



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS E O FINANCIAMENTO
DO DESENVOLVIMENTO: O PAPEL DOS FUNDOS
PATRIMONIAIS DOS TRABALHADORES E
DOS FUNDOS DE PENSÃO

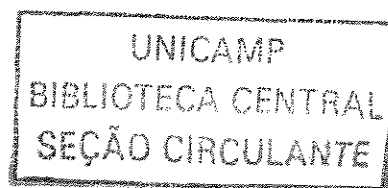
Rosane de Almeida Maia

Tese de Doutorado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de Doutor em Economia
Aplicada – área de concentração: Economia
Social e do Trabalho, sob a orientação do
Prof. Dr. Jorge Eduardo Levi Mattoso.

*Este exemplar corresponde ao original
da tese defendida por Rosane de
Almeida Maia em 28/11/2003 e
orientada pelo Prof. Dr. Jorge Eduardo
Levi Mattoso.*

CPG, 28 / 11 / 2003

Campinas, 2003



UNIDADE SC
 1ª CHAMADA TJUNICAMP
M28f
 EX
 OMBO BC/ S8476
 ROC 6.117.07
 D 5
 REÇO 11.00
 ATA 22.06.04
 CPD

CM00198047-3

b113 10 316872

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

M28f Maia, Rosane de Almeida.
 Fundos previdenciários e o financiamento do desenvolvimento:
 o papel dos fundos patrimoniais dos trabalhadores e dos fundos
 de pensão. – Campinas, SP : [s.n.], 2003.

 Orientador: Jorge Eduardo Levi Mattoso.
 Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas.
 Instituto de Economia.

 1. Fundos de pensão – Brasil. 2. Previdência social privada -
 Brasil. 3. Mercado de capitais. I. Mattoso, Jorge Eduardo Levi,
 1951- II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de
 Economia. III. Título.

Agradecimentos

Para a elaboração desta tese contei com o apoio institucional do DIEESE -Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos, durante o período em que estive integrada ao curso regular de Doutorado no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. No tocante à realização do Doutorado Sanduiche na Inglaterra, no ano de 2002, contei com o indispensável suporte da CAPES, no período em que estive ligada ao Institute for Development Policy and Management da Universidade de Manchester.

O cumprimento integral do programa de estudos no exterior deveu-se à participação do meu co-orientador no Reino Unido, Prof Armando Barrientos do IDPM/University of Manchester, cujo apoio acadêmico e pessoal, além do profundo conhecimento sobre os temas tratados, foram decisivos para a consecução do projeto. Agradeço ainda àqueles que contribuíram com importantes esclarecimentos e sugestões nas entrevistas concedidas: ao Prof. Philip Davis da Brunel University; David Blake do Birkbeck College/University of London e Tom Powdrill, economista da Central Sindical inglesa - TUC. No Brasil, a entrevista com a Profa. Maria da Conceição Tavares revelou-se fundamental para a análise da proteção social e para a compreensão do papel dos fundos sociais.

O tema desta tese foi sugerido pelo orientador, Prof. Jorge Mattoso. Seus méritos como investigador foram revelados desde o primeiro momento, quando as dificuldades diante da falta de referências e dos desafios de pensar o tema naquela conjuntura poderiam ter sido insuperáveis. Seu incentivo e dedicação foram fundamentais para levar adiante este trabalho.

Os professores Carlos Alonso de Oliveira e Paulo Baltar dedicaram-se a leituras criteriosas e às indicações de rumos que muito enriqueceram a pesquisa. Agradeço ainda ao Carlos Alberto Ramos e Carlos Eduardo Silveira por seus preciosos comentários na participação na banca de defesa.

Não poderia deixar de registrar o meu reconhecimento aos amigos do Instituto de Economia e do DIEESE, especialmente Magda Barros Biavaschi, Lício Raimundo, Amilton Moretto e Luciano Fázio, por sua ajuda e inestimáveis contribuições. Agradeço, ainda, a aula sobre o FGTS do Joaquim Lima da Caixa. Como também, à eficiência da Secretaria de Pós-Graduação, representada por Alberto e Cida, e do CESIT, na prestimosa presença do Licério.

Por fim, devo confessar que minha gravidez no transcurso dessa jornada propiciou um olhar mais humano e uma energia criativa que me animaram a encarar esse desafio de forma renovada. Também a convivência com a inquietude da adolescência potencializou esse estado de ânimo. Assim,

quero agradecer aos meus filhos queridos, Caio e Laila, e, ainda, às críticas e ponderações inteligentes, ao apoio incondicional e ao companheirismo do Antônio, que favoreceram a realização desse projeto profissional e, acima de tudo, familiar.

SUMÁRIO

Folha de Rosto (Capa)	i
Agradecimentos	iii
Sumário	v
Resumo	vii
Abstract	ix

Introdução	01
------------------	----

PARTE I - FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS E <i>FUNDING</i> PARA INVESTIMENTOS NOS PAÍSES CAPITALISTAS AVANÇADOS.....	05
Introdução.....	05

Capítulo 1. Referências Histórico-Teóricas sobre os Fundos Públicos e Seguro Social.....	09
1.1. Política social e o surgimento dos fundos públicos	09
1.2. Evolução institucional da política social e do seguro social: o caso do RU.....	18
1.3. Mudanças na proteção social britânica a partir dos anos 80.....	26
1.4. O atual sistema de pensões britânico: a primazia da previdência complementar privada.....	29

Capítulo 2. Fundos de Pensão e o Financiamento do Investimento.....	35
2.1. Ascensão dos fundos de pensão no contexto da globalização.....	35
2.2. A nova dinâmica do mercado de capitais a partir dos anos 1980.....	40
2.3. O modelo anglo-saxão de financiamento.....	43
2.4. A importância crescente dos fundos de pensão para os mercados de capitais.....	56

PARTE II- FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL.....	67
--	-----------

Capítulo 3. O papel dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores FGTS e PIS/PASEP-FAT.....	71
3.1. Os fundos patrimoniais dos trabalhadores no sistema previdenciário brasileiro.....	71
3.2. O FGTS e o sistema financeiro de habitação.....	77
3.3. A criação do PIS e do PASEP e do FAT.....	83
3.4. As relações entre previdência e desenvolvimento.....	87

3.5. Os fundos patrimoniais dos trabalhadores e o sistema financeiro nacional: o financiamento de longo prazo antes da reforma financeira de 1964/5.....	91
3.6. A reforma financeira de 1964/65 e o financiamento de longo prazo.....	93
3.7. O auge dos fundos patrimoniais dos trabalhadores e do crédito oficial no contexto dos anos 60 e 70.....	97
3.8. A contribuição dos fundos patrimoniais dos trabalhadores para o estoque da riqueza financeira nos anos 60 e 70.....	101
3.9. A crise dos fundos patrimoniais dos trabalhadores após 1980.....	104
3.10. A situação recente do FGTS.....	109
3.11. A situação recente do FAT.....	116
Capítulo 4. Mercado de Capitais e Fundos de pensão no Brasil.....	123
4.1. Características do mercado de capitais no Brasil.....	123
4.2. Os fundos de pensão no Brasil e na América Latina.....	128
4.3. Os fundos de pensão brasileiros nos anos 90.....	132
4.4. Investimentos das entidades fechadas de previdência complementar - EFPC	136
4.5. Fundos de pensão e privatizações nos anos 90.....	140
4.6. Investimentos das entidades abertas de previdência complementar - EAPC	143
Conclusão	147
Bibliografia	155
Índice de Quadros, Tabelas e Mapas	165

Resumo

A tese tem por objetivo analisar o papel dos Fundos Previdenciários no sistema financeiro brasileiro. Nesse âmbito, visa dimensionar a importância dos Fundos Previdenciários na oferta de *funding* para investimentos na infra-estrutura e em setores prioritários, além de estabelecer as condições macro-políticas, ou seja, o quadro macroeconômico e o marco regulatório em que esses fundos públicos contribuem decisivamente para o desenvolvimento econômico. Nesta perspectiva investigou-se a criação, a evolução e a atual configuração dos sistemas de seguro social para compreender a função dos fundos previdenciários e o seu papel para o financiamento de políticas públicas, especialmente em países que apresentam dificuldades crônicas para desenvolver um mercado de capitais de longo prazo como é o caso brasileiro. Almejou-se destacar a situação presente dos fundos previdenciários no contexto das finanças globalizadas.

A tese é dividida em duas partes. Na Parte I, o tema é contextualizado a partir de uma perspectiva histórica e conceitual na qual se examina a evolução das instituições de proteção social nas economias capitalistas avançadas, desde os sistemas públicos e universais até os esquemas de previdência complementar privada e totalmente capitalizados. O estudo do caso do Reino Unido revelou-se importante ao destacar as tendências e desafios para os países que, mediante reformas nos sistemas de seguridade, vêm desconstituindo o antigo arcabouço de financiamento das políticas públicas. Nosso propósito, assim, é analisar as consequências do crescimento dos investidores institucionais como um dos principais atores dos mercados financeiros globalizados.

Na Parte II, que trata do Brasil, os Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores são investigados desde a sua origem e auge, na década de 1970, até a situação presente. O FGTS e o PIS/PASEP-FAT, compostos com recursos de poupança compulsória, são uma componente importante do nosso sistema de proteção social ao relacionar os seus respectivos benefícios com os chamados riscos do mercado de trabalho, mais especificamente, mediante o provimento do seguro desemprego, pensões por aposentadoria e morte, benefícios pecuniários para trabalhadores de baixa renda, dentre outros. Diante da canalização desses recursos para o financiamento da economia, considerou-se o seu papel crucial para os setores imobiliários e de infra-estrutura, levando-se, ainda, em conta as implicações relacionadas à desestruturação do mercado de trabalho em curso. Por fim, as características das aplicações dos Fundos de Pensão permitiram considerar as dificuldades de se opor à lógica de curto prazo, daí a necessidade de se estabelecer marcos regulatórios que orientem uma atuação voltada para investimentos produtivos.

Abstract

The thesis objective is to analyse the role of retirement funds in the Brazilian financial system. Retirement funds in Brazil are constituted by the compulsories Asset Accumulation Programmes for Employees and also by Pension Funds. It attempts to give a dimension to the importance of these funds in the offer of funding supplies for long-term investments and to establish macroeconomic and macro-political conditions, as well as regulatory mark, associated with a useful relation between contractual savings and funds for economic development.

It is divided into two parts. In Part I the theme is contextualized from historical and theoretical references on Social Security and Pay-As-You-Go to the rise of all funded pension schemes. We then examine the recent growth and the investment environment faced by Pension Funds in the UK. This case study aims to show the main tendencies and challenges for those countries which have been disabling their public systems aiming at a private capitalization system. Our basic propose is to analyze the consequences of the rising of institutional investors as one of the principal agents of long term investment finance.

In Part II, which is specifically about Brazil, the Asset Accumulations Programmes for Employees are investigated since its origin and its peak in the 1970's. Job Tenure Guarantee Fund (FGTS) and the Program of Social Integration/Public Employees Financial Reserve (PIS/PASEP-FAT) are composed by resources originated from compulsory savings and are part of the Brazilian welfare structure which associates the benefits paid to the employees with the risks of the labour market, such as unemployed insurance, pecuniary indemnity for dismissal, retirement, support for the low-income employees and others. Special emphasis are given to some aspects, as the important role they played for long term financing in Brazil, either for real-state purposes or industrial sector. We also look at the features of pension funds to examine its potential position in the financial framework and the difficulties of opposing the short-term logic that has guided its actuation in the last two decades.

As a conclusion, we discuss the perspectives for financing investment in Brasil. We consider that it is possible to enable the retirement funds as to be an important structural component in the Brazilian financial system for long term credit as long as guidelines could be given under a more comprehensive regulation.

Introdução

O objetivo dessa tese é analisar o papel dos Fundos Previdenciários no sistema financeiro brasileiro. Nesse âmbito, visa dimensionar a importância desses fundos para a oferta de *funding* para investimentos e analisar as condições macro-políticas - ou seja, o quadro macroeconômico e os marcos regulatórios - associadas com uma relação profícua entre fundos públicos e desenvolvimento econômico.

Os Fundos Previdenciários, aqui considerados, são constituídos pelos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores e também pelos Fundos de Pensão.

Os Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores, ou seja, o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) e o PIS/PASEP¹-FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), como fundos públicos, são considerados instrumentos importantes para o fomento do setor imobiliário e da infra-estrutura do país. Formados com recursos de poupança compulsória, foram criados e são recolhidos pelo Estado, inserindo-se no arcabouço institucional da seguridade social à medida que associam os benefícios pagos ao trabalhador do setor formal com os chamados riscos do mercado de trabalho, quais sejam: seguro desemprego, aposentadoria, indenização pecuniária pela demissão, auxílio para o trabalhador de baixa renda, dentre outros. Financiados mediante cotizações, calculadas ou sobre folha de pagamentos (FGTS) ou sobre faturamento (PIS/PASEP-FAT), tais fundos, enquanto seguro social, são capitalizados para fazer frente às obrigações legalmente instituídas. Assim, desde a sua origem seus recursos foram disponibilizados para o sistema financeiro para financiar o investimento no país, seja para o setor imobiliário (FGTS), seja para o industrial (PIS/PASEP-FAT).

Os Fundos de Pensão, de outro lado, formam-se a partir de recursos de aposentadoria complementar. Esses instrumentos de poupança voluntária, no Brasil, podem ser “fechados” (de apenas uma ou várias empresas patrocinadoras, geralmente estatais) ou “abertos” (ao público em geral), formando pecúlios individuais para a aposentadoria. Assim, a capitalização desses recursos coloca os Fundos de Pensão em posição de destaque como investidores institucionais nos mercados de capitais.

¹ O PIS (Programa de Integração Social) e o PASEP (Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público) foram criados na década de 1970 e, a partir de 1990, passaram a constituir o FAT.

Considera-se que, em ambos os casos, as características de suas obrigações (previdenciárias), vale dizer, o fato de serem previsíveis, estáveis e de longo prazo, frente ao fluxo regular de suas receitas, permitiriam, mas não assegurariam, um papel decisivo na oferta de recursos e na formação de horizontes mais longos no interior do sistema financeiro. Porém, especificamente para o caso dos Fundos de Pensão, as funções que têm exercido e os interesses que têm mobilizado no jogo frenético da valorização do capital fictício no ambiente desregulado das finanças globalizadas atestam as dificuldades de se contrarrestar a lógica curto-prazista que tem direcionado sua atuação nas últimas duas décadas. Essa atuação, por sua vez, só pode ser compreendida com todas as suas implicações à medida que se apresentem as referências macro-políticas que influenciam as economias no contexto da globalização, ou seja das finanças liberadas, em confronto com aquelas que vigiam no mundo do pós-guerra, sob a regulação keynesiana.

Tomando-se o caso brasileiro e levando-se em consideração sua posição periférica na divisão de trabalho no mundo globalizado, interessa-nos discutir as implicações dessas transformações sobre as possibilidades de se obter financiamento interno para os investimentos necessários ao crescimento da economia.

Note-se que a partir dos anos 1980 o quadro macroeconômico torna-se agudo. A relativa ausência de investimentos na modernização e expansão da infra-estrutura emerge *pari-passu* com o estancamento do crescimento do produto interno bruto. Tanto um como outro são condicionados pelo quadro macro-político em transformação: a crescente hegemonia das políticas neoliberais, a primazia da estabilidade econômica, o caráter especulativo e de curto prazo derivado da forma de funcionamento do mercado financeiro internacional, a nossa crescente dependência de recursos externos em detrimento dos fundos públicos, a crescente incapacidade do Estado planejar, definir estratégias e direcionar recursos para os setores prioritários etc. Nesse contexto, como pensar os “velhos” e os “novos” instrumentos de formação de fundos em moeda nacional para o financiamento do desenvolvimento? Que papel os Fundos Previdenciários podem desempenhar para o fomento de setores estratégicos? Sob que desiderato e qual regulação?

Para encaminhar essas questões a tese se divide em duas partes. Na Parte I é procedida uma certa contextualização do tema, desde as referências histórico-teóricas sobre os fundos públicos e a criação do seguro social, até a análise do papel contemporâneo dos fundos individuais de aposentadoria, notadamente dos fundos de pensão, nos países capitalistas avançados. A apresentação da evolução das instituições de proteção social no Reino Unido busca apontar as principais

tendências e desafios para aqueles países que vêm desconstituindo seus sistemas públicos visando a previdência complementar privada.²

Na Parte II, voltada especificamente para o estudo do Brasil, os Fundos Previdenciários serão investigados desde a sua criação e auge, no caso dos fundos patrimoniais, na década de 1970. Serão detidamente considerados os seus respectivos espaços na configuração do sistema de proteção social e no sistema financeiro, até os dias de hoje. Ademais, serão apontados alguns dos problemas recentes para o financiamento do investimento no país. De um lado, o refluxo dos fundos patrimoniais diante da desestruturação do mercado de trabalho e, de outro, as atuais contingências negativas para o financiamento do setor produtivo, abordando-se a difusão da previdência complementar e a atuação recente dos investidores institucionais.

² O estudo de caso do Reino Unido, especialmente no que se refere aos fundos de pensão, beneficiou-se das informações e esclarecimentos concedidos em entrevistas realizadas na Inglaterra, no âmbito do programa de bolsa no exterior da CAPES. Aqui, destacamos a entrevista com o supervisor do programa de pesquisa Prof. Armando Barrientos do *Institute for Development Policy and Management - IDPM* - da *University of Manchester* (entrevista gravada em 16/05/2002); E. Philip Davis da *Brunel University* (em 30/05/2002); David Blake, *Birkbeck College/ University of London* (em 09/07/2002) e Tom Powdrill, assessor da *Trade Union Conference - TUC* (em 18/07/2002).

PARTE I

FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS E *FUNDING* PARA INVESTIMENTOS NOS PAÍSES CAPITALISTAS AVANÇADOS

“Nenhuma economia, controlada ou não controlada, pode sobreviver por muito tempo como uma sociedade livre a menos que seja considerada igualitária, a menos que seja vista como promotora da justiça social. A promoção da justiça social por meios econômicos requer que as desigualdades de renda correspondam a algum consenso tal como o valor diferenciado na contribuição para o esforço cooperativo que produz renda. Numa economia urbana e altamente interdependente tal consenso não pode ser sustentado a menos que a desigualdade seja refreada”. Hyman Minsky. “John Maynard Keynes”, 1975, p. 166. (Tradução nossa)

Introdução

O caminho percorrido pelas economias capitalistas em direção à montagem dos sistemas de proteção social ditos universais³, ápice da conquista da cidadania alcançada após a II Guerra Mundial, é o ponto de partida dessa parte da tese. As grandes transformações ocorridas desde o final do século XIX demonstram que os mecanismos de proteção social foram, para os países desenvolvidos, a alavanca para alterar o quadro pungente de abandono dos trabalhadores. Nesse processo, assistiu-se à maior explicitação do caráter do trabalho assalariado no capitalismo, cuja exploração submetia a vida do “trabalhador livre” a um roteiro previsível de infortúnios diante da doença, da morte, do desemprego e da velhice. Assim, na virada do século XIX, novas formas de regulação da vida social levaram a encarar esse fatores cada vez menos como um problema individual, nos marcos de uma intervenção meramente assistencialista, e mais como uma questão coletiva a ser enfrentada.

Os primeiros instrumentos promovidos por uma ação estatal deliberadamente voltada para os setores organizados dos assalariados urbanos revolucionaram as instituições e propiciaram uma forte

³ Grosso modo é possível identificar três formas diferentes de política social: assistencialismo, previdencialismo e universalismo. Embora não excludentes entre si, nem tampouco consecutivas, essas formas dizem respeito às especificidades das relações entre Estado e sociedade e revelam embates cruciais travados ao longo do estabelecimento das instituições de regulação social nas sociedades modernas. Ver Polanyi, 2000 e Castel, 1998.

concentração de recursos nas mãos do Estado, adequada para o financiamento de políticas públicas inéditas. Essas foram capazes de se contrapor à instabilidade do liberalismo em direção a uma economia regulada e voltada para a crescente inclusão dos trabalhadores como beneficiários do processo de desenvolvimento. Seus efeitos práticos e simbólicos sobre a possibilidade de avançar na qualidade de vida e na conquista de amplos direitos e garantias no *mundo do trabalho*, mesmo para aqueles com baixa capacidade contributiva para o financiamento do seu próprio seguro social, promoveram uma verdadeira transformação sócio-econômica no contexto do capitalismo, agora posta em xeque.

A possibilidade de mobilizar montantes significativos de recursos financeiros para as políticas públicas, tanto como a liberdade para aplicá-los, não foi o resultado de processos lineares e óbvios, mas de complexas relações macro-políticas, envolvendo decisões cruciais sobre o grau de desigualdade assentido por determinada coletividade⁴. Mais precisamente, essa reflexão remete aos fatores típicos do período keynesiano, que objetivamente contribuíram para a institucionalização de um aparato público de proteção social ao mesmo tempo que promoveram a centralização de recursos nas mãos do Estado para serem utilizados como *funding* para investimentos de longo prazo.

Até a década de 1970 os sistemas previdenciários foram continuamente expandidos, aprofundando a opção por um modelo de inclusão crescente, do tipo universalista, conforme ressaltado por diversos autores⁵. Através dos embates travados em diferentes planos ao longo do conturbado processo de construção dos modernos sistemas de proteção social nas economias capitalistas observou-se as transformações das formas de solidariedade social em direção à hegemonia da “sociedade seguracional” (Castel, 1998) e da emergência do denominado Estado social, com políticas levadas a cabo por governos e financiadas com fundos públicos⁶. Esses fundos podiam ser voluntários ou compulsórios, contributivos ou orçamentários, vinculados ou desvinculados, mutualistas (apenas de uma categoria ou classe social) ou pluralistas (bipartite;

⁴ Sobre os novos tipos de desigualdade e diferentes graus de diferenciação social que as sociedades estariam dispostas a arcar, ver Fitoussi e Rosanvallon, 1996, p. 67-106.

