 1990 e a rota dos capitais

Na década de 1950, sob o impacto das idéias keynesianas, acreditava-se que os capitais internacionais fluíssem naturalmente dos países desenvolvidos, onde eram superabundantes, para os subdesenvolvidos, onde eram escassos. Essa migração natural ajudaria os países mais pobres a crescer, diminuindo as desigualdades econômicas mundiais. Por certo, era preciso preparar os países em desenvolvimento para crescer, mas essa tarefa poderia ser desempenhada pelas instituições internacionais de fomento, como o Banco Mundial e os vários bancos regionais.

Vinte anos depois tornou-se evidente que a rota dos capitais internacionais era muito mais complicada do que a imaginada pelos modelos keynesianos. Por certo, os capitais privados migrariam à busca de maiores oportunidades de lucro. Mas essas oportunidades não eram determinadas predominantemente pela escassez do capital em relação à mão-de-obra. Dependiam igualmente da disponibilidade de infra-estrutura, de mão-de-obra qualificada e de regras econômicas adequadas e estáveis. Por outro lado, a noção keynesiana de que as nações ricas gerariam excedentes de poupança sem utilização no mercado interno provou-se um falácia. Não só porque as oportunidades de investimentos eram muito superiores ao que se imaginava, mas porque há pouca correlação entre renda per-capita e taxa de poupança: portugueses e italianos pouparam

relativamente muito mais do que os norte-americanos.

Em suma, os capitais internacionais não necessariamente fluem para os países que deles mais precisam, mas para aqueles que lhe oferecem maiores atrativos. E combinar necessidades com incentivos convincentes é uma arte que nem todos conseguem dominar.

Tomemos o caso das duas superpotências nucleares. Os Estados Unidos, que na década de 1950 eram praticamente o único exportador de capital do mundo, transformaram-se desde 1981 no maior sugador de poupanças internacionais. A razão principal foi a combinação de uma política monetária apertada com um vasto déficit orçamentário, financiado em boa parte por capitais externos. O que os Estados Unidos oferecem ao investidor internacional é a oportunidade de competir livremente numa economia com mais de duzentos anos de tradição de respeito às regras de mercado. Dentro dessas regras, os investidores podem até perder muito dinheiro, como aconteceu com os japoneses que compraram imóveis americanos supervalorizados em 1985 a um dólar ainda mais supervalorizado. Só que os capitalistas aceitam os riscos de mercado, e por isso mesmo os japoneses continuam investindo nos Estados Unidos. O que não aceitariam é que o governo norte-americano lhes sequestrasse os ativos financeiros da noite para o dia. Só que não passa pela cabeça de ninguém que um tal sequestro possa vir a ser decretado nos Estados Unidos.

Por quanto tempo os Estados Unidos podem continuar sugando poupanças do resto do mundo é uma incógnita. É claro que isso custa a crescente desnacionalização da economia e o aumento da dívida externa, já de longe a maior do mundo. Também não seria difícil, para os norte-americanos, prescindir da poupança externa: bastariam alguns aumentos de impostos, na gasolina, nos cigarros e nas bebidas, para reduzir significativamente o déficit

orçamentário. Só que a desnacionalização numa economia do tamanho dos Estados Unidos é marginal, e a dívida externa em dólares não chega a criar grandes preocupações. Enquanto isso, o povo americano desfruta dos prazeres de quem gasta mais do que produz. E justifica-se alegando que as suas despesas militares transformam os Estados Unidos no defensor do mundo livre. Isto posto, é provável que na década de 1990 os norte-americanos continuem absorvendo poupanças internacionais, ainda que em volumes menores do que os da década passada.

Já a União Soviética está no polo oposto. Hoje provavelmente é o país que mais precisa de poupanças externas, e para isso apresenta-se com um poderoso cacife político: uma superpotência atômica minada por uma profunda crise econômica pode transformar-se num animal acuado. Só que esse cacife não atrai automaticamente ajuda oficial, como atestam os recentes contactos de Gorbachev com o G-7. E em nada sensibiliza as poupanças privadas pois, ainda com alguma liberação de preços e remessas de lucros, investir na União Soviética é enfrentar tremendos obstáculos em termos de falta de cultura gerencial, infra-estrutura bancária e de comunicações etc.. Dependendo dos rumos da glasnost e da perestroika, é provável que algumas correntes de capital fluam do Ocidente para a União Soviética, mais por razões políticas do que econômicas. Mas em escala muito menor do que se pensava há dois anos atrás, quando o Leste Europeu era descrito como o Eldorado dos capitais internacionais na década de 1990. Até porque a Alemanha, que seria o parceiro mais natural da União Soviética, estará absorvida nos próximos anos com os custos de sua reunificação. O mesmo problema de escassez de capitais externos ameaça os demais países do Leste Europeu, com as honrosas exceções da Hungria e da Tchecoslováquia.

A reunificação da Alemanha realmente coloca o grande problema da rota dos capitais internacionais na década de 1990. Na década de 1980 essa rota foi balisada por dois grandes exportadores de capitais, Japão e Alemanha Ocidental, e por um mega-importador, os Estados Unidos. Pelo menos nos próximos cinco anos a Alemanha praticamente sairá de cena, para arcar com os custos da reunificação, onde os critérios de urgência política prevaleceram sobre qualquer cálculo econômico. O Leste Europeu mais União Soviética, ainda que com acesso restrito, certamente absorverão bem mais poupanças do que na década de 1980. A redução do déficit em conta-corrente norte-americano dificilmente compensará esses dois efeitos. Isto posto, o cenário que se desenha para a década de 1990 é o de um mundo com relativa escassez de poupanças com um único exportador dominante de capitais, o Japão.

Como os mercados de capitais se intercomunicam, não é preciso entrar em pânico como em 1973, quando todos, inclusive o Brasil, tentavam disputar investimentos árabes, que cautelosamente preferiam deixar seu dinheiro depositado em bancos. Se o Brasil não tiver acesso aos capitais japoneses (o que parece acontecer no momento), mas for capaz de atrair os americanos, tudo se resolve por simples triangulação das poupanças: os japoneses investem nos Estados Unidos, e os americanos canalizam parte dessas poupanças para o Brasil. A grande diferença é que os japoneses, ao contrário dos países da OPEP em 1973, conhecem o mundo e as oportunidades de investimento em cada país. Isto posto é de se perguntar porque um país que não merece a confiança do Japão será considerado boa oportunidade de investimento por outros investidores internacionais.

Nesse sentido, é importante desfazer certas ilusões. Apesar do discurso oficial que procura integrar o Brasil no Primei

ro Mundo, nossa cotação internacional anda em baixa, comparativamente aos países mais pobres da Comunidade Econômica Européia, como a Grécia, a Turquia e Portugal, com os novos tigres asiáticos, como a Tailândia, a Malásia e a Indonésia (para não falar nos velhos tigres que já exportam capitais, a Coreia do Sul, Taiwan, Hong-Kong e Cingapura) e dois países latino-americanos, o México e o Chile. Ninguém ignora as potencialidades do Brasil. Só que, se potencial significasse prosperidade, a Índia seria o Japão e vice-versa. Ao contrário do Leste Europeu, não nos falta espírito empresarial, capacidade de gestão, nem infra-estrutura financeira e de comunicações. Falta-nos bom senso na gestão macroeconômica, no que tange à palavra do governo, à dívida interna e externa, à inflação e o crédito público. É essa restauração do crédito público, em todas as suas dimensões, a condição essencial para a retomada do fluxo de investimentos externos e a melhoria da produtividade interna.

3) Fuga de capitais

Até princípios da década de 1980 o Brasil parecia vacinado contra uma doença do subdesenvolvimento; a fuga de capitais para o exterior. A poupança interna investia-se no Brasil, com o complemento adicional da poupança externa. Havia, por certo, um pequeno montante de investimentos brasileiros no exterior, devidamente autorizados pelo Banco Central. Também ninguém duvida de que havia algum dinheiro escondido em contas numeradas dos refúgios financeiros internacionais. Só que as estimativas de fuga de capitais eram minúsculas em relação às dimensões da economia brasileira. Nesse ponto o Brasil se distinguia muito favoravelmente de outras economias latino-americanas, como a Argentina, a Venezuela e o México.

