

Renata Costa França

A INFLUÊNCIA DOS FUNDOS DE PENSÃO PARA O  
CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO

Dissertação apresentada ao Centro de Pós Graduação e Pesquisas em Administração - CEPEAD - da Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Finanças e Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral

Universidade Federal de Minas Gerais

Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG

Fevereiro de 2002

Mergulhe no que você não conhece, como eu mergulhei.

Não se preocupe em entender,  
Viver ultrapassa todo entendimento.

**Clarisse Lispector**

Ao Henrique e ao Caio, com amor.

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer a todas as pessoas que, de uma forma ou de outra, se fizeram presentes em todo trabalho de elaboração dessa dissertação, em especial, ao meu orientador, Professor Dr. Hudson Fernandes Amaral, meu sincero agradecimento por toda paciência e compreensão. Sem dúvida, você foi a grande motivação para que eu seguisse na área de finanças, desde aquela palestra, na disciplina Técnicas de Pesquisa em Economia, em 1995, quando nos conhecemos, até hoje. Todas as palavras não seriam suficientes para expressar a minha gratidão.

Meu sincero agradecimento ao Professor Dr. Antônio Artur de Souza, pela sua sincera preocupação conosco, pelo seu carinho, por sua presença sempre marcante. Tenha certeza de que nossa convivência foi sempre muito importante.

Aos professores e funcionários da FACE/UFMG que estavam sempre disponíveis para nos atender. Agradeço especialmente aos professores da área de Finanças e Contabilidade que lutaram para que o sonho da criação da área se tornasse realidade, mesmo por um período curto de tempo.

Aos professores membros da banca de avaliação, pela grande contribuição que deram ao trabalho. Sem seus comentários e sugestões o trabalho certamente estaria incompleto. Especialmente ao Professor Dr. Ivan Beck, por ter aceito o desafio de avaliar o trabalho, mesmo esse não estando diretamente relacionado à sua área de interesse.

A todos os colegas que, junto comigo, enfrentaram o desafio do Mestrado em Administração do CEPEAD. Foram tempos difíceis de muito estudo, mas que ficarão marcados não pelo excesso de trabalho ou de cobrança, e sim, pelo companheirismo e pelos

momentos de descontração. Vocês foram muito importantes em todo curso e esse trabalho não seria o mesmo sem sua colaboração.

Aos meus colegas do Núcleo de Pesquisa, Ensino e Consultoria em Finanças e Contabilidade – NUFI – especialmente ao Leonardo, Gustavo, Felipe, Lousanne, Caroline e Camila que participaram do projeto “O Papel dos Fundos de Previdência Privada no Processo de Definição das Estratégias de Financiamento das Empresas Brasileiras” do qual essa dissertação faz parte. A contribuição e vocês foi realmente valiosa, tanto no âmbito profissional quanto no pessoal.

Aos demais companheiros do NUFI – Marcelo, Sander e Andriele, pelo auxílio no campo da informática e por tornarem a rede NUFI uma realidade, a Jasmária e Viviane, por todo auxílio e carinho com que sempre me trataram e por estarem sempre dispostas a ajudar, ao Ricardo, Lívia, Elder, Claudiane e Daniela por estarem sempre disponíveis, mesmo não estando diretamente envolvidos no nosso projeto. Todos vocês foram extremamente importantes para a realização desse trabalho e ficarão na minha memória os momentos de trabalho, especialmente os dias anteriores ao envio de relatórios e artigos, mas também os momentos de descontração. Essa etapa do trabalho foi concluída mas, a nossa amizade continuará.

Por fim, aos meus pais, à Daniela, ao Caio, ao Rafael e ao Mitch, por todo carinho, por terem compreendido as minhas ausências, enfim por tudo que fizeram e que ainda farão por mim.

Especialmente ao Henrique, por ter sido um companheiro dedicado e compreensivo, em todos os momentos, por todo o incentivo e por todas as críticas, sempre construtivas. Não teria palavras para expressar sua importância na minha vida.

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1 – Objetivo .....	15
1.2 – Objetivos específicos .....	16
1.3 – Perguntas de pesquisa .....	17
1.4 - Esboço do trabalho .....	17
<b>PARTE I .....</b>	<b>18</b>
<b>2 – A QUESTÃO DA PREVIDÊNCIA .....</b>	<b>19</b>
<b>3 – A EXPERIÊNCIA DO CHILE E DA ARGENTINA .....</b>	<b>28</b>
3.1 – A Experiência do Chile .....	28
3.2 – A Experiência da Argentina .....	35
3.3 – Comparação entre os novos sistemas previdenciários do Chile e da Argentina .....	39
<b>4 – O SISTEMA PREVIDENCIÁRIO BRASILEIRO .....</b>	<b>48</b>
4.1 – O regime geral de previdência .....	54
4.2 – A previdência social para os trabalhadores do setor público .....	58
4.3 – A previdência complementar no Brasil .....	63
<b>PARTE II .....</b>	<b>73</b>
<b>5 – A RELAÇÃO ENTRE POUPANÇA E CRESCIMENTO ECONÔMICO.....</b>	<b>74</b>
5.1 – Consumo, Poupança, Investimento e Crescimento Econômico .....	76
5.2 – O Modelo de Solow .....	78
5.3 – Crescimento econômico e poupança interna .....	81
5.4 – O crescimento econômico brasileiro .....	84

<b>6 – OS FUNDOS DE PRVIDÊNCIA COMPLEMENTAR E O CRESCIMENTO</b>	
<b>ECONÔMICO .....</b>	<b>90</b>
6.1 – O capital acionário .....	91
6.2 – A remuneração do acionista .....	92
6.3 – O capital incremental .....	94
6.4 – A contribuição dos fundos de previdência para o crescimento econômico .....	99
6.5 – Metodologia .....	101
<b>7 – A CONTRIBUIÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO PARA O</b>	
<b>CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO .....</b>	<b>104</b>
<b>8 – CONCLUSÃO .....</b>	<b>111</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>116</b>

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Chile, cobertura do sistema antigo .....	29
TABELA 2 – Argentina, cobertura do sistema antigo .....	35
TABELA 3 – Evolução do saldo previdenciário do INSS – 1988-1998 .....	55
TABELA 4 - Ativos das EFPP e PIB - Brasil 1990-2001 .....	66
TABELA 5 – EFPP – Carteira consolidada - 1990-2001 .....	67
TABELA 6 - EFPP – Carteira Consolidada - 1990-2001- (%) .....	68
TABELA 7 – Evolução da receita e da carteira de investimentos das EAPP .....	72
TABELA 8 – Composição da Poupança Brasileira .....	85
TABELA 9 – Taxas de utilização da capacidade instalada .....	105
TABELA 10 – PIB, FBKF e relação capital-produto incremental .....	106
TABELA 11 – Participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro .....	108

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Principais mecanismos de controle dos novos sistemas previdenciários da Argentina e do Chile .....	41
QUADRO 2 – Cobertura legal dos novos sistemas – Argentina e Chile .....	42
QUADRO 3 – Características dos aportes ao sistema de capitalização – Argentina e Chile .....	44
QUADRO 4 – Principais características das aposentadorias – Argentina e Chile .....	46
QUADRO 5 – Principais mudanças no regime geral de previdência social .....	57
QUADRO 6 – Principais medidas da reforma da previdência do funcionalismo público .....	61
QUADRO 7 – Limites máximos de investimento dos fundos de pensão (Resolução nº 2869) .....	71

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Percentual de Contribuição aos Sistemas previdenciários e Volume de Benefícios .....	60
---	----

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Evolução do saldo do regime geral de previdência social .....	56
GRÁFICO 2 – Evolução dos ativos das EFPP em relação ao PIB .....	66
GRÁFICO 3 – Evolução dos investimentos das EFPP por tipo de investimento .....	69
GRÁFICO 4 – Composição da poupança brasileira .....	85
GRÁFICO 5 – Participação dos fundos de pensão na Formação Bruta de Capital Fixo	109

## LISTA DE ABREVIATURAS

ABRAPP – Associação Brasileira das Administradoras de Previdência Privada

AFJP - *Administradora de Fondos de Jubilaciones e Pensiones*

AFP – Administradora de Fundos de Pensão

CANAEMPU - Caixa Nacional dos Funcionários Públicos e Jornalistas

CLT – Consolidação das Leis do Trabalho

EAPP – Entidades Abertas de Previdência Privada

EFPP - Entidades Fechadas de Previdência Privada

EMPART - Caixa dos Empregados Particulares

FBKF – Formação Bruta de Capital Fixo

FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

IAP – Instituto de Aposentadorias e Pensões

IGPM – Índice Geral de Preços de Mercado

INPS – Instituto Nacional de Previdência Social

INSS – Instituto Nacional de Seguridade Social

LOPS – Lei Orgânica da Previdência Social

PBU – Pensão Básica Universal

PIB – Produto Interno Bruto

Pró-Rural - Programa de Assistência ao Trabalhador Rural

SAPJ - Superintendência de Administradoras de Fondos de Jubilaciones e Pensiones

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

## RESUMO

Esse trabalho procura discutir a importância dos sistemas previdenciários para as sociedades, uma vez que são extremamente importantes pois, é através deles que se garante, aos indivíduos o pagamento de benefícios como aposentadoria por velhice ou invalidez, assistência à saúde, pensão para dependentes em caso de morte entre outras. Quando esses sistemas apresentam problemas, passam a não ser capazes de arcar com os compromissos assumidos, tendo um grande impacto na sociedade. Por isso, a necessidade de buscar sistemas previdenciários que sejam capazes de satisfazer ao anseio da sociedade. O processo da formação dos sistemas previdenciários do Brasil, do Chile e da Argentina foi bastante semelhante. Parte-se de sistemas privados, descentralizados, com cobertura pequena da população economicamente ativa para sistemas centralizados, administrados pelo poder público com cobertura generalizada. Porém, esses sistemas apresentam problemas, principalmente de equilíbrio financeiro. A necessidade de reforma se torna evidente. Por essa razão, analisar-se-á o processo de formação e as reformas realizadas nesses países. O sistema previdenciário brasileiro é composto por dois sub-sistemas: o sistema público, obrigatório para todos os trabalhadores tanto do setor público quanto do setor privado, em regime de repartição, e o privado facultativo em regime de capitalização. A previdência complementar ou privada, é constituída por EAPP que funcionam como seguradoras das quais podem participar quaisquer indivíduos, e EFPP ou fundos de pensão que são fundos constituídos com a contribuição de empregados e empregadores (patrocinador) com objetivo de complementar os benefícios oferecidos pelo sistema público e estão restritas a pessoas ligadas ao patrocinador. Portanto, a previdência privada brasileira tem caráter complementar à previdência pública. Toda renda que não é consumida é poupada e toda poupança deve ser convertida em investimento. Se esse investimento é realizado de forma a aumentar a

capacidade produtiva de um país, esse investimento será convertido em crescimento econômico. Portanto, a geração de poupança é extremamente importante para que um país possa crescer economicamente. Historicamente, o Estado foi o principal financiador do crescimento econômico brasileiro, quer investindo na instalação de empresas (empresas estatais) quer disponibilizando recursos para que os empresários possam fazer seus investimentos, muitas vezes com taxas de juros abaixo do mercado. Porém, a capacidade do Estado em desenvolver este papel foi drasticamente reduzida. A principal razão para essa redução é a crise financeira enfrentada pelo Estado, que já não mais dispõe de poupança para investir. Sendo assim, é necessário ter fontes privadas que possam estar financiando o crescimento econômico. Os fundos de previdência privada podem ser essas fontes. Contudo, para que sejam financiadores do crescimento econômico, esses fundos têm que aplicar boa parte de seus recursos em investimentos produtivos, que aumentem a capacidade produtiva. Mensurou-se a participação dos fundos de pensão no financiamento do crescimento econômico e verificou-se que, no período 1994 a 1999, os fundos de pensão foram responsáveis apenas por 1,1% do crescimento econômico brasileiro. Para que esses fundos desempenhem um papel mais relevante no financiamento do crescimento, é necessário que seus recursos sejam direcionados para o setor produtivo. Para que isso aconteça, é necessário que, na condução da política econômica, as taxas de juros não sejam tão altas (que tornam os investimentos em renda fixa mais atraentes e inibem os investimentos em renda variável) e que não haja incentivos para investimentos no mercado financeiro, que são investimentos considerados estéreis.

## 1 - INTRODUÇÃO

A questão da previdência tem sido tema de discussões por vários segmentos da sociedade brasileira nos últimos anos. Há uma grande preocupação com a questão da previdência pública, que tem se mostrado incapaz de satisfazer aos anseios da sociedade no que se refere, principalmente, aos valores dos benefícios concedidos. Ao longo dos últimos, anos a previdência tem apresentado *deficits* crescentes, que têm que ser arcados pelo Tesouro Nacional, onerando, dessa forma, toda a sociedade brasileira.

Diante desse cenário, verificou-se a necessidade de reformas no sistema previdenciário brasileiro. Como essas reformas incluem medidas impopulares que são de difícil aprovação pelo Congresso Nacional, a reforma é sempre adiada ou feita parcialmente sem atacar as principais causas do desequilíbrio do sistema, agravando cada vez mais a crise financeira.

Devido à necessidade de reforma do sistema previdenciário brasileiro, far-se-á uma análise das reformas dos sistemas previdenciários realizados no Chile e na Argentina. Em linhas gerais, a chilena é apresentada como exemplo de reforma, por ter sido uma reforma bastante ampla, que passou de um regime administrado pelo Estado, baseado na repartição simples, para um sistema privado baseado na capitalização individual das contribuições. Já na Argentina, a reforma foi menos abrangente e o novo regime, administrado pela iniciativa privada, baseado na capitalização das contribuições coexistirá, com o regime antigo, administrado pelo Estado, baseado na repartição simples.

O estudo desses dois casos é importante para o entendimento das discussões sobre qual deveria ser o regime previdenciário brasileiro. Atualmente, a previdência brasileira pode ser

dividida em duas: a previdência social, administrada pelo Estado e obrigatória para todos os trabalhadores, baseada no regime de repartição e a previdência complementar, administrada pela iniciativa privada e optativa, baseada na capitalização.

No sistema previdenciário público, tem-se dois diferentes sistemas: o regime geral de previdência, que atende aos trabalhadores da iniciativa privada e o sistema para os funcionários públicos (federal, estaduais e municipais). Já a previdência complementar, está dividida em Entidades Fechadas de Previdência Privada – EFPP - também conhecidas como fundos de pensão, e as Entidades Abertas de Previdência Privada - EAPP. As EAPP funcionam como seguradoras, ou seja, os contribuintes voluntariamente aplicam recursos na entidade que se compromete a pagar um benefício a partir de um determinado ponto no tempo. A contribuição a essas entidades é voluntária e deve ser arcada pelo contribuinte sem a participação dos empregadores. Já as EFPP, apresentam como característica ter uma empresa como patrocinadora, dessa forma, só podem participar do fundo, contribuintes relacionados à patrocinadora que também participa das contribuições. Em linhas gerais, esse é o sistema previdenciário brasileiro.

Os regimes de previdência baseados na capitalização das contribuições têm como característica serem formadores e gestores de poupança de longo prazo, uma vez que recolhem as contribuições dos contribuintes por um período longo de tempo para depois pagarem os benefícios aos ex-contribuintes. Se isso é verdade, esses fundos podem desempenhar papel importante no financiamento do crescimento econômico de um país, pois, segundo a teoria econômica, toda renda que não é consumida é poupada e tudo que é poupado é transformado em investimento, promovendo, assim, o ciclo de crescimento da economia. Porém, na prática, nem toda poupança é destinada a investimentos na Formação Bruta de Capital Fixo – FBKF - e somente esses investimentos podem alavancar o processo de crescimento econômico.

O processo de crescimento econômico brasileiro é marcado por uma intervenção significativa do Estado, que foi o principal financiador desse crescimento, pelo menos até a década dos 70. A partir da década dos 70, a situação financeira do Estado começa a se deteriorar e o Estado já não consegue desempenhar com a mesma eficiência o papel de financiador do crescimento econômico. E essa situação tem se agravado nos últimos anos. O Estado ainda desempenha papel importante no financiamento do crescimento, porém os recursos são cada vez mais escassos e há necessidade de buscar fontes alternativas de financiamento para o crescimento econômico.

Como o regime previdenciário público é baseado em repartição simples, não há formação de poupança de longo prazo, o que impede que o direcionamento de recursos previdenciários públicos para o financiamento do crescimento econômico.

Os fundos de previdência complementar, que têm como característica a geração de poupança de longo prazo e, sendo assim, poderiam desempenhar papel relevante no processo de crescimento econômico. Muito se fala que esses fundos desempenham papel fundamental no financiamento do crescimento econômico brasileiro ou que esses fundos serão os agentes financiadores desse processo, porém, existe carência de estudos que indiquem a veracidade ou não dessas suposições.

## **1.1 - Objetivo**

Este trabalho tem como principal objetivo mensurar a participação dos fundos de pensão no financiamento do crescimento econômico brasileiro no período pós-real (1994-2000).

## 1.2 – Objetivos específicos

Esse trabalho trás como objetivos específicos:

- Discutir sobre os regimes previdenciários de repartição e de capitalização, ressaltando as vantagens e desvantagens de cada um, bem como as variáveis que afetam o seu equilíbrio atuarial;
- Analisar a reforma do sistema previdenciário chileno e argentino, buscando mostrar os pontos fortes e fracos de cada um, com objetivo de elucidar questões relativas à previdência brasileira;
- Mostrar o sistema previdenciário brasileiro, desde suas primeiras manifestações no início do século XX, mostrando sua evolução, os principais problemas, as reformas já aprovadas, a estrutura atual e os problemas dessa estrutura;
- Discutir, do ponto de vista da teoria econômica, a relação entre poupança e crescimento econômico;
- Apresentar as fontes financiadoras do crescimento econômico brasileiro ao longo do século XX, evidenciando a importância da atuação do Estado, durante a maior parte desse período, e sua impossibilidade de continuar desempenhando esse papel devido à sua fragilidade financeira;
- Mostrar que os fundos de pensão, entendidos como as EFPP, podem desempenhar o papel de financiadores do crescimento econômico brasileiro;
- Mensurar a influência dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro no período Pós-Real;

- Discutir as razões que levam ou que deixem de levar os fundos de pensão a terem papel relevante no crescimento econômico brasileiro.

### **1.3 - Pergunta de pesquisa**

Os fundos de pensão desempenharam papel significativo no financiamento do crescimento econômico brasileiro no período pós-real?

### **1.4 - Estrutura do trabalho**

O trabalho está dividido em duas partes. Na primeira parte é discutida a questão da previdência e é composta pelos três primeiros capítulos. A segunda parte trata da relação entre poupança e crescimento econômico e é composta pelos demais capítulos. Sendo assim, o trabalho apresenta a seguinte estrutura:

- Parte I: capítulo 2, onde é discutida a questão da previdência; capítulo 3, onde é discutida a questão da previdência no Chile e na Argentina; e capítulo 4, no qual é discutido o sistema previdenciário brasileiro; e
- Parte II: capítulo 5, em que é discutida a relação entre poupança e crescimento econômico; capítulo 6, no qual é discutido o modelo que será testado para mensurar a participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro e onde é traçado o esboço da pesquisa empírica; e capítulo 7, onde é mensurada a participação dos fundos de pensão no financiamento do crescimento econômico brasileiro; e capítulo 8, no qual são apresentadas as conclusões.

## PARTE I

Nessa parte do trabalho é discutida a questão da previdência e dos regimes previdenciários no Brasil, na Argentina e no Chile. A necessidade da discussão sobre os regimes previdenciários tem origem no fato de que não existe um único sistema e, que todos os sistemas já propostos possuem qualidades e defeitos, em outras palavras, ainda não foi criado o sistema perfeito.

Como o sistema ideal não existe, e em um contexto de mudança no sistema previdenciário brasileiro, ficou evidente a necessidade de analisar as reformas realizadas em outros países. Escolheu-se estudar dois países latino-americanos – Chile e Argentina - por apresentarem realidades bastante semelhantes à brasileira e por terem adotado programas de reforma completamente diferentes um do outro. Então, o objetivo da descrição das reformas adotadas nesses países é o de mostrar como essas mudanças afetaram a sua situação econômica e social desses países e mostrar possíveis caminhos para a tão necessária reforma do sistema brasileiro.

Não faz parte dos objetivos desse trabalho fazer sugestões de mudanças no sistema previdenciário brasileiro, mas sim salientar os principais problemas e mostrar como as reformas foram feitas no Chile e na Argentina, ressaltando os pontos positivos e negativos de cada uma, modificaram a realidade econômica e social de cada país. Nem há alusão para que o Brasil adote esse ou aquele modelo. Acredita-se que o Brasil deve buscar um sistema próprio que contemple suas especificidades e necessidades. É nesse contexto que são apresentados os casos do Chile e da Argentina.

## 2 - A QUESTÃO DA PREVIDÊNCIA

Muito se discute atualmente sobre problemas nos sistemas previdenciários de diversos países e são muitas as propostas para a mudanças que visam saná-los, tornando-os viáveis. Porém, um sistema previdenciário é um sistema peculiar, pois os contribuintes farão suas contribuições ao longo de sua vida produtiva para garantirem um rendimento quando não estiverem mais ativos. Logo, estas contribuições durarão décadas, e se não forem bem administradas, poderão gerar um grande prejuízo aos contribuintes – que não receberão aposentadorias no montante esperado - e para toda sociedade – que, de alguma forma, terá que custear a inatividade desses contribuintes.

Um sistema previdenciário não deve ser entendido como um sistema que vise unicamente prover renda na inatividade. Um sistema previdenciário deve englobar também assistência à saúde e assistência social. Este trabalho dará ênfase às questões relativas a aposentadorias e pensões.

São muitos os fatores que podem levar um sistema previdenciário a apresentar *deficits* financeiros: questões demográficas relacionadas ao aumento da expectativa de vida e a queda nas taxas de natalidade, questões estruturais da economia de cada país, que podem afetar o mercado de trabalho e o volume de contribuições ao sistema, questões ligadas à regulação e fiscalização do sistema e problemas na política de concessão de benefícios entre outras.

Para um sistema previdenciário, aumentos na expectativa de vida<sup>1</sup> implicam pagamento de aposentadorias e pensões por um período maior do que o esperado, o que poderá gerar sérios desequilíbrios financeiros que poderão até levá-lo à insolvência. A redução na taxa de natalidade irá afetar diretamente os fundos que trabalham no regime de repartição em que a geração ativa paga as aposentadorias da geração inativa, portanto, uma queda na taxa de natalidade irá implicar na redução do número de trabalhadores ativos (quando esta geração se tornar adulta) que terá e que custear as aposentadorias de uma geração maior, que gerará desequilíbrios financeiros nos sistemas.

A situação econômica de um país atinge diretamente o sistema previdenciário. Se o país atravessa um período de crescimento, haverá mais empregos. Existindo mais empregos, um maior número de trabalhadores irá contribuir para o sistema, aumentando o volume de poupança interna. Períodos de expansão econômica oferecem melhores oportunidades de investimento. Os gestores dos fundos terão maiores e melhores oportunidades para investir os recursos advindos do sistema previdenciário. Estes recursos irão aumentar a capacidade produtiva do país, gerarão mais empregos e renda e, dessa forma, contribuirão para o crescimento econômico do país.

Em períodos de retração da economia, os fundos previdenciários também devem assumir papel de destaque uma vez que a característica principal de seus investimentos é o longo prazo. Eles podem manter os investimentos e, assim, auxiliar no processo de retomada do crescimento.

---

<sup>1</sup> Desde que os aumentos na expectativa de vida não tenham sido previstos pelo sistema. Se estes aumentos forem previstos no sistema, este deverá ter se preparado para arcar com os custos. No caso de ter previsto o aumento na expectativa de vida e não ter feito reserva financeira suficiente para arcar com o aumento nos custos, o sistema incorrerá no mesmo problema.

Um sistema previdenciário, bem regulamentado e fiscalizado com uma administração eficiente dos recursos, tem grande chance de garantir aos beneficiários todos os benefícios prometidos quando da assinatura do contrato. É através dos sistemas previdenciários que se garante aos idosos e inválidos auferirem uma renda que irá suprir suas necessidades, sem que tenham que recorrer à ajuda de terceiros.