⁵ Ver principalmente Esping-Andersen, 1990; Join-Lambert, 1997; King, 1988; Draibe e Aureliano 1989 e Cochrane e Clarke, 1997.

⁶ Para Aglietta (1979: 135 e 136) o fordismo é o momento em que, pela primeira vez na história, se edifica uma “norma de consumo proletária” na qual a propriedade individual das mercadorias rege as práticas de consumo, com implicações profundas sobre a produção em larga escala, como principalmente sobre o papel do Estado e sobre a oferta de bens públicos. Para o autor, a norma social de consumo, baseada no consumo privado de mercadorias produzidas em grande escala e constituídas por bens de consumo duráveis, só podia se desenvolver caso existissem formas sociais de

tripartite), capitalizados ou não. O mais importante, porém, é que visavam formas coletivas de proteção e a responsabilização dos governos pelos destinos da coletividade.

A explosão da previdência complementar privada a partir da década de 1980, por meio dos **Fundos de Pensão**, teve implicações profundas para a configuração dos sistemas de seguridade e para o financiamento do investimento, impactando os mercados de capitais de forma indelével, com destaque para os anglo-saxões. O caso do Reino Unido nos parece emblemático das mudanças ocorridas nos sistemas de seguridade maduros⁷ que passaram a buscar uma maior participação dos esquemas privados. Essa trajetória aponta para a tendência de sistemas, mesmo universais⁸, conviverem cada vez mais com alternativas ao que se convencionou chamar de sistemas públicos propriamente ditos. O ponto remete à compreensão de que o arcabouço institucional reflete as complexas interações e compromissos estabelecidos diante de uma dinâmica capitalista profundamente alterada pela dominação das finanças. Logo, interessa-nos levantar as seguintes questões: é possível tomar a mudança na forma de encarar o problema da pobreza ocorrida no século XIX como definitiva e irreversível? Como a segurança no mundo do trabalho poderá ser assegurada à medida que se vai desconstituindo a lógica de funcionamento do **Estado social**? Quais os impactos do crescimento da previdência complementar privada para o financiamento de políticas públicas de desenvolvimento econômico? Será a atual valorização da formação do **pecúlio individual** através da poupança capitalizada, em contraposição ao **seguro social**, a pá de cal dos fundos públicos como suporte das políticas públicas? Em que medida o inédito crescimento dos Fundos de Pensão a partir da década de 1980 expressam uma nova lógica de funcionamento da proteção social e do financiamento de longo-prazo?

Nesta perspectiva busca-se refletir sobre a gênese, a evolução e a atual configuração dos sistemas de seguridade para compreender a natureza dos fundos públicos e seu papel para o financiamento de políticas públicas, especialmente em países que apresentam dificuldades crônicas

financiamento, tanto como procedimentos para assumir socialmente os riscos e, ainda, os gastos em infra-estrutura social.

⁷ “A idéia de amadurecimento da Seguridade Social, não por acaso recorrendo a um termo usualmente descritivo de um fenômeno natural, está associado ao fato de que a partir de meados dos anos 70, aposentadorias e pensões passaram a ser pagas ao imenso contingente de pessoas que se filiou na década de 40, quando surgiram os grandes sistemas de bem-estar no Ocidente. Sistemas maduros são sistemas consolidados que oferecem inúmeros benefícios e que, por outro lado, até por conta do bem-estar que proporcionam à grande maioria dos cidadãos, lidam com populações idosas mais e mais longevas” Vianna, 1999.

⁸ Os sistemas tidos como “universais” se assentam em tributos gerais (impostos), ou seja, receitas propriamente fiscais ou orçamentárias.

para desenvolver um mercado de capitais de longo prazo como é o caso brasileiro. Almeja-se destacar, em especial, as dificuldades e possibilidades inerentes ao papel concedido aos fundos públicos, notadamente os previdenciários, no contexto das finanças globalizadas.

Capítulo 1

REFERÊNCIAS HISTÓRICO-TEÓRICAS SOBRE OS FUNDOS PÚBLICOS E SEGURO SOCIAL

1.1 Política Social e o surgimento dos Fundos Públicos

É possível distinguir três formas básicas de política social, ou tipos de proteção social: assistencialismo, previdencialismo e universalismo. Embora não excludentes entre si, nem tampouco sucessivas, essas formas dizem respeito às especificidades das relações entre Estado e sociedade estabelecidas com o advento do capitalismo, após a superação do antigo regime. Revelam disputas e embates cruciais travados ao longo do processo de criação de instituições de regulação social a partir da industrialização nos países centrais e, especialmente, da erosão da auto-regulação do sistema monetário internacional. (Ver Polanyi, 2000 e Castel, 1998)

O previdencialismo pode ser conceituado como a forma de política social que nasceu e se desenvolveu no âmbito do mundo do trabalho da segunda revolução industrial, sob a égide do capital monopolista, da forte expansão do assalariamento e da conquista de um *status* de cidadania diferenciado para os trabalhadores. Ainda que esse resultado tenha se materializado nas complexas instituições que se tornaram típicas da sociedade moderna, (seguro social, escola universalizada, pública e laica, política sanitária e habitacional, contratos individuais e coletivos de trabalho, dentre outras), há que se ter em mente que foi o fruto de um longo processo de democratização transcorrido em mais de três séculos de história.⁹

Com o advento do previdencialismo e a instituição do seguro social, os trabalhadores passaram a ter o direito de serem protegidos das circunstâncias adversas que pudessem inibir suas possibilidades de comparecer ao mercado de trabalho, especialmente contra eventos que representassem riscos para sua capacidade de trabalho, tais como doença, morte, velhice, acidentes, desemprego, carência econômica etc. Para tanto, era necessário que os trabalhadores, as empresas ou a própria sociedade fossem “previdentes” no sentido de acumular fundos que viessem a constituir

⁹ Para T. H. Marshall, enquanto o século XVIII demarcou a fundação da modernidade com base nos princípios dos direitos civis e políticos; os direitos sociais avançaram no século XIX e, como culminação do ideal democrático, a consolidação da cidadania social difundiu-se no século XX. (Marshall, 1963 e Esping-Andersen, 1990)

recursos capazes de prover os meios de custeio ou financiamento para tais eventualidades. Assim, o enfrentamento da insegurança fundamental da condição de assalariado assumiria a forma de contribuições para um fundo coletivo, cujo caráter preventivo e público modificaria a essência das medidas de combate à pobreza até então em voga. Diferentes das políticas ditas universais, que se assentariam em impostos (com vínculo menos estreito entre contribuições e benefícios, conforme veremos adiante), as políticas sociais do previdencialismo basear-se-iam primordialmente no seguro social, com cotas ou contribuições arrecadadas de empregados e empregadores, pelo Estado, como sua forma básica de financiamento (Médici e Braga, 1993).

Embora o previdencialismo seja tão antigo quanto o assistencialismo, sua aparição enquanto ação governamental data da segunda metade do século XIX, apesar do longo percurso e das intensas batalhas travadas até que se impusesse como uma verdadeira política social. Isto é, como uma extensa rede de proteção dos trabalhadores, assumida e levada a cabo pelo Estado, que transcendesse a imputação da culpabilidade individual pela pobreza¹⁰ e enxergasse o fenômeno como decorrente do funcionamento do capitalismo e, nesta ordem, como questão coletiva a ser enfrentada (ver Peter Baldwin, 1986). Essa trajetória pode ainda ser observada mediante a análise das transformações das formas de solidariedade social em direção à hegemonia da “sociedade securacional”, em que o próprio sistema de assistência devia ser integralmente financiado e organizado como um serviço público.

Nesse novo contexto, o pauperismo passou a ser visto não mais como um acidente, mas como a condição forçada de uma enorme parcela dos membros da sociedade e, em decorrência, como ameaça à ordem política e social, suscitando uma nova questão social. A novidade dessa conceituação repousou no reconhecimento de que existe uma indigência que não é devida à ausência de trabalho mas, sim, à nova organização do trabalho, isto é, ao trabalho *liberado*. Logo, a indigência é “filha da industrialização”. Esse reconhecimento “pega a contrapé o pensamento liberal elaborado ao longo do século XVIII, segundo o qual ‘um homem não é pobre porque nada tem, mas é pobre porque não trabalha’ (Montesquieu)... Daí ser necessário abrir as oficinas e preparar os meios de trabalho” (La Rochefoucauld-Liancourt em Castel, 1998: 284)

¹⁰ “... l’assurance permet de passer de la notion subjective de comportement et de responsabilité individuelle à une notion objective de risque... qui permet de reléguer au second plan le jugement sur les individus”. Pierre Rosanvallon, citado por Join-Lambert, 1997, p. 37.

De acordo com Castel, a história europeia registrou um tumultuado processo para a superação da “política sem estado”. Na França, a quase proibição da caridade legal teve como contrapartida estratégias complexas baseadas na busca de respostas não-estatais para a questão social. Assim, uma nebulosa teia de instituições de assistência privada confessional, instituições religiosas e obras de caridade paroquiais coexistiram com as iniciativas das elites que, visando desenvolver um poder tutelar em relação aos desafortunados, assumiram uma função de beneficência que “poupava” a intervenção do Estado.¹¹

Nesse contexto, mesmo recusando-se a executar uma política social, os governos estimulavam (e até propunham) práticas beneficentes, contanto que não se inscrevessem num quadro de direitos assegurados pelas políticas públicas mas, ao contrário, por um outro estatuto, aquém da esfera do direito: o das obrigações morais. Consideravam, pois, que a moral não se reduzia à esfera privada e que havia uma moral pública afeta às obrigações que regulamentavam certas relações sociais sem sanção jurídica. Isso implicava na aposta do liberalismo em manter a política social dentro de um espaço ético e não político. Justificado pela moral, que Kant havia demonstrado como sendo o campo da liberdade e da obrigação, o discurso liberal identificava uma extensa esfera dos deveres morais: as relações privadas, certas relações entre iguais, as relações familiares e, principalmente, as relações com os inferiores, isso é, “com o conjunto do que vai constituir o setor social”. Esse dever de proteção seria então exercido por meio de uma “virtude moral de utilidade pública: a beneficência” (Castel, 1998: 303 a 304).

Note-se que essa plataforma, compatível com o ideário liberal em luta contra o antigo regime, via qualquer forma de associação para a ajuda mútua como reminiscência da atuação monopolista e reguladora da guilda. (Ver Polanyi, 2000: 91)

Para além das justificativas ideológicas liberais para a atrofia das estruturas previdencialistas da política social, o desalento dos trabalhadores contribuía também para as dificuldades de sua implantação. Como um verdadeiro círculo de ferro, as péssimas condições de vida da massa operária debilitavam a capacidade de trabalho e a vida útil de enormes contingentes de trabalhadores, elevando

¹¹ - Segundo Castel (1998: 302 e 303), “o primeiro porta-voz dessas orientações que vão predominar até o fim do século XIX é, sem dúvida, Delecroy, membro da Convenção” que sob o Diretório, propõe um plano geral de organização dos socorros em texto “curto, mas denso, que já contém o essencial da temática liberal em matéria social”. (J.B. Delecroy, *Rapport sur l'organisation publics. Convention nationale*, sessão de 12 vindemiário ano V). Ainda de acordo com Castel, a pregação de Delecroy se faz nos seguintes termos: “estabelecamos então ainda, como princípio, que o governo não pode encarregar-se sozinho da manutenção do pobre; mas, colocando-o sob a salvaguarda da comiserção geral e da tutela das pessoas abastadas, deve dar o exemplo de uma beneficência limitada em seus meios”.

significativamente as chances de ocorrência de eventos relacionados a doenças ou acidentes. Tudo isso influía sobre os riscos e sobre as taxas de contribuição necessárias para o financiamento de um sistema de seguro social que se apresentava extremamente anti-econômico, quiçá inviável.

Não surpreende, portanto, que foi só a partir da segunda metade do século XIX, quando as grandes corporações empresariais capitalistas dos setores de ponta da II Revolução Industrial cresciam à pleno vapor, que essa situação foi gradativamente alterada, por intermédio de formas societais, como as Sociedades ou Ligas Mutualistas ou por meio da organização e do poder normativo do Estado (como no modelo desenvolvido na Alemanha de Bismarck). Ressalte-se que as experiências mutualistas eram realizadas pela criação de instituições de proteção social, geralmente organizadas e administradas pelos próprios trabalhadores, sendo mantidas por recursos próprios destes, a partir de cotizações individuais. Algumas dessas sociedades contavam com contribuições das empresas, obtidas de forma espontânea ou negociada.¹² Posteriormente os sindicatos passaram a assumir algumas funções desempenhadas pelas Ligas.

Desde então, o que estava em jogo eram as perspectivas de desenvolvimento de instituições de poupança e de previdência voluntária que abrissem caminho e estabelecessem os requisitos de uma sociedade seguracional, isto é, baseada no seguro social para o financiamento de amplos sistemas de benefícios sociais contra os principais riscos do mercado de trabalho. Contudo, as resistências continuavam a se apresentar com persistência, mesmo quando já se havia constituído e consolidado formas avançadas de mutualismo. Vejamos:

“A primeira caixa econômica é fundada em Paris em 1818. (...) Villermé observa que, depois de 1830, há um importante desenvolvimento dessas caixas. Entretanto, tendo em vista a modicidade dos salários operários, o impacto propriamente econômico dessa poupança permanece limitado. Esse tipo de economia vale sobretudo por seu valor moralizador, como pedagogia da previdência. Enquanto o montepio simboliza a irresponsabilidade popular e seu infortúnio, comandado pela imediatividade da necessidade, a caixa econômica inicia o povo nos méritos da racionalidade que calcula e no valor do dinheiro como fonte de investimentos produtivos.

Mas o alcance moralizante das sociedades de socorros mútuos é maior ainda. Na realidade, com a proteção patronal, vão sustentar o essencial das esperanças de uma melhoria do destino das classes populares, compatível com a estrutura liberal da economia. A situação da Inglaterra funciona aqui como modelo ao servir de contraste para o direito à assistência. O desenvolvimento das *friendly societies* [que em 1815 já

¹² - “Nos Estados Unidos, as formas previdencialistas surgiram sob a égide de estruturas privadas, sejam elas empresas, sejam sindicatos ou trade unions. Cabe destacar, neste caso, a inovação fornecida por Henri Ford, que, com o intuito de aumentar a produtividade e manter a regularidade das condições de trabalho, criou um generoso sistema de proteção social para os seus empregados, incluindo desde benefícios, até moradia”. Médice e Braga, 1993, p. 54.

contavam com 925 mil membros, número que só foi atingido na França depois de 1870, data em que as sociedades inglesas já atingiam mais de 4 milhões de associados] parece indicar que **existe um meio, assegurando profissões inteiras contra alguns riscos - a doença, o acidente, até o desemprego e a velhice -, de combater a insegurança fundamental da condição salarial. A previdência pode se tornar coletiva, permanecendo voluntária. Pode dar uma dimensão verdadeiramente 'social' às práticas filantrópicas.** As sociedades de socorros mútuos apresentam, entretanto, dois grandes obstáculos. Os operários podem desviar essa possibilidade para se associar com fins reivindicativos ou subversivos e transformar as sociedades de socorros em sociedades de resistência. (...) Também existe o perigo de que, tornando-se obrigatórias, as cotizações percam seu valor moralizador. Não poderia haver verdadeira previdência senão voluntária. A obrigação só podendo ser garantida pelo Estado, a cotização obrigatória seria então o cavalo de Tróia, graças ao qual o poder público se imiscuiria nas questões do trabalho.” (Castel, 1998: 324-326, grifo nosso)

Essa retórica, no entanto, não foi suficiente para barrar a tremenda expansão e crescente importância dos esquemas de proteção social na esteira dos Estados sociais que vão se constituindo e dando uma outra feição às relações com a sociedade, nos marcos da nova dinâmica das economias monopolistas. De uma maneira muito abrangente, autores como Peter Flora (1981) destacam que a evolução e o crescimento do Estado do bem estar social (*welfare state*) pode ser interpretado como resposta à expansão do capitalismo, de um lado, e à transformação dos Estados nacionais em democracias de massa, de outro. Vale dizer, como atendimento à crescente demanda por igualdade sócio-econômica - ou, como quer Marshall, com a institucionalização dos direitos sociais como desdobramento dos direitos civis e políticos (Draibe e Aureliano, 1989). Consideramos contudo, que mais do que uma resposta à demanda por **igualdade** sócio-econômica, trata-se de uma resposta à demanda por **segurança** sócio-econômica. Ou seja, a constatação da necessidade de se garantir maior segurança frente aos riscos do desemprego, acidente, doença, velhice, morte e outros deflagra o movimento da sociedade em direção ao bem-estar social e criação dos modernos sistemas de proteção social. A revolução se dá ao mesmo tempo em que se questiona a capacidade da família de se responsabilizar pela segurança e sobrevivência, ou seja, pela reprodução de seus membros diante dos riscos crescentes da vida moderna. Nesse contexto, além daquelas situações de emergência, ganham vulto outras dimensões das necessidades humanas, desde habitação até serviços de emprego, passando por educação e qualificação profissional, saúde e saneamento urbano, meio ambiente e

lazer. Por conseguinte, o Estado passa a ocupar-se das multifacetadas dimensões da vida em sociedade, relegando à família um papel cada vez mais atrofiado na sociedade ocidental.¹³

A via para a montagem desse novo arcabouço institucional foi pavimentada por reformas que, na Inglaterra, desenvolveram-se a partir da segunda metade do século XIX. Lembre-se que, durante a maior parte daquele século, a ação pública voltou-se primordialmente para a construção e administração de estruturas legais, fiscais, monetárias e financeiras para as operações autônomas e auto-reguladoras dos mecanismos distributivos vigentes nos mercados (Polanyi, 2000). Isso não significava o Estado estar fora da economia, mas ao contrário, tal assertiva nos conduz à compreensão de que o moderno Estado liberal demarcou o percurso de uma intervenção específica, caracterizada pela promoção de um ambiente propício à acumulação de capital, sob um arcabouço condicionado pela auto-regulação da economia, em determinado momento histórico-político.

Para Poggi (1981), o papel desempenhado pelo Estado liberal remete a três classes de questões que se destacaram desde o período oitocentista: as *questões constitucionais*, concernentes às relações de poder (mais especificamente à distribuição de poderes entre órgãos legislativos, executivos e judiciários); as questões *de política externa e de comércio exterior*; e finalmente a *questão social* e de *desenvolvimento econômico*. Estas últimas preocupações, que surgiram como respostas aos fenômenos presentes a partir da industrialização no país de ponta: pressão demográfica, proletarização em massa, epidemias urbanas, indigência, criminalidade, acidentes industriais, descristianização maciça, crescimento do sindicalismo organizado e do socialismo, analfabetismo, “vício” na forma de prostituição, delinquência juvenil, alcoolismo, perdas de raízes sociais, greves e desemprego, dentre outros, apontam claramente para uma estreita relação de complementaridade entre o Estado do século XIX e a sociedade civil burguesa da época, em que a distinção estado/sociedade estabeleceu, para o Estado liberal, a complexidade do domínio da classe burguesa, cujas estruturas políticas eram primordialmente “receptivas” aos requisitos do modo capitalista de produção, “expressando e escondendo ao mesmo tempo a subordinação funcional do poder político ao econômico” (Poggi, 1981). Não se deve esquecer, ainda, que a separação entre Estado e sociedade foi um longo caminho em direção ao derradeiro desenlaço das estreitas relações com a igreja.

¹³ Sobre esse último ponto ver Habermas, 1980.

As reformas concernentes à “grande transformação” iniciada na segunda metade do século XIX apresentaram-se, paradoxalmente, como “a ponta-de-lança legislativa do contra-movimento que se opôs ao mercado auto-regulável”, revelando-se “espontânea, não dirigida pela opinião e induzida por um espírito puramente pragmático” (Polanyi, 2000: 173). Em linhas gerais voltaram-se para:

- a alteração da **legislação sindical**, que imprimiu aos governos uma atitude mais democrática diante dos trabalhadores organizados e do advento de greves;
- a criação de uma **legislação sobre duração da jornada** e outras condições de trabalho;
- a criação de mecanismos governamentais de **seguro social**, como leis sobre acidentes de trabalho, enfermidades, benefícios por velhice e em circunstâncias especiais relacionadas ao desemprego.

Os níveis de mercantilização, de um lado, e, de outro, de regulação (ou domesticação) do funcionamento do mercado, passaram, por sua vez, a diferenciar as formas concretas de existência dos sistemas de seguridade e os diferentes graus de proteção cunhados nas respectivas instituições nacionais. Desse modo, a capacidade de imprimir, de forma mais ou menos abrangente, a lógica e a difusão da proteção social derivava da consciência e da pressão em defesa dos interesses de classe, tanto quanto da possibilidade de estender esses interesses por meio de alianças políticas. À medida que avançava a consciência política dos trabalhadores e a sua capacidade de mobilização e pressão por mais espaço e proteção, obviamente se ampliava o leque de reivindicações mais elevadas com vistas a lograr uma mais ampla fronteira de direitos sociais e de ação política. De acordo com Heimann “os direitos sociais podem fazer as fronteiras do poder capitalista retrocederem”¹⁴.