Na Nova República, a fuga de capitais brasileiros para o exterior parece ter assumido dimensões bem mais dramáticas. Há quem diga que, de 1982 para cá, os saldos bancários de brasileiros no exterior subiram de 3 bilhões de dólares para cerca de 35 bilhões de dólares. As estimativas estão longe de ser confiáveis, pois os capitais só podem fugir para o exterior pelo mercado paralelo, sobre o qual não existem registros estatísticos formais. Há dados aproximados sobre o volume de transações nesse mercado, mas daí nada se pode concluir: se um brasileiro traz dólares do exterior pelo mercado paralelo e os vende a um outro brasileiro, não há fuga de capital, mas apenas uma troca de titulares dos saldos depositados lá fora. As fontes primárias de fuga de capital são o subfaturamento de exportações, o superfaturamento de importações, o contrabando de exportações menos o de importações, e o saldo não registrado de divisas aportadas pelos turistas estrangeiros. A partir de 1980, o Banco Central passou a arbitrar os dois mercados, o do dólar paralelo e o oficial pela intervenção nos mercados de ouro e dólar-turismo.

Uma explicação aparentemente benigna é que os mercados de capitais tendem a se internacionalizar, e que os controles se tornam cada vez menos eficazes na era do telefax. Isto posto, seria natural que os brasileiros diversificassem geograficamente suas aplicações, destinando certo quinhão ao exterior. A tendência à internacionalização realmente existe, mas o que torna o argumento incorvincente é a evidência de assimetria. Por essa tendência, os brasileiros deveriam investir mais no exterior, mas os estrangeiros também deveriam investir mais no Brasil, num troca-troca de soma zero. Só que o fluxo parece correr em mão única, sem o que não haveria fuga de capitais.

Em tese, a fuga de capitais só se explica por três ra-

zões: a) a expectativa de uma maxi-desvalorização cambial; b) a manutenção de juros reais internos inferiores aos externos; c) a insegurança institucional. As duas primeiras razões operam a quatro mãos: os capitais fogem para o exterior quando a expectativa de desvalorização cambial excede o diferencial entre os juros internos e externos, como aconteceu na Argentina em 1980. A terceira tem vida própria.

O sistema de mini-desvalorizações cambiais adotado no Brasil desde 1968 afastou a expectativa de maxi-desvalorizações, salvo em episódios raros, como o de fevereiro de 1983, o do fim do Plano Cruzado e o do Plano Verão. Em qualquer hipótese, a fuga de capitais deveria ser meramente transitória, revertendo-se após a maxi ou midi-desvalorização. Salvo esses episódios raros, a lógica da maxi-desvalorização num país que gera o terceiro superavit comercial do mundo conspira contra o bom senso. Em matéria de juros reais, a comparação dos rendimentos em cruzeiros com os oferecidos no exterior só poderia justificar um descomunal ingresso de capitais no Brasil.

Resta, como única explicação para a fuga de capitais, a insegurança institucional. Ou seja, a suspeita de que os direitos de propriedade não serão respeitados, de que atos jurídicos perfeitos serão violentados, ou de que o governo não honrará seus compromissos.

Não é preciso ser um Sherlock Holmes para descobrir que essa é a única razão pela qual os capitais estão fugindo do Brasil desde os primórdios da Nova República. Vale descer aos pormenores.

Primeiro veio o Plano Cruzado, com suas tablitas ingenuamente imaginadas por meia dúzia de acadêmicos que se acharam no direito de alterar atos jurídicos perfeitos com base num sonho frus-

trado de estabilização monetária. Enquanto se acreditou no milagre, os caprichos da reforma monetária pareciam aceitáveis. Mas, desfeitas as ilusões, ficou apenas a memória do confisco.

Depois veio a moratória de fevereiro de 1987, uma demonstração machista de soberania internacional, mas que gerou uma suspeita: um governo que caloteia os estrangeiros, também pode acabar dando o calote na dívida interna. Na realidade os estrangeiros não foram caloteados, pois os juros que deixaram de ser pagos durante a moratória de 1987 foram pagos com multas de mora em 1988. Esse é um ponto que os defensores da moratória se esquecem de sublinhar: a moratória não economiza juros, apenas adia o seu pagamento. No final, o governo brasileiro nada conseguiu, salvo lamentável perda de reputação, que nos custou menos investimentos externos, mais remessas de lucros e, talvez pior do que tudo, a -centuada fuga de capitais brasileiros para o exterior.

Depois veio a Constituinte, com suas ameaças à propriedade privada, o Plano Bresser e, para culminar, o Plano Verão, este último um festival de leis com efeito retroativo, pendentes de regulamentação pelo Congresso, a começar pelas operações de "leasing". Cada um desses lances é um incentivo à fuga de capitais para o exterior. E por fim, o sequestro de ativos financeiros com o Plano Collor I.

Restaure-se a confiança, o respeito aos compromissos e direitos adquiridos, e acabará a fuga de capitais do Brasil.

4) Política industrial e liberalização do comércio

De 1930 a 1964 a política industrial brasileira resumiu-se a uma palavra de ordem: o incentivo à substituição de importações, onde o maior impulso foi conquistado no governo Kubistchek. A partir de meados da década de 1960 a nova ordem foi

transformar gradativamente o Brasil em exportador de produtos industrializados. O governo Geisel, em resposta ao primeiro choque do petróleo, resolveu investir pesadamente em ambas as direções: substituir importações e, ao mesmo tempo, aumentar exportações. Graças a esses investimentos o Brasil se transformou de importador de papel e celulose, aço, bens de capital, produtos petroquímicos etc.. Na década de 1980, a única peça importante de política industrial foi um retrocesso, a lei de informática.

O governo Collor pretende inserir o Brasil no primeiro mundo pela liberalização do comércio internacional, promovendo uma nova abertura dos portos. Há quem acredite que isso seja a chave para a modernização da economia brasileira, há quem tema que isso leve ao sucateamento da indústria nacional, como aconteceu na Argentina na administração Videla-Martinez de Hoz, e no Chile da época dos "Chicago boys". De fato, dependendo de como seja conduzida a abertura dos portos, o resultado pode ser um ou outro.

Em tese, a liberalização do comércio compreende três capítulos: a) a eliminação imediata de todas as restrições não tarifárias às importações; ou seja, qualquer bem ou serviço pode ser importado desde que se pague a tarifa aduaneira correspondente. (Ressalvas as exceções óbvias, como armas, drogas etc.); b) a fixação de tarifas aduaneiras cadentes ao longo do tempo; c) a eliminação gradual dos subsídios às exportações. No caso brasileiro os subsídios explícitos à exportação, como os créditos-prêmio do IPI e do ICM, já foram suprimidos, assim como a maioria dos incentivos do BEFLEX. Mas ainda permanecem certos subsídios implícitos, como o preço da nafta para a petroquímica, o da energia elétrica para o alumínio, e ocasionalmente o do aço para a indústria automobilística.

A vantagem óbvia da liberalização do comércio é provocar a melhoria da produtividade e dos padrões qualitativos da indústria nacional expondo-a à competição externa, e nisso o governo Collor traz uma mensagem inequívoca de modernização. Só que, para que o país efetivamente se modernize, a liberalização do comércio deve passar por quatro testes.

O primeiro é o da coerência da estrutura de tarifas: a alíquota do imposto de importação sobre um produto não pode ser superior à alíquota de qualquer dos bens envolvidos na sua fabricação, sejam insumos, sejam bens de capital. Seria absurdo, por exemplo, fixar a tarifa dos automóveis em 65% e a das autopeças em 80%. O governo estaria simplesmente praticando um "dumping" contra as montadoras, obrigando-as a arcar com custos 80% superiores ao dos concorrentes externos e limitando a sua receita a 65% acima desses concorrentes. Esse teste de coerência mostra claramente que, liberar a importação de meia dúzia de produtos, sem maior análise, nada tem a ver com uma política industrial realmente séria. É preciso uma revisão abrangente da tabela do imposto de importação que não pode ser feita às pressas por meia dúzia de economistas, mas que exige um longo trabalho de especialistas em engenharia industrial. Em particular, enquanto estiver em vigor a reserva de mercado da lei de informática, e que na realidade equivale a tarifa infinita, essa revisão será necessariamente incompleta. Pois não faz sentido permitir que um componente de informática venha incorporada a um produto final se ela não puder ser importada isoladamente pela mesma alíquota aduaneira. É essencial que o governo compreenda que reserva de mercado e liberalização do comércio são mutuamente incompatíveis. E que, infelizmente, a lei de informática gerou direitos adquiridos até 1992, o que atrasa por dois anos qualquer projeto abrangente

de liberalização do comércio. O remendo, no meio tempo, é moderar a SEI, o que está sendo feito com o possível sucesso.