Os sistemas previdenciários<sup>2</sup> baseados em regimes de capitalização têm como característica básica serem gestores de poupança de longo prazo, ou seja, recolhem dos seus contribuintes periodicamente uma quantia, investem esse dinheiro no mercado pelo período em que o contribuinte for ativo e depois paga o benefício enquanto este viver. Sendo agentes captadores e aplicadores de poupança de longo prazo, as instituições que fazem parte do sistema previdenciário devem desempenhar um papel importante no financiamento do crescimento econômico de um país.

Os sistemas previdenciários podem ser divididos em dois tipos: os de repartição e os de capitalização. Os sistemas de repartição partem do princípio de que a população ativa contribui para o pagamento das pensões aos beneficiários e, quando os contribuintes se aposentarem, haverá uma outra geração que irá trabalhar e contribuir para pagar-lhes os benefícios. Portanto, um sistema de repartição simples é um sistema em que os trabalhadores contribuintes irão financiar os trabalhadores beneficiários<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Neste caso, trata-se de sistemas que operam com o regime de capitalização, pois, no regime de repartição, não há formação de poupança, já que os recursos pagos pela geração de contribuintes são destinados a custear a geração de beneficiários.

<sup>3</sup> A terminologia Ativo/Inativo não é a mais adequada pois em alguns países, como, por exemplo, o Brasil, a legislação permite que um beneficiário do sistema de previdência continue ativo.

Segundo Pereira, Miranda e Silva (1999, p. 121):

Para os futuros beneficiários, a previdência por repartição simples corresponde a um investimento cujo retorno está associado ao crescimento da população ativa e do emprego, uma vez que as retiradas futuras dependerão do total de contribuintes na época da aposentadoria do novo beneficiário.

Para tornar o conceito mais claro, utilizar-se-á o exemplo dado por Pereira, Miranda e Silva (1999, p. 121). Segundo esses autores, os indivíduos da geração  $t$  são aqueles que, no momento  $t$ , são contribuintes. Dessa forma, esses indivíduos (geração  $t$ ) convivem com os beneficiários da geração  $t-1$  durante o período em que forem contribuintes e com os indivíduos da geração  $t+1$  no período em que forem beneficiários. Supondo-se que haja uma taxa de crescimento populacional constante igual a  $n$  e que os salários, o consumo e a poupança sejam iguais para indivíduos de uma mesma geração, e que esses parâmetros podem variar entre gerações então:

$$b_t = d_t \times (1 + n) \quad (2.1)$$

em que

$b_t$  é o benefício associado à geração  $t$ ;

$d_t$  é a contribuição associada à geração  $t$ ; e

$n$  é a taxa de crescimento populacional constante.

Assim, de acordo com a equação 1, o benefício de cada indivíduo de uma geração é obtido pela repartição igualitária do somatório das contribuições dos indivíduos da geração sucessora (PEREIRA, MIRANDA e SILVA, 1999, p.122). Portanto, em sistemas onde a geração de contribuintes é maior do que a de beneficiários, o sistema poderá pagar benefícios maiores aos beneficiários. À medida que a relação contribuintes/beneficiários diminui, a capacidade de o

sistema pagar benefícios maiores também é reduzida. Quando isso acontece, ou fundo passa a incorrer em *deficits* sucessivos ou o valor real dos benefícios é reduzido ou as duas coisas acontecem ao mesmo tempo. Nesses sistemas, como já foi dito, as variáveis demográficas são mais importantes para o equilíbrio do sistema do que o desempenho financeiro, uma vez que os recursos desses fundos não formarão recursos a longo prazo que serão investidos, perdendo, assim, a capacidade de serem agentes alavancadores do crescimento econômico.

Já no sistema de capitalização, os contribuintes irão depositar periodicamente suas contribuições que serão aplicadas em ativos, de forma que esses ativos gerem fluxos de caixa<sup>4</sup> que serão reinvestidos e gerarão mais fluxos de caixa e, assim, sucessivamente de forma que ao final da vida contributiva um fundo foi constituído e os recursos desse fundo financiarão os pagamentos dos benefícios. Então:

$$b_{t-1} = d_t \times (1 + r_t) \quad (2.2)$$

em que

$b_{t-1}$  é o benefício associado à geração t-1;

$d_t$  é a contribuição associada à geração t e;

$r_t$  é a taxa de retorno obtida com a aplicação das contribuições.

A equação 2 mostra que as contribuições pagas aos indivíduos da geração t, no período t-1, serão financiadas pelo montante constituído pelas contribuições efetuadas pelo contribuinte ao longo do período contributivo e que foram investidas gerando fluxos de caixa de acordo com a taxa de retorno (r). Dessa forma, esses fundos ficam expostos a riscos de mercado<sup>5</sup>, sendo

---

<sup>4</sup> Esses fluxos de caixa positivos podem ser entendidos também como uma taxa de retorno, bastando fazer a relação entre o dinheiro obtido (fluxo de caixa) e o capital investido.

<sup>5</sup> Nesse caso, risco de mercado quer dizer que os fundos ficam sujeitos a variações de retorno, oriundas de fatores diversos, como por exemplo, uma recessão, crise mundial etc.

necessária uma gestão bastante eficiente e também fiscalização e regulação do funcionamento desses fundos eficientes uma vez que a eventual falência de um fundo poderá comprometer toda a estabilidade do sistema. Aumentos na expectativa de vida, que não estejam previstos pelos gestores dos fundos, também podem comprometer a sua capacidade de honrar os compromissos com os beneficiários. Isso ocorre porque os fundos esperam pagar o benefício por um período de tempo. Se são obrigados a pagá-los por um período maior, podem ser incapazes de fazê-lo.

Nos sistemas previdenciários por capitalização, existem dois tipos básicos de planos: os de contribuição definida e os de benefício definido. Nos planos de contribuição definida, os contribuintes farão depósitos ao longo da sua vida contributiva. Esses depósitos serão investidos, um montante será formado e só então o contribuinte ficará sabendo o valor do benefício que irá receber. Nesses planos, o contribuinte arca com o risco de uma gestão ineficiente ou de prejuízos decorrentes de mau desempenho das aplicações realizadas com os recursos, que reduzirão o valor dos benefícios a serem pagos.

Nos planos de benefício definido, o contribuinte faz depósitos periódicos, que também serão investidos, porém o valor do benefício a que terão direito, ao final da vida contributiva, será definido hoje, no momento em que ele começa a fazer suas contribuições. Portanto, os gestores arcam com o risco de os investimentos realizados não gerarem retornos suficientes para cobrir os gastos com a concessão de benefícios. Neste caso o risco do contribuinte é o gestor não possuir recursos suficientes para pagar o valor acordado.

Em ambos os planos, os contribuintes incorrem no risco de insolvência da instituição gestora. Em alguns países, os governos garantem uma parte dos benefícios acordados com essas instituições em caso de falência e outros não o fazem, ficando o risco todo a cargo do contribuinte.

Como os investimentos nos sistemas previdenciários são por definição investimentos a longo prazo, o contribuinte deve acompanhar periodicamente o desempenho do fundo para o qual contribui e, em caso de risco de insolvência da empresa gestora, deve mudar de gestor (é claro que nos países onde esta prática é permitida). Para que sistemas de capitalização sejam viáveis no longo prazo, é necessário transparência por parte dos gestores desses fundos, de modo que os contribuintes possam exercer o papel de fiscais e para que possam se proteger de gestões ineficientes.

No regime de capitalização, tanto nos planos de contribuição definida quanto nos planos de benefício definido pode haver planos diferenciados pelo prazo de concessão dos benefícios, período contributivo, valor das contribuições, níveis de risco das aplicações financeiras e garantias dadas pelo gestor entre outras.

Muitos governos atuam diretamente nos sistemas previdenciários e outros o deixam a cargo da iniciativa privada, limitando-se a regulá-lo e fiscalizá-lo e há casos também em que os dois sistemas (público e privado) coexistem. Nos casos, como o caso do Brasil, em que o governo é o gestor dos fundos de previdência social, costuma-se confundir previdência social com assistência social. Na previdência social, só tem direito aos benefícios os indivíduos que efetivamente contribuíram ao longo de sua vida ativa<sup>6</sup>. Em outras palavras, a previdência social não é um direito universal dos indivíduos, é necessário contribuir por um período determinado de tempo para ter a garantia do direito.

Assistência social está diretamente relacionada às funções do estado em amparar os indivíduos garantindo-lhes direitos básicos (saúde, educação, pensões em caso de invalidez ou

---

<sup>6</sup> Vida ativa nesse caso quer dizer vida contributiva, pois existe a possibilidade de um indivíduo estar recebendo benefícios de um sistema previdenciário e permanecer em atividade.

velhice etc.) É importante lembrar que esses direitos garantidos pela assistência social podem variar de um país para outro. No Brasil, por exemplo, as contas da previdência social e da assistência social são consolidadas em um conjunto único de contas, como se ambas representassem deveres do Estado. Porém, para analisar a real situação econômico-financeira dos fundos de previdência social, é necessário que se faça a separação das contas. Caso isso não seja feito, a análise não irá refletir a real situação do sistema previdenciário, o que poderá prejudicar os indivíduos que contribuíram para a previdência social.

Então, tem-se uma diferença fundamental entre assistência social, que aqui será entendida como obrigação do Estado, e previdência social que estará diretamente relacionada ao esforço individual que cada contribuinte fez ao contribuir para o sistema. A previdência social pode estar vinculada exclusivamente a programas governamentais, entregue à iniciativa privada ou dividida entre iniciativa privada e governo.

No Brasil, o assunto reforma do sistema previdenciário tem sido debatido amplamente em diversos setores da sociedade. A previdência social, administrada pelo governo, vem enfrentando *deficits* sucessivos. Os benefícios pagos têm tido redução real de valor, deixando beneficiários e contribuintes descontentes e a previdência complementar (administrada pela iniciativa privada) que, para muitos indivíduos, é a única alternativa para a garantia de benefícios maiores do que os garantidos pelo estado também necessita de reformas, uma vez que a regulamentação dessa atividade é de 1977, estando, em muitos aspectos, defasada.

Muitas propostas de reformulação do sistema previdenciário brasileiro foram feitas, e a experiência de outros países que já fizeram a reforma do sistema têm sido citadas e utilizadas como modelos para propostas. Isto posto, é feito nas próximas seções um breve histórico das reformas dos sistemas previdenciários do Chile e da Argentina. Para tais seções, o trabalho organizado por Beltrão, et al. (1998) servirá de base.

A escolha do caso do Chile da Argentina, como já foi dito no início da primeira parte do trabalho, deve-se ao fato desses países serem latino-americanos e possuírem muitos pontos em comum com o Brasil e terem realizado reformas em seus sistemas previdenciários, sendo que cada um adotou um sistema completamente diferente. Analisar esses sistemas pode ser relevante para elucidar algumas questões que são levantadas quando se discute qual deve ser o sistema previdenciário brasileiro.

### **3 - A EXPERIÊNCIA DO CHILE E DA ARGENTINA**

A questão da previdência tem sido uma preocupação de governos de diferentes países. Na América Latina, destacam-se as reformas feitas no Chile e na Argentina. O principal objetivo dos novos sistemas previdenciários desses países

é garantir um rendimento estável aos trabalhadores que tenham deixado de exercer sua atividade, de modo que essa renda se aproxime ao máximo daquela que eles recebiam durante a vida ativa. O sistema tem por pilares básicos a capitalização individual<sup>7</sup> das contribuições, a participação do setor privado na administração dos fundos de aposentadoria e a liberdade de escolha para os trabalhadores. (BELTRÃO et al., 1998, p.79).

#### **3.1 - A experiência do Chile**

Segundo Beltrão, et al. (1998), as primeiras experiências de previdência social no Chile apareceram durante a década dos 20, com a criação da Caixa de Seguro Operário, da qual participavam majoritariamente trabalhadores braçais. Seus objetivos eram oferecer assistência médica, auxílios para combater enfermidades e pagamento de pensões por aposentadoria ou invalidez. Ainda na década dos 20, outras instituições com os mesmos objetivos foram sendo criadas, dentre elas, destacam-se a Caixa dos Empregados Particulares – EMPART - e a Caixa Nacional dos Funcionários Públicos e Jornalistas - CANAEMPU.

---

<sup>7</sup> Entende-se por regime de capitalização individual, regime no qual o segurado possui uma conta individual na qual deposita suas contribuições periodicamente que serão investidas, de acordo com o tipo de plano (questão de níveis dos diferentes níveis de risco e retorno oferecidos pelas diversas oportunidades de investimento disponíveis) formando um montante, do qual, a partir do momento de sua saída do mercado de trabalho, irá custear seu benefício.

Não havia um sistema centralizado e único para todos os trabalhadores, ou seja, cada instituto congregava um ou vários grupos de trabalhadores e cada qual com seu próprio regime previdenciário. As diferenças básicas entre os diferentes regimes diziam respeito aos requisitos mínimos para a obtenção da pensão (idade, anos de serviço, diferença entre sexos etc); taxas de cotização e concessão de benefícios.

Esse sistema foi crescendo com a criação de novos institutos e com ampliação do número de trabalhadores assistidos. Em 1979, existiam 32 instituições que contavam com 2.291.183 trabalhadores que representavam cerca de 75% da força de trabalho com mais de 100 regimes previdenciários diferentes o que gerou uma grande desigualdade entre as diversas instituições e os diversos grupos de trabalhadores. (BELTRÃO et al., 1998, p.29).

TABELA 1 – Chile, cobertura do sistema antigo

Ano	Contribuintes Ativos / Força de Trabalho
1.960	0,69
1.965	0,69
1.970	0,73
1.975	0,74
1.980	0,64

Fonte: BELTRÃO, et al., 1998, p.49.

Esse sistema começa a apresentar problemas de desequilíbrio financeiro na década dos 50. A partir daí, diferentes governos propuseram mudanças no sistema com o objetivo aperfeiçoá-lo. As razões dos problemas do sistema chileno foram levantadas pela Missão Klein-Sacks, em 1958, e pelo Informe Prat<sup>8</sup>, em 1965. A crise do sistema caracterizou-se por desequilíbrio financeiro, iniquidade no acesso aos benefícios e ineficiência administrativa. Esses problemas têm origem em diferentes fatores:

<sup>8</sup> A Missão Klien-Sacks e o Informe Prat foram estudos realizados em 1958 e 1965, com o objetivo de levantar os problemas do sistema previdenciário chileno e propor reformas com o objetivo de tornar o sistema mais robusto.

- Demográficos - desequilíbrio, a partir da década dos 60, entre o número de contribuintes e o número de beneficiários. Enquanto o número de filiados cresceu 53,5% entre 1961 e 1973, o número de pensionistas cresceu 209% o que levou a uma queda na relação entre contribuintes e pensionistas de 10,8 para 1, em 1960, para 3,5 para 1, em 1973. A partir de 1974, essa situação se repete, porém com menor intensidade. No entanto, tais relações indicam a fragilidade financeira do sistema;
- Sócioeconômicos - o período que vai de 1965 a 1973 é caracterizado por um forte crescimento econômico que reduziu substancialmente a taxa de desemprego e aumentou a cobertura do sistema previdenciário. Houve um aumento real da ordem de 86,5% no valor médio dos benefícios e de 47,5% dos beneficiários o que levou a uma necessidade de aumento de receita. O Estado, que durante todo o período, sempre teve uma participação importante no financiamento do sistema, teve de aumentar sua participação no financiamento total de 34,1% para 38,2%, em 1972. A partir de 1973, a situação econômica muda. Há queda no nível de emprego e de salário real e redução no pagamento das contribuições. Como não houve aumento na participação do Estado no financiamento dos benefícios, a consequência foi uma queda no valor real dos benefícios pagos<sup>9</sup>;
- Institucionais - o sistema chileno, como já foi dito, era caracterizado por enormes desigualdades em relação aos diferentes grupos de trabalhadores, no que diz respeito ao valor dos benefícios como também aos pré-requisitos necessários para sua obtenção. Além disso, como o sistema era baseado em regimes de repartição, apresentava uma série de deficiências administrativas em função da complexidade de disposições legais e da sobrecarga de trabalho

---

<sup>9</sup> Esse período é caracterizado por um aumento nas taxas de inflação que corroía o valor real dos benefícios pagos, uma vez que não existiam mecanismos eficientes de indexação dos benefícios. A consequência disso é a redução no valor real das pensões.

a que estavam submetidas essas instituições, bem como o gerenciamento ineficiente de recursos (BELTRÃO et al., 1998 p. 53-56).

Em 1980, o Decreto-Lei nº 3.500 cria o Sistema de Pensões de Capitalização Individual, que marca o início do processo de reforma dos regimes previdenciários existentes no país. O Sistema de Pensões de Capitalização Individual substituirá paulatinamente todos os regimes anteriormente existentes com exceção da Caixa Previdenciária de Defesa Nacional de dos Soldados (BELTRÃO et al., 1998, p.30).

Com a reforma, o sistema previdenciário chileno paulatinamente passará de um regime de repartição para um regime de capitalização individual Segundo Beltrão et al. (1998), a previsão é que, em 2038, o regime de repartição já esteja completamente extinto no Chile. Isso é resultado do processo de transição, uma vez que foi concedido aos trabalhadores que, no momento da reforma já estavam no antigo sistema previdenciário, manter-se no nesse regime ou o trocarem pelo novo. As contribuições desses trabalhadores para os sistema antigo foram convertidas em Bônus de Reconhecimento que serão resgatados quando da aposentadoria do contribuinte. Aos trabalhadores que ingressaram no sistema previdenciário após a reforma, a única opção é o novo sistema baseado na capitalização individual das contribuições. As contribuições são obrigatórias para todos os trabalhadores, quer tenham optado pelo sistema antigo quer pelo novo.

Para os trabalhadores optantes pelo regime de capitalização individual, a contribuição passou a ser exclusivamente dos trabalhadores, correspondente a 10% do valor do salário para custear a sua aposentadoria por idade e um adicional de 2,5% para custear o seguro por invalidez

e pensão aos dependentes. A remuneração das administradoras sai também desses 2,5%. Não há participação dos empregadores nas contribuições<sup>10</sup>.

De acordo com as normas estabelecidas pelo novo regime, o trabalhador poderá se aposentar a qualquer momento, desde que, em sua conta de capitalização individual, existam recursos suficientes para custear o benefício mensal pelo resto de sua vida, ou seja, desde que o valor do benefício resultante não seja inferior a 70% do salário-base de contribuição e que não seja inferior ao benefício mínimo garantido na lei.

A aposentaria por idade é prevista, mesmo que não haja na conta de capitalização individual recursos suficientes para custear os benefícios mínimos estabelecidos. Nesse caso, o Estado irá suplementar a diferença. Todos os trabalhadores maiores de 60 anos de idade, independentemente do sexo, e que tenham feito, no mínimo, 15 contribuições têm direito a esse benefício.

A administração dos recursos da previdência passam a ser responsabilidade da iniciativa privada por meio de Administradoras de Fundos de Pensão – AFPs - que são empresas privadas, com fins lucrativos, cujo objetivo é administrar os recursos que os contribuintes depositaram nos fundos. A remuneração das AFPs é feita pelos próprios contribuintes e está embutida na alíquota de 2,5% cobrada sobre o salário.

A legislação chilena não fixa um patamar de rentabilidade mínima para os fundos de capitalização individual. Porém, estabelece critérios máximos e mínimos de investimento nos diferentes instrumentos financeiros disponíveis como forma de garantir a diversificação de carteira, minimizando riscos e maximizando retornos. Existem limites mínimos e máximos por

---

<sup>10</sup> Como no regime antigo havia contribuições patronais, para os trabalhadores que já contribuía para o regime antigo na data da reforma e que optaram pela mudança de regime foi concedido um aumento salarial no mesmo montante das contribuições patronais.

instrumento financeiro, cujo objetivo é obter uma adequada diversificação da carteira e por emitente, como porcentagem do valor do fundo, cujo objetivo é evitar a concentração das aplicações por instrumentos emitidos por uma mesma entidade e como porcentagem do patrimônio do emitente, para evitar que o fundo assuma uma posição de destaque nas decisões do emitente (BELTRÃO, et al., 1998, p.133).

É facultado ao trabalhador que não esteja satisfeito com os níveis de rentabilidade apresentados por sua administradora trocá-la por outra, sem prejuízos financeiros. Porém, esta troca está limitada a, no máximo, duas vezes ao ano. A razão dessa limitação parece ser garantir que não haja migrações sazonais de um fundo para outro em decorrência de melhorias na rentabilidade no curto prazo. Dessa forma, a legislação inibe os contribuintes de mudarem o administrador devido a aumentos a curto prazo na rentabilidade, que poderiam comprometer o perfil de longo prazo que essas aplicações devem ter. Em outras palavras, se um fundo tiver um desempenho superior aos demais, em um determinado período, isso pode não ser decorrência de aumento na eficiência administrativa, mas, sim, resultado de investimentos que foram realizados no passado que agora estão dando retorno. Nesse caso, não há garantia de que a rentabilidade superior possa persistir, ou de que os novos investidores participarão dos resultados.

A possibilidade de mudar de administradora, ainda que limitada a duas vezes por ano, pode ser vista como um instrumento que garante a solidez do sistema, uma vez que os contribuintes acabam por atuar também como fiscais do desempenho do fundo. As administradoras sabem que, a qualquer sinal de má gestão, os recursos sob sua administração podem migrar para a concorrente e, assim, são estimuladas a garantir a eficiência administrativa.

O papel do Estado está restrito apenas às funções de regulação e fiscalização além de garantir benefícios mínimos aos afiliados. Embora a administração dos fundos seja privada, o

Estado garante benefícios mínimos aos segurados, visando protegê-los de eventuais problemas de solvência de algum fundo.

A experiência chilena de reforma do sistema previdenciário é bastante interessante como foi mostrado. De um regime de repartição, administrado pelo Estado, passou para um regime de capitalização individual, em que é dada ao contribuinte a liberdade de escolher livremente a empresa que administrará seus recursos e de acompanhar o desempenho da administração. Nesse caso, o contribuinte passa a ter um papel ativo com relação à gestão dos recursos, obrigando as empresas a buscarem sempre as melhores alternativas de investimento com os menores custos de gestão, pois, só dessa forma, manterão os contribuintes como clientes.

Porém, após a implantação do novo sistema, houve intensa concentração de contribuições em poucas administradoras. Beltrão et al. (1998) estimam que cerca de 80% dos recursos dos fundos previdenciários estejam concentrados em apenas três administradoras. Isso pode ser reflexo da confiança conquistada entre os contribuintes por essas instituições, devido aos bons resultados apresentados ou devido ao fato de os contribuintes confiarem mais em administradoras maiores.

O Estado chileno, ao propor a reforma, teve que se preocupar em se capitalizar, pois os custos do processo de transição são altos e por ele devem ser assumidos integralmente. Nesse sentido, toda a sociedade chilena é penalizada, uma vez que a origem dos recursos para financiar a transição tem de vir do orçamento público. Esses custos podem, no entanto, ser encarados como gastos com assistência social, o que é um dever do Estado e que a sociedade deve ser capaz de custear.

### 3.2 - A experiência da Argentina

Os primeiros regimes previdenciários da Argentina surgiram no início do século XX, por meio da criação de fundos de pensão setoriais, que estavam restritos a um número muito pequeno de trabalhadores das mesmas atividades. Ao final da década dos 30, diversas categorias ocupacionais já haviam constituído seus fundos de pensão que estabeleciam níveis diferentes de contribuição e benefícios. A partir da década dos 50, através da expansão dos fundos é que se consegue a inserção da grande maioria dos trabalhadores nos sistemas (BELTRÃO et al., 1998, p.27).

O número de trabalhadores cobertos pelos diversos fundos ao final de 1944 era de menos de 500 filiados ou cerca de 7% dos trabalhadores ativos. Em 1948, o sistema já reúne 2.500.000 filiados e, até 1960, cobria 55,2% da população economicamente ativa e continuou aumentando chegando a 69%, em 1980.

TABELA 2 – Argentina, cobertura do sistema antigo

Ano	Contribuintes / PEA (%)
1.960	55,2
1.970	68,0
1.980	69,1
1.988	79,1

Fonte: BELTRÃO et al., 1998, p.48.

Houve, desde o início do processo de generalização da cobertura, a partir dos anos 40, um processo de nivelamento entre as contribuições e os benefícios concedidos pelos diferentes fundos. Essa homogeneização ocorreu também em relação às idades mínimas para aposentadoria, tempo de contribuição e demais requisitos para a concessão dos benefícios. Esse processo de homogeneização culmina com a unificação de todos os critérios de recolhimento de contribuição e concessão de benefícios, em 1954 (BELTRÃO et al., 1998, p. 28).