Assim, o previdencialismo (estatal) passou a dominar a cena sócio-política a partir de 1880. Ao final dos anos 1940, os mecanismos de proteção social previdencialista estendiam-se praticamente à quase totalidade das economias capitalistas desenvolvidas. No bojo desse processo vão se constituindo e modificando as visões da questão social: da superação da lei dos pobres e do teste de meios, como também de atuações eminentemente assistencialistas e tradicionais, passando pela criação das instituições de seguro-social (com financiamento contributivo restrito), até a sua extensão para formas generosas e universais (baseadas preponderantemente em recursos orçamentários). De forma geral, os sistemas de proteção social passaram então a perseguir a universalização da cobertura, a integração entre políticas de previdência, saúde, desemprego e assistência social, os critérios de solidariedade e uniformidade para a concessão dos benefícios, a diversificação de fontes

¹⁴ Citado por Esping-Andersen, 1996, p. 95.

de financiamento e, finalmente, o regime de repartição como instrumento que viabilizava as medidas redistributivas.

Não nos surpreende que esse arranjo tenha atingido o seu auge no período do chamado *fordismo*, momento em que, segundo Aglietta (1979: 135 e 136), pela primeira vez na história se edifica uma *norma de consumo proletária*. Para o autor, esse é o momento em que a propriedade individual das mercadorias rege as práticas de consumo, com implicações profundas sobre a produção em larga escala e também sobre o papel do Estado e a oferta de bens públicos. Trata-se de uma forte transformação, tanto com respeito aos modos de vida tradicionais como com respeito ao período de formação da classe operária.¹⁵

Assim, a *norma social de consumo* baseada no consumo privado de mercadorias, produzidas em grande escala e constituídas por bens de consumo duráveis, só podia se desenvolver caso existissem formas sociais de financiamento, tanto como procedimentos para assumir socialmente os riscos e, ainda, os gastos em infra-estrutura social. É tão-somente nessa perspectiva que se pode compreender o significado dos Fundos Públicos no contexto do capitalismo do século XX.

Dessa forma, assistiu-se, na primeira metade do século passado, à universalização das políticas sociais. Foi, então, o sucesso do previdencialismo o motivo de sua própria suplantação naqueles países que alcançaram sistemas generosos e inclusivos. Segundo Medici e Braga (1993: 55), “foi com base na extensão dos sistemas previdenciários que foi possível aos países desenvolvidos montar novas estruturas sociais baseadas no conceito de cidadania, ou seja, na cobertura de condições mínimas para qualquer pessoa, independentemente de ter o estatuto de trabalhador assalariado ou de contribuir, de alguma forma, para sistemas de *capitalização*”. Esses autores ressaltam, contudo, que o advento do universalismo não destrói as estruturas previdenciárias existentes, antes o contrário, “somam-se” e “amalgamam-se” a essas, tendo em vista o aproveitamento dos fundos anteriormente formados para financiar os mecanismos de transição. Assim, essa passagem não teria sido de descontinuidade mas sim de evolução para um estágio superior, cujo impacto para os sistemas de proteção social não seria desprezível, atingindo o apogeu os modelos verdadeiramente generosos e universais nos idos da década de 1970.

¹⁵ Período caracterizado por uma miséria extrema e uma insegurança total que não permitiam nenhuma estabilização dos hábitos de consumo. O autor lembra ainda que, nessas circunstâncias, o processo de consumo não estava estruturado, ou estava organizado dentro do marco da família, segundo uma estrita divisão do trabalho doméstico.

Empiricamente pode-se constatar por diversas formas esse percurso nos diferentes países. O resultado no aperfeiçoamento institucional, na distribuição de renda e na melhoria da qualidade de vida dos países centrais foi auspicioso. Haja vista, por exemplo, o período de 1950 e 1974, quando houve uma progressiva substituição das fontes contributivas por fontes fiscais no financiamento dos programas sociais básicos dos países europeus, ao lado de um progressivo aumento do gasto social. Assim, entre 1960 e 1975, o gasto governamental com saúde como percentagem do PIB nas economias da OCDE (Organização da Cooperação para o Desenvolvimento Econômico) passou de 2,5% para 5,2%.¹⁶

De uma forma sintética é possível observar dois movimentos na maioria dos países que transitaram de formas previdencialistas para formas universalistas de proteção social e, a partir da década de 1980, para uma retomada de esquemas privados:

- Os recursos previdenciários, oriundos de contribuições de indivíduos, empresas ou categorias profissionais, cujos fundos acumulavam-se com base em sistemas de capitalização, passam, com o universalismo, a funcionar com base em **sistemas de repartição**. Sendo assim, o esforço individual ou coletivo de uma dada categoria profissional, no intuito de financiar as condições futuras de retirada do mercado de trabalho, é substituído pelo chamado “pacto inter-geracional”, em que os contribuintes do presente financiam os benefícios dos retirados no presente, esperando que o mesmo ocorra no futuro, quando estiverem aposentados.
- Passam a ser criadas, em caráter **complementar**, esquemas públicos e, principalmente, privados de pensão, **em regimes de capitalização**, que permitiram, além de criar a possibilidade de diferenciação de rendas futuras para aposentados e pensionistas, direcionar essas reservas, seja para o sistema de crédito, seja para o **mercado de capitais**. (ver Medici e Braga, 1993: 57)

Para muitos analistas, a conjunção dos diversos fatores que implicaram no declínio das políticas de pleno emprego e na aceleração da desregulamentação das economias, especialmente da liberalização dos mercados financeiros, propiciou um desempenho medíocre nesse novo contexto macro-político (*vis-à-vis* os anos de ouro do pós guerra). Assim, o fraco crescimento do PIB e o envelhecimento da população nos países avançados trouxeram novas fontes de preocupação sobre os regimes de aposentadorias, as despesas com saúde e, sobretudo, sobre o outrora consensual “pacto social entre gerações” (Join-Lambert, 1997: 66). Nesse percurso passou-se a questionar a existência

¹⁶ Para Aglietta, o elo específico que o fordismo estabelece entre processo de trabalho mecanizado e o consumo estritamente privado de mercadorias impõe um rápido crescimento do custo do “consumo coletivo” à medida que se desenvolve a norma de consumo. Isso é o que reconhece esse autor ao constatar que, por essa razão, assistiu-se a partir dos anos 60 a uma verdadeira explosão do que veio a se chamar os custos sociais do crescimento.

dos sistemas de seguridade social que foram constituídos no pós-guerra, caracterizados pela sua influência positiva sobre a distribuição da renda nacional e responsável pela estabilização do consumo de massas e pela elevação da qualidade de vida através do acesso generalizado aos serviços públicos. Ademais, emergiu com ênfase o argumento de que os trabalhadores ativos, ao terem de financiar a contra-gosto um número crescente de inativos, dando-se conta do seu esforço individual de poupança, promoveriam um ambiente de tensão permanente sobre o contrato social estabelecido no passado. Assistimos, assim, ao questionamento de um modelo de seguro social em que os ativos tinham a consciência de que estavam cotizando-se para o benefício coletivo por um outro, em que cada pessoa em atividade parece estar *pagando por outros*, ou carregando outros como um fardo! Nesse caldo de cultura, assombra o recrudescimento de posturas individualistas que pareciam ter sido superadas pelos méritos de uma dada visão coletiva, que soube construir sistemas inclusivos e generosos nos países desenvolvidos.

1.2 Evolução Institucional da Política Social e do Seguro Social: o caso do Reino Unido

Em 1908 o pagamento de pensões (ou seja, aposentadorias) para os indigentes idosos despontou como um marco na área da proteção social em evolução na Inglaterra. Três anos depois, em 1911, o *National Insurance Act* instituiu o sistema de seguro obrigatório, gerido pelo Estado, com vistas a cobrir os riscos de doença, desemprego e invalidez. Esse notável avanço institucional foi ainda complementado, entre 1920 e 1931, pelas proteções garantidas em matéria de desemprego (Join Lambert, 1997).

As primeiras décadas após a II Grande Guerra caracterizaram-se pelo papel relevante ocupado pelo Estado na provisão de benefícios e serviços sociais, como também pela intervenção na atividade propriamente produtiva da economia, em comparação com o período anterior, o que veio a ser denominado de economia mista segundo autores como Shonfield (1965). Para as sociedades capitalistas avançadas a questão que se colocava era como combinar a engrenagem econômica do livre mercado com arranjos que assegurassem paz social internamente. Especialmente para os países da Europa continental, a maior parte da política de bem-estar social passou a ser planejada e encarada como um princípio orgânico do crescimento econômico.

Considerando a gênese do *welfare state* nos países capitalistas avançados, é possível constatar que, em países como os EUA e Inglaterra, a hegemonia da burguesia empreendedora com valores

liberais apoiados na iniciativa individual e na ética do trabalho dificultou o chamado reformismo, encorajando as soluções mercantis em respostas às necessidades de proteção (Tawney, 1995; Skocpol e Orloff, 1984). No caso britânico, no entanto, torna-se fundamental ressaltar que isso não impediu uma evolução no sentido da formatação de um sistema com fortes traços universalistas.¹⁷ As características gerais do sistema que vai sendo montado na Grã-Bretanha, especialmente no pós guerra, apontam para um *mix* entre o “universalismo” e o “mercado”¹⁸. Logo, a classificação que identifica o caso inglês meramente com o liberalismo ofusca a importante marca que o universalismo imprimiu às suas instituições.

A questão principal para a ordem econômica vigente no pós guerra, e para o próprio regime do *welfare state*, remetia ao pressuposto de que a administração da economia levaria ao pleno emprego como um objetivo político. Esse foi o ponto de partida para William Beveridge em seu *Social Insurance and Allied Services* (“*The Beveridge Report*”, de 1942), onde estabeleceu os princípios de um sistema integrado de benefícios sociais. Seu Relatório propugnava o seguro social no coração do *welfare*, redesenhando os programas voltados para os idosos, doentes e desempregados introduzidos durante os governos liberais de 1906-1914. As denominadas reformas de Beveridge visavam integrar as medidas anteriores em uma abordagem mais sistêmica de seguro social, considerando que contribuições pagas por empregadores e empregados conformariam um seguro básico para as três principais categorias de necessidades: velhice, doença e desemprego. Para Beveridge (1944), haveria de ser reconhecido o papel residual da assistência (ou seja, dos programas da *National Assistance*), cujos benefícios não eram baseados em seguros. Esses benefícios assistenciais, sendo estritamente apoiados em testes de meios, isto é, em verificações sobre o estado

¹⁷ Esping-Andersen classifica no grupo de *welfare state* “liberal” aqueles casos em “que predominam a assistência aos comprovadamente pobres, reduzidas transferências universais ou planos modestos de previdência social”. Para esse autor, “Os exemplos arquétipos deste modelo são os Estados Unidos, o Canadá e a Austrália”. O Reino Unido aparece, assim, em uma posição menos “pura”. Vale dizer, “Em Nações com um sistema de assistência social ou com um sistema universalista do tipo de Beveridge, a opção foi entre o mercado e o Estado, no sentido de proporcionar adequação e satisfazer as aspirações da classe média. Dois modelos alternativos surgiram desta escolha política. O modelo típico da Grã-Bretanha e da maior parte do mundo anglo-saxão é o de preservar no Estado um universalismo essencialmente modesto e deixar que o mercado reine sobre as crescentes camadas sociais que demandam benefícios previdenciários maiores”. Esping-Andersen, 1990. Essa característica do *welfare state* britânico propiciou reformas após os anos 80 que estenderam a atuação do mercado em nichos supostamente lucrativos que resultaram em retumbantes fracassos, como em algumas áreas da saúde, por exemplo, que voltaram à órbita pública no final dos anos 90.

¹⁸ - Para Ferrera (1993) países como Grã-Bretanha, Canadá e a Nova Zelândia constituem o grupo dos “*Welfare States* Universalistas Mistos”, com esquemas assecurativos nacionais mediante provas de meios (*means tested*) e que foram

de necessidades e carências para a sua concessão, deveriam apenas preencher as lacunas deixadas pela renda do emprego e pelos benefícios segurados, participando no sistema de forma residual.

Entre 1945 e 1949, implementou-se na Inglaterra um amplo programa de reformas para a educação, saúde, habitação e seguro social, estabelecendo as condições de um regime de bem-estar no qual cabia ao Estado assegurar as garantias universais. Contudo, o mercado e a família deviam ainda preencher espaços importantes relacionados com suas funções consideradas fundamentais. Nessa medida o setor estatal na Inglaterra reteve os “elementos do modelo anterior de *welfare* individualista/seletivista, que passou a conviver com o fortalecimento crescente do compromisso com os princípios coletivistas/universalistas” (Clarke e Lagan, 1997: 20).

Com essa ambivalência, edificou-se um sistema público de proteção altamente integrado, no plano organizacional, e inclusivo, no plano social, concentrado nos seguintes programas:

- ***Family Allowances***: assistência às famílias, criado em 1945 para o pagamento de benefícios (estendido a todos os cidadãos);
- ***National Health Service - NHS*** (1946): voltado para a assistência à saúde (para toda a população);
- ***National Insurance*** (1946): instituído como seguro social para a prestação de pensões e indenizações contra inatividade e doenças (voltado para a população ativa);
- ***National Assistance*** (1948): voltado para o provimento de renda aos necessitados (mediante prova de meios - *means tested*- para a concessão do benefício)

Por essa via o *welfare state* britânico no pós-guerra assumiu a sua configuração particular no contexto das relações entre Estado e sociedade da chamada “economia mista” e, principalmente, de apoio aos indivíduos bem situados na estrutura econômica e social, em que a renda familiar era o elo que unia o mercado de trabalho com a família, à medida em que considerava a divisão dos papéis sociais e as dependências por idade e gênero. Ou seja, tanto nos programas de habitação pública, como nos de transferência de renda, ou de serviços para crianças carentes, por exemplo, estabeleceu-se que as necessidades seriam primariamente providas por meio do trabalho assalariado masculino e dos serviços que o salário podia comprar. Observe-se que, até para os programas de transferência de renda, o modelo predominante a ser seguido seria o seguro social, que presumia um padrão de emprego permanente que garantisse atingir as metas de contribuições necessárias.

Permeando todo o sistema estavam presentes as seguintes premissas:

transformados depois da II Guerra Mundial em sistemas de seguridade social de ampla cobertura e prestações homogêneas de valores fixos.

1) O trabalho assalariado era o primeiro recurso de renda. O Estado teria a função de garantir, de forma limitada, apenas a substituição para perdas de renda sofridas pelos indivíduos que não fossem por sua culpa.

2) O compromisso com a manutenção do pleno emprego seria imprescindível. Uma vez este atingido, seriam minimizados os custos com uma das principais parcelas do sistema de seguros: o seguro desemprego. O fracasso desse objetivo implicaria na incapacidade de parte dos indivíduos atingirem as metas das contribuições necessárias para conformar o fundo destinado ao pagamento dos benefícios que poderiam requerer.

3) O pleno emprego significava “pleno emprego masculino”. Apesar da expansão do trabalho assalariado feminino durante a guerra ambos, o *Beveridge Report* e o sistema de benefícios implementado com base neste, viam o trabalho assalariado da mulher como secundário ou uma atividade periférica. Embora a mulher pudesse trabalhar por um período antes de casar, esse seria um período de transição no caminho “normal” da sua condição de dona-de-casa e mãe. Assim posto, a mulher era estruturalmente posicionada no sistema de benefícios como dependente, ou seja, o seu acesso feito através do homem. Como resultado, a maior parte das mulheres pagava contribuições reduzidas para a *National Insurance*, desde que não era esperada a requisição de benefícios sob o seu próprio direito.¹⁹

Com relação ao primeiro ponto, o princípio de substituição limitada da renda era importante na medida em que se assumia que o nível fixado para a provisão estatal não atuaria para “desincentivar” o emprego ou tornar os indivíduos menos previdentes acerca do futuro. Para Shonfield (1965: 142) esse aspecto particular diferenciava tremendamente a concepção inglesa das demais. Nos sistemas continentais, o benefício individual dos fundos de bem-estar social tendia a ser considerado, cada vez mais, como “direito” de uma pessoa a algo além da garantia do padrão mínimo de subsistência.

As significativas mudanças ocorridas na implementação dos programas do *National Insurance and Assistance* revelou que a visão original de Beveridge de que os benefícios com base em prova de meios teriam um papel residual e declinante não seria preponderante. Os efeitos combinados das mudanças efetivadas (como, por exemplo, a fixação das taxas de benefícios do *National Insurance* abaixo dos níveis de subsistência calculados pelo comitê de Beveridge, o que

¹⁹ Ver Finch e Groves citados em Cochrane e Clarke, 1997: 26.

afetava os benefícios estatais para os desempregados, doentes e pensionistas, pois levava as pessoas a se aplicarem para prova de meios para aumentarem os seus benefícios) consolidaram o papel central das provas de meios no sistema britânico de proteção social.

O avanço experimentado pelo *welfare state* britânico durante as décadas seguintes à II Guerra Mundial foi algo espantoso. O intenso crescimento econômico internacional verificado no imediato pós guerra conjugado ao *baby boom* e ao número crescente de pessoas idosas, determinaram a ampliação do escopo dos serviços do *welfare* nos marcos estabelecidos nos anos 40. Se em 1910, os gastos relativos aos serviços do *welfare state* ainda se encontravam abaixo de 5% do produto nacional bruto, entre 1950 e 1975 a parcela do produto relativa aos gastos públicos (realizados pelos governos central e locais) cresceram significativamente, passando de 11,3% em 1938 para 16,3% em 1955 e atingindo 28,0% em 1975. Esses, porém, sempre se apresentaram como a maior categoria das despesas estatais.

Tabela 1.1
REINO UNIDO
Evolução de diferentes categorias de Gastos Públicos

ANO							% do PNB
	Serviço Social	Serviço Econôm.	Serviço Ambiental	Defesa	Serviço da Dívida	Outros Serviços	Total
1910	4.2	1.8	0.7	3.5	0.9	1.7	12.7
1938	11.3	2.9	1.0	8.9	4.0	1.9	30.0
1955	16.3	3.2	1.1	9.6	4.2	2.1	36.6
1970	23.2	6.1	4.0	5.6	4.6	3.7	47.1
1975	28.0	8.2	4.2	5.6	4.5	4.3	54.7

FONTE: Sleeman in Clarke e Langan, (1997: 32)

Note-se que no Reino Unido, as despesas públicas em geral, e os gastos do *welfare* em particular, baseavam-se na combinação das quatro fontes de financiamento, a seguir:

- contribuições sociais para o *National Insurance (NI)*;
- impostos em geral (diretos e indiretos);
- impostos locais (taxas/ encargos comunitários - *council tax*);
- empréstimos do governo.

Tradicionalmente, o grosso das despesas com o *welfare* esteve sustentado pela taxação em geral (embora as contribuições nominais de empregados e empregadores cobrissem as despesas com o seguro social). Em meados dos anos 60, as contribuições locais e o *NI* representaram apenas 16% e

15%, respectivamente, dos recursos públicos totais. (Sleeman, 1979: 67). As mudanças no sistema de financiamento aconteceram então com vistas ao alargamento da base de contribuintes (especialmente do número de pessoas contribuintes para o imposto de renda), com a participação crescente daqueles com renda abaixo da média.

Diante do imperativo de modernizar as estruturas do *welfare*, pleiteado ao longo dos anos 60, o governo trabalhista encaminhou medidas com impactos sobre os governos central e local, como também sobre o *NHS* (Serviço Nacional de Saúde). Essas buscavam uma grande reorganização do executivo, introduzindo uma nova estrutura departamental de “super ministérios”, iniciando-se pela criação do Departamento de Educação e Ciência em 1964 e, mais significativamente, do Departamento de Saúde e Seguridade Social, em 1968. Paralelamente vieram as reformas nos sistemas do *National Insurance* e do *National Assistance*.

As reforma trabalhistas trouxeram mudanças significativas em prol de uma maior centralização através do planejamento e coordenação estatal. Nesse momento foram fixadas novas proporções dos benefícios e contribuições com relação aos salários dos programas do *National Insurance*, afetando os valores dos benefícios de doença e do seguro-desemprego e, em 1970, das pensões, mediante a introdução do *State Earnings Related Pensions Scheme -SERPS* (esquema público de aposentadoria, com benefício proporcional à renda do trabalhador).

O *National Assistance Board* transformou-se no *Supplementary Benefits Commission*. Os programas de apoio à renda passaram a ser não tão redistributivos nos seus efeitos como no plano original, nem foram dados aumentos suficientes para os benefícios para remover os níveis do topo sujeitos às provas de meios. Assim, a década de 60 assistiu um aumento dos benefícios com provas de meios entre os pensionistas (de 1,3 milhões em 1961 para 1,9 milhões em 1971); entre desempregados (de 140 mil para 400 mil); entre doentes e desabilitados (de 280 mil para 320 mil) e entre mulheres com filhos dependentes sem seguro (de 80 mil para 220 mil).

Os governos locais, por seu turno, passaram a ocupar um lugar maior nos serviços de educação, habitação e serviços sociais pessoais. A expansão do *welfare state* envolvendo esferas locais passou a abocanhar uma parcela maior do Produto, aumentando de 9,8% em 1951, para 18,6% em 1975. Por fim, o *NHS* foi reestruturado em 1974 sob a lógica da concentração dos serviços nos hospitais distritais.

A propalada expansão do *welfare state* ocorrida ao longo dos 70 pode ser vista como o resultado da conjugação de 3 elementos, conforme Clarke e Lagan (1997: 34):

- mudanças no padrão das necessidades da população;
- mudanças nas prioridades do governo e
- mudanças nos custos do *welfare*.

Note-se que as mudanças demográficas produziram efeitos consideráveis sobre o nível de demandas sobre o *welfare*. Em primeiro lugar, observou-se uma significativa elevação do número de pessoas acima de 65 anos. A extensão da longevidade da população, além de aumentar o número de pessoas elegíveis para receberem pensões, elevou significativamente a demanda da população idosa por serviços de saúde que requeriam mais recursos, ou seja, os chamados serviços de cuidados sociais e de saúde (do setor privado e público). Finalmente, como a proporção da população além da idade de aposentadoria aumentou, o custo social de uma parcela crescente de inativos teve de se defrontar com uma renda gerada por um setor economicamente ativo relativamente menor²⁰.