O segundo teste, é que a liberalização do comércio não deve afetar o saldo do balanço comercial. Macroeconomicamente, esse é o teste fundamental, e que estabelece o divisor de águas entre as políticas de abertura bem e mal sucedidas. O mecanismo econômico é simples: a remoção de barreiras não tarifárias às importações, ou a redução das próprias tarifas aduaneiras, aumenta a demanda de bens importados. Para que o saldo comercial não se altere, é preciso que ao aumento de importações corresponda igual aumento de exportações. O elo indispensável é a desvalorização cambial, e que ocorre automaticamente num regime de taxas flexíveis.

Esse segundo teste deixa claro que o objetivo da liberalização do comércio é aumentar a eficiência da economia, e com isso a sua taxa de crescimento e o nível de salários reais. Mas não combater a inflação, que é tarefa para a política monetária e fiscal. A liberalização bem sucedida barateia algumas importações pela diminuição das restrições tarifárias ou não; mas encarece outras tantas que já são isentas do imposto de importação, pela desvalorização cambial como também encarece o preço dos produtos de exportação. O saldo sobre a inflação costuma ser aproximadamente neutro: alguns preços descem, outros sobem. O desastroso é querer usar a liberalização das importações para baixar a inflação, mantendo fixa a taxa de câmbio. Aí sim, sucateia-se a indústria nacional enquanto se gera um déficit comercial insustentável a longo prazo. Esse foi o drama da Argentina e do Chile por volta de 1980.

O terceiro teste é o da capacidade de ajustamento da economia. Para a maioria das indústrias, a liberalização do comércio

cio é uma benção, e não um pesadelo, por duas razões: a) com a desvalorização cambial ganham mercado externo e compensam a perda da proteção aduaneira; b) passam a poder importar insumos melhores e mais baratos. Nesse sentido, muitas indústrias que hoje são gravosas por terem que cumprir um índice de nacionalização de 95% se tornariam competitivas com um índice de nacionalização de 80%, apenas para dar um exemplo. Para algumas indústrias, no entanto, a liberalização das importações é o fim do mercado. Aí é preciso, judiciosamente, separar o joio do trigo. Em alguns casos, uma pequena ajuda do governo pode permitir que essas indústrias recuperem sua produtividade. Foi o que aconteceu, na década de 1980, com a indústria suíça de relógios, depois da devastadora competição japonesa. Em outros casos, a recuperação é impossível, e aí é preciso que se aceite o princípio de que não se faz omelete sem quebrar ovos.

O quarto teste é o da capacidade de investir. A modernização industrial não apenas exige realinhamentos de preços, taxas de câmbio, e maior exposição à concorrência externa. Exige também investimentos, senão na escala, pelo menos à semelhança do que se fez no governo Geisel. Para isso é preciso recuperar a confiança nacional, abalada com o sequestro de liquidez das Medidas Provisórias 160 e 168; a qualificação do Brasil como um país capaz de atrair investimentos externos, depois da nossa queda de prestígio durante a década de 1980; e restauração de nossa reputação junto à comunidade financeira internacional com a renegociação da dívida externa em forma final.

5) Carga tributária

Em 1979, quando Margaret Thatcher assumiu o governo britânico, o imposto de renda sobre os rendimentos do trabalho

crescia progressivamente até a alíquota máxima de 80%; o incidente sobre os rendimentos de capital das pessoas físicas até 98%; e os lucros das pessoas jurídicas eram tributados em 55%. Em poucos anos, a alíquota máxima do imposto de renda sobre as pessoas físicas foi reduzida para 40% para qualquer tipo de ganho; e o sobre os lucros das empresas para 33%, com alíquotas ainda mais reduzidas para as pequenas firmas. O resultado foi um aumento substancial da arrecadação do imposto de renda em todos os níveis. Os milionários ingleses hoje pagam muito mais impostos do que nos tempos do gabinete trabalhista.

A explicação é simples. Ninguém trabalha para entregar 80% do seu salário para o governo. Isto posto, a tributação excessiva leva o contribuinte a reagir de alguma forma. A mais honesta consiste em trabalhar menos e dedicar mais tempo ao lazer, a política fiscal do Labcur Party transformou a Inglaterra num país de preguiçosos. Até porque boa parte das necessidades básicas dos indivíduos eram generosamente supridas, em quantidade e qualidade, pelo Welfare State. Uma versão alternativa era a auto-produção: ao invés de trabalhar mais para contratar os serviços de um pintor de paredes, o próprio indivíduo pintava as paredes de sua casa nos fins de semana. Uma terceira reação era o "planejamento fiscal". Os milionários e grandes empresas contratavam advogados caríssimos para descobrir os furos da lei que lhes permitiam pagar menos impostos. Por último a reação ao Estado na sua forma mais primitiva, difícil de se praticar na Grã-Bretanha: a sonegação pura e simples.

De 1979 para cá o Brasil parece ter escolhido o caminho inverso da Inglaterra. Salvo no imposto de renda sobre as pessoas físicas, as alíquotas tributárias cresceram violentamente. Mais ainda, multiplicaram-se os tributos economicamente menos eficien-

tes, como FINSOCIAL incidente em cascata e o IOF, que é uma espécie de colesterol que atrita a transformação da poupança em investimento. O resultado também foi o inverso do que ocorreu na Grã-Bretanha. A carga tributária bruta caiu de 25% para 22% do PIB. Numa primeira fase, essa queda poderia atribuir-se ao efeito Tanzi - a queda da arrecadação real numa economia inflacionária pela inevitável defasagem entre o fato gerador do imposto e o seu recolhimento pelos cofres públicos. Só que esse efeito se dissipou no momento em que os impostos passaram a ser corrigidos monetariamente dia a dia, pela ORTN fiscal e suas sucessoras.

Ao contrário da Inglaterra, não há indícios de que os brasileiros resolvessem trabalhar menos por causa dos aumentos de impostos, até porque o imposto de renda sobre a pessoa física foi reduzido à alíquota máxima de 25%. O que houve foi, em parte, o recurso crescente ao planejamento fiscal por parte das grandes empresas, propiciado pelas complicações da lei. E, ao que tudo indica, um aumento dos índices de sonegação.

O que gera o planejamento fiscal é que, quando os tributos são excessivos, as empresas são incentivadas a se encajarem em fusões, cisões e outras operações onerosas, com a única finalidade de pagar menos impostos. Ou seja, aquilo que seriam operações excepcionais para fins societários, tornam-se operações rotineiras para economia fiscal. Diga-se de passagem, quando o governo resolve comportar-se como caloteiro em dívidas de médio e longo prazo, como aconteceu nos episódios da SUNAMAN e das debêntures da SIDERBRÁS, a perda imediata de arrecadação é superior ao que o governo deixa de pagar. Pois as empresas são forçadas, por razões técnicas, a lançar essas quantias em créditos em liquidação, e conseqüentemente diminuir seus lucros, dos quais 50% ou 60% reverteriam ao Tesouro como imposto de renda. Ou seja, o que

o governo deixa de arrecar é bem mais do que teria que pagar num esquema de suaves prestações. O que mostra que o calote público, além de imoral é estúpido.

O problema da sonegação resulta da soma de três vetores. O primeiro é a recente mania de lançar tributos sem saber como eles podem ser efetivamente cobrados. Até 1979 o governo adotava uma postura extremamente pragmática: um imposto cuja fiscalização custasse mais do que o seu potencial de arrecadação não deve ser instituído, por mais que seja atrativo do ponto-de-vista econômico ou social. Ou seja, o sistema tributário deve ser suficientemente simples, com o mínimo de responsáveis pelo seu recolhimento, para funcionar na prática.

O segundo vetor é a eficiência da fiscalização. Durante vinte anos, de 1964 a 1984, o Brasil tratou de aprender como se fiscalizavam impostos nos países desenvolvidos e treinar agentes de tributos federais, estaduais e municipais. Há muitos pormenores nesse sentido, mas o essencial é que a fiscalização se guie por critérios objetivos e que minimizem qualquer possibilidade de conluio fiscal-contribuinte. Mais ainda, a fiscalização de impostos federais, estaduais e municipais deve ser coordenada, pois quem sonega um imposto costuma sonegar o outro. Tudo isso foi esquecido a partir de 1985.

O terceiro vetor, é o respeito do contribuinte ao Estado. Por mais sanções penais que se estabeleçam, é difícil evitar a sonegação quando o contribuinte julga que os impostos que paga são malbaratados pelo Estado. Obviamente é impossível evitar completamente a sonegação fiscal. Mas é preciso evitar o orgulho de sonegar, que existia no Brasil antes de 1964, e que parece ter ressurgido nos últimos anos.