Em 1967, o governo sanciona as leis nº.18.037 e nº.18.038, criando regimes previdenciários paralelos. Estas leis criaram a Caixa dos Funcionários do Estado, a Caixa dos Trabalhadores da indústria, Comércio e das Atividades Cíveis e a Caixa dos Trabalhadores Autônomos. Com a criação destas instituições, os trabalhadores com vínculo empregatício deveriam converter-se em trabalhadores filiados a uma das duas primeiras instituições (de acordo com a atividade exercida) e os trabalhadores autônomos deveriam se filiar à Caixa dos Trabalhadores Autônomos (BELTRÃO et al., 1998, p. 28).

Porém, a reforma do sistema previdenciário ainda não estava completa. Em 1992, o governo encaminha ao congresso proposta de criação de um sistema integrado de aposentadorias e pensões que foi modificada pelo congresso e convertida na Lei nº.24.241 em 1993 (BELTRÃO et al., 1998, p. 28).

A necessidade de reformas nos sistemas previdenciários da Argentina estão relacionados a diferentes fatores:

- demográficos - que estão relacionados ao processo de envelhecimento da população e pela queda da taxa de natalidade que tem impacto direto sobre regimes de repartição e que prejudica o equilíbrio financeiro do sistema. A razão de dependência<sup>11</sup> passa de 13 idosos para cada 100 adultos, em 1950, para 27 idosos para cada 100 adultos, em 1990. O aumento da razão de dependência reduz a capacidade de o sistema de repartição pagar os benefícios;
- sócioeconômicos - muitos problemas estruturais na Argentina podem afetar diretamente ou indiretamente o sistema previdenciário, dentre eles, destacam-se a heterogeneidade do mercado de trabalho, os altos níveis de evasão do sistema por diversas razões que vão desde

---

<sup>11</sup> Razão de dependência é definida como o número de pessoas maiores de 60 anos em relação ao número de adultos maiores de 20 anos.

a informalidade do mercado de trabalho até a evasão deliberada e a recessão na qual a economia Argentina está mergulhada nos últimos anos;

- institucionais - dentre os fatores institucionais, destacam-se as falhas na administração dos recursos, a falta de planejamento a médio e longo prazos, generosidade excessiva na concessão de benefícios, falta de estrutura regulatória que combata de forma eficiente a sonegação e evasão (BELTRÃO et al., 1998, p.50).

O novo sistema previdenciário da Argentina, criado em 1992, tem como característica básica ser um sistema misto, cuja gestão pode ser pública ou privada. Coexistirão enquanto não houver uma outra reforma que extinga um dos dois, ou ambos. O contribuinte pode optar pelo regime público ou pelo privado. O Estado tem papel ativo, mesmo nos fundos de administração privada, pagando a Pensão Básica Universal – PBU - a todos os contribuintes, inclusive aos do sistema privado, além de ter as funções de regulação e fiscalização.

A gestão privada dos fundos ficou a cargo das *Administradoras de Fondos de Jubilaciones e Pensiones* - AFJP - que

são empresas especificamente constituídas para administrar os fundos, sob controle da Superintendência de Administradoras de Fondos de Jubilaciones e Pensiones (SAPJ). [...] Existe completa interdependência entre os ativos da AFPJ e os ativos do fundo – a AFJP apenas gere estes fundos, que são de propriedade dos afiliados, recebendo, pelos serviços prestados, comissões fixas e variáveis” (BELTRÃO et al., 1998, p.360).

Então, as AFJPs são empresas privadas, com fins lucrativos, normalmente ligadas a bancos e seguradoras nacionais e internacionais, constituídas para gerir os recursos dos contribuintes que estão sob o controle da SAPJ. Os contribuintes têm liberdade de escolher a sua administradora, podendo mudar, até duas vezes por ano, desde que tenham feito pelo menos

quatro contribuições na administradora. Nesse caso, as administradoras concorrem entre si, o que pode garantir maior transparência e estabilidade do sistema.

Existem limites tanto mínimos, quanto máximos tanto para o tipo de investimento quanto para o emissor, além de ter uma classificação de risco – *rating* – para os instrumentos financeiros e seus emissores. O objetivo é assegurar a solvência do sistema a longo prazo, uma vez que garante a diversificação que leva à redução no risco.

Com relação à rentabilidade esperada de uma administradora, essa tem que ser superior a 70% da rentabilidade média das outras administradoras ou não inferior a dois pontos percentuais em relação à média das outras seguradoras. Caso alguma administradora não consiga esse nível de rentabilidade em algum período, ficará obrigada a suplementar, com recursos próprios, a diferença. Se esses recursos não forem suficientes para suplementar a diferença entre a rentabilidade mínima e a observada, a administradora será liquidada, e o fundo será transferido para outras administradoras. Porém, os contribuintes não ficarão com o prejuízo, pois o Tesouro Nacional irá aportar os recursos necessários para que os contribuintes tenham a rentabilidade mínima.

Apesar de todas as garantias oferecidas pelo Estado aos contribuintes que aderissem ao sistema privado, o número de adesões foi baixo. Beltrão et al. (1998), destacam, entre as possíveis razões para o baixo nível de adesão, a complexidade das novas regras e a agressiva campanha de marketing feita pelas administradoras que teriam intimidado a população. Contudo, para os trabalhadores que já estavam contribuindo há algum tempo para o regime público, o regime privado não oferecia vantagens para a troca, pelo contrário, o mais vantajoso seria permanecer no sistema público. Para esses contribuintes, o Estado paga, além da pensão básica

universal e da pensão compensatória, uma pensão adicional por permanência, para aqueles que aumentarem o número de anos de atividade.

A reforma do sistema argentino teve como característica principal a manutenção do Estado como administrador e financiador do sistema e a possibilidade de escolha entre o regime público, baseado na repartição, e o regime privado, baseado na capitalização. É marcante também a responsabilidade do Estado em caso de problema na gestão do regime privado e na garantia de uma aposentadoria básica para todos.

No entanto, dada a grave crise que a Argentina vem atravessando nos últimos anos, as garantias oferecidas pelo Estado não apresentam mais o mesmo valor. Têm sido comuns os atrasos nos pagamentos de salários do funcionalismo público e também no de aposentadorias e pensões que certamente está fazendo com que os argentinos tenham cada vez menos confiança nas promessas do governo. A necessidade de superávits primários no orçamento, exigência do Fundo Monetário Internacional, para continuar auxiliando a Argentina, agrava ainda mais a situação econômica do País.

### **3.3 - Comparação entre os novos sistemas previdenciários do Chile e da Argentina**

Nos dois casos analisados, os novos sistemas surgem da necessidade de instaurar o equilíbrio atuarial<sup>12</sup> perdido nos sistemas anteriores devido a diferentes fatores: envelhecimento da população, queda nas taxas de natalidade, excesso de generosidade na concessão de

---

<sup>12</sup> Equilíbrio atuarial é a correspondência entre o valor das contribuições realizadas a um fundo e o valor do benefício que será pago ao final do período contributivo.

benefícios, ineficiência na administração de recursos e ineficiência administrativa entre outras.

Os novos sistemas têm como pilares a capitalização das contribuições, a participação do setor privado na administração dos fundos e maior liberdade de escolha para os trabalhadores, além de garantirem maior transparência e segurança. Porém, apesar dessas características comuns, em cada país a reforma propôs um sistema diferente. No caso da Argentina, foi criado um sistema misto, com um componente de capitalização e outro de repartição. O Chile propôs um sistema de capitalização individual pura, prevendo a extinção gradativa do sistema de repartição. Na Argentina, os trabalhadores estão livres para escolher entre o regime de capitalização e o de repartição, enquanto no Chile, só existe, para os trabalhadores que entraram no mercado de trabalho após a reforma, a opção pelo regime de capitalização. Só têm o direito de optar pelo regime de repartição os trabalhadores que já estavam no mercado de trabalho antes da reforma (BELTRÃO et al., 1998, p.79).

O Estado, em ambos os casos, assumiu o papel de garantidor de benefícios mínimos<sup>13</sup>, agente normatizador e regulador. O QUADRO 1 mostra os mecanismos comuns de controle adotados pelos governos do Chile e da Argentina. Nota-se que as medidas reguladoras comuns visam garantir a transparência do setor, o que é fator fundamental para que as pessoas confiem no sistema e nele apliquem seus recursos.

---

<sup>13</sup> Papel ligado à assistência social, que, por definição, é função do Estado.

QUADRO 1 - Principais mecanismos comuns de controle dos novos sistemas previdenciários da Argentina e Chile

Autorização	Apresentação de projeto de constituição de administradora.
Publicidade	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tópico regulamentado por normas específicas sob o âmbito do controle de superintendências.</li> </ul>
Informações aos Segurados	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Relatórios de prestação de contas periódicos que demonstram as contribuições efetuadas e os rendimentos financeiros gerados.</li> <li>▪ Saldo das contas individuais e dos bônus de recolhimento, quando se aplicarem.</li> <li>▪ Folhetos e manuais informativos sobre os procedimentos do sistema.</li> <li>▪ Publicações periódicas das superintendências.</li> </ul>
Controle de Aplicações Financeiras	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Relatório diário das aplicações financeiras realizadas.</li> <li>▪ Transmissão dos dados e estabelecimento de uma base de armazenamento.</li> <li>▪ Valorização dos bens adquiridos pelos fundos.</li> <li>▪ Determinação dos valores das cotas dos fundos.</li> <li>▪ Verificação da transparência das operações.</li> </ul>
Controle Operacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Realização de auditorias nos fundos.</li> <li>▪ Realização de auditorias nas administradoras.</li> <li>▪ Desdobramento dos valores em custódia do fundo e do ajuste legal.</li> <li>▪ Promoções de venda.</li> <li>▪ Sanções.</li> <li>▪ Ações de controle sobre a concessão de benefícios</li> <li>▪ Informações relativas a sinistros por tipo e valor.</li> </ul>

Fonte: BELTRÃO et al., 1998, p.90.

Com relação às garantias e coberturas oferecidas pelos diferentes planos tem-se algumas peculiaridades entre os países que podem ser vistas no QUADRO 2. Nota-se que não há a possibilidade de coexistência dos novos regimes com os regimes antigos, mostrando a determinação desses países em mudarem efetivamente seu regime previdenciário, ainda que tenham que colocar lentas e dispendiosas regras de transição entre o regime novo e o antigo, o que implica a penalização de toda a sociedade, pois os recursos que financiarão a transição sairão do orçamento público.

QUADRO 2 - Cobertura legal dos novos sistemas – Argentina e Chile

<b>País</b>	<b>Argentina</b>	<b>Chile</b>
Coexistência dos novos regimes com os antigos	Não	Não
Regime único de capitalização	Não. Trata-se de regime misto (repartição e capitalização)	Sim
Ingresso de novos trabalhadores com vínculo empregatício no mercado	Filiação ao SIJP obrigatória, com opção entre regime de repartição e capitalização	Filiação ao sistema da AFP é obrigatória
Ingresso de trabalhadores independentes ou autônomos	Filiação ao SIJP obrigatória com opção entre regime de repartição e capitalização	Filiação Voluntária
Ingresso de trabalhadores que estavam filiados ao sistema antigo antes da reforma	Filiação ao SIJP obrigatória com opção entre regime de repartição e capitalização	Filiação Voluntária
Exceções quanto ao ingresso	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Militares ligados às forças armadas, à segurança pública e policiais.</li> <li>▪ Funcionários, empregados e agentes civis com vínculo empregatício trabalhando para os governos.</li> <li>▪ Profissionais pesquisadores, cientistas e técnicos contratados no exterior para prestar serviços no país por um prazo não superior a dois anos.</li> </ul>	Militares ligados às forças armadas e à segurança pública
Possibilidade de retorno ao sistema antigo	Até 15/06/1996, os filiados da SIJP podiam transferir-se do regime de capitalização para o sistema previdenciário público.	Configura-se somente em caso de o trabalhador não ter direito a nenhum bônus de reconhecimento.
Possibilidade de transferência de uma administradora para outra.	Sim, limitada a uma freqüência não superior a duas vezes ao ano, desde que o número de contribuintes à administradora de origem tenha chegado a um mínimo de quatro.	Sim limitado a uma freqüência não superior a duas vezes por ano, por motivos administrativos.

Fonte: BELTRÃO et al., 1998, p.91-92.

Em relação ao regime, o Chile passa para o regime de capitalização enquanto a Argentina optou por um sistema misto, onde coexistem um sistema por capitalização ou outro por repartição. Com relação à obrigatoriedade de filiação quando da entrada de novos trabalhadores com vínculo empregatício tem-se na Argentina filiação obrigatória ao SIJP, podendo o trabalhador optar entre o sistema de repartição ou capitalização e, no Chile, os trabalhadores têm que estar vinculados a uma AFP. Na Argentina, os trabalhadores autônomos e os egressos do regime antigo devem obrigatoriamente filiar-se a SIJP com a opção entre os regimes de capitalização ou repartição. Já no Chile, a filiação ao novo sistema é uma opção do trabalhador<sup>14</sup>. Com relação às exceções ao ingresso no novo sistema, há coincidência na questão dos militares que são tratados como casos de exceção. Com relação à possibilidade de retorno ao antigo sistema, há uma certa rigidez uma vez que houve incentivos para que as pessoas migrassem do sistema antigo (deficitário nos dois países) para o novo regime.

Nos casos analisados, existe a possibilidade de mudança de administradora, com algumas limitações específicas. Ressalta-se que a possibilidade de mudança pode ser instrumento de aumento da concorrência entre as diversas administradoras, o que pode vir a gerar uma administração mais eficiente dos recursos e garantir ao contribuinte um maior acesso à informação sobre o desempenho da administração e a maiores rendimentos. As limitações em relação às mudanças são em decorrência da necessidade que esses fundos têm de investir a longo prazo e, se se permite que a qualquer momento os contribuintes mudem de fundo, não há como fazer um planejamento de investimento a longo prazo que certamente terá reflexo no desempenho do fundo.

---

<sup>14</sup> Somente aos trabalhadores que já contribuía para o sistema antigo na data da reforma. Os que começaram a contribuir após a reforma só têm a opção pelo novo sistema.

O QUADRO 3 apresenta as principais diferenças entre os dois países e a relação aos aportes no novo sistema previdenciário. A maior diferença nesse caso é que, na Argentina, tanto empregadores quanto trabalhadores têm obrigatoriamente que contribuir enquanto, no Chile, as contribuições ficam a cargo exclusivamente dos trabalhadores. Em todos os casos, é permitido aos trabalhadores realizar depósitos voluntários que irão contribuir para o aumento do saldo das contas individuais, garantindo assim um benefício de maior valor.

QUADRO 3 – Características dos aportes ao sistema de capitalização – Argentina e Chile

(Continua)

<b>País</b>	<b>Argentina</b>	<b>Chile</b>
Natureza dos aportes ao fundo	Inafiançável	
Tipo de aporte	Obrigatório e Voluntário	
Aporte obrigatório	Título de capitalização individual: 11% (incluindo comissões e prêmios de seguro)	10%
Aporte voluntário	Não sujeito a limites	Limitado a 48 Unidades de Fomento além do aporte obrigatório
Aporte dos trabalhadores independentes e autônomos	São obrigatórios baseando-se no nível de renda de referência, conforme as categorias estabelecidas.	São voluntários e baseiam-se nos rendimentos declarados, que podem ser inferiores ao salário mínimo
Teto de rendimento para aportes obrigatórios	Nem menor que 3 nem maior que 60 vezes o Aporte Médio Previdenciário Obrigatório	60 unidades de fomento
Vantagens do aporte voluntário	Possibilita o aumento do valor dos benefícios ou a antecipação da data de aposentadoria	

QUADRO 3 – Características dos aportes ao sistema de capitalização – Argentina e Chile

(Conclusão)

<b>País</b>	<b>Argentina</b>	<b>Chile</b>
Benefícios tributários	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ (Os aportes previdenciários, inclusive os voluntários são dedutíveis do valor base para aplicação de imposto sobre o lucro.</li> <li>▪ Os depósitos predefinidos não constituem remuneração e não são considerados renda do filiado para efeitos tributários.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Os aportes obrigatórios e voluntários são isentos de imposto de renda até o limite de 60 unidades fiscais.</li> <li>▪ Depósitos pré-definidos não são sujeitos a imposto para o filiado.</li> <li>▪ Os saques da conta de poupança são sujeitos a imposto exceto quando se destinam a aumentar o saldo da conta individual.</li> <li>▪ As contribuições menores que 8,33% do teto de remuneração mensal e a rentabilidade obtida pela CAI não constituem renda.</li> </ul>
Contas adicionais	Não são contempladas pelo sistema	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Conta de poupança de indenização (CAI)</li> <li>▪ Conta de poupança voluntária</li> </ul>
Arrecadação dos aportes	Cabe à Direção Geral de Arrecadação (DGI) que transfere os aportes para a AFJP.	Está a cargo das próprias AFP, em suas agências ou por meio de instituições bancárias.

Fonte: BELTRÃO et al., 1998, p.93-94

O QUADRO 4 apresenta como ficaram as aposentadorias para os trabalhadores da Argentina e do Chile depois das reformas.

QUADRO 4 – Principais características das aposentadorias, Argentina e Chile

<b>País</b>	<b>Argentina</b>	<b>Chile</b>
Financiamento do risco	Dois fundamentos: (1) prestação básica universal; (2) regime de repartição: prestação adicional por permanência e regime de capitalização: contribuição definida, capitalização individual e seguro coletivo	Contribuição definida: Capitalização individual + seguro coletivo
Idade mínima	Homens: 65 anos Mulheres: 60 anos	Homens: 65 anos Mulheres: 60 anos
Valor da pensão	Base de cálculo: Repartição: PBU+PC+PAP Capitalização: PBU+PC+JO	Base de cálculo: aportes obrigatórios e voluntários + rendimentos financeiros + bônus de reconhecimento
Prestações mínimas garantidas à velhice	A prestação básica universal assegura um nível mínimo para aqueles que tenham atingido 65 ou 60 anos (homens e mulheres respectivamente) e registrem pelo menos 30 anos de serviços com contribuições ao sistema	O Estado concede uma pensão mínima àqueles que tenham mais de 65 anos (homens) e 60 anos (mulheres que registrem pelo menos 20 anos de cotizações a um sistema previdenciário)
Pré-requisitos para antecipação da aposentadoria	Somente no regime de capitalização: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ter direito a uma aposentadoria maior ou igual a 50% da base de cálculo para aposentadoria (últimos 5 anos)</li> <li>▪ aposentadoria maior ou igual a duas vezes a prestação básica universal</li> </ul>	Pensão igual ou superior a 50% dos rendimentos tributáveis nos últimos 10 anos, reajustados de acordo com o índice de preços ao consumidor valor igual ou superior a 110% da pensão mínima garantida pelo Estado
Pré-requisito para a retirada do excedente de disponibilidade livre	O saldo deve ser suficiente para financiar prestação não inferior a 70% dos rendimentos tributáveis registrados nos últimos 5 anos e a três vezes o valor da prestação básica universal máxima. O excedente não poderá ser maior do que 500 vezes o valor da PBU	O saldo deve ser suficiente para financiar prestação superior a 70% da remuneração tributável dos últimos 10 anos e 120% da prestação mínima

Fonte: BELTRÃO et al., 1998, p.110.

Pode-se notar que há uma grande diferença entre o modelo adotado na Argentina e o adotado no Chile. A reforma chilena foi bem mais profunda e radical do que a argentina. A criação do regime de capitalização individual, administrado pela iniciativa privada, sem garantias do Estado, com a contribuição obrigatória dos trabalhadores pode ser considerada uma reforma profunda do sistema. Nota-se que o Estado tem que arcar com os pesados custos da transição. Porém, alguns autores, dentre eles Beltrão, et alli. (1998), afirmam que a reforma no sistema é um dos fatores primordiais do crescimento econômico apresentado pelo Chile nos últimos anos.

Já a reforma argentina parece não ter sido capaz de alavancar o processo de crescimento econômico. Uma das razões que podem ser levantadas para justificar tal fato é o baixo nível de adesão dos trabalhadores ao regime de capitalização. Sendo assim, não foi possível aumentar significativamente o nível de poupança interna que poderia financiar o crescimento do País através dos investimentos que esses fundos poderiam estar fazendo na economia. Contudo, os problemas econômicos enfrentados pela Argentina vão muito além de problemas com a previdência. A adoção do plano de conversibilidade que fixou o valor do Peso como sendo igual a um Dólar gerou *deficits* fiscais crescentes, recessão econômica, aumento nas taxas de desemprego etc. que são fatores que têm contribuído para que a Argentina mergulhe cada vez mais em uma crise econômica e política.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> No final de 2001 e início de 2002, a Argentina atravessa um período de enormes turbulências políticas e econômicas que levaram à renúncia do poderoso Ministro da Fazenda Domingo Cavallo e do presidente Fernando de la Rúa. A conversibilidade é quebrada e é decretada a moratória da dívida externa, na tentativa de conter a recessão e de retomar o crescimento econômico. Porém, parece que essas medidas não serão capazes de resolver os problemas econômicos enfrentados pela Argentina.

## **4 - O SISTEMA PREVIDENCIÁRIO BRASILEIRO**

Assim como nos casos vistos anteriormente, o sistema previdenciário brasileiro começou a se desenvolver no início do século XX. Em 1919, é sancionada a Lei nº.3.724, que é considerada a primeira lei brasileira de proteção social, que estabelecia o direito ao seguro por acidente de trabalho. Porém, a primeira legislação a respeito do sistema previdenciário ficou conhecida como Lei Eloy Chaves (Decreto-Lei nº.4.682, de 1923) que determinava a criação de caixas de aposentadorias e pensões nas empresas ferroviárias existentes à época, sendo uma caixa para cada empresa. O objetivo dessas instituições era amparar seus trabalhadores na inatividade (invalidez ou aposentadoria). Como cada empresa deveria ter sua própria caixa, o número de empregados vinculados a cada uma era pequeno. Nos anos 20 e 30, esse sistema foi estendido para outras categorias ocupacionais além dos ferroviários. Diversas instituições foram criadas nesse período e congregavam individualmente um número pequeno de trabalhadores, gerando um sistema composto por um número elevado de instituições que ofereciam planos e benefícios diferenciados e que atendiam a um número pequeno de trabalhadores. Segundo Beltrão et al. (1998), em 1937, existiam 183 caixas de aposentadorias e pensões.

A partir da década dos 30, o País passa por uma série de modificações políticas, econômicas e sociais. A Revolução de 1930 leva Getúlio Vargas ao poder e marca o início de uma nova ordem econômica e social, voltada para a industrialização e para a vida urbana. A base da economia brasileira ainda era a produção e exportação de café, que estava em crise devido à

superprodução e à redução da demanda, por causa da crise de 1929<sup>16</sup>. Porém, em decorrência de problemas na balança comercial, o País já havia começado a se industrializar, produzindo internamente bens de que necessitava e que não tinha condições de importar, devido à fragilidade de suas contas.

Nesse período, há uma aceleração no processo de urbanização e conseqüentemente os trabalhadores urbanos passam a ter maior representatividade no cenário político, até então dominado pela elite agrária. É nesse contexto que a previdência social começou a merecer maior atenção por parte do governo, que promoveu a primeira reforma no sistema previdenciário. Foram criados os Institutos de Aposentadorias e Pensões – IAPs - e a vinculação passou a ser por categoria ocupacional e não mais por empresa. Dessa forma, cada instituto poderia congrega um número maior de trabalhares em relação ao sistema por empresa.

A criação dos IAPs aumentou a cobertura do sistema para a quase totalidade dos trabalhadores urbanos e uma parte dos autônomos, ficando de fora os trabalhadores rurais e os domésticos. O Estado, que até então se mantivera afastado da administração da previdência social, tomou para si a responsabilidade de efetivamente gerir os recursos dos fundos, uma vez que fazer a nomeação dos gestores dos institutos era sua função. Assim, começou a fase de centralização e estatização da previdência social no Brasil, que dura até os dias atuais.