Na Grã-Bretanha, o número de pensões de aposentadoria elevou-se de 4,1 milhões em 1950 para 7,4 milhões em 1970 (atingindo 8,9 milhões em 1980). *Family Allowances*, por seu turno, passou de uma cobertura de 4,7 milhões em 1950, para 6,9 milhões em 1970 e 13,3 milhões em 1980. No tocante ao setor habitacional, o número de beneficiários no setor de moradias alugadas pelo setor público elevou-se de 2,5 milhões em 1951 para 7,0 milhões em 1980.

Outras demandas também elevaram-se substancialmente entre as décadas de 50 e 70. Com destaque os programas de garantia de renda e o incrível incremento das pensões nos dois sistemas: seguro e pagamentos com prova de meios. O crescimento das necessidades de todo tipo de “apoio à renda” alargou a parcela de gastos públicos nessa rubrica (algo referente às “transferências”). Somaram-se ainda outros fatores, como a complexa mistura de novas ou crescentes necessidades de saúde; mudanças do padrão populacional (número de crianças ingressantes no sistema educacional) e novas prioridades políticas. Por fim, dentre os fatores de pressão, não se pode esquecer a inflação recrudescida nos anos 70, que afetou incontestavelmente os custos do sistema de bem-estar.

Tomando-se os dados da OCDE, observou-se um significativo crescimento das despesas e receitas do governo do Reino Unido entre 1960 e 1981: respectivamente de 32,6% do PIB para 47,4% (despesas) e de 30,3% para 43,7% (receitas). Nesses vinte anos, ocorreu um aumento considerável da participação relativa do gasto público no PIB nominal, que cresceu em média entre

²⁰ O impacto dessas pressões levaram a alguma adequações, notadamente a introdução de benefícios proporcionais à renda (*earnings-related benefits*), alterações de sistemas mais compreensivos em direção a esquemas mais limitados de proteção a famílias (*Child Benefits*) e o fortalecimento dos esquemas do beneficiamento mediante os testes de meios.

2% a 4% ao ano, quase dobrando ao final do período. Note-se que, como tendência geral em todos os países da OCDE, o aumento das despesas superou o das receitas, obrigando os países a recorrerem sistematicamente aos empréstimos para fazerem frente aos déficits orçamentários. Observou-se ao mesmo tempo uma alteração na composição do gasto na direção de queda relativa do consumo e investimento *vis-à-vis* o aumento de transferências a títulos de subvenções, benefícios da seguridade social e, principalmente, juros da dívida pública.

Tabela 1.2
REINO UNIDO
COMPOSIÇÃO DAS DESPESAS PÚBLICAS COM O *WELFARE STATE*

ANOS	DTG % do PIB	DPWS % da DTG	Seguro Social % da DPWS	Educação % da DPWS	Saúde % da DPWS	Habitação % da DPWS	Outras % da DPWS
1973/74	21.6	50.5	37.4	26.3	17.6	15.3	3.4
1974/75	24.5	51.0	34.7	25.5	18.8	17.4	3.6
1975/76	25.4	52.2	36.7	25.2	19.4	14.9	3.9
1976/77	25.5	55.4	37.1	24.0	18.9	16.2	3.8
1977/78	23.7	55.7	39.4	23.4	19.3	14.5	3.5
1978/79	23.2	53.6	40.4	22.9	19.5	13.6	3.5
1979/80	22.9	52.6	40.3	22.5	19.4	14.1	3.8
1980/81	24.0	52.1	39.7	23.1	21.0	12.3	3.9
1981/82	24.3	52.1	42.8	22.4	21.0	9.9	3.8
1982/83	24.2	51.7	43.9	22.1	20.9	9.3	3.8
1983/84	24.5	53.3	45.2	21.4	20.4	9.3	3.8
1984/85	24.3	52.5	45.8	20.9	20.3	9.3	3.8
1985/86	23.7	53.3	46.6	20.4	20.2	8.7	4.1
1986/87	24.0	54.7	46.3	21.3	20.2	8.2	4.1
1987/88	23.2	55.6	45.4	21.8	20.9	8.0	3.9

FONTE: OCDE. Elaboração: MPAS/Unicamp, abril, 1997.

NOTA: DTG = Despesa Total do Governo; DPWS = Despesa Pública com o *Welfare State*.

Com referência ao Reino Unido, no período entre 1973 e 1988, o gasto social como porcentagem do gasto público total (tabela 1.2) representou, em média, metade da despesa pública total: 53,1%. Em 1973 esta relação era de 50,5%, elevando-se até atingir o pico de 55,7% em 1978²¹.

²¹ Note-se que no período que compreendeu o ano de 1978 (de 1975-81) a taxa anual de crescimento do PIB foi menor do que a taxa anual de crescimento das despesas sociais, o que contribui para explicar o inédito crescimento (relativo) desses gastos sociais. Ver o Relatório Final da Pesquisa: "Estrutura e evolução do gasto social: estudo comparativo internacional", MPAS/UNICAMP, abr. 97.

Observando-se a série histórica, segundo a composição do gasto social, depreende-se que o seguro social (*Security*) representa a área de maior peso, seguida pela educação, saúde, habitação e serviços sociais pessoais. De fato, enquanto o seguro social (com relação aos gastos sociais) elevou-se de 37,4% para 45,4% no período, o gasto com habitação despencou de 15,3% para 8% em 1987/8.

No tocante ao seguro social, como os grupos de beneficiários são os idosos, doentes, desempregados, viúvas e famílias, é interessante destacar que esse notável aumento relaciona-se com o aumento do desemprego em meados dos anos 80, como também com o já citado envelhecimento da população e o incremento do número de aposentadorias. Atribui-se ao crescimento da população inativa e de desempregados (ao invés de um grande aumento no nível dos benefícios) a maior responsabilidade pelo aumento substancial nas despesas da seguridade britânica, especialmente entre 1945 e 1975.

1.3 Mudanças na Proteção Social Britânica a partir dos Anos 80

Conforme destacado no item anterior, nas décadas de 1960 e 1970 o *welfare state* britânico expandiu-se e modernizou-se em resposta às mudanças nas demandas e necessidades da sociedade inglesa. Porém, após o *boom* econômico do pós guerra, mostrou-se crescentemente vulnerável. A combinação de lento crescimento econômico com inflação (estagflação), seguida de recessão com desemprego em massa, afetou a economia no início dos anos 80 ao ponto de se desencadear um amplo questionamento sobre o caráter das instituições existentes e intensificar as pressões sobre as provisões públicas do *welfare*. Os eventos político-eleitorais desdobraram-se na emergência da “nova direita” que conquistou o poder com a eleição de Margaret Thatcher em 1980. Seu programa - que advogava a intensificação do papel do mercado e propunha reduzir a intervenção estatal na produção e no *welfare* (*‘roll back’*) - passou a ser implementado no Reino Unido em paralelo com políticas similares (“neo-conservadoras” e “de livre mercado”) nos EUA. (Pierson, 1994; Rosanvallon, 1997)

A partir daí foram lançados esforços concertados para alterar o *status-quo* das políticas sociais, deslocando o Estado do seu papel dominante e promovendo os espaços de atuação do setor

privado na provisão dos serviços públicos²². Vejamos, a seguir, as principais modificações encaminhadas e algumas evidências empíricas.

Olhando retrospectivamente os anos 80, observa-se que a via seguida pelo governo para desmontar o *welfare state* foi gradual, avançando e recuando em medidas operacionais, de acordo com as resistências que se ia encontrando. Isso posto, compreende-se porque o processo começou no setor de habitação, o qual interpôs menores obstáculos²³, e não avançou onde os prejuízos teriam muita visibilidade, ou seja, na área do seguro social (*social security*). Segundo Clarke e Lagan (1997), apenas depois de três eleições vitoriosas, isto é a partir de 1988, foi que o governo de Thatcher realmente começou a estender seriamente o mercado nas áreas onde o *welfare* detinha um forte apoio público e corporativo: saúde, educação e serviços sociais pessoais.

Com relação às políticas de mercado de trabalho é interessante observar que, à despeito do compromisso com o pleno-emprego ter começado a se erodir nos anos 70, as alterações no anos 80 comprometeram seriamente a rede de proteção aos desempregados e aos trabalhadores de baixa renda. Nesse momento tiveram impulso mudanças visando a redução do valor de benefícios (do seguro-desemprego), restrição à elegibilidade nos programas de transferência de renda e, principalmente, desregulamentação do mercado de trabalho. Uma série de medidas para flexibilizar o mercado de trabalho foram encaminhadas: formas de focalização do público beneficiário de direitos, incentivos à saída de cena das agências públicas de prestação de serviços (por exemplo, de intermediação de mão-de-obra) abolição dos conselhos de salários, criação de legislação anti-sindical, redução nas proteções contra demissões imotivadas, dentre outras. Dessa forma se logrou uma inédita redução dos direitos trabalhistas. Vale dizer, a deterioração de uma parcela significativa da rede de proteção britânica.

Especificamente, a evolução do programa do Seguro Desemprego parece ter sido emblemática. Primeiramente as condições de elegibilidade foram revistas para dissuadir

²² À despeito dessa orientação, no final dos anos 80 muitas das metas estabelecidas para a transformação de serviços em atividades privadas não haviam sido atingidas, permanecendo as instituições públicas relativamente intactas. Existe, portanto, para o caso inglês, um debate sobre quão longe teria ido a agenda de “*rolling back*” da “nova direita” e sua efetiva implementação, tanto quanto os impactos de curto e longo prazos, na esfera do *welfare*. Alguns autores, como Krieger, concluem de forma mais radical que a qualidade da cidadania social propiciada pelo *welfare state* teria retroagido às proporções do quadro existente no século XIX. Outros, como Le Grand e Pierson, advogam que as instituições do *welfare* demonstraram uma imensa capacidade de resistência, mantendo o sistema preservado em sua essência. Ver Clarke e Lagan, 1997 e Pierson 1994.

“parasitismos”, mediante, por exemplo, provas de que os desempregados estavam “genuinamente buscando empregos”. Durante os anos 80, o valor dos benefícios com desemprego declinaram substancialmente com relação à renda média dos trabalhadores masculinos. Outras medidas atingiram grupos específicos de requerentes, tais como jovens desempregados (obrigatoriedade de atividades de treinamento e de encaminhamento para vagas). Quanto à formação profissional, segundo Dedecca (1998: 28), a política de formação contínua “foi organizada segundo uma nova concepção de proteção social, agora denominada de *Workforce*, que entende ser necessário romper com a lassidão do trabalhador ocupado e a falta de incentivo para o trabalho do desempregado”.

Já para a seguridade, o princípio da focalização foi priorizado na sua revisão em 1985. A legislação resultante reduziu o valor das pensões do *State Earnings Related Pensions Scheme - SERPS*, reestruturou o *Supplementary Benefit* (com particular impacto sobre os chamados “pagamentos por necessidades especiais”), substituiu o *Family Income Supplement* (pago para os domicílios de baixa renda) pelo *Family Credit* e congelou o valor do *Child Benefit*. Dessa forma, o sistema foi redirecionado do suporte às famílias (com caráter universal) para outro eminentemente focalizado. Tais medidas acentuaram a tendência de elevação dos gastos com prova de meios (*means tested*) em detrimento dos programas baseados em seguro social e os não contributivos.

De outra parte, diversas ações buscaram reduzir o monopólio público em determinados setores. Vale dizer, elevar “as forças do mercado” na oferta dos serviços do *welfare*. Destacam-se, aqui, aquelas concernentes às concessões de incentivos através da redução de impostos para favorecer o setor privado de seguros de saúde. Na década entre 1976 e 1986, o número de pessoas cobertas por seguros de saúde privada mais do que duplicou, passando de 2,2 para 5,2 milhões de pessoas.

Para elevar a tão propalada “competitividade” nos serviços públicos criou-se o *Compulsory Competitive Tendering (CCT)*. Este atuou sobre a área da saúde e, também, sobre os serviços sociais dos governos locais, efetivando uma visível pressão para a passagem de diversos serviços para a iniciativa privada. O caso mais notório foi o setor de habitação, com a privatização de significativa parcela de casas públicas sob a administração local.

²³ Conforme Pierson, entre 1978 e 1988 o percentual de ocupação de residências por proprietários na Inglaterra elevou-se de 54,7% para 65,4%, enquanto a taxa de ocupação de residências públicas (*council-tenancy*) caiu de 31,7% para 24,9%, no mesmo período. Pierson, 1994, p. 79.

A opção de criar formas de comercialização internas às agências públicas (chamadas também de “*quasi-mercado*”), com a intenção de copiar o comportamento do mercado, mostrou-se também ser um exemplo notório das mudanças no *NHS*. Mediante a *National Health Service and Community Care Act* de 1989, foi permitido às unidades de saúde fixarem preços pelos seus serviços (para certos tipos de cirurgias, por exemplo), de forma que a “demanda pudesse comprar ao redor” quando encontrasse um melhor preço para o mesmo serviço. Na mesma linha, e estendendo as possibilidades de atuação do setor privado, foram realizadas as terceirizações, responsáveis por grande parte do declínio relativo do funcionalismo público britânico, que caiu de 21,3% do emprego total em 1980 para 13,8% em 1996.

Para se entender as últimas duas décadas, não se pode menosprezar os diversos impactos e desdobramentos das mudanças ocorridas na lógica de funcionamento do *welfare* a partir do início dos anos 80. Dentre muitos efeitos substantivos que poderiam ser discutidos, destacam-se: a tendência de redução da “relação de substituição”, ou seja, do nível de benefícios e a última renda auferida²⁴, a tendência à maior focalização e ao aumento das vinculações (como, por exemplo, proporcionalidade da contribuição e obrigação dos testes de meios) e, finalmente, o aumento dos serviços de *welfare* prestados pelo setor privado como alternativa ao setor público, notadamente na área de pensão complementar. Como resultado geral, observou-se o recrudescimento do **indivíduo** e da **seletividade**, em detrimento do **coletivo** e da **solidariedade** como princípios estruturantes do sistema de proteção.

1.4 O Atual Sistema de Pensões Britânico: a Primazia da Previdência Complementar Privada

O caso do Reino Unido é exemplar para a demonstração das profundas alterações no arcabouço institucional do *welfare* em direção ao menor comprometimento do Estado com a provisão de pensões. Este foi um dos primeiros países do mundo a introduzir arranjos formais de previdência privada (já no século XVIII) e também um dos primeiros a começar a reduzir sistematicamente as provisões do sistema público em favor dos planos privados de capitalização a partir dos anos 1980 (Blake, 2002). Essas mudanças visaram explicitamente confinar a previdência social a um mero papel “suplementar” da previdência privada, reorganizando os espaços para a

²⁴ - E, ainda, o suposto efeito de “desincentivar” a busca do referido benefício.

atuação do setor privado, tendo os Estados Unidos como paradigma. Para tanto, o novo desenho desse sistema buscou o estímulo dos instrumentos privados mediante incentivos fiscais, fixação de uma baixa taxa de reposição da previdência pública, além do aumento da idade mínima para o recebimento dos benefícios da previdência social. Assim, os valores das pensões públicas no Reino Unido, em termos de taxa de reposição e como proporção da renda média dos trabalhadores, encontram-se entre os mais baixos da Europa (Disney *et alli*, 2002).²⁵

Desde 1988, com a criação das pensões pessoais (*Personal Pensions Schemes*) no governo Thatcher, o sistema britânico vem enfatizando cada vez mais a responsabilização individual na provisão das pensões. Partindo-se do ideário do individualismo como o caminho para o “exercício da liberdade e da escolha”, inclusive para a identificação de qual plano integrar-se e sobre as aplicações de suas carteiras de investimento, essa orientação conduziu às profundas transformações no seio do sistema, alçando os fundos de pensão gerenciados pelos *fund managers* (gerentes profissionais das carteiras de aplicações dos ativos) à posição central do sistema. No caso das pensões, ocorreu um forte movimento de transferência dos **planos de benefício definido**²⁶ (incluindo os esquemas ocupacionais²⁷ privados e o público²⁸) para os **planos de contribuição definida**²⁹ (incluindo os planos de empresas e os chamados “*stakeholder*”³⁰).

O rápido crescimento da cobertura dos planos de contribuição definida começou a ser observado desde que se permitiu (e se incentivou até com isenções fiscais) a contratação, pelas empresas, de planos fora do sistema público (*SERPS*), dobrando-se a parcela de pessoas coberta por esse tipo de plano. Porém, a grande guinada dos planos de benefício definido para os de contribuição

²⁵ O *Basic State Pension* foi introduzido em 1948 e elevou-se suavemente de um patamar inferior a 15% da renda média para cerca de 20% no começo dos anos 1980. Contudo, de 1981 até 2001 os incrementos acompanharam apenas a inflação. Isso conduziu a um declínio no seu valor relativo de 19,6 da renda média masculina no Reino Unido em 1982 novamente para 15% em 2001. Estima-se que se continuar a elevar-se apenas com os níveis de preço, e a renda crescer 1,5% por ano, em 2050 represente apenas 7% da renda média. IPPR, 2002, p. 29.

²⁶ Planos de benefício definido fixam os valores dos benefícios a serem pagos, geralmente em relação à renda do trabalhador e ao tempo de serviço. Dessa forma, os ajustes necessários se fazem em cima das contribuições às custas do provedor (empresa ou Tesouro) do plano, que assume os riscos respectivos. Ou seja, pelo lado do custeio o equilíbrio dá-se através da variação das alíquotas de contribuição para um determinado nível de reposição da renda pré-definido.

²⁷ No Brasil, corresponderiam aos planos de previdência fechada.

²⁸ O antigo *SERPS*.

²⁹ Já os planos de contribuição definida são aqueles cujo benefício depende do montante acumulado ao longo do tempo. Tratam-se de planos individuais e capitalizados, cujos riscos são assumidos pelo segurado. Logo, a variável para o ajuste recai sobre a taxa de reposição que o benefício individual atinge no momento da aposentadoria.

³⁰ *Stakeholder pensions* foi introduzido pelo governo trabalhista após 1997 e foi desenhado para ser um instrumento de capitalização flexível e barato para pessoas de baixa renda.

definida veio com os planos de pensões pessoais³¹ em substituição ao *SERPS*. (IFS, 1994). Nos anos 1990 quase 12 milhões de pessoas optaram por sair do *SERPS* e se beneficiarem do pagamento de generosos “rebates” sobre as contribuições sociais e também dos elevados ganhos das aplicações nas bolsas de valores. Em 1994, 2/3 dos empregados no Reino Unido encontravam-se sob planos privados contratados fora do sistema público. (Barrientos, 1998).

Essa guinada teve como efeito a transferência dos riscos do mercado de capitais e do risco da longevidade dos antigos provedores (empresas e governo) para os indivíduos. Nesse ambiente dois fatos cresceram em importância. Primeiramente, tornou-se necessário que os trabalhadores passassem a compreender que suas aposentadorias correm riscos de mercado (tais como das bolsas de valores) e que devem preparar-se para enfrentar os possíveis percalços e planejar o futuro. Em segundo lugar, se os trabalhadores, individualmente, passam a estar mais expostos aos riscos crescentes, torna-se necessário que o Estado forneça uma base mínima aceitável que garanta renda de aposentadoria adequada à dignidade de todos os cidadãos. Esse é o ponto que se encontra atualmente no epicentro do debate sobre as reformas do sistema de pensões britânico, chamando a atenção da mídia, dos meios governamentais e acadêmicos para temas como a fixação do valor do novo *Minimum Income Guarantee* acima da linha de pobreza oficial de forma a “abolir a pobreza entre os pensionistas”. (Ver IPPR, 2002: 36).

Atualmente o sistema de pensões no Reino Unido é uma estrutura composta de 3 níveis ou pilares, conforme apresentado na figura 1.1. O primeiro refere-se ao segmento público, conhecido como *Basic State Pension (BSP)*, que se caracteriza pelo pagamento extensivo de pensões de baixo valor e desvinculadas da última renda do indivíduo (“*flat-rate first-tier pension*”). Esse primeiro pilar foi desenhado para fornecer a todos uma aposentadoria básica na base do regime de repartição simples (*pay-as-you-go*).

O segundo prevê três diferentes opções para as pessoas **compulsoriamente** construírem um pecúlio complementar. Essas opções referem-se ao antigo *SERPS* (substituído pelo *State Second Pension - S2P* - a partir de abril de 2002), os planos ocupacionais, cujos provedores são as empresas, e os planos pessoais de contribuição individual e definida (totalmente capitalizados).

Enquanto os planos ocupacionais de aposentadoria complementar oferecem uma renda de aposentadoria elevada para trabalhadores que se mantêm numa mesma empresa ao longo de sua vida

³¹ Em oposição aos planos ocupacionais (ou seja, das empresas).

ativa, de outro lado, os planos pessoais garantem a plena portabilidade³² das pensões nas mudanças de emprego. Porém, ao se basearem em retornos incertos de investimentos financeiros³³ e estarem à *mercê* da cobrança de elevadas taxas administrativas, aumentaram o grau de incerteza sobre a renda da aposentadoria, afetando periodicamente o grau de confiança sobre a sustentabilidade do sistema no longo prazo.