Em suma, é hora de o Brasil simplificar e moralizar o

seu sistema tributário, à semelhança do que fez a Inglaterra a partir de 1979. A reforma tem que ser conduzida com muita prudência, pois as finanças públicas não aceitam saltos no escuro. A cada redução de alíquotas deve corresponder igual eliminação dos furos da lei e melhoria dos sistemas de fiscalização. Não se trata de diminuir a carga tributária bruta em proporção do PIB, ao contrário. Mas de garantir que todos paguem, para que cada um possa pagar menos.

6) Instabilidade macroeconômica e financiamento habitacional

Que a construção residencial precisa do apoio de um sistema de financiamentos a longo prazo é questão incontroversa: para grande número de famílias a casa própria é o investimento da vida. Como estruturar um sistema de financiamentos a longo prazo em ambientes de instabilidade macroeconômica é questão mais complicada. Para isso, diga-se de passagem, não é preciso chegar à instabilidade macroeconômica do Brasil. Basta a dos Estados Unidos, com a sua crise das "Savings and Loans".

Um sistema de financiamento habitacional inteiramente à prova de bala teria que satisfazer a dois requisitos: a) casar os prazos das operações ativas com os dos recursos captados; b) não conceder financiamentos onde o valor da garantia pudesse cair abaixo do saldo devedor. O segundo requisito enseja uma recomendação, a de que o financiamento não cubra a totalidade do valor do imóvel, mas não pode ser implantado "ipsis literis", a menos que se restrinja a percentagem de financiamento a níveis incompatíveis com o investimento da vida das famílias. Com efeito, em épocas de crise o valor dos imóveis pode até cair abaixo do custo de construção, ainda que se zere o valor dos terrenos. Quanto ao primeiro requisito, o do casamento dos prazos das operações ativas e pas

sivas, ele inibiria dramaticamente o sistema, pela falta de garantia de liquidez secundária para as letras hipotecárias. Exatamente para garantir essa liquidez a atividade bancária já foi definida como a arte de captar recursos a prazo curto e emprestá-los a prazo longo. Esse foi o princípio que levou ao desenvolvimento das Saving and Loans norte-americanas, das Sociedades de Crédito Imobiliário no Brasil e de instituições congêneres em outros países.

Em suma, a idéia de construir um sistema de financiamentos a longo prazo à prova de bala foi substituída pela de criar sistemas adequadamente protegidos contra o risco. A primeira proteção necessária, contra a queda do valor de mercado das garantias, era estabelecida pelo limite financiável do valor do imóvel: um limite de 80% significava que o sistema estava escudado contra uma queda de até 20% dos valores de mercado secundário. A segunda proteção necessária era contra uma desvalorização da carteira de financiamentos diante de um aumento da taxa de juros, o que se conseguia estabelecendo limites à alavancagem. A título de exemplo, supondo uma carteira de 8 anos de prazo médio, um aumento da taxa de juros de longo prazo de 12% para 15% ao ano, desvalorizaria o ativo em 19%. Um capital mínimo de 20% dos empréstimos garantiria a solvência dos financiadores mesmo diante de tal oscilação de taxa de juros.

O problema é que o desenho da adequada proteção contra o risco envolvia duas hipóteses de trabalho: primeiro, o limite admissível de queda do valor dos imóveis numa crise; segundo, até que ponto as taxas de juros de longo prazo eram voláteis. Essas hipóteses foram construídas nos Estados Unidos a partir do cenário macroeconômico bastante estável da década de 1960. Em matéria de oscilação de taxa de juros a longo prazo, um salto de 12% para 15% ou algo em proporção semelhante era inteiramente inacre-

ditável. Consequentemente, os limites seguros de alavancagem pareciam muito superiores às cinco vezes do exercício precedente, e que tornariam as Saving and Loans muito pouco atrativas como ramo de negócio. Quanto à variabilidade do valor dos imóveis, as projeções eram bem menos conservadoras. Só que essa variabilidade era bem mais crítica para os construtores do que para os adquirentes da casa própria. Com efeito, estes últimos não interrompem seus pagamentos no momento em que o valor de revenda do imóvel excede o saldo devedor. Com efeito, isso os taxa de insolventes e acaba com o sonho da casa própria. Tornam-se insolventes apenas quando a renda familiar não mais aguenta o pagamento das prestações.

A crise das Savings and Loans norte-americanas foi o resultado de que, na década de 1980, as taxas de juros de longo prazo flutuaram muito além de quaisquer expectativas. A isso somou-se a atual crise na indústria de construção, resultante do excesso de alavancagem nos financiamentos a construtores, onde a figura badalada é Donald Trump. Só que o problema agora é mais dos bancos comerciais do que das Associações de Poupança e Empréstimo.

Vejamos agora o caso do Brasil. O Sistema Financeiro de Habitação, concebido em 1964, partiu do pressuposto de que o Brasil padecia de um foco crônico de instabilidade, a inflação. Uma inflação anual de dois dígitos mais ou menos moderados, mas de qualquer forma incompatível com um mercado de hipotecas a juros nominais fixos. A solução foi a introdução da correção monetária, mas com uma hipótese subjacente: a de que o sistema conseguiria captar recursos a juros reais de 6% ao ano.

De fato, entre 1964 e 1989, correção monetária mais 6% ao ano significou juros reais praticamente iguais a zero. Isso porque a correção monetária cobriu apenas 25% da inflação do pe -

ríodo, medida pelo IGP da Fundação Getúlio Vargas, ou qualquer outro índice congênere. A captação de cadernetas de poupança enfrentou certos períodos de dificuldades, mas, na média, foi surpreendentemente robusta para uma aplicação financeira tão ascética em termos de juros reais. Isso só foi possível porque a caderneta de poupança manteve características de produto diferenciado, comparativamente aos demais ativos financeiros: acolhia pequenos depósitos, seus saldos eram garantidos pelo governo até certo limite, e assim por diante. É lastimável que a Medida Provisória 168 tenha bloqueado os saldos das cadernetas acima de 50 mil cruzados novos como aplicações especulativas, não conseguindo separar o joio do trigo, ou seja, as aplicações tradicionais daquelas que migraram às vésperas do Plano Collor. Em qualquer hipótese, a manutenção da taxa das cadernetas em 6% anuais acima da correção monetária criou problemas menores do que os que teriam ocorrido se essa taxa de captação tivesse sido liberada: para captar um pouco mais de recursos na margem, o aumento das taxas de juros oneraria todo o passivo do sistema na média.

Onde o Sistema Financeiro de Habitação emborcou foi no reajuste das prestações muito abaixo da correção monetária, sobretudo na década de 1980. Em tese, esse problema não deveria ter existido. Com efeito, o simples fato de entre 1964 e 1989 a correção monetária cobrir apenas 25% da inflação efetiva já significava um apreciável subsídio aos mutuários do sistema. Por certo, a distribuição de renda no Brasil piorou no período, e alguns segmentos da população até empobreceram em termos reais. O fato é que não se tem notícia de nenhum segmento onde os salários reais tenham perdido os 75% de poder aquisitivo perdidos pela correção monetária.

O problema foi a administração assimétrica do Plano de

Equivalência Salarial. A origem desse plano, instituído pelo Banco Nacional de Habitação em 1967, foi o questionamento inicial do mecanismo de correção monetária das prestações e saldos devedores. De um lado a opinião pública tinha dificuldades em entender uma peculiaridade dos financiamentos indexados a longo prazo: por longa temporada as prestações iam sendo pagas, mas os saldos devedores em cruzeiros nominais continuavam crescendo. De outro lado, e isso pesava diretamente no bolso do mutuário, prestações e saldos devedores eram reajustados trimestralmente, enquanto que os salários só se corrigiam uma vez por ano. Mais ainda, durante o governo Castello Branco, a correção monetária foi bem além dos reajustes salariais, infernizando a vida dos mutuários do Sistema Financeiro de Habitação.

A solução adotada em 1967 foi descascar o reajustamento das prestações do reajustamento dos saldos devedores. As primeiras se reajustariam anualmente, na proporção do aumento do salário mínimo. Os segundos trimestralmente, de acordo com as normas de correção monetária. Para equilibrar atuarialmente o sistema, cobrava-se do mutuário uma sobreprestação mensal, calculada de acordo com o Fator de Equivalência Salarial. Essa sobreprestação se destinaria a financiar o Fundo de Compensação de Variações Salariais, o FCVS, e que no final do contrato quitaria o saldo devedor remanescente de cada mutuário.