Embora o Estado tivesse um grande controle sobre os IAPs, este sistema gerou grandes disparidades entre os planos de contribuição e benefícios oferecidos às diferentes classes de trabalhadores. A correção dessas distorções só começou a ser esboçada em 1945 com a tentativa

---

<sup>16</sup> Por crise de 1929, refere-se a crise da economia americana que afetou todo o sistema financeiro do País e teve reflexos também no Brasil, uma vez que, os *Barões do Café* brasileiros investiam seus recursos na bolsa de Nova York.

frustada de unificar os IAPs em uma única instituição – o Instituto de Seguros Sociais do Brasil, que jamais foi criado.

A primeira reforma no sentido de reduzir as disparidades entre as diferentes categorias ocupacionais só teve início em 1960, com a promulgação da Lei Orgânica da Previdência Social – LOPS - que propõe unificar as contribuições e os benefícios dos IAPs. Porém, a unificação de fato só acontece em 1966, com a criação do Instituto Nacional de Previdência Social – INPS.

No que concerne à cobertura do sistema, trabalhadores rurais ficaram excluídos do sistema até 1971, quando foi criado o Programa de Assistência ao Trabalhador Rural - Pró-Rural. Os trabalhadores domésticos só foram incluídos em 1972, os autônomos, em caráter compulsório, em 1973 e os empregadores, em 1976. Os maiores de 70 anos e os inválidos não cobertos pelo sistema só foram incluídos em 1974. Com isso, a cobertura do sistema previdenciário passou a ser universal em 1976.

O regime adotado pelo sistema previdenciário brasileiro foi o de repartição simples, em que a geração de contribuintes financia a geração de beneficiários. No início, esse sistema mostrou-se superavitário, uma vez que o total de contribuições era mais que suficiente para financiar os benefícios. Porém, com o passar dos anos, a relação entre o número de contribuintes e beneficiários foi aumentando, e o sistema começou a sinalizar problemas no equilíbrio econômico-financeiro.

Em 1977, foi regulamentada a previdência complementar, gerida pela iniciativa privada, sob regime de capitalização e que tinha como função complementar os benefícios oferecidos pelo sistema estatal aos contribuintes que optavam pelo sistema. Foram criados dois tipos de instituições de previdência complementar: as Entidades Fechadas de Previdência Privada – EFPP - e as Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP). As EFPP caracterizam-se por terem

uma empresa (ou grupo de empresas como patrocinadoras) e os contribuintes têm que ter vínculo com a empresa patrocinadora. Já as EAPP são abertas a qualquer indivíduo que se disponha a fazer aportes periódicos em seus fundos, não mantendo nenhum vínculo com empresas patrocinadoras. A previdência complementar brasileira caracteriza-se pelo caráter facultativo de ingresso dos indivíduos no sistema, mesmo nas EFPP.

Um outro marco importante no desenvolvimento do sistema previdenciário brasileiro é a promulgação da nova Constituição Brasileira, em 1988, que definiu seguridade social como

um conjunto integrado de ações e de iniciativas dos poderes públicos e da sociedade, destinado a assegurar o direito relativo à saúde, à previdência e à assistência social. (constituição Brasileira, 1988).

Além de estabelecer os princípios da seguridade social, a Constituição de 1988

estabeleceu como princípios básicos a universalização, a equivalência de benefícios entre trabalhadores urbanos e rurais, a seletividade na concessão dos benefícios, a irredutibilidade do valor das prestações, a equanimidade do custeio, a diversificação da base de financiamento, descentralização e participação dos trabalhadores na gestão, avanço no sentido de conceituar a Seguridade Social como um contrato social coletivo, integrante do próprio direito à cidadania, onde benefícios seriam concedidos conforme a necessidade, e o custeio seria feito segundo a capacidade de cada um.” (BELTRÃO et al., 1998, p.305).

A Constituição de 1988 também criou o Regime Jurídico Único para o funcionalismo público (federal, estadual e municipal), que estabeleceu um regime previdenciário separado para a categoria, que garantia aos servidores aposentadoria com salário integral (com direito à equiparação com os funcionários ativos).

No início, os governos (federal, estaduais e municipais) viram nesse sistema uma oportunidade de economizar nos gastos com a folha de pagamento do funcionalismo por meio do não pagamento das contribuições ao Instituto Nacional de Seguridade Social – INSS - e ao Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS. Porém, esses governos teriam que pagar contribuições aos institutos que cuidariam dos sistemas previdenciários do funcionalismo. Por um tempo, estes repasses foram adiados ou não foram feitos integralmente, o que gerou dívidas dos governos com esses fundos. Em pouco tempo, os governos viram as suas despesas com a folha de pagamentos dos funcionários inativos subir, o que se tornou um grande problema financeiro, sem solução a curto e médio prazos.

Portanto, o sistema previdenciário brasileiro foi constituído ao longo do século XX, com a presença marcante do Estado, tanto na regulamentação e fiscalização como também na gestão dos recursos (previdência pública). Existem, atualmente no Brasil três tipos de regimes previdenciários, sendo dois obrigatórios, a previdência pública para os trabalhadores da iniciativa privada e a previdência pública para os servidores públicos e um voluntário: o regime de previdência complementar que conta com as EFPP e com as EAPP.

O Estado na gestão dos recursos do sistema previdenciário público, tanto para os trabalhadores da iniciativa privada – Regime Geral - quanto do funcionalismo público, não é feita uma clara distinção entre previdência social e assistência social. A distinção entre esses dois conceitos é importante, principalmente quando o sistema apresenta-se deficitário. Segundo Westenberger e Pereira (1997), seguridade social é

uma realização que de forma concreta não existe, existe como meta, existe como objetivo, existe como desejo, isto é, coloca-se o termo seguridade social como uma coisa para a qual há que se tender e, nesse sentido, ninguém atingiu a meta.

Dessa forma, para esses autores, são três as funções da seguridade social: garantir acesso aos serviços de saúde; proporcionar remunerações para os cidadãos que perderam a sua remuneração de forma temporária ou permanente, pela ocorrência de um risco social e proporcionar remuneração a pessoas que nunca trabalharam por algum motivo (falta de postos de trabalho, deficiência física ou mental, problemas de saúde etc.). Assim sendo, a seguridade social é um dever do Estado.

Ainda, segundo esses mesmos autores, previdência social e seguridade social são entendidos da seguinte forma:

Seguridade Social é um sistema de cunho redistributivo no qual não há vinculação entre a contribuição efetuada e os benefícios recebidos, sendo composta basicamente pela assistência social e saúde. A primeira, assistência social, tem como objetivo proporcionar condições mínimas de sobrevivência àqueles que não conseguem sobreviver por seus próprios meios. A última, saúde, visa ofertar um serviço público essencial a beneficiários com insuficiência de renda.

Previdência Social é um sistema contributivo no qual há estreita relação entre os benefícios recebidos e as contribuições efetuadas, onde o objetivo é assegurar aos indivíduos um certo rendimento quando sua capacidade de trabalho chega ao fim. (WESTENBERG e PEREIRA, 1997).

Para o entendimento do sistema previdenciário brasileiro é necessário ter claras as distinções conceituais existentes entre seguridade social e previdência social. A razão pela qual essa distinção é tão importante está no fato de que essas duas funções são administradas conjuntamente pelo governo brasileiro através do Ministério da Previdência e Assistência Social - MPAS - através INSS e pelo Ministério da Saúde. Porém, com relação à origem dos recursos, deve-se se fazer uma clara distinção, pois os recursos da assistência social devem sair dos cofres

do governo enquanto os recursos da previdência social devem sair dos recursos obtidos pelo sistema previdenciário através das contribuições pagas pelos contribuintes e pelos rendimentos dos investimentos realizados com eventuais sobras de caixa<sup>17</sup>. Essa observação assume importância vital na análise da viabilidade do sistema previdenciário brasileiro a médio e longo prazos.

#### **4.1 - O regime geral de previdência**

Todos os trabalhadores brasileiros, tanto do setor formal quanto do setor informal, estão obrigados a contribuir para o INSS que administra os recursos do sistema previdenciário. Para os trabalhadores do setor formal, os empregadores recolhem a contribuição dos seus empregados e as repassam ao INSS. Já os trabalhadores do setor informal deveriam contribuir como autônomos para o sistema. Porém, por diferentes fatores que podem ser falta de recursos, desconfiança no sistema e desinformação, entre outros, grande parcela desses trabalhadores não realizam as contribuições. Muitas empresas recolhem a contribuição dos seus empregados e não as repassam para o INSS, muitas vezes, incentivadas pelos perdões de dívidas que foram concedidos no passado. A desorganização do sistema não permite que os empregados acompanhem se os recursos descontados dos salários estão efetivamente sendo repassados pelas empresas ao INSS. Dessa forma, os contribuintes não têm como fiscalizar se as empresas estão de fato cumprindo regularmente os repasses ao sistema, o que contribuiria para a redução da sonegação.

Como já foi dito, a previdência social vem apresentando *deficits* ao longo dos últimos anos. As razões para isso são diversas: a garantia dada pela Constituição de 1998 de novos

---

<sup>17</sup> Uma vez que o sistema previdenciário brasileiro está baseado em regime de repartição, os investimentos só serão realizados quando houver sobras de caixa, ou seja, o montante das contribuições superar o montante de pagamentos.

benefícios<sup>18</sup>, sem que houvesse a devida contrapartida em relação às fontes de financiamento desses novos benefícios; as diversas crises econômicas que reduziram o nível de emprego formal<sup>19</sup> e o excesso de tributação sobre a folha de pagamento das empresas que é um incentivo à informalização do mercado de trabalho; o aumento da expectativa de vida e redução da taxa de mortalidade que ocorreram nas últimas três décadas no Brasil, que afetam diretamente o equilíbrio no regime de repartição; a generosidade na concessão de benefícios (por exemplo a concessão de aposentadorias por tempo de serviços a trabalhadores ainda bastante jovens com 40, 50 anos de idade entre outros).

TABELA 3 – Evolução do saldo previdenciário do INSS – 1988-1998

(em R\$ bilhões – preços constantes de dezembro de 1998)

<b>Ano</b>	<b>Arrecadação Líquida</b>	<b>Pagamento de Benefícios Previdenciários</b>	<b>Saldo Previdenciário</b>
1988	30,79	17,83	12,956
1989	30,49	19,04	11,450
1990	31,5	19,52	11,981
1991	28,32	20,47	7,850
1992	27,93	22,28	5,657
1993	31,74	29,97	1,772
1994	33,88	33,07	0,809
1995	40,69	41,02	-0,325
1996	44,36	44,48	-0,124
1997	45,89	49,06	-3,177
1998	46,74	53,49	-6,752

Fonte: MPAS.

A TABELA 3 apresenta a evolução do saldo previdenciário do regime geral de previdência social, que envolve tanto a previdência dos trabalhadores da iniciativa privada quanto o dos trabalhadores do setor público, nos últimos anos, a partir de 1988, ano da promulgação da

<sup>18</sup> Dentre esses benefícios destacam-se o aumento das aposentadorias dos trabalhadores rurais de ½ salário mínimo para um salário mínimo, garantia de pensão no valor de um salário mínimo para todos os brasileiros maiores de 65 anos, mesmo que não tenham contribuído para a previdência entre outras.

nova Constituição. Nota-se claramente um aumento na arrecadação que passou de R\$30,79 bilhões, em 1988, para R\$46,74 bilhões, em 1998, e também um aumento no pagamento de benefícios: R\$17,83 bilhões, em 1988, para R\$53,49 bilhões, em 1998. Entretanto, o aumento no pagamento de benefícios foi substancialmente maior do que o aumento na arrecadação. Enquanto esse foi de 51,8% no período, o aumento no pagamento de benefícios foi de 200%, o que mostra a fragilidade financeira do sistema e a necessidade de mudanças que garantam o equilíbrio atuarial.

O aumento verificado no *deficit* da previdência social levou à necessidade de uma ampla discussão sobre a questão e verificou-se a necessidade de realizar reformas no sistema de forma que ele pudesse ser viável a longo prazo. Contudo, este tipo de reforma é considerado por muitos como impopular e houve grandes dificuldades na sua aprovação. A maior dificuldade está relacionada à reforma da previdência dos servidores públicos.

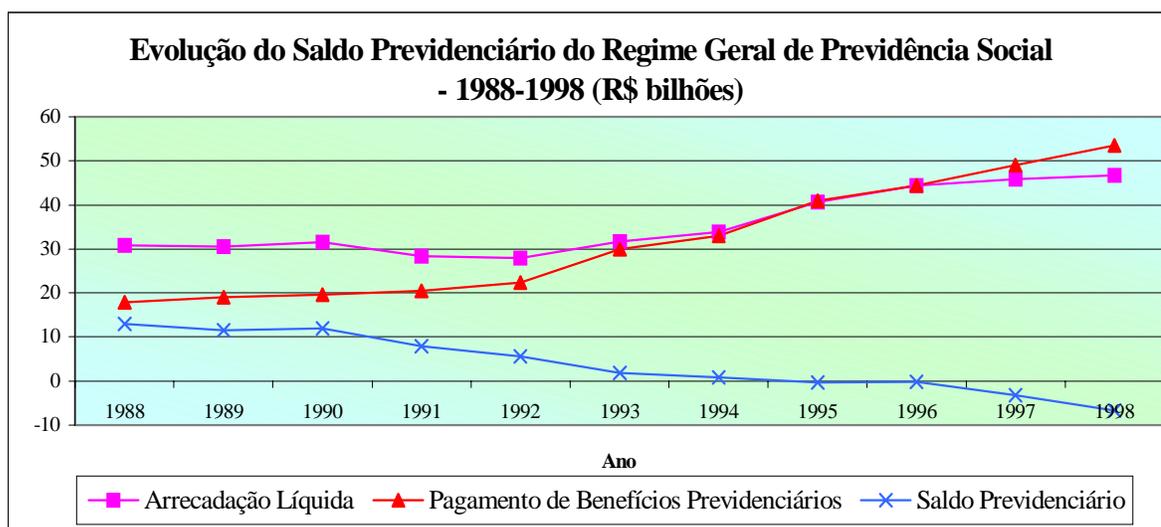


GRÁFICO 1 – Evolução do saldo previdenciário do regime geral de previdência social - 1988 –1998 (R\$ bilhões)

Fonte: MPAS.

<sup>19</sup> Ou não permitiram que esse aumentasse.

Ao longo dos anos 90, houve tentativas de reforma da previdência social e por diferentes razões, as reformas foram tímidas e se concentraram no regime geral para os trabalhadores do setor privado. Dentre as principais, destacam-se as mudanças nos critérios para concessão de aposentadorias por tempo de contribuição, fixação do valor máximo dos benefícios em dez salários mínimos e o mínimo em um salário mínimo e o aumento na idade mínima para a aposentadoria por idade entre outras. O QUADRO 5 apresenta um resumo das principais mudanças aprovadas no regime geral de previdência social.

QUADRO 5 – Principais mudanças no regime geral de previdência social (Continua)

<b>Itens</b>	<b>Situação Anterior</b>	<b>Reforma Aprovada</b>
Aposentadoria por tempo de serviço	Aposentadoria aos 35/30 anos de serviço para homens/mulheres, com proventos integrais e 30/25 anos com proventos proporcionais, sem exigência de limite de idade.	Aposentadoria aos 35/30 anos de contribuição para homens/mulheres, com proventos integrais.
Fim da aposentadoria especial para professores universitários e aeronautas entre outras categorias	Aposentadoria aos 30/25 anos de serviço para homens/mulheres com proventos integrais e 25/20 com proventos proporcionais.	Regra Permanente: aposentadoria aos 60/55 anos de idade para homens/mulheres. Fim da aposentadoria proporcional. Regra de Transição: aposentadoria aos 53/48 anos para homens/mulheres mais 20% ou 40% de acréscimo (pedágio) sobre o tempo que resta para completar as aposentadorias integrais ou proporcionais, respectivamente.
Seletividade do salário-família e auxílio-reclusão	Todos podem receber	Será pago apenas a quem tenha uma renda mensal igual ou inferior a R\$360,00.
Fixação de competência para a Justiça do Trabalho cobrar contribuições sociais sobre a folha de salários	Inexistente	A Justiça do Trabalho deverá executar as sentenças que proferir.

QUADRO 5 – Principais Mudanças no Regime Geral de Previdência Social (Conclusão)

<b>Itens</b>	<b>Situação Anterior</b>	<b>Reforma Aprovada</b>
Estabelecimento de limite máximo para benefícios de legislação especial	Limite estabelecido através de decreto	O limite passa a ser constitucional e é de R\$8.000,00, até que seja fixado subsídio máximo nos três poderes.
Vinculação de contribuição sobre a folha de salários para pagamento de benefícios	Inexistente	É vedada a utilização dos recursos provenientes das contribuições sociais dos empregadores (incidente sobre a folha de salários, faturamento e lucro) e dos trabalhadores para a realização de despesas distintas do pagamento do regime geral de previdência social.

Fonte: ORNÉLAS, 1999.

## 4.2 - A previdência social para os trabalhadores do setor público

Como já foi dito, a Constituição Brasileira de 1988 criou o Regime Jurídico Único para os servidores públicos federais, estaduais e municipais e também regimes previdenciários exclusivos para esses servidores. A princípio, os gestores<sup>20</sup> viram essa mudança como benigna aos cofres públicos, uma vez que ficariam desobrigados de fazer os repasses ao INSS e ao FGTS. No entanto, foi garantido aos funcionários públicos o direito à aposentadoria integral, com base no último salário recebido e com direito à equiparação com os servidores ativos. Com o passar dos anos, esse sistema tornou-se um dos maiores problemas para os governos. Os funcionários foram se aposentando, com o mesmo valor do último salário, e isso foi gradativamente comprometendo as finanças da União, dos Estados e dos Municípios. As principais razões dos enormes *deficits* que os regimes de previdência dos funcionários públicos vêm apresentando são:

<sup>20</sup> Presidente da República, governadores e prefeitos.

- falta de equilíbrio atuarial entre o valor das contribuições e o valor dos benefícios assegurados;
- excesso de generosidade na fixação dos critérios para a concessão dos benefícios, em que eram permitidas aposentadorias precoces por tempo de contribuição (não necessariamente nesse sistema).

Esse sistema gerou (e ainda gera) enormes disparidades entre os regimes previdenciários do funcionalismo público e os dos trabalhadores da iniciativa privada no que concerne principalmente ao valor dos benefícios. O trabalhador da iniciativa privada, ao se aposentar, saca o seu FGTS e passa a receber uma pensão do INSS que é menor do que o seu último salário e limitada ao máximo de dez salários mínimos<sup>21</sup>. Essa redução fica maior à medida que o salário do trabalhador aumenta. Isso não acontece com os funcionários públicos.

Uma forma de ver como esse benefício agrada à população é o aumento no número de candidatos nos concursos públicos, em qualquer nível de governo. As pessoas, de maneira geral, querem um emprego público por este garantir estabilidade e uma boa aposentadoria<sup>22</sup>.

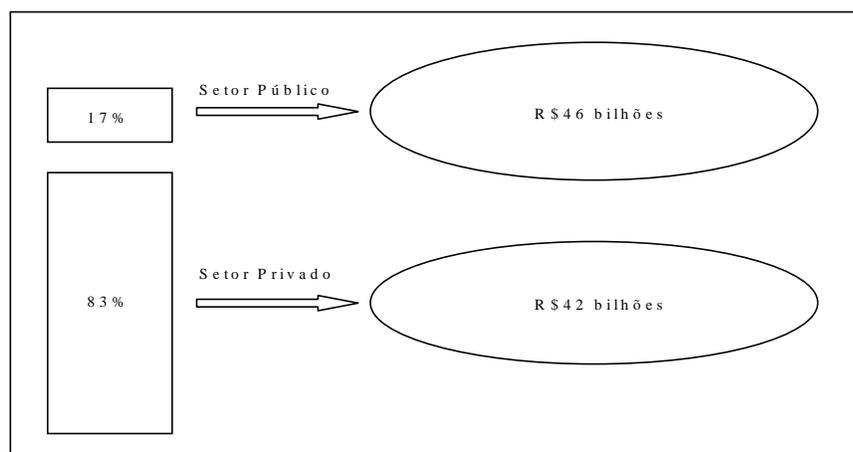
Para se ter uma idéia do nível de disparidade existente entre os dois regimes, recorrer-se-á ao exemplo dado por Emediato apud Beltrão (1998, p.271), que é um entre os muitos autores que mostram com bastante dureza essa situação. Esse autor chega a considerar o regime dos funcionários públicos um privilégio, um *Apartheid Social*. Tal fato é ilustrado na FIGURA 1 que mostra que, em 1997, 17% dos beneficiários da previdência eram originários do regime dos servidores públicos e recebiam pensões no valor total de R\$46 bilhões, enquanto 83% dos beneficiários eram oriundos do regime geral e recebiam pensões que totalizavam R\$42 bilhões.

---

<sup>21</sup> Correspondentes atualmente a R\$1.800,00 (valores de 2001).

<sup>22</sup> Que não represente uma queda brusca de renda quando da retirada do mercado de trabalho.

E esse quadro só tem se agravado nos últimos anos. Mesmo com informações de 1997, esses dados impressionam, pois o custo dos benefícios do funcionalismo público que correspondiam a apenas 17% dos beneficiários era superior ao custo dos outros 83% dos trabalhadores que recebiam benefícios do INSS. O que mais impressiona é que não houve nenhuma mudança no comportamento desses números nos últimos anos.



Fonte: EMEDIATO apud BELTRÃO, 1998, p.272.

FIGURA 1 –Contribuição aos Sistema Previdenciários e Volume de Benefícios Brasil, 1997 (%)

É claro que o governo se preocupa com essa situação, não só pelo aspecto da injustiça social, mas também pelo peso que esse regime representa nas contas públicas e em consequência para toda a sociedade, que financia as ações do governo. Mudanças no sistema já foram propostas ao Congresso Nacional, porém devido ao caráter impopular das medidas e da melhor organização dos funcionários públicos, elas dificilmente são aprovadas.

Dentre as alterações aprovadas estão: a contratação de novos servidores continuará a ser feita por meio de concurso público, porém a contratação não será feita no regime jurídico único e, sim através da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT - que rege os trabalhadores da iniciativa privada. A única exceção é feita para as carreiras consideradas exclusivas de Estado.

Em outras palavras, a longo prazo, o governo aparentemente conseguiu resolver o problema das disparidades, porém, a curto e médio prazos, período em que os servidores já aposentados e os que têm o direito de se aposentar por esse sistema estiverem recebendo os benefícios, as disparidades continuarão. O QUADRO 6 apresenta um resumo das alterações aprovadas no regime de previdência dos funcionários públicos. Pode-se notar que ainda se trata de uma reforma superficial, pois ainda são garantidos benefícios bastante superiores aos concedidos aos trabalhadores da iniciativa privada. Não há aqui nenhuma intenção de atacar pessoalmente os funcionários públicos, mas, sim, explicitar as disparidades existentes entre os dois regimes que, em última instância, são financiados por toda a sociedade, através do Estado.

QUADRO 6 – Principais medidas da reforma da previdência do funcionalismo público

(Continua)

<b>Itens</b>	<b>Situação Anterior</b>	<b>Reforma Aprovada</b>
Caráter contributivo e exigência de equilíbrio atuarial	Não havia exigência de contribuição	Explicita-se que o custeio ocorrerá mediante contribuições de todos os servidores, incluindo inativos e pensionistas, e que o cálculo destas contribuições deve resguardar o equilíbrio financeiro e atuarial do regime.
Regime exclusivo para ocupantes de cargo efetivo	O regime podia abranger qualquer servidor público	Restringe-se ao número de beneficiários do regime, somente para aqueles que ocupam cargo efetivo.
Limite de idade para aposentadoria por tempo de serviço	Aposentadoria aos 35/30 anos de serviço para homens/mulheres, com proventos integrais e 30/25 anos com proventos proporcionais, sem exigência de limite de idade	Regra Permanente: aposentadoria aos 60/55 anos de idade para homem/mulher mais 35/30 anos de contribuição para homem/mulher. Fim da aposentadoria proporcional. Regra de Transição: aposentadoria aos 53/48 anos mais 20% ou 40% de acréscimo (pedágio) sobre o tempo de contribuição que falta para completar as aposentadorias integrais ou proporcionais, respectivamente.