Quadro 1.1
SISTEMA DE PENSÕES DO REINO UNIDO

Pré-1998	Pós-1998
1º PILAR	
Basic State Pension Income Support	Basic State Pension Minimum Income Guarantee Pension Credit (MIG + saving credit)
2º PILAR (opções compulsórias)	
SERPS	SERPS
Occupational Pensions Personal Pensions	State Second Pension Occupational Pensions Personal Pensions Stakeholder Pensions
3º PILAR (opções voluntárias)	
Additional Voluntary Contributions (AVCs) Free-standing AVCs	Additional Voluntary Contributions Free-standing AVCs

Fonte: IPPR, 2002, p. 27

Por último, resta mencionar o terceiro pilar. Este, sendo voluntário, permite que as pessoas façam poupanças adicionais através do *Additional Voluntary Contributions (AVCs)* e do *Free Standing Additional Voluntary Contributions (FSAVCs)*.

No final da década de 1990, dos 28 milhões de ocupados, cerca de 22,4 milhões estavam contribuindo para o *National Insurance Contributions (NIC)* e, portanto, construindo seu pecúlio no *Basic State Pension* e também em algum dos esquemas compulsórios do segundo pilar. Desse total de pessoas, cerca de metade possuía algum plano de aposentadoria ocupacional, um terço estava

³² A portabilidade diz respeito ao direito do participante do plano de levar os recursos financeiros correspondentes ao seu direito acumulado para outro plano, por exemplo, por motivo de mudança de emprego ou outro qualquer definido em lei.

³³ E, além do mais, possibilitarem possíveis inadequações das contribuições necessárias devido a erros nos cálculos atuariais.

contribuindo para o esquema público complementar (*SERPS*) e um quinto detinha um plano pessoal³⁴ (Grupo de Reforma do Sistema de Pensões de 2001, citado em IPPR, 2002).

O sistema de pensões no Reino Unido é atípico se comparado com os sistemas dos demais países da OCDE - não pelo fato de sua maior parte estar nas mãos do setor privado mas sim pelo fato de que seus participantes podem optar entre o provedor público ou privado (mesmo no segmento obrigatório do sistema). Através de incentivos fiscais, os denominados “*rebates*” sobre as contribuições previdenciárias para o *National Insurance Contributions* (*NICs*) estimularam, desde os anos 1980, a transferência de um enorme contingente do sistema público para os planos privados mediante as opções de contratação “fora do sistema público” (*contracted-out*).

Observando-se a magnitude dos atuais fundos de pensão e seu papel central para as finanças mundiais depreende-se o enorme potencial de transformação que esse instrumento de poupança contratual tem sobre a configuração e sobre o próprio funcionamento, tanto dos sistemas financeiros dos países, como dos seus sistemas de seguridade. Tais tendências, que tiveram no caso inglês um curso inusitado, no tocante ao amplo consenso acerca da participação crescente dos fundos de pensão privados, não deixam de realçar as mudanças qualitativas que vêm, no mínimo, reconfigurando o *welfare* britânico - quiçá colocando em xeque a sua própria existência no futuro.

³⁴ Existe alguma sobreposição entre esses grupos, já que algumas pessoas podem possuir um plano pessoal e, também, ou um *SERPS* ou um plano ocupacional.

Capítulo 2

FUNDOS DE PENSÃO E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO

2.1 Ascensão dos Fundos de Pensão no contexto da globalização

Nas últimas duas décadas o explosivo crescimento dos investidores institucionais (tanto de companhias de seguros e fundos de investimento quanto, principalmente, dos fundos de pensão) e a sua importância relativa como detentores de ativos afetou de forma inquestionável o funcionamento do mercados de capitais de diferentes países. Na maioria dos países da OCDE, as instituições ligadas à poupança contratual já ocupam uma posição chave nos sistemas financeiros domésticos.

O total de ativos nas mãos dos investidores institucionais das principais áreas da OCDE cresceu de US\$ 3,2 trilhões (38% do GDP) em 1981 para \$ 16,3 trilhões em 1991 (90% do GDP). Em 1995 atingiu US\$ 24,4 trilhões, superando o produto nacional bruto desses países (Blommestein, 1999: 29). Em conjunto, segundo o FMI, os fundos de pensão e as companhias de seguro e de investimento do Grupo dos 7 Países mais Desenvolvidos (G-7) somou cerca de US\$ 18,5 trilhões de ativos sob sua gestão em 1995. Comparando-se com o mercado global de títulos (que em 1993 atingia US\$ 14,1 trilhões) e o total do estoque da dívida pública do G-7 de US\$ 9 trilhões, é possível dimensionar a magnitude de recursos manipulados por esses atores, que se tornaram um dos principais agentes financeiros da nova ordem financeira internacional.

Tal importância na economia mundial, porém, começou sua gestação nos idos dos anos 1960, quando uma nova institucionalidade do sistema financeiro internacional começou a emergir no contexto da falência do padrão monetário internacional construído após a II Guerra Mundial pelo acordo de Bretton Woods. Esse novo cenário, caracterizado pela liberalização financeira para dar curso à atuação dos investidores de acordo com as forças de mercado, impulsionou o crescimento dos chamados investidores institucionais de poupança contratual de uma maneira inédita, multiplicando seus ativos até torná-los imprescindíveis para botar em funcionamento a máquina de valorização das aplicações financeiras, na forma como veremos a seguir.

Ante de analisarmos esse resultado, há que se ter em mente, porém, que o período do pós guerra deflagrou um processo de recuperação do combalido sistema de trocas internacionais

mediante a criação de importantes instituições de regulação econômica. Vale dizer, foram criadas regras monetárias e instituições financeiras como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, que se tornaram pilares do sistema de financiamento (juntamente com o banco central norte americano, que funcionou como regulador do sistema de crédito em que se transformou o regime monetário internacional). Para Eichengreen (1995: 66), a ampliação da cooperação internacional, em termos de apoio à taxa de câmbio em operações que extrapolaram até os canais do FMI, diferenciou Bretton Woods dos arranjos monetários internacionais anteriores. Nesse contexto, recuperou-se a estabilidade da política monetária e o crescimento econômico, que se manteve de forma ininterrupta e generalizada por mais de duas décadas.

No tocante às instituições financeiras, o financiamento do pós guerra deixou como herança para os EUA e Grã Bretanha uma forte expansão de ativos financeiros, ou seja, de títulos de governo e de empresas nas mãos das famílias, das empresas e de instituições não-financeiras. Isso significou que a fase de fragilidade financeira dos anos depressivos da década de 1930 foi sucedida por um “sistema financeiro robusto” nas primeiras décadas do pós-guerra, segundo salientado por Minsky (1975: 14), ressaltando ainda que “dinheiro e finanças não operaram como determinantes vitais para a demanda agregada nas décadas que seguiram à II Guerra Mundial”, ao contrário, impulsionaram a construção de um sistema financeiro internacional preñado de recursos que colocou em marcha o esforço de reconstrução e industrialização por meio do crédito bancário.³⁵

Este é um período de apogeu de uma ordem monetária que tinha no papel-moeda gerado pelo Estado (moeda de crédito) sua principal faceta. A garantia de uma oferta elástica de moeda a juros baixos permitiu o aumento das despesas financiadas por endividamento.

Segundo Guttman (1999, 65) “a administração da moeda de crédito pelas autoridades monetárias do Estado originou, efetivamente, um sistema bancário capaz de financiar,

³⁵ Para Hilferding, esse é o desdobramento natural do desenvolvimento de uma economia monetária como a capitalista. Para o autor, o crédito que se baseia na liberação do dinheiro que ficou ocioso, dadas as peculiaridades do processo de produção capitalista, verte-se em crédito bancário para ser utilizado como capital pelo capitalista (“no sistema capitalista de produção, qualquer soma de dinheiro tem a capacidade de atuar como capital, ou seja, de render lucro, desde que seja colocada à disposição de capitalistas produtivos”). Com a evolução do sistema bancário, como todo dinheiro “não empregado” vai para os bancos, o crédito bancário substitui o comercial (caso em que os capitalistas produtivos concedem créditos uns aos outros) tornando-se a função *par excellence* dos bancos. O poder dos bancos advém de sua capacidade de mobilizar esse dinheiro “congelado” e intermediá-lo para ser usado como capital. Daí seu enorme poder de comando sobre o capital produtivo. Logo, numa economia monetária destaca-se o papel crucial que os bancos adquirem para a intermediação financeira, propiciando o melhor uso do capital-monetário, à medida que facilita o “descongelamento” do capital-dinheiro e reduz os tempos de seu congelamento ou ociosidade. Além do mais, o sistema bancário demonstra seu imenso poder de fogo à medida que é capaz de **comandar** o inexorável processo de concentração e centralização da acumulação capitalista. Ver Hilferding, 1985: 71 e 101.

de modo contínuo, os gastos dos tomadores de empréstimos, acima de seus próprios recursos, ao mesmo tempo que sustentava esses empréstimos por meio de injeções automáticas de liquidez. Essa monetização das dívidas foi um dos pilares institucionais da expansão sem precedentes das décadas de 50 e 60. Ela permitiu financiar os déficits orçamentários crônicos do Estado previdenciário e, ao mesmo tempo, os investimentos necessários à difusão de tecnologias de produção de tipo fordista, ou ainda as normas sociais de consumo de massa, em torno de bens caros, como casa e automóveis. Diversos mecanismos de regulação, incluindo controles seletivos de crédito e subvenções estatais para setores de interesse social (empréstimos imobiliários...) orientaram o crédito bancário, de forma produtiva, para o financiamento da expansão das capacidades produtiva da indústria, ou para um rápido aumento da capacidade de despesa dos seus clientes.”

Os Estados Unidos ocuparam papel de destaque nesse arranjo. A passagem inexorável do padrão ouro para o padrão dólar foi consequência de sua posição privilegiada no sistema. A sua liderança em termos tecnológicos, militares, financeiros e políticos, ao final dos anos 50, quando detinha em suas reservas dois terços de todo o ouro do mundo, impulsionava a forte predominância do dólar como moeda de circulação internacional. Ademais, a expansão das grandes empresas norte-americanas nos anos 50 e 60 e o crescente déficit do balanço de transações correntes consolidaram a posição norte-americana de principal país exportador de capitais. (Belluzzo, 1995; Coutinho, 1995; Baer *et alii* 1995; Marglin e Schor 1990)

O final dos anos 1960 trouxe à tona a fragilização da posição de hegemonia dos EUA no contexto mundial como fruto do crescimento econômico relativo dos países europeus e do fracasso político e militar no conflito do Vietnã. Ademais, tomou fôlego o processo de “indisciplina do capital” (Fiori, 1997) em que os capitais americanos e europeus passaram a “contornar” os seus sistemas de regulação nacional abrindo caminho para a avalanche de crédito barato e sem controles a partir das reciclagens do euro-dólar nas praças *off-shore*, especialmente na *city* londrina³⁶. A inusitada expansão das atividades internacionais dos bancos norte-americanos e a multiplicação dos centros financeiros desregulamentados marcaram o percurso dos bancos norte-americanos rumo ao enfrentamento das restrições e controles impostos pelas autoridades monetárias, minando as bases do

³⁶ A ascensão dos euro-mercados (*euro-currency markets*) e dos centros financeiros *off-shore* dizem respeito à existência de depósitos, poupança e outros instrumentos denominados em uma determinada moeda, por exemplo o dólar, mas emitidos fora do país onde tal moeda tem curso legal. Para isso é necessário um ambiente de ampla liberdade contratual. A partir dos anos 1990 surgem os mercados *over-the-counter (OTC)*, que não possuem *clearing houses* como nos mercados organizados, sendo os contratos feitos entre os agentes envolvidos sem intermediários (contrato principal-principal), diretamente entre os *dealers* (grandes instituições financeiras internacionais, em geral bancos) e os usuários finais (fundos de pensão, companhias seguradoras). Ver Raimundo, 2002: 64.

arcabouço legal construído nos anos 1930 que erigiu um sistema financeiro especializado, descentralizado e fortemente regulado naquele país. Por essa época a posição de liquidez dos bancos centrais europeus (notadamente alemão) já havia se invertido, com reservas em ouro que confrontavam e pressionavam a posição do Federal Reserve americano sobre sua capacidade de honrar a promessa de plena conversibilidade (o que colocava em xeque o próprio sistema de paridades fixas). Assistiu-se, por sua vez, a uma profunda crise de confiança dos demais signatários de Bretton Woods na capacidade norte-americana de continuar a cumprir seu “papel de *país residual*”, isto é, de país capaz de amortecer as tensões - tanto as inflacionárias quanto as recessivas - do sistema funcionando como fonte autônoma de demanda efetiva e *lender of last resort*” (Belluzzo, 1995: 15).

A ordem financeira internacional começava a transformar-se rapidamente. Alguns dos elementos constitutivos do núcleo do sistema monetário internacional no mundo do pós guerra foram paulatinamente questionados, quais sejam, o regime cambial de paridades fixas (porém ajustáveis), taxas de juros fixadas para empréstimos internacionais, controles estatais sobre o grau de mobilidade dos capitais, o dólar como padrão monetário internacional, o crédito bancário como principal forma de financiamento da economia dentre outros.

Em 1971 os EUA deixaram de garantir a plena conversibilidade do dólar em ouro, abrindo caminho para a adoção de sistemas flexíveis de câmbio. Ainda, com vistas a barrar a desvalorização do dólar percebida ao longo dos anos 1970, o Federal Reserve elevou a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano, num movimento que teve início em 1979 e se estendeu até 1983, impactando as taxas dos demais países.³⁷

Note-se que os anos 1970 foram caracterizados pela abundância da oferta de crédito em nível mundial. Diante da facilidade do acesso ao crédito internacional e dos baixos juros de empréstimos, assistiu-se a um rápido crescimento da dívida externa dos países da periferia. A drástica elevação dos níveis dos juros, diante do sobrendividamento verificado ao cabo do processo, implicou em nada mais nada menos do que a ruptura do financiamento aos países em desenvolvimento. O crescente

³⁷ “Ostensivamente, o Federal Reserve abandonou sua política keynesiana de taxas de juros, a fim de salvar o estatuto de moeda mundial do dólar, cuja desvalorização, em última análise, provocara diversas iniciativas que ameaçavam esse estatuto (a idéia da Opep de cobrar através de uma *cesta de divisas*; a proposta do FMI de instaurar uma conta complementar para enxugar os excedentes de dólares, em troca de direitos especiais de saque; a criação do Sistema Monetário Europeu). Ao mesmo tempo, o FED percebeu que seus esforços para manter artificialmente baixas as taxas de juros estavam incentivando um excessivo aumento dos agregados monetários e de créditos que, por sua vez, alimentavam a inflação no país”. Gutmann (1999: 68)

endividamento externo da economia brasileira e a excessiva exposição dos bancos credores ao risco Brasil determinaram o encurtamento dos prazos dos empréstimos e financiamentos e a subida dos *spreads*, calculados sobre a *libor* e a *prime rate* americana. A moratória mexicana, em 1982, explicitando definitivamente a fragilização dos bancos comerciais, colocou em xeque o modelo de financiamento calcado na oferta por parte desses agentes (Belluzzo e Almeida, 2002).

Ao mesmo tempo, os EUA, frente à necessidade de financiamento de sua conta corrente e executando a “diplomacia do dólar forte”, afrouxaram as regulamentações no que diz respeito ao movimento de capitais *cross-border*, eliminando os tetos para as taxas de juros no território americano, o que amplificou ainda mais a volatilidade das taxas de câmbio e juros por todo o mundo. Paulatinamente o dólar consolidava-se como “moeda financeira” em um sistema desregulado e sem um padrão monetário rígido, assumindo funções imprescindíveis nesse novo padrão: “de segurança e de arbitragem” para os movimentos de capital (Tavares, 1997: 63-65)³⁸. Dentre os resultados observou-se a intensificação do desenvolvimento de inovações financeiras nas seguintes frentes: a) surgimento de instrumentos de proteção individual conhecidos como derivativos (tais como *swaps*, futuros, opções, *hedges*, etc), ligados a operações de securitização de riscos e arbitragem financeira; b) ampliação dos mercados secundários para os títulos de dívida governamentais e de empresas e c) intensificação do processo de securitização das dívidas (transformação de dívidas em títulos negociáveis no mercado). (Chesnais, 1998; Luciano, 1995 e Belluzzo, 1995)

Assistiu-se, assim, durante a primeira metade da década de 90, à intensificação de um processo mediante o qual os bancos se viram às voltas com dois tipos de dificuldade para que pudessem se conservar como os principais intermediários do sistema financeiro internacional: a) pelo lado da demanda de recursos, o crédito bancário cedeu espaço ao lançamento direto de títulos de dívida no mercado, como *commercial papers*, *Floating Ratings Notes (FRN)*, *eurobonds* e uma captação direta via lançamento de ações no mercado de bolsa de valores, como os *American Depositary Receipts (ADR)*, como consequência da maior seletividade e encarecimento do crédito; b) pelo lado da oferta de *funding*, houve uma crescente fuga dos bancos comerciais nos 80, dada a

³⁸ Ilustrando a recuperação do dólar como moeda internacional, Tavares afirma “Entre 1979 e 1989, o banco central americano força uma flutuação da taxa de juros do teto de 20% (servindo de *umbrella* para os rentistas de todos os países) para um piso de 4,5%, propiciando movimentos especulativos espasmódicos em todos os mercados financeiros relevantes - em função das tentativas de defesa contra perdas patrimoniais e da busca por novas fontes de ganho especulativo - sem que contudo ocorressem ‘fugas’ do dólar, pelo contrário”. Tavares, 1997: 62.

perda de credibilidade destes com a crise da dívida, e um redirecionamento da poupança financeira para os investidores institucionais.³⁹

2.2 A nova dinâmica do mercado de capitais a partir dos anos 1980

Notadamente a partir de meados de 1980, ganhou curso uma profunda e abrangente transformação na esfera financeira. As instituições que passaram a definir a economia internacional sob a égide da globalização tomam forma mais acabada: o dólar forte, o regime de taxas de câmbio flutuantes e a livre mobilidade de capitais (Ver Carneiro, 2000). Nesse processo, assistiu-se à incrível expansão do mercado de dívida direta, à inédita integração entre os mercados financeiros domésticos e os centros financeiros *off-shore*, à diversificação de instrumentos financeiros (as chamadas inovações financeiras) e à catapulta para o protagonismo dos investidores institucionais.

Para Chesnais, a dinâmica da esfera financeira, especificamente o seu crescimento em ritmos muito superiores aos do investimento, do PIB ou do comércio exterior, pode ser considerado como o fator que mais abalou a economia mundial nas últimas duas décadas, transformando lógicas e comportamentos de uma forma profunda⁴⁰. Convém ressaltar que esse crescimento acelerado da esfera financeira acompanhou de perto a liberalização e desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais e a transição de um regime de finanças administradas para um regime de finanças de mercado, com a supremacia do mercado de capitais (da “economia de ativos”). Essa dinâmica passa a ser pautada por novos comportamentos dos agentes econômicos (empresas, famílias ou instituições financeiras), cuja lógica de investimento se transforma e adquire cada vez mais um caráter especulativo, na medida em que resultam de expectativas de variações de preços, tais como das

³⁹ Em 1983, o estoque de crédito bancário internacional (líquido de operações interbancárias) era cerca de quatro vezes superior ao financiamento via bônus. Em 1993 essa proporção caiu pela metade. A emissão bruta de bônus internacionais superou pela primeira vez o crédito bancário internacional líquido em 1991. Carlos Kawal (1995)

⁴⁰ Chesnais (1999:15) destaca que, de 1980 a 1992, a taxa média de crescimento anual do estoque de ativos financeiros foi 2,6 vezes maior que a da formação bruta de capital fixo do setor privado dos países da OCDE. Contudo chama a atenção para a tentação de se incorrer no erro de se sobreestimar essa “autonomia” entre as esferas das finanças e da produção e comércio internacional. Em suas palavras: “A esfera financeira alimenta-se da riqueza criada pelo investimento e pela mobilização de certa força de trabalho de múltiplas qualificações. Os capitais que os operadores financeiros põem para valorizar, através de suas aplicações financeira e das arbitragens entre diversos tipos de ativos, nasceram invariavelmente no setor produtivo e começaram por assumir a forma de rendimentos que se constituíram na produção e intercâmbio de bens e serviços. Uma parcela desses rendimentos – **hoje em dia, uma parcela elevada** – é captada ou canalizada em benefício da esfera financeira, e transferida para esta. Só depois dessa transferência é que podem se dar, dentro do campo fechado da esfera financeira, vários processos, em boa parte fictícios, de valorização, que podem inchar ainda mais o montante nominal dos ativos financeiros”. (Grifo nosso)

cotações dos títulos e das moedas⁴¹ (Plihon, 1995: 63). Antes dessa inflexão, a decisão de investimento era guiada por outras determinações

Para Keynes as decisões de investimento pautam-se pelos critérios de avaliação capitalista da riqueza. À medida que a dominância das finanças ganha curso, critérios e apostas imediatistas passam a sobrepujar os demais na tomada de decisões dos investidores para a imobilização de recursos. Quando o investimento de portfólio passa a dominar a lógica do investimento, perde relevância a percepção de que os preços nas bolsas de valores não podem ultrapassar o crescimento do produto no longo prazo. Vale dizer, perde força a máxima de que: “o preço das ações não pode crescer mais rapidamente do que os dividendos que lhes dão valor, nem podem os dividendos crescerem mais velozmente do que os lucros dos quais derivam”. E que os “lucros”, portanto, podem raramente crescer à frente da economia, uma vez que isso significaria que os detentores de ações estariam ganhando às expensas de alguém. (Reisen e Willianson, 1997: 234)

No novo contexto, com mercados de capitais amplos e líquidos,

“o objetivo de qualquer investidor não é o de adquirir ativos que possam produzir um fluxo de rendimentos que capitalizados à taxa de juros corrente superem o valor inicial desembolsado. Ao contrário, essa diferença entre preço de compra e valor de mercado é determinada pela variação de curto prazo no valor de mercado desses ativos que, no mais das vezes, ocorre de maneira independente da evolução dos fundamentos” (Carneiro, 2000: 9).