Por certo, sem o Plano de Equivalência Salarial o Sistema Financeiro de Habitação dificilmente teria deslanchado. Por outro lado, o Plano trazia para o BNH enorme responsabilidade atuarial. Com efeito, era preciso garantir recursos ao FCVS que permitissem a quitação dos saldos devedores remanescentes no final de cada contrato. Como a sobreprestação calculada pelo Fator de Equivalência Salarial não podia ser mudada nos contratos já fir

mados, qualquer deficiência no FCVS teria que ser compensada nos contratos futuros. Sucede que, em financiamentos a longo prazo, compensar subsídios aos mutuários existentes onerando a nova geração de mutuários é a quadratura do círculo. Pois os custos são tais que os novos mutuários desaparecem.

Isto posto, a saúde do Plano de Equivalência Salarial dependia de dois requisitos: a) certa folga no cálculo do Fator de Equivalência Salarial; b) a contenção das taxas de inflação dentro de limites que não incompatibilizassem os prazos de correção dos saldos devedores com o das prestações.

Até o final da década de 1970 o Plano foi administrado com razoável prudência atuarial. O primeiro grande erro ocorreu no final de 1979, quando a periodicidade dos reajustes salariais foi reduzida de um ano para seis meses. Naquele momento, os reajustes das prestações deveriam tornar-se semestrais, não nos antigos contratos, o que era impossível juridicamente, mas nos novos. Para os mutuários, isso nada teria de punitivo, até porque em 1979 e 1980 a correção monetária ficou muito abaixo da inflação e das percentagens de reajustes salariais.

A oportunidade perdida gerou os problemas conhecidos na década de 1980, quando o governo começou a onerar o FCVS com responsabilidades sem nenhuma preocupação com o seu financiamento. Ou seja, quando o FCVS transformou-se numa sigla mágica, como se pudesse criar recursos do nada. Cada vez que os salários reais caíam, lançava-se algum encargo adicional sobre o FCVS. Quando os salários reais se recuperavam, o subsídio se consolidava como direito adquirido. Com os subsídios aos mutuários concedidos em 1984, 1985, e com o Plano Cruzado, que reajustou as prestações pela média, lançou-se no FCVS um rombo que ninguém conhece ao certo, mas que é estimado na faixa de 20 a 30 bilhões de dólares.

O resultado de toda essa pseudo-generosidade é bem conhecido. Os mutuários do SFH hoje pagam prestações irrisórias, na faixa de 5% a 10% dos aluguéis de imóveis correspondentes. Como resultado, essas prestações nem cobrem os juros dos saldos devidos existentes. Isso significa que o Sistema não consegue retornos de caixa que lhe permitam conceder novos financiamentos em volume expressivo. Com isso, gerou-se um problema econômico e social imediato e um problema fiscal futuro.

O problema imediato é que o número de unidades financiadas pelo sistema caiu dramaticamente. Entre 1974 e 1982, o sistema financiou cerca de 400 mil unidades habitacionais por ano, fornecendo moradia própria a cerca de 2 milhões de pessoas por ano, ativando a construção civil, e com isso gerando muitos empregos para a mão-de-obra menos qualificada. Com a interrupção dos retornos, entre 1983 e 1988 o número médio anual de financiamentos caiu para 79 mil unidades. O resultado foi o alargamento do déficit habitacional, a retração da construção civil, e a diminuição da oferta de empregos. O SFH desempenhava uma admirável função social: dava emprego ao favelado, e ao mesmo tempo a perspectiva de sair da favela. Hoje, agrava-se cada vez mais o favelamento da população, pela castração do Sistema.

O problema fiscal sentir-se-á particularmente entre 1992 e o final da década. Nesse período vencerão a maioria dos contratos subsidiados, e o FCVS terá que comparecer para quitar a parcela não amortizada dos saldos devedores. Como o FCVS é da responsabilidade da União, é preciso que esta inclua as provisões necessárias para a sua quitação na lei orçamentária. É possível que o governo federal, que não mais se comporta como um devedor modelar, resolva deixar o problema para as Sociedades de Crédito Imobiliário, pelo menos em parte, como hoje está acontecendo com as debên-

tures da SIDERBRÁS avalizadas pela União. Só que isso, além de denegrir a reputação do crédito público, e de possivelmente gerar uma crise no sistema financeiro, teria também um efeito fiscal: o governo deixaria de recolher o imposto de renda, hoje de quase 60%, sobre o lucro dos bancos múltiplos, onde se encontram as Sociedades de Crédito Imobiliário.

Até agora confrontamos duas crises do sistema de crédito imobiliário, a dos Estados Unidos e a do Brasil. Há um ponto em comum, ambas foram deslanchadas pela instabilidade macroeconômica, associada às flutuações das taxas de juros e dos preços dos imóveis. Mas há uma diferença básica. Nos Estados Unidos, a crise foi provocada pelo excesso de desregulamentação do sistema, levando a excessos de alavancagem nas épocas de euforia do mercado, e à liquidação a qualquer preço nas épocas de recessão, ou seja, à formação de bolhas especulativas. No Brasil, o estopim da crise foi a intervenção do governo, inspirada numa sensibilidade social desastrada, por se esquecer dos princípios elementares de matemática financeira.

Resta indagar como construir um Sistema Financeiro Habitacional compatível com cenários macroeconômicos instáveis. É claro que a eficiência de um tal sistema é restrita, mas um mínimo de realismo nos obriga a partir para soluções desse tipo. O problema central é saber quem arca com os riscos da instabilidade macroeconômica, o financiado, o poupador, o intermediário financeiro ou o governo.

A idéia de transferir todos os riscos para o financiado leva às hipotecas com taxas de juros flutuantes, iguais às taxas de captação mais um certo "spread". Esse produto, sem limitações, é muito pouco vendável por uma razão: em financiamentos de longo prazo a variação das prestações é quase proporcional à da taxa de

juros de longo prazo. A título de exemplo, num financiamento de 15 anos pela Tabela Price, se a taxa anual de juros sobe de 12% para 18% a prestação mensal sobe de 1,2% para 1,6% do valor financiado, ou seja, de 33%. Isso significa que, se antes, a prestação da casa própria consumia 25% da renda familiar, depois do aumento, representará 33,25% dessa renda, caso não tenha mudado. Isso já é um problema, mas o mais grave é que, em geral, o aumento dos juros ocorre simultaneamente com a baixa de salários reais e do valor dos imóveis. Isto posto, as hipotecas com juros flutuantes podem ser aceitas apenas dentro de pequenas margens de flutuação, definidas nos contratos.

Uma alternativa transfere para o mutuário as flutuações das taxas de juros sem alterações das prestações, mas alongando ou encurtando os prazos de amortização. Ou seja, o mutuário contrai um financiamento que tanto poderá ser quitado em dez ou vinte anos, dependendo de como evoluam as taxas de juros. O produto também não é muito atrativo, embora alivie as oscilações entre prestação e renda familiar. Também só pode ser oferecido com salvaguardas quanto ao prazo de amortização, e que têm que ser bancadas por um primo irmão do nosso FCVS. Com efeito, se um financiamento é concedido à taxa de 12% ao ano a quinze anos pela Tabela Price, e se a taxa de juros sobe para mais de 15,4% ao ano, nem no infinito o saldo devedor seria quitado.

Uma solução mais promissora é emitir letras hipotecárias de médio e longo prazo, lastreadas nos financiamentos, e vendê-las no mercado secundário, ou incorporá-las em Fundos Mútuos. O risco agora passa a ser do poupador, o que significa o encarecimento dos financiamentos. De qualquer forma, o sistema é a prova de bola ou quase, em cenários macroeconômicos instáveis.

Fundos fechados em condomínio também são uma parte da

solução. Só que não adicionam muito mais do que aquilo que já existe em matéria de auto-financiamento.

O sistema de poupança prévia, usado em vários países europeus, também compõe parte da solução. O pretendente à aquisição do imóvel é obrigado a acumular poupanças a juros reais fixos durante certo número de meses, para então obter o financiamento da casa própria, também a juros reais fixos. No caso, os riscos de instabilidade se distribuem entre o poupador e o mutuário. Para que o sistema funcione adequadamente as prestações da poupança prévia devem ser menores do que as dos financiamentos, pois na primeira fase o participante do sistema provavelmente tem que arcar com os ônus de um aluguel. Se o sistema for integralmente fechado, ele equivale a um consórcio, e que restringe o acesso aos financiamentos. É possível abri-lo um pouco mais, dentro de limites de risco razoáveis para os intermediários financeiros.