## QUADRO 6 – Principais medidas da reforma da previdência do funcionalismo público

(Continua)

<b>Itens</b>	<b>Situação Anterior</b>	<b>Reforma Aprovada</b>
Fim das aposentadorias especiais para professores universitários	Aposentadoria aos 30/25 anos de serviço com proventos integrais e 25/20 anos com proventos proporcionais	Regra Permanente: aposentadoria aos 55/50 anos de idade para homens/mulheres mais 35/30 anos de contribuição. Fim da aposentadoria proporcional. Regra de Transição: aposentadoria aos 53/48 anos mais 20% ou 40% de acréscimo sobre o tempo que resta para completar as aposentadorias integrais ou proporcional respectivamente.
Estabelecimento de limite de idade para a aposentadoria do professor do ensino fundamental e médio	Aposentadoria aos 30/25 anos de serviço com proventos integrais.	Regra Permanente: aposentadoria aos 55/50 anos de idade para homens/mulheres mais 30/25 anos de contribuição. Fim da aposentadoria proporcional. Regra de Transição: aposentadoria aos 53/48 anos mais 20% ou 40% de acréscimo sobre o tempo que resta para completar as aposentadorias integrais ou proporcionais, respectivamente.
Carência	Não há carência para fins de aposentadoria	Estabelecimento de um período mínimo de exercício do serviço público de 10 anos, sendo 5 anos no cargo em que se dará a aposentadoria.
Vedação de aposentadorias com valor superior ao salário da atividade	Em alguns estados e municípios o servidor é promovido ao se aposentar, recebendo adicionais sobre o salário que são computados no cálculo do benefício	O benefício será, no máximo, equivalente ao último salário.
Proibição de acumulação entre aposentadorias e salários	É permitida a acumulação entre aposentadorias e salários	As atuais acumulações entre aposentadorias e salários estão sujeitas ao teto correspondente à remuneração dos Ministros do Supremo Tribunal Federal. A partir da reforma será vedada a acumulação de mais de uma aposentadoria e a acumulação de aposentadoria com a remuneração de cargos públicos.

QUADRO 6 – Principais medidas da reforma da previdência do funcionalismo público

(Conclusão)

<b>Itens</b>	<b>Situação Anterior</b>	<b>Reforma Aprovada</b>
Fundos de previdência complementar	Não havia possibilidade	Para os novos ingressantes, o poder público poderá instituir o teto de R\$1.800,00 para os benefícios, desde que organize Fundos de Previdência Complementar de caráter voluntário e que podem funcionar em regime de contribuição definida.
Fundos de ativos	Não havia legislação específica sobre o tema, apesar de ser facultada a possibilidade de organização de fundos financeiros	Explicita-se na Constituição a possibilidade de organização de fundos financeiros compostos por ativos do poder público para o financiamento da previdência.

Fonte: ORNÉLAS, 1999.

### 4.3 - A previdência complementar no Brasil

No Brasil, além do sistema previdenciário oficial e obrigatório para todos os trabalhadores, existe ainda o sistema de previdência complementar ou previdência privada, que tem como função suplementar os benefícios garantidos pelo sistema oficial.

A previdência complementar é regulamentada e fiscalizada pelo governo, porém sua administração fica a cargo da iniciativa privada. Existem atualmente dois tipos de entidades de previdência complementar: as Entidades Abertas de Previdência Privada – EAPP - e as Entidades Fechadas de Previdência Privada – EFPP - também chamadas de Fundos de Pensão. Segundo definições do Ministério da Previdência e Assistência Social tem-se:

- Entidade Fechada de Previdência Privada

são entidades sem fins lucrativos, constituídas pela patrocinadoras, sob a forma de sociedade civil ou fundação, que têm por objeto instituir planos privados de concessão de benefícios complementares ou assemelhados ao do Regime Geral de Previdência Social;

- **Patrocinadora**

é toda pessoa jurídica (empresa ou grupo de empresas) que constitua ou venha a aderir a uma EFPP. Pode ser classificada em pública, quando controlada direta ou indiretamente pela administração pública federal, estadual, do Distrito Federal ou municipal, ou privada, quando não possuir vínculo com a administração pública e;

- Entidade Aberta de Previdência Privada são empresas, com fins lucrativos, constituídas sob a forma de sociedades anônimas, que tenham por objetivo instituir planos privados de concessão de benefícios complementares aos seus contribuintes.

As EFPP são fiscalizadas e regulamentadas pelo MPAS, através da Secretaria da Previdência Complementar. Já as EAPP são tratadas como empresas seguradoras fiscalizadas e regulamentadas pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP - e pelo Banco Central do Brasil. Tanto as EFPP quanto as EAPP funcionam segundo regime de capitalização.

O público-alvo das EAPP são todas as pessoas físicas que desejem contribuir para um desses fundos visando auferir os benefícios no futuro, daí o seu caráter aberto. Segundo estimativas de Rabelo (2000-b), o público-alvo dessas empresas seriam os trabalhadores, assalariados ou autônomos, cujos rendimentos sejam superiores a dez salários mínimos por mês, que não sejam assistidas por nenhum plano de previdência complementar fechado. Esses seriam os trabalhadores que sofreriam as maiores quedas nos rendimentos, dado o valor máximo de aposentadoria oferecido pelo regime geral.

Já o público-alvo das EFPP são os funcionários das empresas patrocinadoras, normalmente grandes empresas, privadas nacionais, privadas estrangeiras, públicas e de economia mista. Esses fundos são restritos a indivíduos que tenham algum tipo de vínculo com a patrocinadora, que participa das contribuições, ou seja, as contribuições ao fundo são feitas tanto pelos trabalhadores quanto pelas patrocinadoras. Segundo Rabelo (2000-b), a contribuição das patrocinadoras aos fundos de pensão pode ser vista como salário diferido. Ainda, segundo esse autor, as empresas que mantêm fundos de pensão conseguem reduzir a rotatividade da mão-de-obra, motivar os trabalhadores ganhando eficiência no processo produtivo e podem investir no treinamento desses funcionários pois as chances deles saírem depois do treinamento são menores.

Por outro lado, as pequenas e médias empresas, segundo Rabelo (1999 e 2000-b), têm encontrado dificuldades na implementação de fundos de pensão, seja por sua fragilidade financeira, seja pelo reduzido número de participantes que esses fundos teriam que tornariam os custos de administração unitários maiores.

Segundo a Secretaria da Previdência Complementar, no final de julho de 2001, funcionavam no Brasil, 331 EFPP, havia nove sobre intervenção e nove em processo de liquidação que totalizavam 349 entidades. O valor dos ativos dessas entidades tem aumentado na última década conforme pode ser visto na TABELA 4, a uma taxa média de 18,5%, enquanto a taxa média de crescimento do PIB, no mesmo período, foi de 3,3%. Como a taxa de crescimento dos ativos dos fundos de pensão foi bastante superior à taxa de crescimento do Produto Interno Bruto – PIB - houve um aumento da participação dos fundos de pensão no PIB. Esse aumento é mostrado no gráfico 2. A relação ativos dos fundos de pensão/PIB passou de 3,3%, em 1990, para 13,2%, em 2000. Esses dados mostram a crescente importância desses fundos para a economia brasileira.

Tabela 4 – Ativos das EFPP e PIB – Brasil – 1990-2001 - (R\$ milhões)

Ano	Ativos das EFPP	PIB
1990	26.352	787.806
1991	36.812	795.920
1992	43.269	791.622
1993	59.959	830.570
1994	72.742	879.158
1995	74.815	916.259
1996	86.629	941.548
1997	101.033	976.991
1998	101.129	977.661
1999	125.995	1.010.068
2000	144.025	1.089.688
2001 <sup>1</sup>	155.696	1.108.213

Fonte: Consolidado Estatístico – ABRAPP, diversos números.

Nota: <sup>1</sup>Para o ano de 2001, valores até o mês de outubro de 2001.

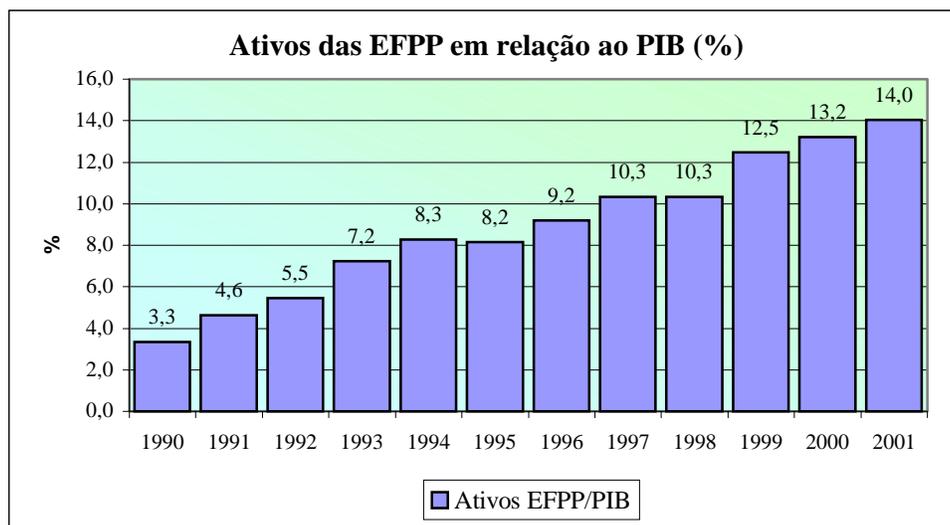


Gráfico 2 – Evolução dos ativos das EFPP em relação ao PIB – 1990-2001 – (%)

Fonte: Consolidado Estatístico – ABRAPP, diversos números.

Nota: para o ano de 2001, valores até o mês de outubro.

Tabela 5 - EFPP – Carteira consolidada – 1990-2001

<b>Discriminação</b>	<b>1.991</b>	<b>1.992</b>	<b>1.993</b>	<b>1.994</b>	<b>1.995</b>	<b>1.996</b>	<b>1.997</b>	<b>1.998</b>	<b>1.999</b>	<b>2.000</b>	<b>2.001</b>
Ações	5.180	6.062	11.331	18.177	16.923	22.162	24.724	17.465	30.259	30.669	25.125
Imóveis	3.470	4.677	5.213	6.692	8.548	9.225	9.038	9.684	10.110	10.460	10.573
Depósito a prazo	2.272	3.671	4.732	5.334	8.367	6.891	6.623	8.818	5.313	4.145	5.163
Fundos de Investimento	266	971	3.178	5.779	6.826	13.896	26.031	29.862	50.489	62.591	75.853
Empréstimos a participantes	180	332	358	887	1.067	1.592	1.623	1.740	1.805	2.279	2.693
Financiamento imobiliário	642	951	1.017	2.145	3.328	3.688	3.923	4.021	3.868	3.797	3.840
Debêntures	1.023	942	827	862	2.992	3.446	3.384	3.229	2.892	2.660	2.635
Títulos públicos	1.335	1.502	1.290	1.771	2.557	4.115	3.240	5.918	7.307	8.588	8.970
Outros	2.035	1.206	2.087	1.201	1.445	1.704	1.878	2.382	3.011	4.687	4.490
Operações com patrocinadoras	1.586	2.713	2.535	3.642	5.408	4.954	6.396	7.637	70	201	149
<b>Total</b>	<b>17.989</b>	<b>23.027</b>	<b>32.568</b>	<b>46.490</b>	<b>57.461</b>	<b>71.673</b>	<b>86.860</b>	<b>90.756</b>	<b>115.124</b>	<b>130.077</b>	<b>139.491</b>

Fonte: Consolidados Estatísticos – ABRAPP – diversos números.

Notas: 1 - De 1991 a 1993 valores em milhões de dólares.

2 - De 1994 a 2001 valores em milhões de reais.

3 - 2001 valores até outubro.

Tabela 6 - EFPP – Carteira consolidada – 1990-2001 – (%)

<b>Discriminação</b>	<b>1.991</b>	<b>1.992</b>	<b>1.993</b>	<b>1.994</b>	<b>1.995</b>	<b>1.996</b>	<b>1.997</b>	<b>1.998</b>	<b>1.999</b>	<b>2.000</b>	<b>2.001</b>
Ações	28,80	26,33	34,79	39,10	29,45	30,92	28,46	19,24	26,28	23,58	18,01
Imóveis	19,29	20,31	16,01	14,39	14,88	12,87	10,41	10,67	8,78	8,04	7,58
Depósito a prazo	12,63	15,94	14,53	11,47	14,56	9,61	7,62	9,72	4,62	3,19	3,70
Fundos de Investimento	1,48	4,22	9,76	12,43	11,88	19,39	29,97	32,90	43,86	48,12	54,38
Empréstimos a participantes	1,00	1,44	1,10	1,91	1,86	2,22	1,87	1,92	1,57	1,75	1,93
Financiamento imobiliário	3,57	4,13	3,12	4,61	5,79	5,15	4,52	4,43	3,36	2,92	2,75
Debêntures	5,69	4,09	2,54	1,85	5,21	4,81	3,90	3,56	2,51	2,04	1,89
Títulos públicos	7,42	6,52	3,96	3,81	4,45	5,74	3,73	6,52	6,35	6,60	6,43
Outros	11,31	5,24	6,41	2,58	2,51	2,38	2,16	2,62	2,62	3,60	3,22
Operações com patrocinadoras	8,82	11,78	7,78	7,83	9,41	6,91	7,36	8,41	0,06	0,15	0,11
<b>Total</b>	<b>100</b>										

Fonte: Elaboração própria com base nos dados dos Consolidados Estatísticos – ABRAPP – diversos números.

Nota: 2001 valores até outubro.

Esses fundos, como já foi dito, recolhem contribuições dos contribuintes e das patrocinadoras a as investem com o objetivo de obter retorno financeiro, aumento o valor do fundo para que assim possam custear os benefícios que terão de pagar aos contribuintes quando esses se tornarem beneficiários. As TABELAS 5 e 6 apresentam o portfólio de investimentos dos fundos de pensão no período 1990-2001. Pode-se observar que há um grande aumento nos investimentos em fundos de investimento que passam de 1,5% do total, em 1990, para 48,12%, em 2000. Há queda acentuada nos investimentos em imóveis que passam de 19,3%, em 1990, para 8%, em 2000 e nos investimentos em depósitos a prazo que passam de 13%, em 1990, para 4%, em 2001. Já os investimentos em ações ficaram em torno de 25% a 30% da carteira dos fundos no período. Essa evolução é mostrada no GRÁFICO 3.

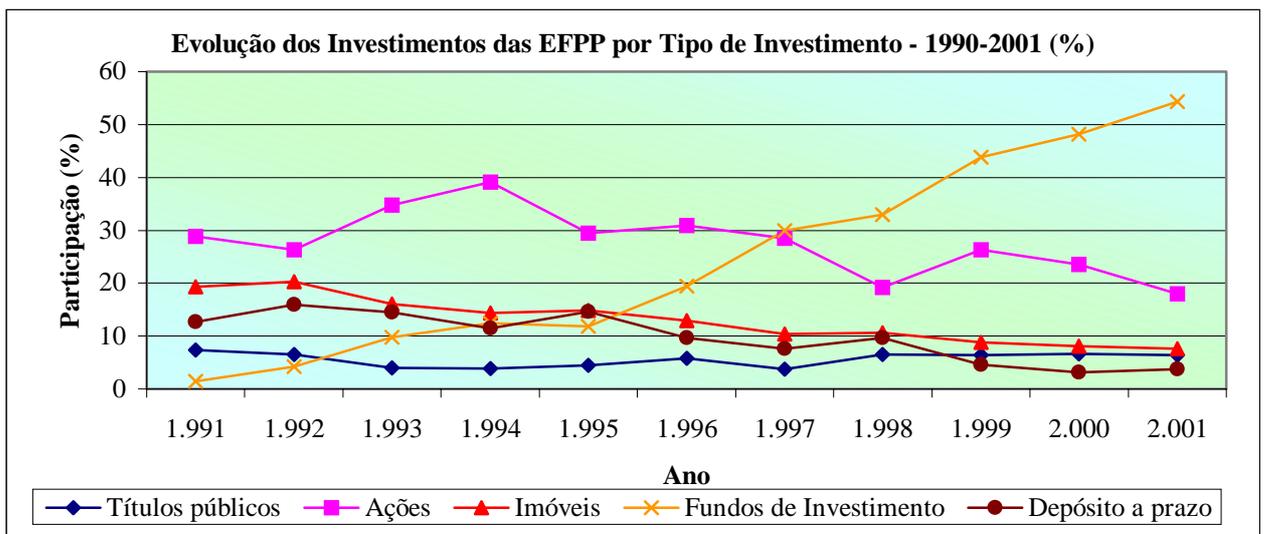


Gráfico 3 – Evolução dos investimentos das EFPP por tipo de investimento – 1990/2001 (%)

Fonte: Consolidados Estatísticos – ABRAPP – diversos números.

Nota: 2001 valores até outubro.

As razões para essas mudanças verificadas na composição das carteiras dos fundos de pensão ao longo da década dos 90 têm origens diversas que vão desde mudanças observadas na rentabilidade de determinados tipos de ativos até mudanças na regulamentação da diversificação das carteiras dos fundos.

Com relação à composição da carteira dos fundos, havia um sistema que impunha limites máximos e mínimos para cada tipo de aplicação. Atualmente, o sistema de máximos e mínimos foi substituído por um sistema de máximos que é mostrado no QUADRO 7. Os limites podem ser alterados, quando o Banco Central julgar oportuno. Essas mudanças são feitas por meio de resoluções do Banco Central e normalmente eram pequenas e pontuais, não valendo a pena aqui citar todas. A mais importante das resoluções é a Resolução nº 2.324, de 30 de outubro de 1996, que altera e consolida as normas que regulamentam as aplicações de recursos das EFPP. Segundo, Pereira, Miranda e Silva (1997, p. 17), os principais pontos abordados pela resolução são:

- redução do limite máximo dos empréstimos pessoais aos participantes de 7% para 3% dos ativos;
- redução do limite máximo dos financiamentos habitacionais aos participantes de 10% para 7% dos ativos;
- redução das aplicações em imóveis de 20% para 15% dos ativos;
- redução na compra de terrenos de até 5% para o máximo de 2% dos ativos;
- aplicação em um único imóvel limitada ao máximo de 4% dos ativos;
- redução das aplicações em ações de uma única companhia de 25% para 20% do capital da mesma;
- redução das aplicações em quotas de fundos mútuos de investimentos em empresas emergentes de até 50% para, no máximo, 5%, sendo que estas aplicações não podem representar mais que 20% do patrimônio líquido do fundo de investimento; e
- redução do limite máximo de empréstimos às patrocinadoras de 30% para 10% dos ativos.

Essas regras visavam melhorar as normas, para que os administradores dos fundos operassem com maior segurança e transparência. Dessas medidas, a que causou mais polêmica foi a redução dos limites para a concessão de empréstimos a juros baixos a

participantes. A justificativa do governo para tal medida é que o objetivo dos fundos é pagar aposentadorias e a concessão desses empréstimos foi considerada desvio de objetivo.

Quadro 7– Limites máximos de investimento dos Fundos de Pensão (Resolução nº 2.829)

Modalidade	Limite Máximo
Títulos Públicos	100%
Renda Fixa	80%
Renda Variável	50%
Títulos Rurais	3%
Fundos Imobiliários	10%
Fundos de Empresas Emergentes	5%
Imóveis	15%
Empréstimos e Financiamento Imobiliário a Participantes	10%

Fonte: ABRAPP.

Com essas modificações regulamentares fica claro que as alterações mostradas nas TABELAS 5 e 6 e no GRÁFICO 3 são em grande parte um esforço dos fundos a se adaptarem às novas regras.

Essas mudanças constantes, que ocorreram e que provavelmente irão continuar ocorrendo, no que se refere aos limites para aplicação de recursos dos fundos de pensão, podem ser encaradas como reações a novas situações econômicas. Porém, ao alterar os limites de investimento em determinados tipos de ativos, o governo está direcionando a forma que os fundos têm para aplicar os seus recursos. O principal objetivo deveria ser o de proteger os contribuintes de situações adversas de mercado. Todavia, o que acontece nem sempre é isso. Em algumas ocasiões o governo já utilizou os fundos de pensão como instrumentos de sua política econômica, o que nem sempre é benéfico para os contribuintes. Um exemplo disso é a insistência para que determinados fundos participassem dos leilões de privatização.

As EAPPs funcionam como seguradoras e são fiscalizadas pela SUSEP. Devido a conjuntura econômica que havia no País até 1994, a participação das seguradoras no PIB era bastante pequena e ficou estagnada por muitos anos. Como resultado da estabilização da

economia, a procura por esses fundos começa a crescer a partir de 1994. A TABELA 7 apresenta a evolução da receita das EAPP, entre 1994 e 2000, em que se pode notar um grande crescimento tanto das receitas (42,7% ao ano em média) quanto da carteira de investimentos (41,2% ao ano em média).

Tabela 7 - Evolução da receita e da carteira de investimentos das EAPP

<b>Ano</b>	<b>Receita<sup>1</sup></b>	<b>Varição (%)</b>	<b>Carteira de Investimentos<sup>1</sup></b>	<b>Varição (%)</b>
1994	546.070	---	2.084.830	---
1995	1.050.181	92,3	3.539.466	58,9
1996	1.397.918	33,1	4.637.091	76,3
1997	2.163.893	54,8	6.254.606	74,1
1998	3.185.200	47,2	8.376.350	74,7
1999	3.803.716	19,4	12.726.177	65,8
2000	4.615.674	43,7	16.556.534	76,9

Fonte: Anapp.

Nota: <sup>1</sup>Valores em milhares de reais.

O valor da carteira de investimentos da previdência privada aberta ainda é bastante inferior ao da previdência complementar fechada. Isso pode ser feito comparando-se as informações das TABELAS 4 e 5 com os valores da TABELA 7. Isso indica que as EAPP estão ainda se consolidando no Brasil e têm um grande potencial de crescimento.

## PARTE II

Nessa segunda parte do trabalho é discutida a relação entre poupança e crescimento econômico. Procura-se mostrar que a poupança, quando investida em capital produtivo, será uma fonte financiadora do crescimento econômico, uma vez que, aumentará o nível de produção e empregos, aumentando o nível de empregos, aumentará a renda das famílias que com mais renda poderão consumir mais, as empresas aumentam a produção por que estão vendendo mais, e o ciclo recomeça. Porém, nem toda poupança é investida em capital produtivo e dessa forma não é convertida em crescimento econômico.

No Capítulo 5 é discutido, do ponto de vista da teoria econômica keynesiana, a determinação da renda, a relação entre consumo e poupança e entre poupança e investimento, bem como o Modelo de Solow, que relaciona os níveis poupança com o crescimento econômico. Esse modelo revolucionou os estudos sobre crescimento econômico, sendo até hoje, um dos mais importante modelo que relaciona crescimento econômico e poupança. Vários autores já propuzeram novos modelos para medir a relação entre poupança e crescimento econômico, porém esses modelos partem dos princípios do Modelo de Solow.

No Capítulo 6 é proposto um modelo, baseado no Modelo de Solow, que será aplicado no Capítulo 7, que busca mensurar a participação dos fundos de pensão, no crescimento econômico brasileiro no período pós-real. Em outras palavras, no Capítulo 6 é apresentado e discutido o modelo que será testado no Capítulo 7, bem como a metodologia utilizada. No Capítulo 8 são apresentadas as conclusões desse trabalho.

## 5 - A RELAÇÃO ENTRE POUPANÇA E CRESCIMENTO ECONÔMICO

A teoria econômica<sup>23</sup> postula que a renda nacional (Produto Interno Bruto – PIB) é determinado da seguinte forma:

$$Y_t = C_t + I_t + G_t + X_t - M_t \quad (5.1)$$

em que

Y é a renda nacional ou PIB;

C representa o consumo privado;

I representa os investimentos (públicos e privados);

G representa o consumo do governo;

X representa as exportações;

M representa as importações e

t o período de tempo.

O consumo do governo, por hipótese, assim como as exportações são exógenos<sup>24</sup> e dependem de uma taxa de crescimento real. Assim,

$$G_t = G_{t-1} \times (1 + g) \quad (5.2)$$

em que

g é a taxa de crescimento real do consumo do governo e

t-1 significa defasagem temporal de um período.

---

<sup>23</sup> Ver manuais de macroeconomia. Nesse trabalho utilizou-se principalmente os manuais de macroeconomia de Dornbusch e Fischer (1991) e Mankiw (1998).

<sup>24</sup> São variáveis dadas, que não podem ser estimadas pelo modelo.