Assim a lógica empresarial torna-se subordinada à especulativa, cuja atividade principal segundo Keynes “consiste em prever a psicologia do mercado” ao invés de buscar o cálculo da renda provável dos bens durante toda a sua existência. Os agentes que se voltam para os ganhos imediatos, relevando outras informações que não a busca de uma opinião sobre a tendência do mercado passam a predominar. Assim, quando se analisa as estratégias de investimento dos gerentes profissionais (*fund managers*) dos fundos de pensão, as evidências apontam para a prevalência do comportamento de manada em torno do *fund manager* mediano, que é por sua vez o próprio indicador (ou índice) do mercado (ver Plihon, 1995)⁴². A financeirização amplia o escopo do investimento realizado com o intuito de obter ganhos puramente patrimoniais e imediatos, alterando objetivos, estratégias e gestão

⁴¹ Adiante veremos que essa lógica especulativa, para os países “emergentes” como o Brasil, nutriu-se, além dos mecanismos próprios de arbitragem, das oportunidades abertas pela liberalização financeira abrupta e pelas privatizações.

⁴² Ver estudo sobre as estratégias de investimento dos Fundos de Pensão no RU e nos EUA no período entre 1985 e 1995. Blake e Timmermann (2002).

das empresas e transbordando essa lógica para as outras esferas além da financeira propriamente dita.⁴³

Para Stiglitz, a forma como as empresas se financiam afeta necessariamente o modo como os lucros são partilhados, como o capital é alocado e principalmente como as empresas se comportam (Stiglitz, 1989: 60). Uma decorrência inevitável disso é que diferentemente do suposto pela teoria neoclássica (em que os gerentes simplesmente agem para maximizar o valor esperado da firma e, portanto, não há o problema do controle do capital), os interesses dos dirigentes e dos investidores podem ser conflitivos⁴⁴. Sob o novo contexto presente nas últimas duas décadas ganha impulso uma significativa mudança da correlação de forças em favor dos acionistas, em detrimento dos dirigentes e assalariados (Plihon, 1999), modificando completamente a operação da firma. Assim, a orientação passa a ser a busca de um valor acionário crescente, mediante a obtenção da maior cotação possível nas bolsas de valores. Vale dizer, o objetivo central das empresas passa a ser sustentar elevadas e crescentes relações preço/lucro. Há, portanto, um conjunto de operações que visam diretamente a sustentação ou elevação dos preços das ações (como certos tipos de fusões e aquisições ou, principalmente, processos de recompra – alavancadas ou não – de ações negociadas em bolsas), como também sobretudo manter o fluxo de lucros correntes e portanto sustentar as expectativas recorrentes de valorização (Carneiro, 2000). Recentes escândalos relacionados à fraudes encontradas na contabilidade de empresas norte americanas revelaram de forma pungente a pressão sobre as administrações para apresentarem uma performance acima do mercado. Os casos estrondosos da Enron, WorldCom e Adelphia, embora suficientes para desestabilizar a suposta confiabilidade dos balanços dos grandes grupos, naturalmente não são casos isolados⁴⁵.

Decorre também daí a importância das regulamentações prudenciais visando dar maior visibilidade e transparência às informações sobre essas variáveis para o mercado. Quando, na verdade, deveria ser o mercado, ou melhor, o seu funcionamento, o garantidor de que as decisões são

⁴³ Por exemplo: as firmas têm de mostrar bons resultados, num curto espaço de tempo. Como o ciclo de produção é curto, isso tem impactos sobre o financiamento, que só é concedido para aquelas que oferecem promessas de rentabilidade rápida. Assim, outros projetos e empresas, cujos investimentos e retornos são de longo prazo, são preteridos. O mercado faz uma seleção entre firmas e escolhe as de produtos com pouco tempo de maturação.

⁴⁴ Aqui o autor está interessado em reparar principalmente o poder relativamente menor dos acionistas *via-a-vis* o dos bancos. "In practice, minority shareholders exercise little control or influence, while banks through their threat of refusing to extend credit, can exercise considerable influence. The fixed obligations associated with debt finances reduce managerial discretion". Stiglitz (1989:60).

tomadas porque as informações são disponíveis. Lembre-se que para o *mainstream*, ou seja, de acordo com o Teorema Fundamental do Bem Estar Econômico, que formaliza a noção Smithiana da “mão invisível”, são necessários escala de riscos e mercados futuros **como condições** para que a competição do mercado assegure a eficiência econômica. Uma vez que considera que até as informações disponíveis no mercado de valores não são objeto de confiança para a tomada de decisão e produção, Stiglitz (1989:65) aponta para os efeitos deletérios decorrentes da crescente habilidade dos indivíduos fazerem as ações tornarem-se atrativas nas bolsas de valores, “sendo que a maior parte da atividade especulativa de curto prazo tem valor social zero ou negativo, traduzindo-se em nada mais do que atividades do rentismo privado (*private rent-seeking activities*)”.

2.3 O modelo anglo-saxão de financiamento

Desde o início dos anos 1980, notadamente nos países anglo-saxões, os ativos oriundos das pensões do setor privado têm apresentado um crescimento fabuloso, obscurecendo todas as outras formas de poupança privada e modificando as características e o funcionamento do mercado financeiro mundial. Até recentemente, esse fenômeno apresentou-se de forma muito restrita nos demais países europeus (com exceção da Holanda e Luxemburgo), onde os sistemas públicos de seguro social permaneciam sendo o pilar central dos planos de aposentadoria.

Nos Estados Unidos, Reino Unido, Austrália e Canadá, embora com especificidades notórias, o crescimento dos ativos da aposentadoria teve um efeito avassalador sobre os respectivos sistemas de pensão. Nesses países assistiu-se, concomitantemente com o crescimento do emprego a partir dos anos 1950, o aumento da participação do setor privado na provisão de aposentadorias. Isso se deu, primeiramente, em função da implementação dos esquemas corporativos de aposentadoria patrocinados pelos empregadores, cujos benefícios eram vinculados aos últimos salários e ao tempo de serviço dos trabalhadores (mais conhecidos como planos de benefícios definidos). Contribuíram para uma concentração inusitada de recursos manipulados pelos fundos de pensão nesses países os seguintes fatores: 1) a importância crescente dos benefícios previdenciários como componente dos salários, 2) o atingimento do pico da renda e, em decorrência, das contribuições da geração do *baby*

⁴⁵ Dentre outros, vieram à tona casos como da Bioglan, ou da Elan, da indústria farmacêutica, cujas práticas relacionadas a contratos de licença através de *join-venture* visaram gerar “lucros instantâneos” (The Sundays Times, 28/08/2002; 3.5)

boom a partir do final dos anos 70 e 3) os ganhos inéditos nas bolsas de valores dos planos capitalizados privados (ver Clark, 2000: 17).

A poupança de aposentadoria, como percentagem da poupança pessoal nos EUA, cresceu de 23,1%, no período de 1946-50, para 42,7% entre 1962-65. Já no final da década de 60, Roger Murray destacava que “por todos os padrões do passado, a provisão de renda de aposentadoria por meio da capitalização desses fundos por instituições financeiras, que se distingue da simples transferência de pagamentos, tem se tornado o mais importante elemento novo da poupança” (Murray, 1968: 53). De fato, a relação entre os ativos de aposentadoria sobre a massa de salários na economia norte americana multiplicou-se por cinco entre 1975 e 1999 (ou seja, a relação passou de 0,5 para 2,5 - agora para cada dólar de salário existem 2,5 dólares de ativos financeiros relativos aos fundos de pensão) (Poterba, 2002).

De outro lado, o ataque contra o Estado, cujas funções e participação em diferentes setores foram sendo redefinidas em razão do que se passou a considerar ser os imperativos da economia globalizada e desregulada, resultou em passos firmes e concretos na direção da reconfiguração dos sistemas de bem estar social nos países anglo saxões, consolidando a divisão dos papéis entre estado e iniciativa privada. Essa alteração na estrutura da provisão das rendas de aposentadoria resultou em um novo padrão de financiamento, em que os fundos de pensão e o mundo das finanças estão intimamente implicados, conforme mostraremos a seguir.

Mediante a tabela 2.1 pode-se observar importantes mudanças entre as diferentes categorias de ativos financeiros das famílias no Reino Unido (RU), no período de 1980 a 1996. Três categorias destacam-se em termos de crescimento relativo: os seguros de vida e de aposentadoria (cuja participação no total de ativos das famílias atingiu 50,8% em 1996), os fundos mútuos (*uni trust*) e ações (*UK securities*). Em contraste, os depósitos bancários, depósitos hipotecários (*building societies deposits*) e poupanças tiveram suas participações reduzidas. Isso também vale para os dados das famílias norte americanas no mesmo período⁴⁶.

No mundo anglo-saxão, depósitos bancários e outras aplicações relacionadas apresentam um declínio significativo no que se refere às transações financeiras e à importância relativa dessas instituições. Essa tendência tem sido amplamente destacada e é considerada como uma das principais

⁴⁶ Tendências similares podem ser identificadas para o Canadá e Austrália. O primeiro, especialmente no que tange ao crescimento dos fundos mútuos, se assemelha mais aos EUA, cujo crescimento foi de US\$ 46 bilhões para US\$ 1.491 bilhões em 1996 (ver Clark, 2000: 28).

diferenças entre os sistemas financeiros dos países anglo-saxões e os sistemas baseados no crédito, como por exemplo, Alemanha e Japão (Allen e Gale *in* Clark, 2000; Zysmann, 1983).

TABELA 2.1
ATIVOS FINANCEIROS DAS FAMÍLIAS NO REINO UNIDO - 31/DEZ
(em bilhões de libras correntes)

ATIVOS FINANCEIROS	1980		1990		1996	
	\$	%	\$	%	\$	%
Depósitos bancários	37,4	12,2	157,3	13,2	219,6	10,3
Depós. Hipotecários	57,6	18,8	160,0	13,5	210,0	9,9
Bonus do governo	13,8	4,5	10,4	0,9	12,3	0,6
Poupança	12,1	4,0	35,6	3,0	61,3	2,9
Investimento Estrang.	4,5	1,5	12,0	1,0	15,9	0,8
Seguros de vida e Pensão	106,6	34,8	528,0	44,5	1.080,3	50,8
Trade Credits	14,8	4,8	42,0	3,5	51,8	2,4
Uni Trust	3,0	1,0	18,2	1,5	60,0	2,8
UK securities	38,4	12,6	171,1	14,4	336,4	15,8
Outros	17,7	5,8	53,3	4,5	78,9	3,7
TOTAL	305,9	100,0	187,9	100,0	2.126,5	100,0

Fonte: United Kingdom National Accounts – The Blue Book 1997: 138 e Clark, 2000: 28.

As evidências disponíveis sobre os ativos dos fundos de pensão da Europa continental como proporção do produto interno bruto (GDP) sugerem que a maioria desses países possui uma relação de pequena magnitude. França (4,2%), Alemanha (5,2%) e Itália (2,6%) apresentaram em 1995 uma participação irrisória se comparada com 74% do RU⁴⁷. Assim, três observações podem ser feitas sobre o que distingue o “*Anglo-American pension fund capitalism*” (Clark, 2000): primeiro, as três maiores economias da Europa continental possuem ativos modestos. Segundo, as restrições impostas pelos governos no que tange às opções de investimento dos fundos de pensão continentais, até recentemente, constrangeram a taxa de crescimento desses fundos. Por fim, em decorrência dessas duas primeiras características o escopo de muitos dos mercados de capitais desses países é diminuto quando confrontado com o tamanho de suas economias. Tende, ainda, a predominar nesses países a forma de financiamento indireto, intermediado por bancos que captam recursos sob a forma de depósitos e os aplicam na forma de empréstimos. A própria disseminação das inovações financeiras,

⁴⁷ Note-se, contudo que na Holanda os ativos dos fundos de pensão atingiam 87% em 1995. De Ryck (1999: 268).

particularmente da securitização dos empréstimos⁴⁸, apresenta-se em diferente patamar ao se comparar com o que ocorreu com os países anglo-saxões nos últimos 20 anos.

No entanto, chama a atenção as recentes e profundas transformações institucionais que têm permitido uma rápida aproximação entre os sistemas financeiros na direção do anglo-saxão (ver Davis, 2002). A concentração de ações nas mãos dos investidores institucionais, particularmente dos fundos de pensão (dado especialmente o incremento dos planos de pensão privados, individuais, capitalizados - *all funded* - e de contribuição definida) vem alterando a configuração dos sistemas financeiros e o próprio padrão de financiamento desses países. Mudanças institucionais na direção do paradigma da “*corporate governance*” serão desdobramentos necessários de uma crescente primazia do mercado de capitais e do financiamento direto. Para isso convergem, com um papel chave, tanto o controle de mercado via bolsa de valores (a chamada sanção da má gestão pela compra das ações – *takeover sanction*) como o controle direto das empresas via bolsa de valores (*corporate governance activism*). O paradigma anglo-saxão da *corporate governance* espalha-se assim como a melhor “institucionalidade” para as finanças diretas e desreguladas. (Ver quadro 2.1)

A partir dos anos 80 tornaram-se notórias as medidas para a liberação financeira, que se estenderam principalmente sobre as seguintes áreas:

- remoção das regulações que segmentavam o mercado financeiro;
- remoção das regulações que restringiam o estabelecimento de instituições estrangeiras;
- abolição dos controles sobre os juros;
- abolição dos controles diretos sobre a expansão do crédito;
- remoção dos controles sobre o câmbio;
- estímulos ao desenvolvimento dos mercados de bônus, ações e obrigações (mercado de capitais);
- reforço dos instrumentos para o exercício da “supervisão prudencial”, particularmente com relação à adequação do capital (harmonização às regras internacionais).

⁴⁸ Securitização advém do termo em inglês “*securities*”, que pode ser traduzido como títulos de dívida (como, por exemplo, as debêntures) ou títulos de propriedade (ações). De uma forma genérica o processo de securitização pode ser entendido como a colocação de títulos junto a mercados organizados em dois segmentos: a securitização primária e a secundária. A primária é a colocação direta de títulos junto ao público, por exemplo nas bolsas de valores, e não representa nenhuma novidade. Já o rápido crescimento das operações de securitização secundária nos anos 1980 e 1990 refere-se à “transformação de financiamentos intermediados em títulos”. Esse aumento das operações de financiamento direto tem sido acompanhado do uso crescente de mecanismos de transformação e transferência de riscos (“*unbundling*”), envolvendo direitos creditórios, inclusive empréstimos bancários e produtos derivativos. Em suma, a própria securitização vem proporcionando mudanças radicais no modo de atuação das instituições financeiras, traduzida pela crescente substituição do crédito bancário tradicional por sofisticadas operações de financiamento direto. Studart e Hermann (2001: 19 e 33)

Quadro 2.1

Corporate governance

A *corporate governance* avança, a partir dos anos 1980, como uma necessidade de regulação visando maior proteção dos acionistas, à medida que estes, como credores, ganham importância e capacidade de influenciar a formulação de um aparato legal, em detrimento dos devedores. Nessa nova correlação de forças, os investidores - ou financistas (*"financiers"*) - passam a ter um envolvimento ativo não só na formulação dos contratos de dívida, como na própria administração das empresas.

De acordo com Shleifer e Wishny (1997: 737), *corporate governance* trata de como os supridores de finanças para as corporações asseguram, para eles mesmos, o retorno dos investimentos que fizeram. Os financistas precisam garantir os meios, segundo esses autores, de "como **pegar** os dirigentes para que estes retornem a parte dos lucros que lhes devem" e "ter certeza de que os dirigentes não vão **roubar** o capital que ofereceram ou tampouco investir em maus projetos" (grifos nossos). De uma forma muito geral, esses autores definem os mecanismos da *corporate governance* como instrumentos econômicos e legais que podem ser alteradas ao longo do processo político e que, por razões de ordem prática, são desenvolvidos para aumentar os meios de assegurar que as pessoas que "enterraram" seu dinheiro em um empreendimento terão o retorno do seu capital.

A nova questão do agente (*agency problem*) ganha importância com a crescente separação entre a propriedade do capital/direção e o financiamento das corporações à medida que crescem e se diversificam as fontes de recursos externos (de terceiros). Como a *corporate governance* está diretamente relacionada à questão do controle do capital, e como o problema do controle remete à separação entre administração (*management*) e finança (*finance*), ou em uma terminologia mais utilizada, propriedade e controle, torna-se necessário entender a natureza desse problema e os diferentes modelos adotados nos países. Concretamente, essa discussão remete ao aparato legal de proteção dos acionistas (em alguns países como os EUA, minoritários) "contra a expropriação dos dirigentes" (Shleifer e Wishny, 1997: 739), como também às formas como os grandes investidores exercitam seu poder, seja através da posse de ações, da relação com os bancos e até das mudanças de controle via mercado de capitais (*takeovers*).

Mais recentemente, a importância do "enquadramento" dos devedores que a *corporate governance* viabiliza decorre da avaliação do *mainstream economics* da imprescindibilidade de um amplo monitoramento diante das imperfeições dos contratos e do mercado e, ainda, de fatores como incerteza, custo das falências e assimetria de informações. O problema básico do contrato de dívida se circunscreve, então, à habilidade do devedor se comprometer de uma maneira crível em remunerar o prestador e, de outro lado, à habilidade do credor de monitorar e submeter o devedor (ver Davis, 1992: 43).

Para Davis (1992: 26) esse último ponto mostra que a liberalização não é a remoção de toda a regulação, mas a mudança no seu *locus*: “da regulação *estrutural* para a regulação *prudencial*”. Após a destruição do velho marco regulatório, ao invés da vitória dos mercados, em que prevalece o automatismo da concorrência perfeita, o que se assistiu, segundo Belluzzo (1997: 192), foi a reiteração da famigerada “politização da economia”. Vale dizer, a criação de “externalidades” positivas para a grande empresa concorrer no mercado global, além da liberdade irrestrita para o deslocamento do capital financeiro ao redor do mundo, ambas resultantes do incontestável empenho levado a cabo pelos Estados nacionais tanto das economias centrais como das periféricas.⁴⁹

O apogeu da *corporate governance* e da *prudent regulation*, embora com suas raízes ancestrais no modo de fazer anglo-saxão, passa a ter justificativas teóricas muito claras. Vejamos.

Para a teoria econômica do *mainstream* um mercado de capitais, mais precisamente, uma bolsa de valores operante permite o desenvolvimento da economia basicamente através do aumento da poupança e da eficiência alocativa dos recursos a serem investidos. Obviamente isso se dá através dos mecanismos de mercado, quais sejam, dos preços relativos (uma vez que os preços das ações das firmas, num sistema de formação de preços “eficiente”, deve refletir a lucratividade relativa esperada) e também das mudanças no controle do capital (*take-over*). Nessa medida, espera-se do mercado de capitais o encorajamento da poupança mediante a possibilidade dos indivíduos poderem encontrar suas preferências relativas aos riscos e também suas necessidades relativas à liquidez.

Porém, mesmo autores expoentes do novokeynesianismo admitem que nos mercados de capitais a maior parte da atividade é centrada na troca de direitos de propriedade, ou seja no mercado secundário, enquanto apenas uma pequena parcela de recursos financeiros é dirigida para a sua função primária (*primary function*) propriamente dita de alocação e acumulação de capital (mercado primário). Assim, para Stiglitz, embora tenha importantes efeitos econômicos, apenas uma fração relativamente muito pequena de todo “o fundo para investimentos” provém através do mercado primário. (Stiglitz, 1989: 63)⁵⁰.

⁴⁹ Considera-se completado esse processo de liberalização financeira nas economias mais desenvolvidas no ano de 1989 (ver Tavares, 1997).

⁵⁰ “Keynes likened the secondary financial market (the stock market) to a beauty contest, in which the judges were concerned not with judging who was the most beautiful contestant, but who the other judges would think would be judged the most beautiful contestant (...). Other (Stiglitz, 1972) have suggested that the stock market might be thought of as a gambling casino. It is impossible to reconcile behaviour in this market with rational, risk averse individuals.” Stiglitz, 1989: 64.

Em seu famoso estudo sobre os fluxos de fundos em diversos países industrializados no período entre 1970 e 1985, Mayer (1990) constata que a contribuição líquida do mercado de capitais para as necessidades de investimento do setor empresarial (*corporate sectors*) foi negativa tanto nos Estados Unidos como no Reino Unido. Ademais, muitos estudos empíricos salientaram o curto-prazismo— isto é, o encurtamento do prazo para a tomada de decisão sobre os investimentos - endêmico nos países com mercados de capitais mais desenvolvidos. Para o Reino Unido, o curto-prazismo foi evidenciado no trabalho de Miles (1993) sobre a década de 1980.⁵¹

Diante dessas evidências, como se estruturou a defesa teórica do mercado de capitais em substituição às demais formas de financiamento do investimento, notadamente a do “*bank finance*” (financiamento baseado no crédito)? Para respondermos essa pergunta teremos de retroagir às formulações precursoras da teoria convencional sobre a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico.