O que torna o sistema da poupança prévia resistente aos choques macroeconômicos é a sua dinâmica intergeracional: o poupador de hoje é o mutuário de amanhã. Isso posto, um aumento de juros dos demais ativos financeiros não leva o poupador a fugir do sistema, pelo menos dentro de certos limites. Com efeito, isso significa abrir mão de um futuro financiamento imobiliário a juros baixos. A vulnerabilidade do sistema é que ele assume um compromisso: conceder um financiamento ao participante que tiver cumprido os requisitos de prazo da poupança prévia. Para isso o sistema deve ser desenhado de modo a resistir à hipótese mais desfavorável, a de que, em certo momento, não consiga mais atrair novos poupadores. Em regime permanente isso não chega a ser um problema complexo, pois a principal fonte dos novos financiamentos são os retornos dos financiamentos antigos. Nas fases

iniciais, no entanto, os financiamentos de cada geração dependem das poupanças das gerações posteriores de participantes do sistema. Aí é preciso adotar planos atuariais prudentes e exigir adequada capitalização dos intermediários financeiros.

Um ponto fundamental é manter as poupanças destinadas ao financiamento habitacional como um produto diferenciado, em relação às demais aplicações financeiras. Ou seja, evitar que cadernetas de poupança, CDBs, títulos públicos etc. sejam substitutos perfeitos. Sem isso, qualquer oscilação das taxas de juros ou terá que ser acompanhada por todos os ativos financeiros, ou esvaziará imediatamente todos os recursos de um sistema que financia ativos a longo prazo. Nesse sentido, o Brasil foi bem mais sucedido do que os Estados Unidos, pelo menos até o Plano Collor. O que se espera é que as cadernetas sejam restituídas na plenitude da correção monetária mais juros nas treze prestações a partir de 15 de agosto de 1991.

Não há soluções mágicas para problemas econômicos. O Sistema Financeiro de Habitação foi construído, no Brasil, numa época de estabilidade macroeconômica, a menos da inflação interna. A década de 1980 minou o sistema, menos pela instabilidade macroeconômica, mas pela intervenção desastrosa do governo. A solução é corrigir os erros do passado, a começar pelo rombo do FCVS, e partir para novos mecanismos mais resistentes a choques.

7) Administração defensiva

Um fato importante, mas pouco comentado nas análises recentes de conjuntura, é que desde o fracasso do Plano Cruzado as empresas brasileiras partiram para métodos bastante defensivos de administração. Vale esclarecer o que isso significa: administração defensiva é um conjunto de regras que maximiza as chances de

sobrevivência da empresa diante de cenários macroeconômicos altamente instáveis. Diante do risco de mudanças imprevisíveis na política econômica, as empresas abandonam as melhores estratégias de crescimento a longo prazo para resistir às turbulências a curto e médio prazo.

A primeira regra de ouro da administração defensiva é minimizar as dívidas da empresa, já que quem não deve não vai à falência. A segunda, também não acumular volumosos créditos contra terceiros, pois a instabilidade macroeconômica torna duvidosos os melhores devedores, a começar pelo próprio governo. A terceira, consequência das duas primeiras, acumular um colchão de recursos no exterior, onde as regras do jogo são bem definidas e respeitadas. A quarta é reduzir ao mínimo os custos fixos, o que em particular acarreta o corte de investimentos a longo prazo. A quinta, ser capaz de alcançar o "break-even" com um mínimo de utilização da capacidade. Isso se consegue reduzindo custos fixos e aumentando as margens unitárias de lucro, ainda que em detrimento das vendas. A sexta, só investir em setores de lucro garantido a curto prazo, já que os ganhos de longo prazo são absolutamente incertos.

Que a administração defensiva reduz dramaticamente a eficiência da economia de mercado é questão fora de dúvida. Primeiro porque as incertezas inibem ou até inviabilizam o desenvolvimento de certos mercados, como o dos títulos a longo prazo. Segundo porque o aumento das margens unitárias de lucro reduz os salários reais, como aconteceu no Brasil a partir de 1988. Terceiro porque parte da poupança gerada internamente é desviada para o exterior. Quarto porque as oportunidades de investimento a longo prazo deixam de ser aproveitadas.

A administração defensiva também retarda as respostas às medidas de política econômica e, em particular, cria inércia inflacionária. Isso ajuda a explicar a resistência da inflação brasileira no patamar dos 12% mensais, apesar dos esforços de contenção monetária do Banco Central e da desindexação dos salários conseguida pelo atual governo. De fato, administração defensiva é o reflexo de um grau de descrença nas autoridades que leva a empresa a não mudar de postura quando a política econômica muda, simplesmente porque não acredita que esta última mudança seja duradoura. Examinemos, por exemplo, a resposta a uma medida anti-inflacionária clássica, a elevação da taxa de juros. Em condições normais as empresas endividadas liquidam estoques para poder saldar seus débitos; e as não endividadas também concluem que é melhor desovar os estoques com menos lucro para aproveitar os juros das aplicações financeiras. Suponhamos agora um ambiente extremamente defensivo, em que a empresa nem esteja endividada nem se sinta atraída pelo alto rendimento dos títulos públicos, dados os riscos de calote. Pelo menos para essa empresa a alta dos juros em nada alterará o curso da inflação. É claro que, se o Banco Central insistir no arrocho monetário e as empresas continuarem aumentando preços o nível de atividade econômica se reduzirá. Só que talvez, por uma temporada, as empresas enfrentem o cenário para o qual já se haviam preparado: uma queda de vendas mas que ainda as deixa folgadoamente acima do ponto de "break-even", dadas as margens unitárias de lucro. Por certo, se o Banco Central não arredar pé do controle monetário, a inflação cessará por falta de oxigênio. Só que, o interlúdio recessivo pode ser extremamente longo e penoso. Com o risco de que, em algum momento, a impaciência dos políticos mande os monetaristas às favas.

Note-se também que a administração defensiva dá a im -

pressão de que a economia está amplamente cartelizada. Com efeito, os setores competitivos passam a fixar margens de lucro como se fossem oligopólios agindo em coalização. Essa falsa impressão parece estar se incorporando ao atual diagnóstico oficial da inflação. O perigo da confusão é embarcar numa terapia errada, prejudicial tanto ao combate à inflação quanto à retomada do crescimento.

Vale notar, de início, que administração defensiva não é opção natural para nenhuma empresa. Num ambiente macroeconômico estável, nenhuma empresa exposta à concorrência faz o que se tornou regra geral no Brasil em 1988: aumentar as margens unitárias de lucro à custa do decréscimo de vendas. Pois um concorrente medianamente ousado lhe roubará todo o mercado vendendo a preços um pouco mais baixos. O problema é quando essa ousadia média desaparece por causa da absoluta falta de confiabilidade da política econômica. A essa altura, é inútil ameaçar a Autolatina com o ingresso da Nissan ou da Toyota no mercado brasileiro, pois os japoneses não têm razão para confiar mais na administração econômica brasileira dos que os alemães e norte-americanos. A solução é restabelecer a confiabilidade da política econômica, como fez o governo Castello Branco em 1964.

É importante sublinhar que a Nova República, a partir do fracasso do Plano Cruzado, destruiu completamente a credibilidade da política econômica brasileira, ao violar atos jurídicos perfeitos com as "tablitas" posteriores ao plano e, sobretudo, ao querer forçar as empresas a produzir com prejuízo para sustentar um congelamento de preços tão mal articulado quanto o do Imperador Diocleciano. Como isso não bastasse, veio a moratória de fevereiro de 1987, lançada em tom de confrontação com os credores. Aquele altura, o Brasil realmente precisaria renegociar a dívida ex -

terna, pois as reservas haviam sido gastas no carnaval do cruza - do. Só que fomos um pouco mais adiante: não pagávamos porque éramos soberanos e não queríamos pagar. Os bancos estrangeiros a té que aguardaram pacientemente, inclusive porque não dispunham de muitas outras alternativas. Só que a reputação do Brasil, entre organismos de crédito oficiais, investidores internacionais, e até entre investidores internos, desceu ladeira abaixo.

Em 1989, o debate eleitoral polarizou-se entre o discurso de Collor, que queria a nossa ascensão ao Primeiro Mundo, e o de Lula, que nos queria aproximar do Leste Europeu antes da derrubada do muro de Berlim. O calote na dívida interna esteve em pauta durante todo o período, acabando por precipitar o Brasil na hiperinflação.