O consumo privado é igual ao seu valor no período anterior acrescido de uma fração constante  $c$  e da variação da renda da economia como um todo:

$$C_t = C_{t-1} + c \times (Y_t - Y_{t-1}) \quad (5.3)$$

em que

$c$  representa a propensão marginal a consumir.

$$K_t = k \times Y_t \quad (5.4)$$

O estoque de capital, dada a igualdade entre o PIB e o produto potencial é igual a:

em que

$K$  representa o estoque de capital e

$k$  representa a relação capital produto.

O estoque de capital também pode ser descrito como:

$$K_t = K_{t-1} \times (1 - d) + I_t \quad (5.5)$$

em que

$d$  representa o coeficiente de depreciação.

Sendo assim, o investimento pode ser definido como:

$$I_t = k \times Y_t - K_{t-1} \times (1 - d) \quad (5.6)$$

O valor das exportações, é dado por:

$$X_t = X_{t-1} \times (1 + x) \quad (5.7)$$

em que

$x$  é a taxa de variação real das exportações.

As importações de bens e serviços são determinadas da seguinte forma:

$$M_t = m \times Y_t \quad (5.8)$$

em que

$m$  é a propensão marginal a importar.

De acordo com as equações acima, a equação 5.1 pode ser reescrita da seguinte forma:

$$Y_t = \frac{[G_{t-1} \times (1 + g) + C_{t-1} - c \times Y_{t-1} - K_{t-1} \times (1 - d) + X_{t-1} \times (1 + x)]}{1 - c - k + m} \quad (5.9)$$

A equação 5.9 mostra que o valor da renda de um país pode ser estimado/projetado, utilizando-se os valores do período anterior e estimando-se a propensão marginal a consumir (c), a propensão marginal a importar (m) a taxa de crescimento dos gastos do governo (g) e a relação capital/produto.

## 5.1 - Consumo, poupança, investimento e crescimento econômico

Como já foi mostrado na equação 5.3, o consumo é proporcional ao nível de renda, sendo assim, pode-se reescrever a equação 5.3 da seguinte forma:

$$C_t = cY_t \quad \text{desde que} \quad 0 < c < 1 \quad (5.10)$$

Logo, a propensão marginal a consumir (c) corresponde ao aumento no consumo decorrente do aumento da renda. Sendo assim, quanto maior o valor de **c**, maior será o aumento no consumo. Se a propensão marginal a consumir for igual a um, isso indica que toda renda será gasta com consumo. Porém, o que se observa é que, geralmente, a propensão marginal a consumir é menor do que um, isso indica que nem todo aumento da renda foi utilizado no consumo. Dessa forma tem-se:

$$1 - c = s \quad (5.11)$$

$$S_t = Y_t - C_t \quad (5.12)$$

em que

s representa a propensão marginal a poupar e

S representa a poupança.

Toda renda gerada por uma economia tem apenas dois destinos: o consumo ou a poupança. Sendo assim, tudo que não for consumido em um período de tempo será poupando. A equação 5.12 mostra que o nível de poupança será determinado pela diferença entre o nível de renda e o nível de consumo. Substituindo-se a equação 5.11 na equação 5.12 tem-se:

$$S_t = (1 - c)Y_t = sY_t \quad (5.13)$$

A equação 5.13 mostra que a poupança é uma função crescente do nível de renda, uma vez que a propensão marginal a poupar é positiva. Nesse caso, pode-se observar que quanto menor for a propensão marginal a consumir, maior será a propensão marginal a poupar e maior será o nível de poupança da economia. Toda renda que não for utilizada para consumo é poupada. Toda renda que é poupada é investida. Sendo assim:

$$S_t = I_t \quad (5.14)$$

em que

I representa o investimento.

Sendo assim, a equação 5.12 pode ser reescrita da seguinte forma:

$$Y_t = cY_t + I_t \quad (5.15)$$

Então, pode-se constatar que os investimentos de uma economia são determinados pela capacidade que essa economia tem de poupar ou de absorver poupança. Da mesma forma, o crescimento econômico estaria relacionado à capacidade da economia em investir bem os recursos destinados à poupança. Portanto, poupança, investimento e crescimento econômico estão intimamente relacionados.

## 5.2 – O modelo de Solow<sup>25</sup>

Até a década dos 50, o principal modelo econômico que relacionava o crescimento econômico à poupança interna foram os modelos baseados no Modelo de Solow. Esse modelo foi desenvolvido pelo economista Robert Solow e parte do pressuposto de que, em uma economia, todo recurso que não é consumido hoje, é poupado e toda poupança é aplicada em investimentos no setor produtivo. Logo, em uma economia, a poupança se iguala ao investimento (equação 5.14) e é o volume de investimento que irá determinar a capacidade da economia crescer no futuro.

O Modelo de Solow tem como ponto de partida uma função de produção, na qual supõe que haja apenas dois fatores de produção: o capital (K) e o trabalho (L) e que o produto dessa economia é função desses fatores de produção.

$$Y = f(L, K) \quad \text{desde que } L > 0 \text{ e } K > 0 \quad (5.16)$$

em que

Y é o produto líquido de uma economia (já deduzida a depreciação);

L é a quantidade de trabalho e

K é a quantidade de capital.

O Modelo de Solow pressupõe que haja rendimentos marginais decrescentes, ou seja, aumentos na quantidade produzida não são compensados por aumento na rentabilidade e retornos constantes de escala. De acordo com as equações 5.17, 5.18 e 5.19<sup>26</sup>:

---

<sup>25</sup> Para a descrição do Modelo de Solow utilizou-se Mankiw (1998), Dornbusch e Fischer (1991) e Passinet (1979).

<sup>26</sup> As equações 5.17, 5.18 e 5.19 mostram as condições matemáticas necessárias para que haja rendimentos marginais decrescentes: derivada primeira positiva e derivada segunda negativa.

$$\frac{\partial Y}{\partial K} > 0 \quad \text{e} \quad \frac{\partial^2 Y}{\partial^2 K} < 0 \quad (5.17)$$

$$\frac{\partial Y}{\partial L} > 0 \quad \text{e} \quad \frac{\partial^2 Y}{\partial^2 L} < 0 \quad (5.18)$$

$$f(\hat{\lambda}K, \hat{\lambda}L) = \hat{\lambda}f(K, L) \quad \text{para todo } \hat{\lambda} > 0 \quad (5.19)$$

em que

$\lambda$  é a taxa de crescimento da economia.

Então, a função de produção que considera o fator de produção e que o progresso tecnológico seja amplificador de trabalho pode ser assim descrita:

$$Y_t = f(K_t, A_t L_t) \quad (5.20)$$

em que

$A$  representa o nível de conhecimento;

$AL$  representa o trabalho efetivo e

$t$  representa o montante no tempo.

Através dessa função de produção, considerando rendimentos constantes de escala e rendimentos marginais decrescentes, tem-se:

$$y = f(k) \quad (5.21)$$

Onde:

$$y = \frac{Y}{AL} \quad \text{e} \quad k = \frac{K}{AL} \quad (5.22)$$

em que

$y$  representa o produto por unidade de trabalho efetiva;

$k$  representa o estoque de capital por unidade de trabalho efetivo.

De acordo com a equação 5.21, pode-se concluir que o produto por unidade de trabalho efetivo de uma economia é afetado exclusivamente pelo estoque de capital por unidade de trabalho efetivo. Supondo-se que o trabalho e o nível de conhecimento cresçam a taxas constantes, tem-se:

$$\Delta L_t = nL_t \quad (5.23)$$

$$\Delta A_t = gA_t \quad (5.24)$$

em que

$n$  representa a taxa de crescimento populacional;

$g$  representa a taxa de crescimento do conhecimento (tecnologia).

A dinâmica do estoque de capital de uma economia é determinada a partir da fração da renda que é destinada à poupança e da fração que deprecia o capital, logo:

$$\Delta K_t = sY_t - \delta K_t \quad (5.25)$$

em que

$s$  representa a parte da renda destinada a poupança;

$\delta$  representa a depreciação do capital.

Considerando que a taxa de crescimento populacional ( $n$ ) e a taxa de crescimento do conhecimento ( $g$ ) sejam exógenas, para analisar a dinâmica do modelo, faz-se necessária a observação da trajetória do estoque de capital. Derivando-se o estoque de capital por unidade de trabalho ( $k$ ) em relação ao tempo ( $t$ ) tem-se:

$$\Delta k_t = \left[ \left( \frac{\Delta K_t}{A_t L_t} \right) - \left( \frac{K_t}{A_t L_t} \right) \times \left( \frac{\Delta L_t}{L_t} \right) \right] - \left[ \left( \frac{K_t}{A_t L_t} \right) \times \left( \frac{\Delta A_t}{A_t} \right) \right] \quad (5.26)$$

Fazendo as seguintes substituições:

$$\frac{\Delta L}{L} \quad \text{por } n;$$

$$\frac{\Delta A}{A} \quad \text{por } g; \quad \text{e}$$

$$\Delta K \quad \text{por } s.$$

Tem-se que:

$$\Delta K = s \left( \frac{Y_t}{A_t L_t} \right) - \delta_t - n_t k_t - g_t k_t \quad (5.27)$$

Sabendo-se que  $Y/AL$  é dado por  $f(k)$ , deduz-se a equação fundamental do Modelo de Solow:

em que

$$\Delta k_t = sf(k_t) - (n + g + \delta)k_t \quad (5.28)$$

$\Delta k_t$  representa a variação do estoque de capital por unidade de trabalho efetivo;

$(n+g+\delta)k_t$  representa o montante de investimento necessário para manter o estoque de capital por unidade de trabalho efetivo em determinado nível.

Com isso, sabe-se que o Modelo de Solow tem como um de seus objetivos demonstrar que o nível de crescimento de uma economia é função de sua capacidade de poupar.

### 5.3 - Crescimento econômico e poupança interna

Segundo a teoria econômica, a poupança é sensível a diversas variáveis macroeconômicas, principalmente à taxa de juros. Um aumento nas taxas de juros seria capaz de adiar as decisões de consumo e, conseqüentemente, elevar o nível de poupança. Da mesma forma, reduções na taxa de juros seriam capazes de aumentar os níveis de consumo reduzindo os níveis de poupança. Porém, muitos autores, dentre eles Gionannini (1985), Rossi (1988), Gleizer (1991), entre outros, não conseguiram encontrar empiricamente essa relação direta entre o nível da taxa de juros e o nível de poupança.

Reis, et al. (1996), em um trabalho buscando verificar os fatores determinantes da poupança privada no Brasil no período 1975 a 1995 concluem que a precaução é a única variável explicativa da poupança privada no Brasil nesse período que é marcado por altas taxas inflacionárias e por diversos planos econômicos com características e princípios

diversos que tentaram acabar com o processo inflacionário, todos com sucesso apenas no curto prazo<sup>27</sup>.

Segundo Matos Filho e Cândido Jr. (1997), se os níveis da taxa de juros não influenciam a formação de poupança interna, uma análise da atuação do setor financeiro, como agente capaz de captar recursos privados e aplicá-los em projetos rentáveis faz-se necessária. A função primordial do setor financeiro em uma economia é fazer a intermediação entre agentes superavitários e deficitários, em outras palavras, entre poupadores e investidores. Então, se o sistema financeiro é capaz de alocar os recursos para projetos que sejam rentáveis e que, ao mesmo tempo, possam contribuir para o crescimento econômico, seu papel será importante no financiamento do crescimento. Por outro lado, se o sistema financeiro não for capaz de direcionar os recursos para projetos que alavanquem o crescimento econômico então não estará contribuindo para o crescimento.

Não existe consenso entre os economistas sobre a questão dos determinantes da evolução da poupança interna de um país. Portanto, não há consenso na literatura a respeito da causalidade existente entre o aumento das taxas de poupança e o aumento das taxas de crescimento econômico. Além e Giambiagi (1997), fazem um interessante agrupamento de autores de acordo com sua posição em relação à causalidade entre o aumento das taxas de poupança e o aumento das taxas de crescimento econômico. Os autores foram divididos em três diferentes linhas de pensamento.

Na primeira linha de pensamento estão os autores que se baseiam no Modelo de Solow que defendem a vinculação entre as taxas de poupança e o nível de renda dos países. Segundo esses autores, um aumento nas taxas de poupança propiciaria maior acumulação de capital, que culminaria em uma taxa de crescimento econômico também maior.

---

<sup>27</sup> A única exceção é o Plano Real, implementado em julho de 1994, que vem conseguindo, até hoje, manter a taxa de inflação em níveis baixos.

Na segunda linha de pensamento estariam os autores que defendem a endogeneidade da poupança que seria determinada, principalmente, pela taxa de crescimento econômico. Esses autores não descartam a existência de um círculo vicioso entre poupança e crescimento econômico. Em outras palavras, a relação de causalidade não ficaria restrita à hipótese de que aumentos nas taxas de poupança levariam a aumentos nas taxas de crescimento econômico, mas poderiam ocorrer também na outra direção, aumentos no crescimento econômico que levariam a aumentos nas taxas de poupança. Essa tese tem sido comprovada por diferentes autores que estudaram o processo em diferentes países, como no caso dos países do leste asiático e América Latina.

Corbo (1995), estudou a relação poupança investimento em uma amostra de 19 países latino-americanos e encontrou uma forte correlação entre os níveis de renda *per capita* e de crescimento econômico, em que para um aumento de um ponto percentual na taxa de crescimento econômico há um aumento de 0,25 ponto percentual na taxa de poupança. Nesse caso, a taxa de poupança aumenta com o nível de renda *per capita* a uma taxa declinante. Segundo o autor, isso é consistente para países em que o nível de renda *per capita* seja muito pequeno – como é o caso de muitos países latino americanos. Nesses casos, o potencial de poupança é pequeno e, à medida que aumenta o nível de renda *per capita*, o efeito desse aumento tende a diminuir.

Na terceira linha de pensamento estão autores que acreditam na endogeneidade da poupança mas que defendem uma determinação unilateral da poupança pelo crescimento econômico. Em outras palavras, o crescimento econômico determinaria a poupança, porém, a poupança não determinaria o crescimento econômico. Portanto, esses autores não acreditam que aumentos na taxa de poupança possam levar a aumentos nas taxas de crescimento econômico.

Segundo Carroll e Weil (1993), citados por Além e Giambiagi (1997, p. 9)

a literatura recente sobre crescimento econômico tem explicado tipicamente a correlação positiva entre poupança e crescimento como resultado de uma poupança elevada que produz um crescimento elevado através da acumulação de capital. Nossos resultados empíricos, entretanto, sugerem que o aumento da taxa de crescimento precede o aumento da poupança. [...] No limite, poderíamos argumentar que a tão propalada conclusão de que aumentar a taxa de poupança de um país é uma boa forma de ter um crescimento maior está simplesmente errada. Porém, a endogeneidade da poupança em relação ao crescimento sugere que os supostos efeitos da poupança sobre o crescimento podem estar superestimados.

Portanto, para esses autores, o aumento nas taxas de crescimento irá preceder o aumento nas taxas de poupança. Os aumentos nas taxas de poupança podem ser observados apenas após um período de crescimento econômico, que pode ter que ser extenso.

#### **5.4 – O crescimento econômico brasileiro**

No caso brasileiro, tem-se que grande parte do crescimento econômico do País até a década dos 80 foi financiada por recursos públicos. Ao final da década dos 70, a capacidade do governo de financiar o crescimento se deteriora e, atualmente, há uma tendência do governo passar este papel para a iniciativa privada, pois não dispõe mais de recursos para financiar o crescimento. Um exemplo dessa tendência é o processo de privatização das empresas estatais que começou no início dos anos 90 e dura até os dias atuais, marcando a disposição do Estado de se afastar do setor produtivo. A TABELA 8 apresenta, em percentuais do PIB, a composição da poupança brasileira no período de 1981 a 1997. Pode-se observar que a participação da poupança do governo é bastante pequena e chega a ser até negativa em alguns períodos, indicando que o governo é um agente receptor de poupança e não investidor. Outro dado interessante é a inexpressiva participação da poupança externa durante o período que teve seu maior valor em 1997, correspondendo a 4,2% do PIB. No geral, o

nível de poupança da economia brasileira ficou em torno de 20% do PIB, que não pode ser considerada uma taxa expressiva quando comparada a outros países, principalmente aos asiáticos, que possuem taxas de poupança bastante superiores.

Tabela 8 – Composição da poupança brasileira – 1981-1997 (em % do PIB)

Períodos	Poupança Doméstica			Poupança Externa	Total
	Governo	Privada	Total		
1981-85	-2,2	19,0	16,8	2,8	19,6
1986-90	0,3	21,4	21,7	0,4	22,1
1991-95	1,8	17,0	18,8	0,3	19,1
1996	-1,0	16,3	15,3	3,2	18,5
1997	-0,2	15,8	15,6	4,2	19,8

Fonte; Além e Giambiagi, 1997, p. 5.

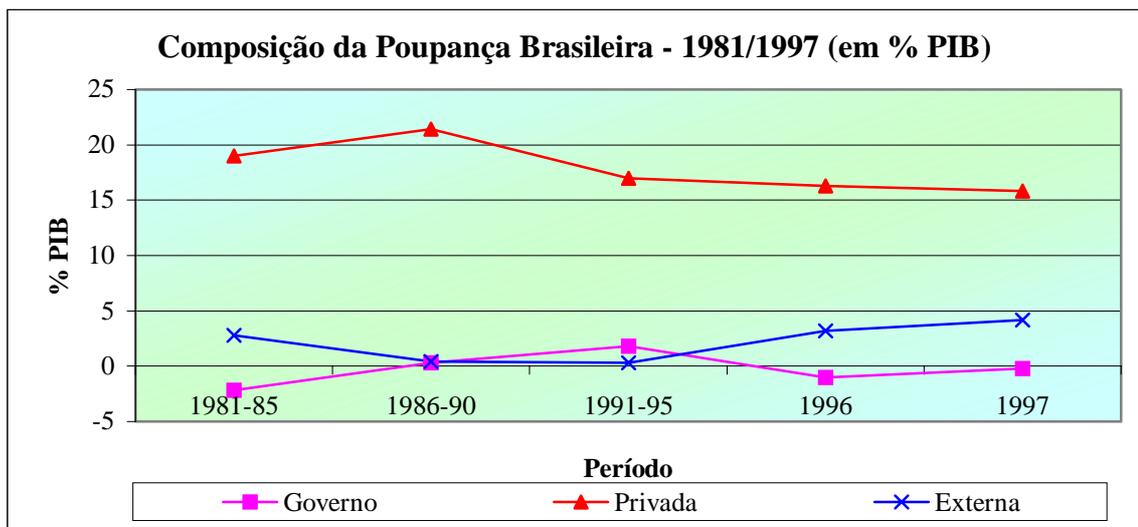


Gráfico 4 – Composição da poupança brasileira no período 1981/1991 em % PIB

Fonte: Elaboração própria com base nas informações de Além e Giambiagi, 1997.

Segundo Matos Filho e Cândido Jr. (1997), para o crescimento econômico sustentado da economia brasileira, os investimentos necessários deveriam ser ordem de 20% do PIB, o que garantindo um crescimento de 5 a 6% ao ano. Esses valores também são estimados por Além e Giambiagi (1997). Porém, o setor público, como já foi dito, é incapaz de financiar tais

investimentos, visto que nos últimos anos a poupança do governo tem sido negativa (ver GRÁFICO 4), deixando-os a cargo da iniciativa privada (interna e externa).

Matos Filho e Cândido Jr (1997) descrevem um estudo empírico realizado por Edwards, em 1995, buscando identificar quais fatores seriam determinantes da poupança e quais as razões para os níveis tão baixos de poupança interna nos países latino-americanos. O modelo testado é descrito na equação 5.29:

$$S_{tk} = a_0L_{tk} + a_1G_{tk} + a_2F_{tk} + a_3M_{tk} + a_4D_{tk} + a_5E_{tk} + a_6P_{tk} + \mu_{tk} \quad (5.29)$$

em que

S é a poupança privada;

L é um vetor de variáveis do ciclo de vida que inclui a dependência da idade e o crescimento da renda *per capita*;

G é um vetor de variáveis da política fiscal;

F é um vetor representativo do mercado financeiro;

M é um vetor de estabilidade de variáveis macroeconômicas;

D corresponde aos benefícios esperados da seguridade social;

E representa a poupança externa;

P é um vetor de variáveis que representam o grau de estabilidade do sistema político;

$\mu$  é uma variável aleatória com valor esperado nulo e variância finita;

t representa o período de tempo;

k indica o k-ésimo país.

Nesse estudo, o autor supõe que as famílias decidem quanto irão consumir no presente e quanto será poupado para ser consumido no futuro, que é uma abordagem coerente com os modelos de ciclo de vida. O teste empírico foi realizado para um conjunto de 36

países desenvolvidos e em desenvolvimento. Os resultados obtidos indicam que a poupança privada responde a variáveis demográficas aos gastos do governo com seguridade social e o grau de desenvolvimento do mercado financeiro.

Matos Filho e Cândido Jr (1997) tentam aplicar este modelo para o Brasil, buscando encontrar alguma relação entre a poupança interna e crescimento econômico para verificar se tem contribuído, de forma significativa, para o financiamento dos investimentos no período 1974-1995. Porém, devido a problemas relacionados à obtenção de dados, o modelo testado teve que ser adaptado. A equação do modelo é apresentada na equação 5.30:

$$S_t = b_0L_t + B_1F_t + b_2E_t + \mu_t \quad (5.30)$$

em que

S é a poupança;

L é um vetor de variáveis de ciclo de vida;

F é um vetor de variáveis representativas do mercado financeiro;

E representa o saldo do Balanço de Pagamentos em conta corrente;

T representa o período de tempo;

$\mu$  é uma variável aleatória com média zero e variância finita.

Com esse modelo, a equação estimada foi:

$$SP_t = b_1Y_t + b_2R_t + b_3M_t + b_4F_t + b_5E_t + \varepsilon_t \quad (5.31)$$

em que

SP representa a poupança privada;

Y representa o BIP real *per capita*

R representa a taxa real de juros

M representa a relação M2/PIB;

F representa a razão crédito privado total/PIB real;

Et representa a razão do saldo do balanço de pagamentos em conta corrente/PIB real;

$\varepsilon$  representa um termo aleatório com valor esperado nulo e variância finita;

$$\text{Poupança Privada} = \text{Poupança Total} - \text{poupança do Governo} - \text{Poupança Externa} \quad (5.32)$$

Os resultados teóricos esperados do modelo são os seguintes:

- o valor de  $b_1$  deve ser positivo uma vez que se espera que o crescimento da renda *per capita* afete positivamente a poupança pessoal, de acordo com as hipótese usuais de ciclo de vida;
- o valor esperado de  $b_2$ , a priori, tem seu sinal indeterminado, pois um aumento na taxa de juros irá promover uma desvalorização na riqueza, o que induz um esforço adicional de poupança para compensar a perda mas também, como grande parte da riqueza é constituída por ativos financeiros, uma elevação nos juros poderá acarretar uma elevação na renda financeira e, em conseqüência, no consumo;
- é esperado que  $b_3$  seja positivo uma vez que M é uma medida do grau de intermediação entre poupança e investimento e também do grau de sofisticação do mercado financeiro;
- é esperado que  $b_4$  apresente sinal negativo, pois é esperado que a política de crédito do setor privado seja reflexo da política monetária praticada pelo governo;
- o sinal esperado de  $b_5$  deverá ser negativo se houver substituição entre as poupanças internas e externas e positivo se houver complementaridade.

O resultado da estimativa foi:

$$SP_t = 0,02796Y_t + 0,38057M_t - 0,26438F_t + 0,51048E_t \quad (5.33)$$

Os resultados da equação 5.33 estão de acordo com o que foi proposto pelo modelo teórico. Dentre os resultados encontrados, destacam-se a complementaridade entre a poupança

interna e externa, que indica que a poupança externa tem sido importante no financiamento do crescimento brasileiro, o que pode ser visto na participação do investimento direto estrangeiro no Brasil, e que M é um indicador de aprofundamento e de sofisticação do mercado financeiro que tem implicações e terá impacto nos mecanismos de financiamento do crescimento econômico.

## **6 - OS FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR E O CRESCIMENTO ECONÔMICO<sup>28</sup>**

Os fundos de previdência complementar podem atuar como agentes do desenvolvimento econômico ao investirem seus recursos de forma produtiva. Porém, a definição do que são investimentos produtivos não é consensual.

Segundo Castro (1994) os fundos de previdência complementar realizam investimentos produtivos ao terem em suas carteiras ações de empresas, pois, para ele, não é necessário que a compra das ações seja feita quando da emissão primária dos títulos. Ao comprar títulos no mercado secundário (nas bolsas de valores), os fundos estarão incentivando os negócios em bolsas de valores e também incentivarão a emissão de novas ações através de novas emissões ou abertura de capital.