No âmbito do paradigma neoclássico do equilíbrio geral e da concorrência perfeita, as formulações de Modigliani e Miller (1958) foram emblemáticas da desconsideração dos esforços para relacionar as questões relativas ao financiamento para a teoria do investimento. Essas dificuldades se divisam nas conclusões dos autores que, diante da extensão do modelo de concorrência perfeita aos mercados de capitais, rendem-se à constatação de que a firma não pode alterar seu custo de capital (que é dado pela avaliação objetiva que faz o mercado dos retornos que essa firma irá gerar) alterando a proporção em que se financia via dívida ou ações. Em outras palavras, na presença de um mercado de capitais perfeito e completo, e na ausência de taxações, a avaliação e o custo do capital são independentes das estruturas de capital das firmas ou da extensão com que ela recorre ao financiamento interno e externo para financiar seus planos de investimento. Como aponta Singh (1992), os teoremas de Modigliani e Miller sugerem uma dicotomia entre finanças e economia real, em que o crescimento da firma e as decisões de investimento são ditadas por variáveis “reais” como produtividade, demanda pelos produtos, progresso técnico e preços relativos dos fatores capital e trabalho, sendo as finanças algo passivo que apenas facilita o processo de investimento. Em

⁵¹ Em suas conclusões Miles (1993: 1395) aponta que “the most straightforward explanation of the results is that stock market valuations of corporations are short-term... In short our results present a puzzle which is comparable to, though distinct from, that posed by Mehra and Prescott (1985). They argued that the return on equities in the US was too high to be consistent with reasonable estimates of the volatility of share prices and plausible values for risk aversion. Just as that puzzle has proved hard to resolve it may be difficult to square the findings reported here with the theory that market valuations of UK equities reflect rational predictions of future cash flows adjusted appropriately for risk”.

decorrência, para os referidos autores, mostrava-se indiferente a forma pela qual a firma se financia. Contudo, a própria estabilidade do padrão de financiamento dos países, no tempo, foi suficientemente forte para contradizer a “tese da indiferença” (ver Mayer, 1990).

A saída para a teoria neoclássica para integrar a questão do financiamento teria, portanto, de afrouxar a hipótese da concorrência perfeita, tal como foi feito nas formulações da **teoria da repressão financeira**.

Porém, antes de explicitarmos suas linhas básicas, torna-se relevante apontarmos as idéias precursoras na teoria ortodoxa sobre a importância e o papel do sistema financeiro para além “da moeda como um véu”, conforme desenvolvidas por Gurley e Shaw na segunda metade dos anos 50. Como aponta Deos (2001), esses autores chamaram atenção para o papel fundamental da dimensão financeira, particularmente no que diz respeito ao papel dos intermediários na oferta de crédito. Ou seja, sob esse ponto de vista torna-se importante para a análise econômica levar em conta o efeito do novo endividamento dos agentes no estoque de dívida e, mais ainda, na sua futura capacidade de dispêndio. Essa seria a diferença fundamental com respeito a uma economia sem a intermediação desenvolvida, mais precisamente, apenas com o “financiamento direto” ou autofinanciamento.

Note-se contudo que Gurley e Shaw preservam a essência da teoria dos fundos de empréstimos. Nessa medida, para os autores, o desenvolvimento da intermediação financeira não violaria a igualdade entre o volume de ativos acumulados por unidades superavitárias e as dívidas emitidas por unidades deficitárias. No entanto, esse volume de ativos cresceria a uma velocidade maior quando houvesse “financiamento indireto”. Vale dizer, quando houvesse intermediação, ou em suas palavras, quando houvesse institucionalização da poupança e do investimento. Tal institucionalização ampliaria a capacidade financeira dos que precisam emitir dívidas porque, ao proporcionar diversas opções de títulos, possibilitaria uma ampliação do volume e uma melhora dos termos do endividamento, relativamente a uma situação na qual só houvesse a possibilidade de endividamento direto. No entanto, como para os autores os bancos comerciais não criam fundos emprestáveis (idéia que seria incompatível com a clássica igualdade *ex-ant* entre poupança e investimento) e a diferença entre os intermediários residiria apenas nos tipos distintos de ativos financeiros que oferecem às unidades superavitárias, não consideram o papel dos bancos comerciais na dinâmica do sistema financeiro em função da sua capacidade exclusiva de criar moeda.

Aqui é necessário abrir um parêntese para uma ponderação sobre o papel dos bancos, segundo autores críticos da teoria convencional. Como bem alertou Belluzzo, o crédito e o

endividamento são elementos constitutivos do metabolismo da economia capitalista. Em suas palavras:

“A teoria monetária da produção atribui ao sistema bancário um papel crucial na formação das decisões de gasto, isto é, na formação e no crescimento da renda agregada. É o sistema bancário que deve assumir e administrar simultaneamente os dois riscos, o de liquidez e o de pagamento. O sistema bancário, incluído o Banco Central, deve respeitar as regras ‘convencionadas’ que o obrigam a funcionar, simultaneamente, como redutor de riscos e de incerteza e como gestor dos limites impostos aos produtores e detentores privados de riqueza, enquanto candidatos a acumular riqueza universal. Estas funções especializadas, delegadas pelo conjunto do estrato mercantil-capitalista, envolvem a prerrogativa da criação monetária, ou seja, de avançar o poder de compra, até então inexistente, aos centros de produção, a partir da própria avaliação dos riscos de iliquidez e de pagamento”. (Belluzzo, 1997: 158)

Nesse mesmo sentido, para Keynes, o financiamento está profundamente associado com o estágio de desenvolvimento do sistema bancário, sendo os bancos, e não os poupadores, os fornecedores de *finance*. Assim, quem tem a capacidade de suprir a demanda por liquidez para atender a demanda de financiamento dos empresários é o banco, à medida que, como “agente livre”, cede liquidez de outros agentes. Considere-se ainda que, de acordo com Keynes, o sistema bancário permite que a acumulação se processe num ritmo maior do que a poupança prévia permitiria. Como é o aumento do investimento que conduz a uma elevação da poupança, em função do aumento da renda (e não da taxa de juros), de forma que *ex-post* a poupança se iguala ao investimento, o investimento (“*causa-causans*” do emprego e do produto) não é limitado pela poupança existente, mas por uma insuficiência de crédito e por taxas de juros muito elevadas, tendo-se em conta as condições da remuneração do capital. É no ambiente do sistema financeiro que se desenrolam as políticas de crédito e as decisões de investimento - ambas baseadas nas expectativas e definidoras dos níveis de produção e de emprego, portanto, de renda da economia

Voltando para a **teoria da repressão financeira**, Shaw e Mckinnon, agora nos anos 70 – e para os países em desenvolvimento – postulam que é pela via da “concorrência imperfeita” que o problema do financiamento pode ser tratado. Esses autores, mesmo adotando os pressupostos neoclássicos dos agentes maximizadores, preços flexíveis e ausência de ilusão monetária, consideravam que a moeda importa para a determinação e a composição do nível de atividade. Porém, admitiam que o papel da moeda cresce à medida que se toma distância do mundo da

concorrência perfeita⁵². Assim circunscrevem a análise dos mercados de crédito aos países em desenvolvimento: um ambiente, diferentemente dos países desenvolvidos, onde há fragmentação, isto é, os agentes são tão isolados que enfrentam preços diferentes para os diversos ativos, logo os mercados funcionam de forma imperfeita.

Dai derivam o diagnóstico e as recomendações para o mercado financeiro. No tocante ao diagnóstico, um mercado de capitais **fragmentado** seria um mercado⁵³ onde, de um lado, empreendedores com oportunidades potenciais não têm recursos próprios e tampouco acesso a financiamento externo. De outro lado, os que têm recursos próprios e se autofinanciam podem não ter oportunidades para investir a taxas de retorno que reflitam, adequadamente, a prevalecente escassez de capital. A dispersão resultante nas taxas de retorno reais reflete a inadequada alocação do capital existente e, ademais, reprime nova acumulação. Diante disso, é prescrito “liberar” os mercados para que a poupança existente⁵⁴, mas represada por conta da ineficiência alocativa dos mercados, possa “gerar” o investimento.

Conforme ressaltado por Deos (2001), a estratégia corretiva sugerida pelos autores da tese da repressão financeira nos países subdesenvolvidos, não seria “a provisão, por parte do governo, de crédito a baixo custo para os empreendimentos”. Ao contrário, essa *racionale* deu sustentação teórica às prescrições do Banco Mundial para as reformas liberalizantes para os diversos países da periferia. Nesta concepção, a política tradicional da era keynesiana de manter taxas de juros baixas, algumas vezes mesmo negativas, “limitava a disponibilidade de empréstimos”. Assim, atuando em sentido contrário – isto é, remunerando os ativos financeiros com taxas de juros substancialmente superiores à taxa de retorno do investimento com a tecnologia existente – o governo induziria o empreendedor a desinvestir nos processos produtivos que usam tecnologia inferior, liberando recursos para empréstimos em projetos de investimento que adotassem tecnologia mais avançada e maior escala. A esse mais elevado nível de juros, determinado pelo mercado “livre”, mesmo que todos os empreendedores continuem a financiar parte de seus investimentos internamente, uma proporção maior da poupança, **até então represada**, seria canalizada pelo mercado. Assim a

⁵² Lembre-se que na teoria convencional, ou seja, levando-se em conta as proposições da teoria quantitativa da moeda, nos pontos de equilíbrio a moeda é neutra no sentido em que: 1) os preços relativos, rendas e produtos não dependem da quantidade de moeda; 2) o nível geral dos preços é determinado pela quantidade de moeda e que 3) uma economia descentralizada é fundamentalmente estável.

⁵³ Aqui entendido como sistema de financiamento, direto e indireto, do investimento e não no sentido mais estrito de um mercado onde se negociam títulos de dívida e de propriedades. (ver Deos, 2001)

liberação de recursos de uso inferior, nos países subdesenvolvidos, seria algo tão importante quanto a geração de uma nova poupança.

Esse foi o principal conduto por onde passou a profusão de argumentos contra as políticas desenvolvimentistas, especialmente a intervenção e a participação das instituições públicas nos sistemas financeiros da América Latina. Nunca é demais ressaltar que essas prescrições inspiraram um conjunto de medidas de liberalização financeira com vistas à elevação dos juros e ao fim dos controles do crédito, que foram até então as bases da política industrializante desses países de capitalismo tardio.

E para os bancos, qual era o diagnóstico que se fazia de sua atuação e as mudanças a serem encaminhadas? Na avaliação negativa que se fazia de sua atuação nas economias atrasadas, onde as finanças não eram desenvolvidas e portanto os sistemas financeiros eram dominados pelos bancos, restava apenas os fluxos de recursos que vinham do exterior ou dos mercados negros (dos agiotas ou pequenas cooperativas de crédito). Nesse contexto, os bancos atuavam como oligopólios impondo preços elevados e lucros exorbitantes. Nas palavras de Shaw:

“Os bancos especiais têm sido muito frequentemente mais um instrumento para a segmentação do mercado de capitais. Não é difícil concluir que os bancos especiais são um meio para a repressão financeira. Contudo, a liberalização financeira abre novas possibilidades para eles. Eles podem ser utilizados como bancos gerais (múltiplos) para intensificar a competição nos mercados para ativos financeiros de curto prazo, incluindo mercados de dinheiro. Eles podem ser usados como fundos mútuos, vendendo participações especialmente de ações de empresas governamentais. Eles podem ter responsabilidade de segurar as dívidas ou os portfólios de instituições financeiras privadas... Em suma, eles podem ser instrumentos úteis em mercados de dinheiro e capitais liberalizados”. (Shaw, 1973: 147)

Na verdade, as análises de McKinnon-Shaw concentraram-se nas imperfeições e na repressão do mercado de crédito nos países do terceiro mundo e não examinaram o papel propriamente dito das bolsas de valores. Desenvolvimentos subsequentes, notadamente ligados ao paradigma da “informação imperfeita” trataram de cobrir essa lacuna e especificar as razões porque não só os países em desenvolvimento, mas também os desenvolvidos, deveriam impulsionar os seus respectivos mercados de capitais. Assim, autores como Stiglitz, Weiss, Hoffman, Cho dentre outros (ver Singh, 1992: 22), desde o início dos anos 1980 vêm afirmando que mesmo que os mercados de crédito sejam perfeitos, por causa da **assimetria de informações** entre os supridores (os bancos) e os

⁵⁴ Definida como grandeza *ex-ante*, uma vez que persiste o conceito de “fundos de empréstimos”.

usuários (as corporações) de finanças, as taxas de juros determinadas pelo mercado não alocam o crédito de forma eficiente. Vale dizer, dada a imperfeição das informações, as taxas de juros não cumprem as suas funções como “preço do dinheiro” nem tampouco como instrumento de regulação da composição dos riscos no portfólio dos emprestadores de recursos. Logo, a despeito da “concorrência perfeita” no mercado de crédito, se houver um excesso de demanda por empréstimos a uma dada taxa de juros, os bancos poderão **racionar** o crédito ao invés de elevar as taxas de juros.

Assim, ganham importância para a análise das finanças conceitos como informações assimétricas, risco moral, efeito da seleção adversa, *agency costs* etc. Vejamos como esses conceitos são articulados em nome da teoria do racionamento do crédito.

Nessa concepção a assimetria de informações é chave para explicar o comportamento do mercado de crédito. Isso porque a assimetria de informações pode decorrer, por exemplo, das diferenças no acesso das informações entre os administradores e os acionistas de uma grande corporação cotada na bolsa de valores. Para Stiglitz, os dirigentes ou administradores claramente conhecem muito melhor a operação e as perspectivas futuras da empresa, relativamente aos seus acionistas⁵⁵. Embora, por princípio, os dirigentes devam ser “agentes” dos acionista, de fato seus objetivos podem ser diferentes em corporações onde há a separação entre o controle e a propriedade. Nesse caso ocorre uma situação de risco moral em que os dirigentes podem perseguir políticas que promovam seus próprios objetivos em detrimento daqueles dos acionistas. Isso também tem implicações para o que se convencionou chamar de “problema do agente principal”, que diz respeito a como os acionistas (*the principals*) asseguram que os atos dos dirigentes (*the agents*) irão ao encontro dos seus próprios interesses e não desses. Tudo isso implica em “*agents costs*”, ou seja, aqueles custos derivados do desenho de incentivos especiais e formas de controle sobre os dirigentes. A *corporate governance*, conforme visto anteriormente, propõe-se concretizar essas intenções por meio de regras e leis especificamente voltadas para esse fim.

Considera-se, pois, que uma das consequências mais nefastas desse modo de funcionamento do mercado de capitais refere-se à exclusão de grupos de tomadores de recursos. Assim, por causa da chamada seleção adversa (o problema da seleção adversa é uma consequência do fato dos diferentes demandantes de crédito terem probabilidades diferentes de honrarem seus compromissos) e também do efeito incentivo adverso (também chamado *moral hazard*), alguns grupos de investidores

são totalmente excluídos do mercado de crédito, embora as suas taxas de retorno esperadas possam ser maiores do que as dos grupos que obtiveram crédito. Isso porque, como o retorno esperado para o banco depende da probabilidade de pagamento dos empréstimos que concede, o objetivo dos bancos é identificar os agentes que têm maior probabilidade de cumprir seus compromissos. Como revela-se difícil para os bancos fazerem tal avaliação, a própria taxa de juros que um demandante de crédito está disposto a pagar funciona como uma ferramenta de discriminação. Ou seja, aqueles que estão dispostos a pagar taxas de juros mais elevadas devem ser, na média, clientes de maior risco. Por isso, à medida que a taxa se eleva, o rol de clientes se modifica adversamente. Os que estão dispostos a pagar taxas de juros mais elevadas o fazem por perceberem que sua probabilidade de pagamento é menor (ver Deos, 2001: 63). Portanto, nesse mercado, o preço (taxa de juros) não faz o ajustamento necessário em busca do equilíbrio. Em decorrência disso, conclui-se que o mercado de crédito precisa ser suplementado por uma bolsa de valores que funcione adequadamente. Para Cho (citado em Singh, 1992: 22), isso se justifica porque

“a bolsa de valores (*equity finance*) é livre da seleção adversa e dos efeitos do risco moral enquanto o crédito bancário (*debt finance*) é sujeito a estes na presença de informação assimétrica. ... Para que o emprestador (*debt finance*) aloque o crédito de forma tão eficiente como na bolsa de valores ele precisa conhecer um outro parâmetro, o grau de risco de cada tomador de crédito individualmente. Em decorrência, num mundo de informação imperfeita, a existência de bolsa de valores irá propiciar a eficiência alocativa do capital”.

A partir de então muitos estudos e pesquisas foram desenvolvidos com base nesses conceitos. De uma forma geral, tentou-se, através de evidências empíricas, caracterizar os diferentes sistemas financeiros a partir do maior ou menor desenvolvimento de instituições de intermediação financeira ligadas ao modelo do crédito bancário de um lado ou do mercado de capitais, mais especificamente bolsas de valores, de outro lado. Nesses esforços, os países anglo-saxões emergiram como um paradigma. O desenvolvimento dos mercados de capitais nesses países revelaram a forma predominante de financiamento externo das corporações, com suas supostas vantagens.⁵⁵

⁵⁵ Para o autor, particularmente no caso da empresa não estar indo muito bem, os dirigentes têm o incentivo de ocultar informações dos detentores de ações.

⁵⁶ Por exemplo, considera-se que, por definição, os contratos baseados em informação privilegiada carecem de liquidez. Assim, a busca de mercados amplos de papéis, ou seja, cada vez mais líquidos, deveria contornar a prática até então em vigor baseada em informações custosas obtidas por cada banco sobre seus clientes. Nesse sentido, os novos mercados criados pela securitização deveriam alterar necessariamente a forma de atuação dos bancos. “De emprestadores, os

Um dos graves problemas identificados nos anos mais recentes trata-se das consequências decorrentes das excessivas e nefastas compras de ações com o objetivo de alterar o controle de empresas, as chamadas “*hostiles takeovers*”, responsáveis pela notável instabilidade existente no mercado de capitais norte-americano e também britânico (ver Davis, 1992: 51). De outro lado, o endividamento que visa unicamente reestruturar os balanços das firmas e em nada se liga com investimentos produtivos tem também caracterizado negativamente essas economias.

O confronto entre esses dois modelos, mesmo para os economistas do *mainstream* aponta para resultados inquietantes. Aqui destaca-se a evidência de que o crescente endividamento do setor privado, observado desde os anos 1980, tem implicado no incremento da fragilidade financeira nos países anglo-saxões. Observa-se, *ex-post*, que os credores nesses países têm subestimado os preços associados aos riscos (Davis, 1992:71), percebidos apenas nos momentos de crises agudas. Comparando-se com os países cujo modelo é o do “*bank-finance*” a situação parece ser diferente. Nesses países as falências parecem estar menos relacionadas com a alavancagem, em razão das características específicas do comprometimento dos bancos com seus clientes. Daí uma distribuição mais apropriada dos riscos, uma menor assimetria das informações, além de custos inferiores de intermediação (*agency costs*) *vis-à-vis* aos países anglo-saxões.

2.4 A Importância Crescente dos Fundos de Pensão para o Mercado de Capitais

A guinada dos sistemas de seguro social em que o governo maneja uma conta coletiva⁵⁷ em direção a uma maior participação dos fundos de pensão - ou seja, fundos de aposentadoria com contas individuais e capitalizadas - tem exercido um efeito profundo sobre o mercado de capitais de diferentes países. Assim, passaremos a analisar o papel atual dos fundos de pensão como um dos principais atores do mercado de capitais e as forças que levam esses fundos a atuarem de uma determinada forma nos marcos da hegemonia do modelo anglo-saxão de financiamento, ou seja, daquele modelo baseado no financiamento direto através das bolsas de valores.

bancos passaram a originadores de empréstimos, promotores da colocação de papéis e fornecedores de linhas de liquidez de apoio à colocação” Andima, 2001.

⁵⁷ Ressalte-se que os sistemas públicos de seguro social proporcionam, de uma forma geral, renda de aposentadoria com base em esquemas não capitalizados (repartição simples), compulsórios e com benefícios definidos.

Por si só, a magnitude das carteiras de ativos dos fundos de pensão ilustra a sua importância relativa para as finanças contemporâneas. De fato, esses fundos de poupança contratual têm gerenciado uma parcela significativa e crescente da riqueza financeira. Em países como Reino Unido, Estados Unidos, Países Baixos e Chile sua relevância na economia, e no mercado de capitais em particular, é notória, como pode ser observada na tabela 2.2.

O rápido crescimento dos fundos de pensão nos países que fizeram a reforma do sistema de pensões favorecendo o setor privado promoveu uma profunda transformação do mercado de capitais. De acordo com estudo realizado por Barrientos (1998), o caso chileno ilustra claramente o rápido desenvolvimento do mercado de capitais desencadeado pela forte demanda por ativos financeiros dos recém criados fundos de pensão após a reforma do sistema previdenciário no início dos anos 1980⁵⁸. Para esse autor, a elevada concentração existente no mercado de capitais restringia a capacidade de atuação dos fundos de pensão. Tal limitação, porém, foi equacionada a partir da segunda onda de privatizações que ampliou o escopo para os investimentos dos fundos em ações de ex-estatais. Adicionalmente as medidas governamentais de adequação do aparato institucional visando a regulação prudencial e um novo estilo de supervisão impulsionaram o mercado de capitais, transformando-o em um dos mais ativos da América Latina.

Tabela 2.2
Ativos de Fundos de Pensão em Países Selecionados (final de 1995)

Países	Total de Ativos -US\$ bilhões	% do GDP	% da Capitalização em Bolsa de Valores
Reino Unido	810,00	74,5	60,9
Países Baixos	344,26	87,2	120,0
Alemanha	126,67	5,2	22,5
Suécia	70,66	28,5	41,1
França	66,15	4,2	13,3
Itália	28,69	2,6	13,6
EUA (1997)	nd	73,0	70,0
Japão (1997)	nd	23,0	72,0
Canadá	nd	58,0	64,0
Argentina *	11,53	3,3	2,5
Chile *	31,34	40,3	60,4
México *	10,59	2,7	1,2
Brasil *	78,31	10,2	48,7

Fonte: De RIYCK (1999: 268); OCDE (2000); *Standard & Poors: Emerging Stock Markets Factbook* (2001) e Palacios (2002).