A vitória de Collor, com seu discurso moderno, a favor da livre empresa, da competição e da renovação, poderia marcar o fim da era da administração defensiva, que começava a aproximar o Brasil da Argentina. Inegavelmente, em seis meses, o novo presidente quebrou alguns tabús que vinham minando a economia brasileira na década de 1980: a moeda indexada no "overnight", a indexação formal de salários, o cheque e as ações ao portador, as reservas de mercado, a lei de informática, a manutenção do déficit de caixa da União, a falta de programação monetária, e assim por diante. Só que o capitalismo ortodoxo parte de um princípio: a inviolabilidade dos direitos de propriedade (ressalvadas as desapropriações por interesse social, mas que devem ser indenizadas pelo valor de mercado dos bens desapropriados). No modelo capitalista do Presidente e sua equipe, esses direitos de propriedade ficam sujeitos ao julgamento do Executivo, particularmente os direitos dos credores. Assim, os ativos financeiros foram bloqueados pela Medida Provisória 168, expurgados pelas incidências do IOF da Me-

dida Provisória 160, as debêntures da SIDERBRÁS avalizadas pela União não estão sendo pagas, os fornecedores do governo não vêm a luz do dinheiro. Quanto aos credores externos, eles só receberão o que sobrar no Orçamento, segundo declarações oficiais. No mais, há os CPs, enfiados goela abaixo dos bancos, e que deverão bancar o programa de privatização.

8) Conclusões

A análise precedente mostra que, ao contrário do que frequentemente se supõe, a principal causa da estagnação da economia brasileira na década de 1980 não foi o declínio da taxa de poupança, mas o encarecimento dos investimentos e a diminuição de sua produtividade. Obviamente todo esforço adicional de poupança é desejável, sobretudo no sentido de recapturar as perdas da poupança governamental e da poupança externa. Contudo, esses esforços serão inúteis se não tiverem como contrapartida esforços muito maiores para melhorar a relação capital/produto.

O problema chave é a recuperação da credibilidade do governo nas suas duas dimensões principais: a) a de que o governo estabelece regras estáveis para o funcionamento do sistema econômico; b) a de que o governo honra pontualmente seus compromissos. Essa credibilidade foi fortemente abalada nos últimos cinco anos com cinco congelamentos de preços, três reformas monetárias, três tablitas, dezenas de modificações na legislação fiscal, centenas de mudanças nas regras de funcionamento do mercado de capitais. Com as moratórias externas, com os confiscos e sequestros de ativos financeiros, com a crescente inadimplência das entidades governamentais com empreiteiros e fornecedores, com o calote das debêntures da SIDERBRÁS avalizadas pela União etc.. Crédito é um ativo intangível que só se acumula ao longo do tempo, mas que

se pode perder do dia para a noite - e foi isso o que aconteceu com o governo brasileiro. Um governo sem crédito não tem como funcionar de forma eficaz numa sociedade moderna. A recuperação do crédito público é o maior problema brasileiro no momento e provavelmente exige novas garantias constitucionais quanto aos direitos de propriedade, poder liberatório dos títulos públicos e responsabilidades financeiras do governo. E, além disso, a conclusão da renegociação da dívida externa, hoje muito mais um problema emocional do que um obstáculo real, já que a dívida pública de médio e longo prazo com os bancos comerciais do exterior é da ordem de apenas 10% do PIB, podendo ser reduzida nos termos do Plano Brady.

Em matéria de política tributária, o Brasil também entrou na contramão da história. Temos um sistema complicadíssimo, extremamente oneroso para as empresas que cumprem todas as suas obrigações fiscais, mas aberto a todo tipo de oportunidade de evasão. É preciso simplificá-lo, tornando a fiscalização efetiva, e punindo claramente a sonegação. E reconhecer que, para o bom contribuinte, o Brasil se transformou num país muito pouco atrativo em matéria de investimentos.

A instabilidade macroeconômica criou uma série de espaços vazios no mercado de capitais. Simplesmente se esgotaram fontes de financiamento de investimentos essenciais. Na área privada, o caso mais flagrante é o do Sistema Financeiro de Habitação, que propiciava a contramão de 400 mil unidades residenciais por ano entre 1974 e 1984, e que hoje está reduzido a sua décima parte. É preciso inventar novas soluções, como os consórcios e os sistemas de poupança prévia, enquanto não se recompõe o rombo do Fundo de Compensação de Variações Salariais. No caso do setor público federal, a lacuna mais flagrante é a falta de recursos para a construção e manutenção de rodovias consequente à extensão do Imposto

Único sobre Combustíveis e Lubrificantes pela Constituição de 1988.

O combate à inflação pelo ataque às suas causas - o déficit público e a expansão monetária, ao invés das frustradas mágicas heterodoxas é pré-condição para um mínimo de estabilidade macroeconômica capaz de projetar o Brasil como aspirante ao ingresso no Primeiro Mundo. No mais, a atitude em relação a capitais estrangeiros deve ser a internacionalmente adotada na década de 1980, e não a da década de 1950, que ainda parece dominar o pensamento de boa parte de nossas elites políticas e culturais.

No que tange à redução dos custos de capital, há duas avenidas abertas. Primeiro, a própria estabilidade macroeconômica, a qual reduz os juros ao reduzir os prêmios de risco. Segundo, a abertura da economia à competição internacional. Entendendo-se que essa abertura, para ser eficaz, tem que abranger simultaneamente o comércio e os movimentos de capitais.

ENSAIOS ECONÔMICOS DA CPGE

(a partir do nº 100)

100. JUROS, PREÇOS E DÍVIDA PÚBLICA VOLUME I: ASPECTOS TEÓRICOS
- Marco Antonio C. Martins e Clovis de Faro - 1987 (esgotado)
101. JUROS, PREÇOS E DÍVIDA PÚBLICA VOLUME II: A ECONOMIA BRASILEIRA - 1971/97
- Antonio Salazar P. Brandão, Clóvis de Faro e Marco A. C. Martins - 1987 (esgotado)
102. MACROECONOMIA KALECKIANA - Rubens Penha Cysne - 1987
103. O PRÊMIO DO DÓLAR NO MERCADO PARALELO, O SUBFATURAMENTO DE EXPORTAÇÕES E O SUPERFATURAMENTO DE IMPORTAÇÕES - Fernando de Holanda Barbosa - Rubens Penha Cysne e Marcos Costa Holanda - 1987 (esgotado)
104. BRAZILIAN EXPERIENCE WITH EXTERNAL DEBT AND PROSPECTS FOR GROWTH - Fernando de Holanda Barbosa and Manuel Sanchez de La Cal - 1987 (esgotado)
105. KEYNES NA SEDIÇÃO DA ESCOLHA PÚBLICA - Antonio M. da Silveira - 1987 (esgotado)
106. O TEOREMA DE FROBENIUS-PERRON - Carlos Ivan Simonsen Leal - 1987
107. POPULAÇÃO BRASILEIRA - Jessé Montello - 1987 (esgotado)
108. MACROECONOMIA - CAPÍTULO VI: "DEMANDA POR MOEDA E A CURVA LM"
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - 1987 (esgotado)
109. MACROECONOMIA - CAPÍTULO VII: "DEMANDA AGREGADA E A CURVA IS"
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - 1987 - (esgotado)
110. MACROECONOMIA - MODELOS DE EQUILÍBRIO AGREGATIVO A CURTO PRAZO
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - 1987 (esgotado)
111. THE BAYESIAN FOUNDATIONS OF SOLUTION CONCEPTS OF GAMES - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Tommy Chin-Chiu Tan - 1987 (esgotado)
112. PREÇOS LÍQUIDOS (PREÇOS DE VALOR ADICIONADO) E SEUS DETERMINANTES; DE PRODUTOS SELECIONADOS, NO PERÍODO 1980/1º Semestre/1986 -
- Raul Ekerman - 1987
113. EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS E SALDO-MÉDIO: O CASO DE PRESTAÇÕES -
- Clovis de Faro - 1988 (esgotado)
114. A DINÂMICA DA INFLAÇÃO - Mario Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
115. UNCERTAINTY AVERSION AND THE OPTIMAL CHOICE OF PORTFOLIO -
James - Dow e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988 (esgotado)
116. O CICLO ECONÔMICO - Mario Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
117. FOREIGN CAPITAL AND ECONOMIC GROWTH - THE BRAZILIAN CASE STUDY -
Mario Henrique Simonsen - 1988
118. COMMON KNOWLEDGE - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988 (esgotado)
119. OS FUNDAMENTOS DA ANÁLISE MACROECONÔMICA - Prof. Mario Henrique Simonsen e Prof. Rubens Penha Cysne - 1988 (esgotado)
120. CAPÍTULO XII - EXPECTATIVAS RACIONAIS - Mario Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
121. A OFERTA AGREGADA E O MERCADO DE TRABALHO - Prof. Mario Henrique Simonsen e Prof. Rubens Penha Cysne - 1988 (esgotado)
122. INÉRCIA INFLACIONÁRIA E INFLAÇÃO INERCIAL - Prof. Mario Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
123. MODELOS DO HOMEM: ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO - Antonio Maria da Silveira - 1988
124. UNDERINVOICING OF EXPORTS, OVERINVOICING OF IMPORTS, AND THE DOLLAR PREMIUM ON THE BLACK MARKET - Prof. Fernando de Holanda Barbosa, Prof. Rubens Penha Cysne e Marcos Costa Holanda - 1988 (esgotado)