Matijascic (1994) discorda de Castro (1994). Para ele, os fundos de pensão somente devem ser considerados investidores produtivos na medida em que seus recursos sejam destinados a investimentos que visem o aumento da capacidade produtiva.

Deixando essa controvérsia à parte, neste trabalho, assumir-se-á que investimentos em ações sejam investimentos produtivos. Logo, toda carteira dos fundos de pensão investida em ações ou em participações em empresas será considerada investimento produtivo, mesmo que não aumente a capacidade instalada ou que esses fundos não tenham poder de decisão nas estratégias das empresas.

A razão de assumir-se que investimentos produtivos sejam aqueles em que os fundos de pensão adquirem partes de empresas, quer através de ações negociadas em bolsa quer

---

<sup>28</sup> Todo esse capítulo estará baseada no trabalho de Gontijo (1992).

através de emissão primária, deve-se à facilidade de acesso a informações sobre esse tipo de investimento. Não há informações disponíveis sobre os investimentos dos fundos nas compras de ações no mercado primário.

## 6.1 - O capital acionário

Acionista é aquele indivíduo que investe seus recursos adquirindo partes do capital social de uma empresa (ações). Ao realizar esse investimento, ele espera que a empresa cresça e possa, ao final de cada exercício, distribuir seu lucro entre os proprietários (acionistas). Porém, ao contrário do que acontece com os recursos de terceiros utilizados pelas empresas, o acionista não sabe de antemão qual será o retorno sobre o capital investido<sup>29</sup>, enquanto o emprestador sabe de antemão qual montante ele deverá receber. Essa remuneração do acionista (distribuição de lucros) é chamada de dividendo.

O rendimento dos recursos investidos em ações é influenciado diretamente por dois fatores: prêmio de risco da ação e a taxa de juros dominante. O prêmio de risco da ação pode ser entendido como um *spread*, uma taxa extra que os investidores exigem para investir seu capital em ações<sup>30</sup> e não em títulos de renda fixa. Quanto maior for o risco, maior o prêmio de risco exigido pelos investidores por não saberem antecipadamente qual será o retorno do investimento em ações. A taxa de juros dominante irá influenciar diretamente a taxa de retorno exigido pelos acionistas. Quanto maior for a taxa de juros dominante (ou de mercado) maior será a taxa de retorno exigida pelo acionista. Isso significa que os investidores são

---

<sup>29</sup> Os acionistas podem ser ordinários (com direito a voto) ou preferenciais (sem direito a voto). No Brasil, tanto acionistas preferenciais quanto ordinários, não sabem, antes do término do exercício, qual o valor do dividendo que deverá receber, portanto, o valor do dividendo dependerá do desempenho observado da empresa e esses acionistas são tratados como acionistas, donos da empresa. Em outros países, como nos EUA, os acionistas preferenciais sabem, no início do exercício qual o valor do dividendo a ser pago ao final do exercício e este não depende do desempenho observado da empresa no exercício, portanto, este acionista é tratado como terceiro à empresa.

<sup>30</sup> Títulos de renda variável, que oferecem níveis de risco superiores aos de renda variável.

avessos ao risco e que investimentos em títulos de renda variável, como as ações, têm um nível de risco superior ao nível de risco representado pelos títulos de renda fixa e, portanto, os investidores exigirão uma taxa de retorno maior do que a que exigiriam de título de renda fixa. Quanto maior o risco, maior será o retorno exigido pelo investidor.

Em outras palavras, como o investidor em ações não sabe antecipadamente qual será o retorno que suas ações lhe darão, ele exige um prêmio de risco para realizar seus investimentos, ou seja, ele exige uma taxa maior do que a taxa da renda fixa para realizar o investimento. Quanto maior for a taxa praticada nos títulos de renda fixa, maior será a taxa de retorno exigida pelo acionista para realizar o seu investimento.

Se as taxas de juros dos investimentos em renda fixa estiverem muito elevadas, isso pode afetar negativamente o nível de investimentos produtivos uma vez que estes investimentos podem não ser capazes de gerar retornos maiores do que os oferecidos pelos investimentos em renda fixa.

## **6.2 - Remuneração do acionista**

O objetivo financeiro de toda empresa deve ser maximizar a riqueza dos proprietários. No caso das sociedades por ações, as empresas repassam aos acionistas parte do lucro auferido no exercício e retêm a outra parte para a realização de novos investimentos, para a formação de reservas, para a consolidação da situação financeira da empresa etc. Esse procedimento tem como objetivo consolidar a sobrevivência da empresa a longo prazo, garantindo, assim, o aumento da riqueza dos acionistas (GITMAN, 1997).

Apesar de existirem várias razões para reter lucros ao invés de distribuí-los aos acionistas, a empresa deve ter uma política clara de pagamento de dividendos para manter os

seus títulos atraentes para os investidores. Se uma empresa paga aos acionistas o dividendo esperado, diz-se que ela paga dividendos normais. Então:

$$L_{RET} = RK - (i + r) \times V_S \quad (6.1)$$

em que

$L_{RET}$  representa os lucros retidos;

$K$  representa o capital real da empresa;

$R$  representa a taxa de rendimento do capital;

$V_S$  representa o capital fictício determinado pela capitalização dos dividendos esperados;

$i$  representa a taxa de juros de longo prazo;

$r$  representa o prêmio de risco.

Pela Equação 6.1, pode-se verificar que aumentos na taxa de juros ou no prêmio de risco reduzem a capacidade da empresa em reter lucro. Quanto maiores as taxas de juros e o prêmio de risco, menos lucro a empresa poderá reter.

Considerando que os lucros esperados sejam, na verdade, lucros realizados e que as empresas distribuam uma parte de seus lucros líquidos tem-se:

$$V_S = \beta \times \left[ \frac{R}{(1+i)} \right] \times K \quad (6.2)$$

em que

$V_S$  representa o capital fictício determinado pela capitalização dos dividendos esperados;

$K$  representa o capital real da empresa;

$R$  taxa de rendimento do capital;

$\beta$  representa o coeficiente de retenção de lucros;

$i$  representa a taxa de juros de longo prazo;

$r$  representa o prêmio de risco.

Pela Equação 6.2, observa-se que se a taxa de lucro  $R$  for maior do que a taxa oferecida pelos dividendos  $(i+r)$  a razão  $[R/(i+r)]$  será maior que uma unidade. A não retenção de lucros implica que  $\beta$  seja igual a um e indica que o capital fictício é maior que o capital real ( $V_S > K$ ).

Ao aumentar o valor do seu capital fictício, a empresa em nada afetará o seu nível de produção uma vez que esses movimentos ocorrem no mercado secundário que não afetam diretamente a sua saúde financeira. O capital fictício só influenciará a saúde financeira da empresa quando houver uma emissão primária, que implicará aumento de capital social da empresa, transformando esse capital em capital produtivo. Porém, nem todo recurso auferido com a venda de novas ações será destinado ao processo operacional da empresa. As ações que são emitidas são vendidas e então se obtém dinheiro. Esse dinheiro se divide em duas partes: ganho dos fundadores ( $d_1$ ), que pertence aos detentores do capital e que não volta ao processo produtivo e capital produtivo ( $D_1$ ) que se transforma em capital produtivo quando entra no caixa da empresa, voltando, assim, ao processo produtivo.

Em outras palavras, dos recursos obtidos com a venda de novas ações uma parte será distribuída entre os antigos acionistas da empresa (ganho do fundador), e a outra parte será utilizada no processo operacional da empresa (capital produtivo).

### **6.3 - O capital incremental**

O conceito de capital incremental está relacionado a variações no capital produtivo. Essa variação é um indicador que resulta do produto da taxa de investimento pela relação capital-produto incremental.

$$K_t = \frac{\Delta K_t}{\Delta Y_t} \quad (6.3)$$

em que

$K_t$  representa a relação capital-produto incremental no ano t;

$\Delta k_t$  representa variações no estoque de capital;

$\Delta Y_t$  representa variações em relação ao produto nacional (PIB).

A partir da Equação 6.3, pode-se verificar quão produtivo foi determinado projeto em determinado ano. A Equação 6.4 mostra uma forma alternativa de escrever a Equação 6.3 e 4a relação de quanto do montante investido foi transformado em produto.

$$K_t = \left[ \left( \frac{I_t}{Y_t} \right) \times \left( \frac{\Delta Y_t}{Y_t} \right) \right] \quad (6.4)$$

em que

$K_t$  representa a relação capital-produto incremental no ano t;

$\Delta k_t$  representa variações no estoque de capital;

$\Delta Y_t$  representa variações em relação ao produto nacional (PIB);

$I_t$  representa os investimentos realizados;

$Y_t$  representa o produto nacional (PIB).

Esse modelo apresenta dois tipos de limitações. A primeira está relacionada à elevada sensibilidade em relação às variações no PIB podendo assumir valores muito altos quando o PIB estiver estagnado. A segunda limitação está relacionada à possibilidade de redução no PIB que levaria a uma relação capital-produto negativa.

Buscando solucionar esses problemas, Castelar (1989) propõe uma nova metodologia para o cálculo da relação capital-produto. Ele considera também, entre outras variáveis, as

variações observadas na taxa de utilização da capacidade instalada. Para isso, parte de duas funções:

$$Y_t = U_t Y_{pt} \quad (6.5)$$

$$FBKF_{t-1} = K_t \Delta Y_{pt} \quad (6.6)$$

em que

$Y_t$  representa o PIB no tempo  $t$ ;

$U_t$  representa a taxa de utilização da capacidade instalada;

$Y_{pt}$  representa o PIB potencial no tempo  $t$ ;

FBKF representa a formação bruta de capital fixo;

$\Delta Y_{pt}$  representa as variações no PIB potencial.

Diferenciando-se em relação ao tempo tem-se:

$$\frac{\Delta Y_t}{Y_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}} + U_t \left( \frac{\Delta Y_{pt}}{Y_{t-1}} \right) \quad (6.7)$$

em que

$Y_t$  representa o PIB no tempo  $t$ ;

$U_t$  representa a taxa de utilização da capacidade instalada;

$Y_{pt}$  representa o PIB potencial no tempo  $t$ ;

$K_t$  representa a relação capital-produto;

$\Delta Y_{pt}$  representa as variações no PIB potencial.

Substituindo a Equação 6.6 na Equação 6.7:

$$\frac{\Delta Y_t}{Y_{t-1}} = \left( \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}} \right) + \frac{\left[ U_t \left( \frac{FBKF_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) \right]}{K_t} \quad (6.8)$$

em que

$Y_t$  representa o PIB no tempo  $t$ ;

$U_t$  representa a taxa de utilização da capacidade instalada;

$Y_{pt}$  representa o PIB potencial no tempo  $t$ ;

$FBKF_{t-1}$  representa a formação bruta de capital fixo no período  $t-1$ ;

$4K_t$  representa a relação capital-produto;

$\Delta Y_{pt}$  representa as variações no PIB potencial.

Resolvendo para  $K_t$ :

$$K_t = \frac{U_t \times \left( \frac{FBKF_{t-1}}{Y_{t-1}} \right)}{\left( \frac{\Delta Y_t}{Y_{t-1}} \right) - \left( \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}} \right)} \quad (6.9)$$

em que

$Y_t$  representa o PIB no tempo  $t$ ;

$U_t$  representa a taxa de utilização da capacidade instalada;

$Y_{pt}$  representa o PIB potencial no tempo  $t$ ;

$FBKF_{t-1}$  representa a formação bruta de capital fixo no período  $t-1$ ;

$K_t$  representa a relação capital-produto;

$\Delta Y_{pt}$  representa as variações no PIB potencial.

A Equação 6.9 difere da Equação 6.4 em dois aspectos: no numerador, observa-se que somente os novos investimentos que foram efetivamente utilizados são considerados e, no denominador, são consideradas apenas as variações líquidas no PIB subtraídas da variação na utilização da capacidade instalada.

A Equação 6.9 mostra-se mais consistente para a análise da relação capital-produto quando comparada à Equação 6.4. Ela mostra que somente uma parte dos recursos destinados à produção terá seu potencial totalmente realizado, uma vez que nem toda capacidade instalada é utilizada, portanto existe uma diferença entre produto efetivo e produto potencial que deve ser considerada.

Castelar (1989) estimou a taxa de utilização ( $U_t$ ) estipulando uma taxa relativa ao PIB efetivo mais próxima possível do PIB potencial (taxa equivalente a 1 ou 100%). Para estimar o PIB efetivo e potencial, o autor partiu das seguintes equações:

$$\ln(Y_{pt}) = a + b_t \quad (6.10)$$

$$\ln(Y) = a + b_t + \ln(U_t) \quad (6.11)$$

em que

$\ln(Y_{pt})$  representa o logaritmo neperiano do PIB potencial no período  $t$ ;

$\ln(U_t)$  representa o logaritmo neperiano da capacidade utilizada;

$\ln(Y)$  representa o logaritmo neperiano do PIB efetivo;

**a** e **b** são coeficientes obtidos através de estimadores de mínimos quadrados utilizando-se a equação potencial do PIB (Equação 6.12), todavia, por definição, **a** tem que ser menor ou igual a 1 uma vez que não existe taxa de utilização negativa.

$$\ln(Y_p) = \ln(Y) - \ln(U_t) = a + b_t \quad (6.12)$$

em que

$\ln(Y_p)$  representa o logaritmo neperiano do PIB potencial;

$\ln(Y)$  representa o logaritmo neperiano do PIB efetivo;

$\ln(U_t)$  representa o logaritmo neperiano da capacidade utilizada;

**a** e **b** são coeficientes obtidos através de estimadores de mínimos quadrados utilizando-se a equação potencial do PIB (Equação 6.12), todavia, por definição, **a** tem que ser menor ou igual a 1 uma vez que não existe taxa de utilização negativa.

Ocorre, no entanto, que  $\ln(U_t)$  não pode ser maior do que zero, uma vez que a taxa de utilização da capacidade instalada é, por definição, menor ou igual a um. Assim, o estimador de **a** foi redefinido de forma que nenhum dos erros da equação fosse maior do que zero. Isso equivale a deslocar a curva estimada de maneira que a utilização da capacidade instalada ( $U_t$ ) seja igual a um no ano em que corresponde ao maior resíduo obtido (CASTELAR, 1989).

#### **6.4 - A contribuição dos fundos de previdência para o crescimento econômico**

Para mensurar a participação dos fundos de previdência para o crescimento econômico, é necessário primeiro estimar a participação desses fundos no mercado de ações. Para tanto, será necessária a construção de índices que possam mensurar a participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro. O primeiro índice tem como objetivo mensurar a participação dos recursos dos fundos de pensão aplicados no mercado bursátil.

$$FIP_{FP} = \frac{I_{FP}}{I_{Tot}} \times 100 \quad (6.13)$$

em que

$FIP_{FP}$  representa o percentual de financiamento do investimento produtivo dos fundos de previdência;

$I_{FP}$  representa o volume de recursos dos fundos de previdência que realmente são investidos no setor produtivo através do mercado de bolsa de valores, que irá ser transformado na Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF);

$I_{Tot}$  representa o volume total de investimento da economia.

A Equação 6.14 mostra que se  $K = I_{FP}$ , então a Formação Bruta de Capital Fixo – FBKF - dependerá do volume de recursos conseguido com a emissão de novas ações, do percentual de distribuição de lucros e da rentabilidade da empresa.

$$K = \frac{V_s}{\frac{\beta R}{i+r}} \quad (6.14)$$

em que

$V_s$  representa o capital fictício determinado pela capitalização dos dividendos esperados;

$K$  representa o capital real da empresa;

$R$  taxa de rendimento de capital;

$\beta$  representa o coeficiente de retenção de lucros;

$i$  representa a taxa de juros de longo prazo;

$r$  representa o prêmio de risco.

Da Equação 6.14 tem-se que uma variação do capital fictício ( $\Delta V_s$ ), através da emissão de novas ações, proporcionará uma variação do capital real ( $\Delta K$ ) destinado ao setor produtivo. Dessa forma, o resultado da Equação 6.14 será a participação dos fundos de pensão no crescimento da economia medido pelo PIB, ou seja, quanto os recursos dos fundos de pensão destinados ao setor produtivo contribuíram para o crescimento do PIB

## 6.5 – Metodologia

A pesquisa tem caráter quantitativo e mensurar-se-á a participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro<sup>31</sup>. A razão da escolha dos fundos de pensão como objeto de análise foi a sua importância na economia brasileira nos últimos anos, conforme mostrado na TABELA 4 e no GRÁFICO 2 e também pela dificuldade de acesso a informações confiáveis sobre as EAPP. Como o valor do patrimônio das EAPP é ainda muito pequeno, quando comparado ao das EFPP, não haverá problemas em relação aos resultados encontrados. É claro que se tivesse acesso a informações detalhadas das EAPP, o estudo seria certamente mais completo.

Para a realização do teste empírico, analisar-se-á a participação dos fundos de pensão no crescimento brasileiro no período 1994 a 2000. A razão da escolha desse período é por ser um período recente, em que a questão da previdência sempre esteve em debate. Muito foi falado que a previdência complementar seria um agente importante no financiamento do crescimento econômico brasileiro. Porém, não foram encontrados estudos que mensurassem sua participação no período recente, que comprovassem ou que reputassem essa teoria.

Esse período é marcado pela implementação de um novo plano econômico (Plano Real) que buscava o controle da inflação. A política econômica e vigor até os dias atuais vem dando continuidade ao Plano Real. Portanto, o período compreendido entre 1994 e 2000 é marcado pela estabilidade da política econômica, estabilidade que não era vista desde a década dos 80.

Apesar da relevância do tema, nem sempre teve-se acesso às informações necessárias para a realização do teste empírico. A forma utilizada para minimizar o problema foi a utilização de *proxys*, que somente foram utilizadas quando não havia como fazer o

---

<sup>31</sup> Nesse caso, não serão considerados os recursos aplicados nas EAPP.

levantamento das informações necessárias. As informações utilizadas foram obtidas das seguintes fontes:

- Boletins do Banco Central do Brasil;
- Consolidados Estatísticos da ABRAPP; e
- Revista Conjuntura Econômica.

As variáveis utilizadas no trabalho são as seguintes:

- O PIB a preços constantes de 2000, obtido nos Boletins do Banco Central do Brasil;
- Utilização da Capacidade Instalada, obtido nos Boletins do Banco Central do Brasil;
- FBKF a preços constantes de 2000, obtidos nos Boletins do Banco Central do Brasil;
- Índice Geral de Preços de Mercado – IGPM – acumulado no ano, obtido da revista Conjuntura Econômica.

A pesquisa será quantitativa. O universo da amostra serão as EFPP (Fundos de Pensão) que funcionaram durante o período. Não se optou por uma amostra contendo os mesmos fundos de pensão devido ao fato do objetivo do trabalho ser a mensuração da participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro, não apenas de um conjunto específico de fundos, mas de todos os fundos que funcionaram durante o período ou parte dele.

Considerou-se a possibilidade de estudar o impacto em um período maior de tempo, porém o acesso a informações consistentes sobre a composição das carteiras dos fundos de pensão mostrou-se um entrave. Portanto, optou-se por mensurar a participação desses fundos no período pós-real. Como já foi dito, este é um período bastante peculiar na história econômica brasileira recente, não só por ter trazido a estabilidade de preços, mas por ser

marcado por mudanças bem mais profundas no cenário econômico, por isso a relevância do período de estudo.

No capítulo seguinte, será feito o teste empírico em que se verificará a participação desses fundos no financiamento do crescimento econômico brasileiro no período 1994 a 2000.

## **7 - A CONTRIBUIÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO PARA O CRESIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO**

Tendo como base o modelo descrito no Capítulo 5, passar-se-á à mensuração da participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro no período de 1994 a 2000. O primeiro passo foi coletar os dados nos Boletins Banco Central do Brasil, na revista Conjuntura Econômica, nos Consolidados Estatísticos da ABRAPP<sup>32</sup> e nos Relatórios Anuais da Previdência Social.

O segundo passo é mensurar a participação dos fundos no crescimento econômico. Para isso, calculou-se a taxa de utilização da capacidade instalada para o período de 1994-2000. A TABELA 9 apresenta os valores encontrados. Empregou-se a taxa de utilização da capacidade instalada, calculada pelo Banco Central. Como foi dito no capítulo anterior, o ano que apresentou a maior utilização da capacidade instalada foi tomado como base, e as demais taxas de utilização foram calculadas através de uma regra de três. Assim, foi considerado como base o ano 2000, que apresentou a maior taxa de utilização da capacidade instalada (80,7%).

---

<sup>32</sup> Associação Brasileira das Administradoras de Previdência Privada.

**Tabela 9 – Taxas de utilização da capacidade instalada – Brasil – (%)**

<b>Ano</b>	<b>Utilização da Capacidade Instalada</b>	<b>Utilização da Capacidade Instalada (Base 2000=100%)</b>
1994	77,16	95,61
1995	78,04	96,71
1996	78,19	96,88
1997	78,71	97,53
1998	78,24	96,95
1999	78,23	96,94
2000	80,70	100,00

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Boletim do Banco Central.

Após calcular a taxa de utilização, mensurou-se a relação capital-produto incremental da economia brasileira no período de 1994-2000. Os valores encontrados são mostrados na TABELA 10. Para o cálculo da relação capital-produto incremental, utilizou-se a seguinte

$$K_t = \frac{FBKF_{t-1}}{\Delta Y_{pt}} \quad (7.1)$$

fórmula:

em que

$K_t$  representa a relação capital-produto incremental;

FBKF representa a Formação Bruta de Capital Fixo;

$\Delta Y_{pt}$  representa a variação do PIB potencial;

t indica o período de tempo.

O ano com maior utilização da capacidade instalada foi considerado como base, nesse caso, o ano 2000, e a taxa de utilização foi recalculada em relação a esse ano através de uma regra de três. A necessidade de fazer esses cálculos é que os erros da equação que estima o produto potencial da economia não pode ser maior do que uma unidade (equação 6.12). Ao se realizar esse cálculo, desloca-se a curva de utilização da capacidade instalada de forma que o ano considerado base corresponda ao ano de maior resíduo.

A taxa de utilização da capacidade instalada é um indicador importante, pois, quando há uma utilização pequena da capacidade instalada, pode existir redução na intenção das empresas em realizarem novos investimentos. Quanto mais próxima de 100% for a utilização da capacidade instalada, maior a necessidade das empresas em realizar novos investimentos, pois, apenas com novos investimentos, poderão crescer.

As taxas encontradas para o Brasil indicam que a utilização da capacidade instalada está em torno de 78%, mostrando a existência de capacidade ociosa de cerca de 22%. Sabe-se que as empresas não operam sempre com capacidade máxima, pois isso aumentaria os riscos produtivos. Logo, a taxa de utilização da capacidade instalada no Brasil pode ser considerada alta e indica que não há entraves a novos investimentos.

Tabela 10 – PIB, FBKF e Relação Capital-Produto Incremental

<b>Ano</b>	<b>PIB<sup>1</sup></b>	<b>FBKF<sup>1</sup></b>	<b>Relação Capital-Produto Incremental</b>
1993	883 004 651	47.968.894	---
1994	934 660 423	140.919.251	1,58
1995	974 103 092	227.742.844	4,74
1996	1 000 014 235	235.961.582	9,15
1997	1 032 714 700	251.580.150	8,86
1998	1 034 986 672	255.432.141	28,76
1999	1 043 163 067	215.998.974	29,95
2000	1 089 688 140	ND	15,89

Legenda: ND – Não disponível.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados dos Boletins do Banco Central do Brasil.

Nota: <sup>1</sup> Em R\$, a preços constantes de 2000.

A TABELA 10 apresenta o PIB, a FBKF e a relação capital-produto incremental da economia brasileira no período de 1993 a 2000. O PIB significa o valor de todos os bens e serviços produzidos no País durante o período. A FBKF representa os recursos que foram aplicados com o objetivo de aumentar a capacidade produtiva do País. Em outras palavras, a FBKF pode ser entendida como o investimento produtivo da economia. A relação capital-

produto incremental significa o aumento no produto da economia proporcionado pelo aumento na capacidade produtiva, ou seja, por aumentos na FBKF.

Após calculadas a taxa de utilização da capacidade instalada e a relação capital produto incremental da economia, tem-se então condições para mensurar a participação dos fundos de pensão do crescimento econômico brasileiro através dos recursos que estes fundos aplicam no mercado bursátil.

Como não se teve acesso à composição do portfólio dos fundos de pensão em ações, bem como se as compras foram feitas no mercado primário, não foi possível mensurar a participação dos fundos de pensão no crescimento econômico e, conseqüentemente, nem estabelecer os recursos oriundos dos fundos de pensão investidos no mercado primário de ações. A alternativa encontrada para se calcular a variação no capital real das empresas foi a adoção de uma *proxy*. Essa *proxy* deve ser entendida como uma maneira alternativa de se calcular a variação do capital real a partir das informações disponíveis. Será utilizada como *proxy* a variação dos recursos investidos pelos fundos em ações. Como já foi dito, os investimentos em ações não significam, *a priori*, que haverá injeção de recursos nas empresas, pois tais ações podem ser adquiridas no mercado secundário. Porém, ainda que as ações sejam adquiridas no mercado secundário, o fato de um fundo de pensão ter comprado ações de determinada empresa pode refletir no desempenho dessa empresa.

Sendo assim, a divisão da variação dos investimentos dos fundos de pensão em ações pelo investimento total na economia será a participação desses fundos no crescimento econômico como mostrado na equação 6.3.

$$PFPCCE = \left( \frac{\Delta IA}{FBKF} \right) \times 100 \quad (7.2)$$

em que

PFPCCE representa a participação percentual dos fundos de pensão no crescimento econômico;

$\Delta IA$  representa a variação dos investimentos em ações realizados pelos fundos de pensão, de acordo com a equação 7.3:

$$\Delta IA = IA_t - IA_{t-1} \quad (7.3)$$

t representa o período de tempo;

FBKF representa a formação bruta de capital fixo que pode ser entendida como o valor do investimento produtivo.

Tabela 11 – Participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro

Ano	PIB <sup>1</sup>	FBKF <sup>1</sup>	Investimento dos Fundos de Pensão em Ações <sup>1</sup>	Varição do Investimento em Ações <sup>1</sup>	Participação dos Fundos de Pensão na FBKF (%)
1994	934.660.423	140.919.251	16.686.584	---	---
1995	974.103.092	227.742.844	15.535.426	-1.151.157	-0,505
1996	1.000.014.235	235.961.582	20.344.835	4.809.409	2,038
1997	1.032.714.700	251.580.150	22.696.761	2.351.926	0,935
1998	1.034.986.672	255.432.141	16.032.956	-6.663.805	-2,609
1999	1.043.163.067	215.998.974	27.777.932	11.744.976	5,438
2000	1.089.688.140	ND	28.154.326	376.394	ND
<b>Média</b>					<b>1,059</b>

ND – Não disponível. O Banco Central ainda não divulgou o valor da FBKF para o ano 2000.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados dos Consolidados Estatísticos da ABRAPP e dos Boletins do Banco Central.

Nota: <sup>1</sup>Valores em milhares de Reais de dezembro de 2000.

A TABELA 11 apresenta os resultados dos cálculos da equação 7.3. O resultado dessa equação é bastante influenciado pelo montante da variação dos investimentos em ações (variação no valor da carteira), que é diretamente influenciado pelo valor de mercado das ações. Os resultados apresentados referem-se ao período pós-real (1994-1999)<sup>33</sup>. Nesse período, foi encontrada em participação dos fundos de pensão no crescimento econômico

<sup>33</sup> Embora tenha sido calculada a participação dos fundos de pensão no crescimento econômico brasileiro no período de 1990-1993, esses resultados foram descartados devido à inconsistência dos dados. Os dados originais fornecidos pela ABRAPP estavam em dólares. Foi fornecido uma taxa de câmbio moeda local/dólar para cada ano. Porém, ao fazer-se a conversão de dólar para moeda local e atualizá-la para reais de 2000, esses valores mostraram-se completamente inconsistentes e, por isso, não foram apresentados. Acredita-se que haja algum erro com relação ao processo de dolarização dos valores adotado pela ABRAPP ou algum erro na mensuração dos valores das carteiras consolidadas dos fundos.

brasileiro de 1,1%, resultado irrisório quando comparado à participação dos fundos de pensão no PIB (GRÁFICO 5).

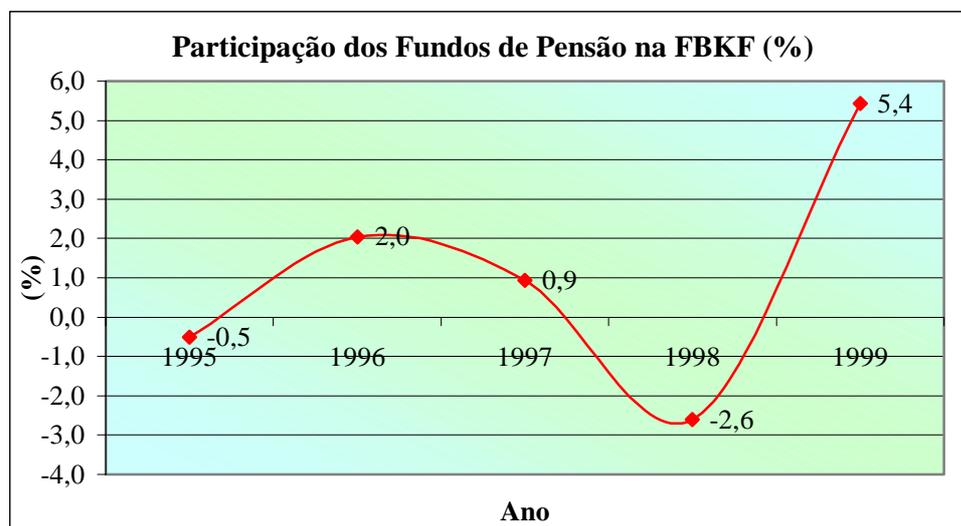


Gráfico 5 – Participação dos fundos de pensão na formação bruta de capital fixo (%)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados dos Consolidados Estatísticos da ABRAPP e dos Boletins do Banco Central.

Como já foi dito, os resultados da equação 6.3 são sensíveis ao montante da variação dos recursos investidos pelos fundos em ações, que por sua vez, são sensíveis ao desempenho das ações no mercado, uma vez que as informações referem-se ao valor da carteira em determinado período, e não ao valor de compra das ações. Logo, os resultados ficam sensíveis às variações no mercado de ações.

Apesar de todas as dificuldades de dados e de informações, nota-se que os fundos de pensão têm ainda um papel pequeno no financiamento do crescimento econômico. Isso é consequência do direcionamento dos recursos para o mercado financeiro e não ao setor produtivo. Esse fato pode ser constatado quando se observa o aumento no percentual de aplicações em fundos de investimento (GRÁFICO 2)

Para que os fundos tenham uma participação maior no financiamento do crescimento econômico brasileiro, é necessário que se direcionem as suas aplicações para projetos produtivos, ou seja, para as empresas. Porém, esses projetos normalmente apresentam perfil de risco maior do que as operações realizadas no mercado financeiro, o que poderia comprometer a rentabilidade desses fundos.

O que se observa é que o percentual de aplicações em ações dos fundos de pensão tem diminuído no período pós-real, passando de 39% em 1994, para 23,5%, em 2000. O mesmo tem acontecido com as debêntures, que são uma outra forma dos fundos injetarem recursos nas empresas.

Para que os fundos de pensão possam desempenhar um papel maior no financiamento do crescimento econômico brasileiro, é necessário que se direcionem os recursos para as empresas. Porém, esses investimentos têm um perfil de longo prazo e apresentam maior nível de risco. Por outro lado, os investimentos no mercado financeiro, que apresentam normalmente perfil de curto prazo e risco menor, tornam-se alternativas atraentes para os fundos. Além disso, em decorrência da política de manter as taxas de juros bastante altas durante todo o período, a rentabilidade oferecida por esses fundos pode ser considerada como mais um fator de motivação para a aplicação de recursos nesses fundos.

Contudo, como os fundos de investimento são fundos com perfil de curto prazo, os fundos de pensão não deveriam manter um percentual tão grande de recursos nesses fundos, pois a grande vantagem dos fundos de previdência é seu perfil de longo prazo, que lhes permite fazer investimentos em projetos cuja maturação se dará no médio e longo prazos. São esses investimentos que poderiam alavancar o crescimento econômico.

Portanto, enquanto for permitido que os fundos de pensão apliquem grande parte de seus recursos em fundos de investimento, a sua participação no financiamento do crescimento econômico não será expressiva, conforme foi mostrado.

## 8 - CONCLUSÃO

Ao longo do trabalho, procurou-se discutir a importância dos sistemas previdenciários para as sociedades. Sistemas previdenciários são importantes, pois é através deles que se garantem, aos indivíduos que contribuíram ou que ainda contribuem para esses sistemas, os benefícios como aposentadoria por velhice ou invalidez, assistência à saúde e pensão para dependentes em caso de morte entre outras. Daí a grande importância desses sistemas para as sociedades. Quando esses sistemas apresentam problemas financeiros e passam a não ser capazes de arcar com os compromissos assumidos, isso tem um grande impacto na sociedade. Por isso, a necessidade de buscar sistemas previdenciários que sejam capazes de satisfazer ao anseio da sociedade.

O processo da formação dos sistemas previdenciários do Brasil, do Chile e da Argentina foi bastante semelhante. Parte-se de sistemas privados, descentralizados, com cobertura pequena da população economicamente ativa para sistemas centralizados, administrados pelo poder público com cobertura generalizada. Porém, esses sistemas apresentam problemas, principalmente de equilíbrio financeiro. A necessidade de reforma se torna evidente.

Nesse contexto, o Chile realizou uma reforma bastante profunda no sistema previdenciário que tem sido citada como referência para os demais países. A reforma Chilena consistiu na privatização da administração dos fundos, na adoção de um sistema de capitalização individual das contribuições. A regra de transição estabeleceu que os trabalhadores que já haviam contribuído para o sistema antigo poderiam optar entre migrar para o sistema novo ou manter-se no regime antigo. Todos os trabalhadores que ingressaram no mercado de trabalho após essa data estão automaticamente no novo regime. O Estado

assume papel de fiscalizar as instituições que administraram os fundos e arca com os pesados custos da transição.

Já na Argentina, a reforma foi menos profunda do que a Chilena. Estabeleceu-se dois sistemas, um público baseado na repartição e outro privado baseado na capitalização que coexistirão. Os trabalhadores podem optar por qualquer um dos dois sistemas. No caso do sistema privado o Estado assume o papel de fiscalização das instituições assim como garantidor da rentabilidade mínima. A adesão aos planos privados foi pequena, quer porque para os trabalhadores que já estavam contribuindo para o sistema público era economicamente desvantajoso migrar, quer pelo desconhecimento dos trabalhadores sobre o novo sistema.

Já no caso Brasileiro, as reformas até agora adotadas, foram bastante superficiais e não atingiram o principal foco de desequilíbrio financeiro do sistema – a previdência dos funcionários públicos, que é responsável pela maior parte dos *deficits* financeiros. Porém, a questão da reforma da previdência continua na agenda do governo. Talvez o grande desafio, em termos de previdência pública seja a equiparação entre os benefícios concedidos aos trabalhadores da iniciativa privada e os funcionários públicos.

O sistema previdenciário brasileiro é composto por dois sub-sistemas: o sistema público, obrigatório para todos os trabalhadores tanto do setor público quanto do setor privado, em regime de repartição, e o privado facultativo em regime de capitalização.

A previdência complementar ou privada, é constituída por Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP) que funcionam como seguradoras das quais podem participar quaisquer indivíduos, e as Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP ou fundos de pensão) que são fundos constituídos com a contribuição de empregados e empregadores (patrocinador) com objetivo de complementar os benefícios oferecidos pelo sistema público e estão restritas a pessoas ligadas ao patrocinador. Portanto, a previdência privada brasileira tem caráter complementar à previdência pública.

Discutiu-se também que toda renda que não é consumida é poupada e toda poupança deve ser convertida em investimento. Se esse investimento é realizado de forma a aumentar a capacidade produtiva do país, esse investimento será convertido em crescimento econômico. Portanto, a geração de poupança é extremamente importante para que um país possa crescer economicamente.

Historicamente, o Estado foi o principal financiador do crescimento econômico brasileiro, quer investindo na instalação de empresas (empresas estatais) quer disponibilizando recursos para que os empresários pudessem fazer seus investimentos, muitas vezes com taxas de juros abaixo do mercado. Porém, a capacidade do Estado em desenvolver este papel foi drasticamente reduzida. A principal razão para essa redução é a crise financeira enfrentada pelo Estado, que já não mais dispõe de poupança para investir.

Sendo assim, é necessário ter fontes privadas que possam estar financiando o crescimento econômico. Os fundos de previdência privada podem ser essas fontes. Porém, para que sejam financiadores do crescimento econômico, esses fundos têm que aplicar boa parte de seus recursos em investimentos produtivos, que aumentem a capacidade produtiva.

Mensurou-se a participação dos fundos de pensão no financiamento do crescimento econômico e verificou-se que, no período 1994 a 1999, os fundos de pensão foram responsáveis apenas por 1,1% do crescimento econômico brasileiro. Para que esses fundos desempenhem um papel mais relevante no financiamento do crescimento, é necessário que seus recursos sejam direcionados para os setores produtivos. Para que isso aconteça, é necessário que na condução da política econômica, as taxas de juros não sejam tão altas (que tornam os investimentos em renda fixa mais atraentes e inibem os investimentos em renda variável) e que não haja incentivos para investimentos no mercado financeiro, que são investimentos considerados estéreis.

Por outro lado, deveria-se incentivar a participação da população nesses fundos, que aumentaria o nível de poupança interna disponibilizando mais recursos para o aumento da capacidade produtiva. Segundo Rabelo, 2000b, o público-alvo da previdência complementar seriam os trabalhadores que tenham rendimentos superiores a dez salários mínimos, que são os trabalhadores que sofrem as maiores reduções salariais ao se aposentarem pelo sistema público. São enormes as possibilidades de crescimento desse setor uma vez que apenas uma pequena parcela desses trabalhadores contribui para algum fundo de previdência. Esse autor sugere que sejam criados fundos administrados por associações de classe e sindicatos como forma de ampliar a cobertura do sistema.

Alguns autores, entre eles Rabelo, 2000a, defendem o direcionamento dos recursos dos fundos de pensão para investimentos em setores que seriam estratégicos para o crescimento e desenvolvimento econômico brasileiro, o que ele chama de Investimentos Economicamente Direcionados (IED). Ele afirma que esses investimentos garantiriam aos fundos retornos atuariais ou até superiores, não comprometendo assim a rentabilidade dos fundos e que poderiam trazer além de crescimento econômico, também desenvolvimento econômico. Dentre os IEDs que ele cita, destaca-se a construção de moradias para famílias de classe baixa. Os fundos investiriam na construção dos imóveis e financiariam a compra. Como a construção civil é um setor que utiliza bastante mão-de-obra pouco qualificada, esses investimentos gerariam empregos para pessoas de baixa empregabilidade, gerando renda para essas pessoas e suas famílias, aumentando a capacidade de consumo e poupança, promovendo assim o crescimento econômico e também o desenvolvimento econômico uma vez que atacaria um problema crônico que é a o *deficit* de moradias e o desemprego entre trabalhadores de baixa qualificação. Argumenta também que esse tipo de investimento culminaria em criar um mercado secundário de títulos imobiliários, que também seria bastante vantajoso para a economia como um todo.

Porém, a idéia de direcionar os recursos desses fundos para esses investimentos, pode vir a comprometer a capacidade desses fundos em honrarem seus objetivos que são complementar os benefícios oferecidos pela previdência pública. Ao longo dos anos, os recursos dos fundos de pensão, principalmente os ligados a empresas estatais, foram utilizados de forma a atender interesses específicos do governo que muitas vezes eram divergentes dos interesses dos fundos, como foi o caso da participação desses fundos nos leilões de privatização.

Portanto, a idéia direcionar os recursos dos fundos para resolver problemas econômicos específicos tem que ser analisada com bastante cautela de forma que não venham a comprometer a capacidade dos fundos em honrarem os compromissos com seus contribuintes. Acredita-se que a essa seja uma idéia bastante interessante, porém sua implementação deve ser feita com muito cuidado e critério. Os recursos dos fundos devem ser utilizados no financiamento do crescimento econômico se isso não comprometer a sua capacidade de honrar os compromissos com os contribuintes, uma vez que o objetivo é complementar os benefícios da previdência privada e não promover o crescimento econômico.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. ALÉM, Ana Cláudia, GIAMBIAGI, Fábio. **Aumento do investimento:** o desafio de elevar a poupança privada no Brasil. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v.4 n.8, dezembro de 1997, p.3-30.
2. AMARAL, Hudson Fernandes. **Previdência privada como formadora de poupança interna:** uma alternativa para o financiamento da atividade econômica. Belo Horizonte: Projeto de Pesquisa submetido ao CNPq, 1998. (mimeograf.)
3. ANDRADE, Eli Gurgel. **(Des)Equilíbrios da previdência social brasileira:** componentes econômico, demográfico e institucional. Belo Horizonte: CEDEPLAR, 1.999 (Tese de Doutorado).
4. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA (ABRAPP). **A previdência privada no Brasil.** <<http://www.abrapp.org.br>>
5. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA (ABRAPP). **Consolidado estatístico.** Diversos números. Disponível no site: <<http://www.abrapp.org.br>>.
6. AZEVEDO, Glauco Lívio Silva. **Contribuição das entidades fechadas de previdência privada para a formação bruta de capital fixo.** Monografia de conclusão de curso apresentada ao Departamento de Ciências Econômicas da UFMG. Belo Horizonte: 1996.

7. BACHA, Edmar. **Crescimento com oferta limitada de divisas:** uma reavaliação do modelo de dois hiatos. Rio de Janeiro: Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 12, n. 2, p. 285-310.
8. BELTRÃO, Kaizô Iwakami (org). **Revolução na previdência:** Argentina, Chile, Peru, Brasil. São Paulo: Geração Editorial, 1998.
9. BOLETINS DO BANCO CENTRAL. Vários números. Disponíveis na internet no endereço <<http://www.bcb.gov.br>>.
10. CAMPELO, Emílio Recamonde . **Benefício proporcional diferido na previdência complementar.** Brasília: MPAS, 2000.
11. CASTELAR, Armando. **Relação capital-produto incremental:** estimativas para o período 1948-1987. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1989. (Texto para Discussão).
12. CASTRO, Hélio de Oliveira P. **Regimes complementares de previdência.** Rio de Janeiro: FGV/EPGE, 1.994 (Ensaio Econômicos n. 238).
13. CHIANG Alpha. **Matemática para economistas.** São Paulo: McGraw Hill do Brasil e EDUSP, 1982.
14. CORBO, Vitório. **Economic policies, saving, investment and growth in Latin America.** Trabalho apresentado no seminário “Public Sector Financies and the Evolucion of Saving and Investments Balance”: Paris, OECD, out/1995.
15. DORNBUSCH, Rudiger, FISCHER, Stanley. **Macroeconomia.** 5 ed. São Paulo: McGraw Hill, 1991.
16. FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Conjuntura econômica.** Rio de Janeiro: FGV. Diversos números.

17. GITIMAN, Laurence. **Princípios de administração financeira**. 7ª Ed. São Paulo: Harbra, 1.997.
18. GLEIZER, D. L. **Saving na real interest rates in Brasil**. Revista de Econometria, v11, n.1, abr. 1991.
19. GONTIJO, Cláudio. **Money, interest and price level**. New York: New School Social Reserch, 1.992. (Tese de Doutorado)
20. GONTIJO, Cláudio. **Money, interest and price level**. New York: New School Social Reserch, 1992 (tese de doutorado) (mimeograf.)
21. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Censo demográfico brasileiro de 1.991** <<http://www.ibge.gov.br>>.
22. INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS (IPEA). Informações disponíveis no site: <<http://www.ipea.gov.br>>.
23. LANA, Livia Maia Heringer. **Previdência social: repartição e capitalização na América Latina**. Monografia de Conclusão de Curso de Ciências Econômicas da UFMG, Belo Horizonte, 1998.
24. LEOPOLDI, Maria Antonieta P. A reforma do sistema de seguros privados no governo militar (1964-84) in ALBERTI, Verena (Org.). **Entre a solidariedade e o risco: a história do seguro privado no Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 1998.
25. LOYOLA, Gustavo Jorge Laboissière, GUEDES FILHO, Ernesto Moreira, HASHIZUME, Fábio Akira, SOUDOUTOVICH, Mark G. **Previdência privada no Brasil: princípios gerais, perspectivas e riscos**. 1.999 <<http://www.anapp.com.br>>.
26. LUCAS, Robert E.. **On the mechanis of economics development**. Journal of Economics, p.3-42, jul. 1998.

27. MANKIW, Gregory N. **Macroeconomia**. 3 ed. Rio de Janeiro: LTC, 1998.398 p.
28. MATIJASCIC, Milko. **Fundos de pensão e rearticulação da economia brasileira**. Campinas: UNICAMP, 1.994 (texto para discussão)
29. MATOS FILHO, José Coelho, CÂNDIDO JR. José Oswaldo. **Poupança privada e sistema financeiro: possibilidades e limitações**. Rio de Janeiro: IPEA, 1997. (texto para discussão 488).
30. MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL. <<http://www.mpas.gov.br>>.
31. MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL. **Boletim da previdência complementar**. Brasília, diversos números.
32. NOVAIS, Datiana Alves de. **Fundos de pensão: alternativas para o financiamento de longo-prazo**. Monografia de Conclusão de Curso de Ciências Econômicas da UFMG, Belo Horizonte, 1996.
33. OLIVEIRA, Francisco Eduardo Barreto, Beltrão, Kaizô, Iwakami, DAVID, Antônio Carlos de Albuquerque. **A dívida da união com a previdência social: uma perspectiva histórica**. Rio de Janeiro: IPEA, 1999 (texto para discussão 638).
34. OLIVEIRA, Francisco Eduardo Barreto, Beltrão, Kaizô, Iwakami, MANIERO, Leandro Vicente Fernandes. **Alíquotas equânimes para um sistema de seguridade social** Rio de Janeiro: IPEA, 1997 (texto para discussão 524).
35. ORNÉLAS, Waldeck, VIEIRA, Solange P. **novo rumo para a previdência brasileira**. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v.6 n.12, dezembro de 1999, p.31-48.
36. ORNÉLAS, Waldeck. IX Forum Nacional [on line]. Maio 1999. Disponível na World Wide Web: <<http://www.mpas.gov.br>>.

37. ORNÉLAS, Waldeck. **Novo modelo previdenciário brasileiro: uma fase de transição.** XI Fórum Nacional, Maio, 1999 <<http://www.mpas.gov.br>>.
38. PASSINET, L.L. **Crescimento econômico e distribuição de renda.** Rio de Janeiro: Zahar, 1979.
39. PEREIRA, Francisco, MIRANDA, Rogério Boueri, SILVA, Marly Matias. **Os fundos de pensão como geradores de poupança interna.** Rio de Janeiro: IPEA, 1997. (texto para discussão 480).
40. PLATTEK, Mauro. **Contribuição dos desembolsos do BNDES para a formação bruta de capital fixo: uma análise para a década de 90.** Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v.8 n.5, junho de 2001, p.103-124.
41. PÓVOAS, Manoel Sebastião Soares. **Previdência privada: filosofia, fundamentos técnicos, conceituação jurídica.** Rio de Janeiro: Funenseg, 1985.
42. RABELO, Flávio Marcílio. **Gestão e desempenho dos fundos de pensão no Brasil: análise do custeio.** ANAPP, 1999. Disponível em <[www.anapp.com.br](http://www.anapp.com.br)>.
43. RABELO, Flávio Marcílio. **Novas Fronteiras de investimento das entidades fechadas de previdência privada.** Brasília: MAPS, 2000.
44. RABELO, Flávio Marcílio. **Perspectivas de extensão da previdência privada fechada no Brasil.** São Paulo: RAE v.40, n.4, p. 56-69, out/dez. 2000.
45. WESTEMBERG, Roberto, PEREIRA, Fernanda Chaves. **Previdência social no Brasil.** Rio de Janeiro: UFRJ, Centro de Estudos e Pesquisas em Seguros (CEPS), Texto Para Discussão, N. 7, Agosto, 1997 <<http://www.coppead.ufrj.br/ceps>>.