125. O REINO MÁGICO DO CHOQUE HETERODOXO - Fernando de Holanda Barbosa
Antonio Salazar Pessoa Brandão e Clovis de Faro - 1988 (esgotado)
126. PLANO CRUZADO: CONCEPÇÃO E O ERRO DE POLÍTICA FISCAL - Rubens
Penha Cysne - 1988
127. TAXA DE JUROS FLUTUANTE VERSUS CORREÇÃO MONETÁRIA DAS PRESTAÇÕES
UMA COMPARAÇÃO NO CASO DO SAC E INFLAÇÃO CONSTANTE - Clovis de
Faro - 1988
128. CAPÍTULO II - MONETARY CORRECTION AND REAL INTEREST ACCOUNTING
- Rubens Penha Cysne - 1988
129. CAPÍTULO III - INCOME AND DEMAND POLICIES IN BRAZIL - Rubens
Penha Cysne - 1988
130. CAPÍTULO IV - BRAZILIAN ECONOMY IN THE EIGHTIES AND THE DEBT
CRISIS - Rubens Penha Cysne - 1988
131. THE BRAZILIAN AGRICULTURAL POLICY EXPERIENCE: RATIONALE AND
FUTURE DIRECTIONS - Antonio Salazar Pessoa Brandão - 1988
132. MORATÓRIA INTERNA, DÍVIDA PÚBLICA E JUROS REAIS - Maria Silvia
Bastos Marques e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988
133. CAPÍTULO IX - TEORIA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO - Mario Henrique
Simonsen - 1988
134. CONGELAMENTO COM ABONO SALARIAL GERANDO EXCESSO DE DEMANDA -
- Joaquim Vieira Ferreira Levy e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988
135. AS ORIGENS E CONSEQUÊNCIAS DA INFLAÇÃO NA AMÉRICA LATINA -
Fernando de Holanda Barbosa - 1988
136. A CONTA-CORRENTE DO GOVERNO - 1970-1988 - Mario Henrique
Simonsen - 1989
137. A REVIEW ON THE THEORY OF COMMON KNOWLEDGE
- Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
138. MACROECONOMIA
- Fernando de Holanda Barbosa - 1989 (esgotado)
139. TEORIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS: UMA ABORDAGEM SIMPLIFICADA -
- João Luiz Tenreiro Barroso - 1989
140. CONTABILIDADE COM JUROS REAIS - RUBENS PENHA CYSNE - 1989
141. "CREDIT RATIONING AND THE PERMANENT INCOME HYPOTHESIS" - Vicente Madrigal,
Tommy Tan, Daniel Vicent, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
142. "A AMAZÔNIA BRASILEIRA" - Ney Coe de Oliveira - 1989
143. DESÁGIO DAS LFTs E A PROBABILIDADE IMPLÍCITA DE MORATÓRIA
Maria Silvia Bastos Marques e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
144. THE LDC DEBT PROBLEM: A GAME-THEORETICAL ANALYSIS
Mario Henrique Simonsen e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
145. ANÁLISE CONVEXA NO R^n - Mario Henrique Simonsen - 1989
146. A CONTROVÉRSIA MONETARISTA NO HEMISFÉRIO NORTE
Fernando de Holanda Barbosa - 1989
147. FISCAL REFORM AND STABILIZATION: THE BRAZILIAN EXPERIENCE - Fernando de Holanda
Barbosa, Antônio Salazar Pessoa Brandão e Clovis de Faro - 1989

148. RETORNOS EM EDUCAÇÃO NO BRASIL: 1976-1986
Carlos Ivan Simonsen Leal e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
149. PREFERENCES, COMMON KNOWLEDGE, AND SPECULATIVE TRADE - James Dow,
Vicente Madrigal, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1990
150. EDUCAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA
Carlos Ivan Simonsen Leal e Sérgio Ribeiro da Costa - 1990
151. OBSERVAÇÕES À MARGEM DO TRABALHO "A AMAZÔNIA BRASILEIRA" - Ney
Coe de Oliveira - 1990
152. PLANO COLLOR: UM GOLPE DE MESTRE CONTRA A INFLAÇÃO?
- Fernando de Holanda Barbosa - 1990
153. O EFEITO DA TAXA DE JUROS E DA INCERTEZA SOBRE A CURVA DE PHILLIPS
DA ECONOMIA BRASILEIRA - Ricardo de Oliveira Cavalcanti - 1990
154. PLANO COLLOR: CONTRA FACTUALIDADE E SUGESTÕES SOBRE A CONDUÇÃO
DA POLÍTICA MONETÁRIA-FISCAL - Rubens Penha Cysne - 1990
155. DEPÓSITOS DO TESOUREIRO: NO BANCO CENTRAL OU NOS BANCOS COMERCIAIS?
Rubens Penha Cysne - 1990
156. SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO: A QUESTÃO DO DESEQUILÍBRIO DO
FCVS - Clovis de Faro - 1990
157. COMPLEMENTO DO FASCÍCULO Nº 151 DOS "ENSAIOS ECONÔMICOS" (A AMA-
ZÔNIA BRASILEIRA) - Ney Coe de Oliveira - 1990
158. POLÍTICA MONETÁRIA ÓTIMA NO COMBATE À INFLAÇÃO
- Fernando de Holanda Barbosa - 1990
159. TEORIA DOS JOGOS - CONCEITOS BÁSICOS - Mario Henrique Simonsen -
- 1990
160. O MERCADO ABERTO BRASILEIRO: ANÁLISE DOS PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS
- Fernando de Holanda Barbosa - 1990
161. A RELAÇÃO ARBITRAGEM ENTRE A ORTN CAMBIAL E A ORTN MONETÁRIA -
- Luiz Guilherme Schymura de Oliveira - 1990
162. SUBADDITIVE PROBABILITIES AND PORTFOLIO INERTIA - Mario Henrique
Simonsen e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1990
163. MACROECONOMIA COM M4 - Carlos Ivan Simonsen Leal e Sérgio Ribeiro da Costa
Werlang - 1990
164. A RE-EXAMINATION OF SOLOW'S GROWTH MODEL WITH APPLICATIONS TO
CAPITAL MOVEMENTS - Nicanor Saavedra Pivano - 1990
165. THE PUBLIC CHOICE SEDITION: VARIATIONS ON THE THEME OF SCIENTIFIC
HARFARE - Antonio Maria da Silveira - 1990
166. THE PUBLIC CHOICE PERSPECTIVE AND KNIGHT'S "INSTITUTIONALISM" BEHAVIOR
- Antonio Maria da Silveira - 1990
167. THE INDETERMINATION OF SENIOR - Antonio Maria da Silveira - 1990

168. JAPANESE DIRECT INVESTMENT IN BRAZIL - Neantro Saavedra Riva
no - 1990
169. A CARTEIRA DE AÇÕES DA CORRETORA: UMA ANÁLISE ECONÔMICA-Luiz
Guilherme Schymura de Oliveira - 1991
170. PLANO COLLOR: OS PRIMEIROS NOVE MESES - Clovis de Faro -1991
171. PERCALÇOS DA INDEXAÇÃO EX-ANTE - Clovis de Faro - 1991
172. NOVE PONTOS SOBRE O PLANO COLLOR II - Rubens Penha Cysne-19991
173. A DINÂMICA DA HIPERINFLAÇÃO - Fernando de H. Barbosa, Waldyr
Muniz Oliva e Elvia Mureb Sallum - 1991
174. LOCAL CONCAVIFIABILITY OF PREFERENCES AND DETERMINACY OF
EQUILIBRIUM - Mario Rui Pascoa e Sérgio Ribeiro da Costa Wer
lang - Maio de 1991
175. A CONTABILIDADE DOS AGREGADOS MONETÁRIOS NO BRASIL - Carlos
Ivan Simonsen Leal e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - maio
de 1991.
176. HOMOTHETIC PREFERENCES - James Dow e Sérgio Ribeiro da Costa
Werlang - 1991
177. PARREIRAS À ENTRADA NAS INDÚSTRIAS: O PAPEL DA FIRMA PIONEIRA
Luiz Guilherme Schymura de Oliveira - 1991.
178. POUPANÇA E CRESCIMENTO ECONÔMICO - O CASO BRASILEIRO - Mario
Henrique Simonsen - agosto de 1991.

000057027