* Os dados dos países da América Latina referem-se ao ano de 1998.

⁵⁸ A reforma do sistema de pensões chileno foi realizada em 1981, mas os fundos de pensão somente obtiveram autorização para investir em ações em 1985. A primeira regulamentação limitava a aplicação em ações a 30% dos fundos. Esse limite foi estendido para 37% a partir da Lei do Mercado de Capitais de maio de 1995. Barrientos (1998: 141)

Nos EUA, a crescente importância dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguros de vida e fundos de investimento coletivo) e seu papel como *players* nas bolsas de valores chama a atenção de qualquer analista. Em 1950, os investidores institucionais detinham 21% do total dos ativos financeiros. 30 anos depois, em 1990, essa participação havia saltado para 45%.⁵⁹ Naquele país, o crescimento da posse de ações pelos investidores institucionais tem superado à largo a evolução desses papéis detidos pela famílias. Note-se que o mais importante segmento desse mercado, aquele isento de taxações, atingia US \$ 2,2 trilhões em ativos e US \$ 1 tri em ações de empresas em 1990, sendo que mais de 90% desses ativos pertenciam aos fundos de pensões de empresas, do setor público e dos sindicatos. Para Lakonishok, Shleifer e Vishny (1992: 340) “sem dúvida, a posse institucional⁶⁰ é a característica mais geral e crescentemente dominante do mercado financeiro norte-americano”.

De uma forma geral o protagonismo dos fundos de pensão como investidores institucionais e, portanto, como “ofertantes de serviços financeiros” (OCDE, 2000) deslocou os bancos da sua posição preponderante. Ao se considerar um período de tempo maior, os resultados para o RU e EUA ilustram essa afirmação, conforme apresentado na tabela abaixo.

Tabela 2.3
Aspectos da Estrutura Financeira de Países Seleccionados 1998 (1970)

PAÍSES	TOTAL DOS ATIVOS FINANCEIROS/ GDP			Intermediação Bancária/ Total da Intermediação Financeira		Intermediação Institucional/ Total da Intermediação Financeira	
	1970	1998	2000	1970	1998	1970	1998
Alemanha	2,9	6,6	7,9	84,0	74,0	10,0	23,0
França	4,4	9,2	11,4	94,0	66,0	5,0	29,0
Itália	3,4	5,6	7,1	98,0	92,0	6,0	10,0
RU	4,7	10,2	11,0	58,0	46,0	28,0	40,0
Canadá	4,7	7,3	6,6	45,0	42,0	23,0	36,0
Japão	3,8	8,9	11,9	45,0	32,0	10,0	19,0
EUA	4,1	8,6	8,4	58,0	21,0	31,0	46,0

Fonte: OCDE (p. 27. 2000) e E. P. Davis.

⁵⁹ Dados divulgados no *Institutional Investor Fact Boock*, publicado pela Bolsa de Valores de Nova York. Ver Lakonishok, Shleifer e Vishny (1992: 339)

⁶⁰ “A Bolsa de Valores de Nova York define uma instituição como uma firma que emprega profissionais para administrar dinheiro para o benefício de outros (firmas ou indivíduos)”. Lakonishok, Shleifer e Vishny (1992: 339)

Observa-se, ainda, que o total de haveres das famílias, empresas e governo, dividido pelo GDP, aumentou de forma incontestável, revelando um crescimento inusitado da “superestrutura financeira”, nos termos de Goldsmith. Dentre outros fatores, a difusão e o desenvolvimento dos sistemas de pensão baseados na capitalização, a forte valorização das bolsas de valores no ambiente de liberalização financeira e a dimensão atual dos intermediários financeiros são fatores que podem apontar para uma sobreavaliação dos haveres financeiros, notadamente devido às bolhas nos mercados de valores e imobiliários

Aspectos cruciais para a compreensão da hegemonia das finanças diretas emergem quando se procede um exame das carteiras de ativos dos fundos de pensão, especialmente dos países anglo-saxões. De fato, o princípio da liquidez está expresso na política de investimento dos fundos de pensão dada a predileção pela forma securitizada (ações e títulos), que “favorece todas as formas de especulação”, o que explica parcialmente a intensa atividade acionária tanto nos EUA como no Reino Unido (Farnetti, 1999: 209). Note-se que os fundos de pensão detêm em suas carteiras cerca de dois terços da capitalização acionária nestes dois países (ver tabela 2.4). Considerando-se que proporções crescentes investidas em ações também aumentam os riscos do portfólio (Bodie, 1990: 444), elevadas taxas de retorno favoreceram a alocação dos ativos dos fundos de pensão em ações e, portanto com esse viés. Segundo a revista *Pensions & Investment* (dez/1998), nos vinte anos que se estendem entre 1978 até 1998 a taxa média anual de retorno foi de 17%, medida pela evolução do indicador *Standard and Poor's* (citado em Clark, 2000: 41).

Table 2.4
Estrutura dos Ativos dos Fundos de Pensão em Países Selecionados- 1995

Países	Ações	Renda Fixa	Imóveis	Outros	(%)
RU	77,6	13,9	4,8	3,7	
EUA*	57,0	nd	nd	nd	
Suécia	27,6	62,1	5,5	4,8	
Países Baixos	26,0	63,0	8,0	3,0	
França	13,6	38,0	8,1	40,3	
Áustria	13,0	70,6	0,8	15,7	
Itália	7,7	63,0	21,0	8,3	
Alemanha	7,7	74,1	6,5	11,7	

Fonte: De RYCK (1999: 270)

* 1996 –Mario Catalan (Banco Mundial), p. 17-19

Ressalte-se que, nos EUA, a participação da força de trabalho em planos de pensão desde o ano de 1979 (quando atingiu cerca de 50% dos ocupados) tem permanecido relativamente estável. Assim sendo, foi o dramático aumento dos ativos financeiros manejados por esses fundos o grande responsável pelo seu destaque econômico. Segundo Schieber e Shoven (1997: 3), esses ativos passaram de 2% da riqueza nacional em 1950 para 24% em 1993, ou seja,

“Os fundos de pensão tem crescido mais rapidamente do que qualquer outra forma de riqueza, incluindo bens pessoais, ativos líquidos de corporações, seguros de vida e assemelhados. Em 1994, os ativos dos fundos se aproximaram do valor integral da Bolsa de Valores de Nova York. Como os fundos de pensão detêm um portfólio diversificado (ações, bonus e propriedades, por exemplo), eles não possuem a totalidade das ações da NYSE. Contudo, coletivamente eles se posicionam com destaque e assumem considerável responsabilidade na governança corporativa das empresas norte americanas. E, até individualmente, são frequentemente os maiores acionistas de algumas das maiores empresas do país”.

Dados recentes mostram a vulnerabilidade desses fundos às turbulências nas bolsas de valores. No Reino Unido, uma pesquisa realizada entre 58 empresas que compõem o índice FTSE 100 da bolsa de valores londrina, pela empresa de consultoria e cálculo atuarial *Lane Clark & Peacock*, selecionou as empresas que divulgaram informações na forma requerida pelo *Financial Reported Standards - FRS 17* (o novo padrão de contas britânico sobre pensões).

Os resultados, apresentados na tabela 2.5, revelaram uma forte concentração em ações, implicando numa grande vulnerabilidade às turbulências vividas pelas bolsas de valores a partir de 2000. A alta porcentagem na terceira coluna, (considerando-se o tamanho relativo do esquema de pensão *vis-à-vis* às próprias empresas patrocinadoras, conforme indicado na primeira coluna), indica que a empresa está particularmente “exposta” a uma queda na bolsa de valores.

Qualquer avaliação da performance dos fundos de pensão no Reino Unido deve levar em conta a história recente das bolsas de valores, que engloba um curto período de rendimentos irrisórios experimentado no *crash* de 1974/75, seguido por um longo período de superávits decorrentes do *bull market* que caracterizou a década de 80⁶¹ e principalmente a de 90 e, recentemente, a emergência de déficits causados pelo “estouro da bolha”, a partir de 2000

Tabela 2.5
Fundos de Pensão: Participação das Ações no Total de Ativos – Reino Unido
(posição em julho de 2002)

Fundo de Pensão da Empresa	Tamanho do Fundo com relação à Empresa (%)	FRS 17 (%)	Ativos em Ações (%)
Allied Domecq	486	98	64
Daily Mail	354	103	69
Smiths Ind.	303	114	44
Rolls Royce	256	89	68
Prudential	232	115	76
Unilever	209	107	64
Centrica	164	87	80
BAE Systems	155	93	68
Lloyds TSB	103	105	70
Diageo	97	121	87
Royal Sun Alliance	93	96	73
BAT	88	87	59
Barclays	76	103	70
GlaxoSmithKline	75	89	87
Smith & Nephew	73	90	74
AstraZeneca	72	80	40
BOC	71	109	79
Reed International	71	111	63
Capita Group	63	85	75
Hanson	60	115	68

Fonte: Lane Clark & Peacock (Financial Times, 06/08/2002 p.3)

NOTA1: Sob o novo padrão de contas britânico (*FRS 17*), os ganhos e perdas atuariais são reconhecidos inteira e imediatamente (ao invés de serem amortizados em um período superior a 15 anos). Ou seja, os ativos e as disponibilidades dos planos são avaliados de acordo com os valores correntes de mercado (isto é, pela chamada “marcação a mercado”).

NOTA2: Na primeira coluna, o tamanho do fundo de pensão é dado pelo valor dos seus ativos, ou disponibilidades, (o que for maior).

NOTA3: Na segunda coluna a taxa do *FRS 17* refere-se aos preços de mercado dos ativos dos esquemas de pensão comparados com as disponibilidades informadas segundo o *accounting standard*.

No final de 2002, o índice geral da Bolsa de Londres (*FTSE All Share*) atingiu 1894. Em 1999 este mesmo indicador era de 3242, ou seja, apresentou uma queda de 42% no seu valor, nesses três anos. Considerando o índice produzido pela *Global Financial Data Inc.*, esse declínio foi de 37%, quando, no período anterior (do final de 1996 até o final de 1999), a elevação da bolsa londrina havia sido de 75%.

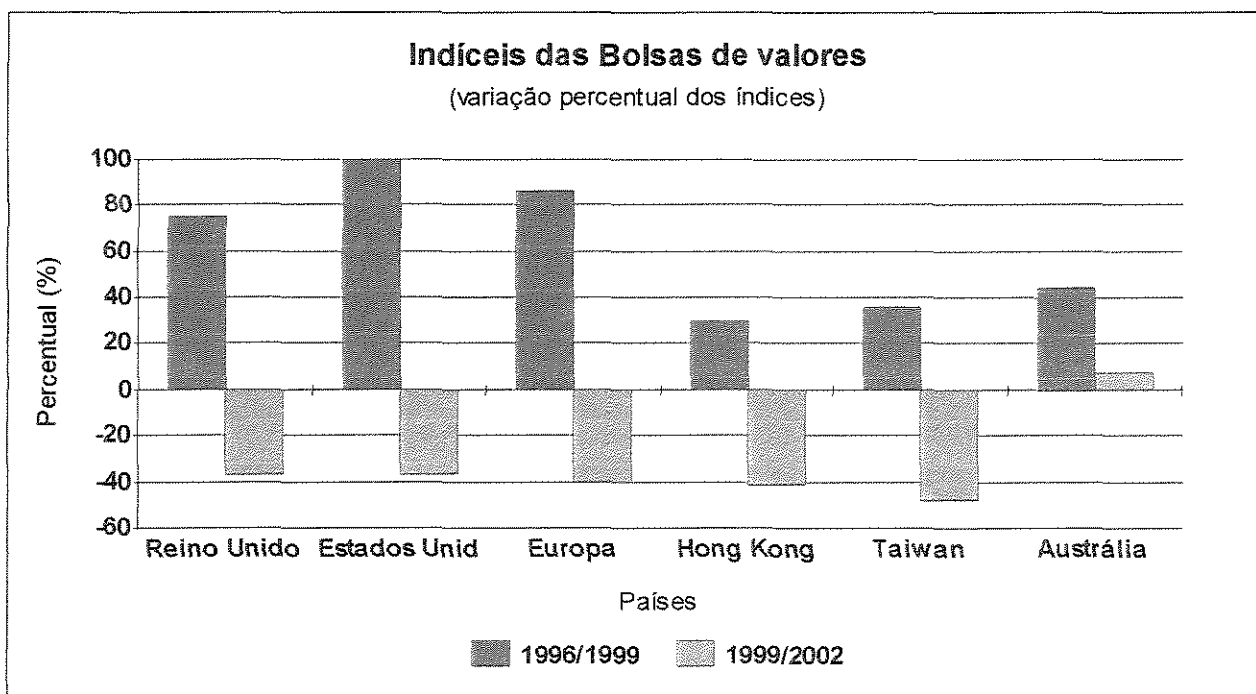
⁶¹ Com taxa média anual de retorno das ações de cerca de 16%, contra apenas 6% dos bônus governamentais. (Blake, 1995: 324).

Nos EUA, o índice S&P 500 despencou 38% com relação ao retorno total das aplicações em bolsa, quando havia crescido 108% no período de 1996 até 1999. O índice *Wiltshire* norte-americano declinou 37% após haver crescido 100% nos três anos anteriores. Na Europa, o aumento de 86% desse mercado de 1996 a 1999 foi seguido por um decréscimo de 40% até 2002.

Segundo Gardner e Orszag (2003), na crise das bolsas na década de 1970 o índice *FTSE All-Share* caiu 55,34% em 1974. Contudo, “diferentemente do anos 70 e de outros declínios, os investidores nos EUA e no Reino Unido nunca estiveram aplicando tanto nas bolsas para financiar suas aposentadorias”. O efeito deletério sobre essas rendas tem sido observado de diversas maneiras. Em pesquisa realizada para a Comissão Watson Wyatt, divulgada em maio de 2003, para avaliar as respostas individuais ao “*bear market*” após o ano 2000, esses autores analisaram a situação de 4.500 indivíduos entre 50 a 64 anos no Reino Unido.

“Cerca de 48,6% dos indivíduos disseram que suas poupanças haviam ‘diminuído muito’ e 20,1% que tinham ‘diminuído pouco’. Os efeitos estavam muito disseminados, sendo que somente uns pouco foram capazes de predizer a escala de perdas. Nós também observamos que as pessoas que têm mais controle sobre quando se aposentar não estão mais tão expostas em aplicações em ações.” (Gardner e Orszag, 2003: 59).

Gráfico 2.1



FONTE: Gardner e Orszag, 2003

Ao analisar a situação atual dos planos de aposentadoria privados no Reino Unido, os referidos autores detectaram que 25% dos trabalhadores mais velhos estão agora planejando se aposentar mais tarde do que haviam projetado há dois anos atrás e que “há uma relação forte e positiva entre esse adiamento das aposentadorias e aqueles mais afetados pelo declínio da bolsa de valores”. Observaram ainda que, para aqueles indivíduos que já se aposentaram, apareceu uma baixa correlação entre o grau de perdas nas bolsas e a vontade de voltar a trabalhar, fortalecendo a “teoria de que a decisão sobre a aposentadoria é modelada como irreversível”. (Gardner e Orszag, 2003: 59)

De uma maneira muito incisiva os autores concluíram que as pessoas tornaram-se mais avessas ao risco nesses últimos três anos. Vale dizer, as pessoas que reportaram queda nos valores de suas poupanças contratuais estão declaradamente dispostas a reduzir seu grau de exposição em bolsas de valores. Note-se que as “mulheres foram estatisticamente mais representativas na determinação de reduzir seus investimentos em ações. Aqueles que decidiram adiar a aposentadoria foram também os que declararam estar propensos a reduzir as aplicações nesses ativos, enquanto esse efeito praticamente desaparece se o tamanho das perdas é levado em consideração”, ou seja, para os indivíduos que declararam ter sido pouco afetados pela atual crise (Gardner e Orszag, 2003: 60). Esses resultados gerais foram considerados de extrema importância para os autores, uma vez que se leve em conta que, no Reino Unido, os “planos de contribuição definida ainda não são dominantes e que só foram constituídos a partir de 1988”.

No entanto, o crescimento dos planos de contribuição definida tem superado até as mais otimistas expectativas sobre o seu comportamento. Nos Estados Unidos, enquanto em 1975 apenas 25% dos ativos dos fundos de pensão pertenciam aos planos de contribuição definida, no ano de 1999 85% de todas as contribuições dirigiram-se para planos de contas individuais (*Individual Direct Plans*), atingindo mais de 50% do total de ativos dos fundos de pensão (Poterba, 2002). De 1982 a 1989 o número de participantes cujo plano principal era um plano privado de benefício definido caiu de 30 milhões para 27 milhões de trabalhadores nos EUA. Já os planos de contribuição definida apresentaram trajetória oposta. O número destes planos cresceu de 208 mil em 1975 para 419 mil em 1981. Entre 1981 e 1989 esse crescimento manteve-se, atingindo 599 mil no último ano. Assim, a participação total nesses planos aumentou de 25 para 36 milhões de pessoas entre 1982 e 1989, sendo que o número de participantes com planos de contribuição definida como “plano principal”

elevou-se de 8 milhões em 1982 para 15 milhões em 1989. Considera-se, pois, que essa tendência foi consolidada a partir da criação dos planos 401 (k). (Schieber e Shoven, 1997: 7)

Isso terá impacto importante no tocante ao nível de renda de aposentadoria para as gerações futuras, uma vez que o acúmulo de patrimônio em contas individuais de aposentadoria forçará os trabalhadores a arcarem com os riscos do mercado financeiro através das diferenciações e flutuações nas suas pensões (ver Bosworth e Burtless, 2002). Vale dizer, investimentos mal sucedidos produzirão pensões irrisórias. Assim, ao contrário dos planos coletivos de benefício definido, os planos de contribuição definida submetem os trabalhadores, individualmente, a grandes incertezas nas suas rendas de aposentadoria.

Em tese os planos de contribuição definida, cuja renda de aposentadoria depende do valor do patrimônio acumulado, pelas suas próprias características, tendem a direcionar uma grande parcela de recursos para aplicações de mais elevado risco e de curto prazo. Já os planos de benefício definido, especialmente os planos ainda não maduros, dado suas obrigações de longo prazo, permitem combinações que favorecem os bônus de longo prazo. Porém, mesmo para os planos de benefício definido, estudos recentes apontam resultados inusitados para o Reino Unido, dado que a lógica dos gerentes profissionais contaminaram também essas aplicações com um viés curto prazista.

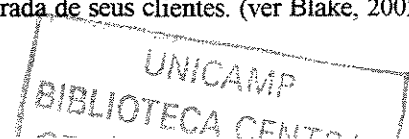
A performance dos investimentos realizados pelos gerentes profissionais (*fund managers*) dos fundos de pensão de planos de benefícios definidos do Reino Unido, entre 1986 e 1994, foi acompanhada por Blake, Lehmann e Timmermann (Blake, 2002). A pesquisa analisou o desempenho dos grupos de gerentes profissionais apontados pelos 300 maiores fundos britânicos. Note-se que o setor no Reino Unido revelou-se muito concentrado, sendo os mais importantes apenas cinco: Deutsche Asset Management, Merrill Lynch Investment Management, UBS Asset Management Schroder Investment and Gartmore Pension Fund Managers. No tocante aos fundos de pensão, também estes apresentam uma estrutura de alta concentração: existem 2 mil planos de tamanho grande, sendo 70 com ativos que excedem US \$ 1,5 bilhões.⁶² Dentre os resultados da pesquisa merece nota “a persistência do curto prazo na performance dos gerentes”, ou seja, “*hot hands*” foram

⁶² Pension Schemes Registry and Government Actuary's Department (2000). Segundo essa fonte, existem 150 mil pequenos fundos de pensão de contribuição definida no RU, a maioria com menos de 100 membros.

detectadas especialmente para aqueles agrupados entre os de pior e, no outro extremo, os de melhor performance.⁶³

Por último, as participações dos fundos de pensão no capital social das empresas caracterizam-se por uma tal dispersão que induz um tipo de controle particular das empresas, em que uma pequena participação no capital permite exercer um poder importante. O maior fundo de pensão norte americano, o *Teachers Insurance and Annuity Association College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF)*, dono de um patrimônio de US\$ 250 bilhões, detém um portfólio tão pulverizado que, como resultado, esse fundo é proprietário de cerca de 1,5% das ações de cada uma das 1000 maiores empresas daquele país (Schieber e Shoven, 1997: 3). Nesse modelo norte americano de controle do capital a gestão voltada para os interesses dos acionista tem favorecido a imposição de uma lógica rentista em detrimento de uma lógica produtivista sobre todo o sistema econômico (ver Lordon, 2000 e Cintra, 1999). Logo, uma menor sinergia entre as esferas financeira e produtiva, um menor comprometimento com os fins tangíveis do empreendimento, carteiras mais arriscadas e com viés de curto prazo, mercado de capitais voláteis e especulativos etc são características inerentes aos sistemas financeiros dominados pelos investidores institucionais, mais especificamente pelos fundos de pensão tal como reconhecemos sua atuação nos ambientes desregulamentados dos sistemas financeiros anglo-saxões.

⁶³ Também pareceu interessante a conclusão de que, ao se decompor o retorno geral pelos seus componentes (alocação estratégica, seleção de ações, *market timing* e outros), os resultados foram pífios para a contribuição dos componentes relativos a uma atuação “ativa”, que é função por excelência dos gerentes profissionais. Além disso, a sua contribuição para o retorno do investimento ficou aquém da taxa anual de administração cobrada de seus clientes. (ver Blake, 2002: 25).



PARTE II

FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL

“O que está em jogo, na aparência da ultrafiscalidade, é que o capitalismo pós-welfare state, por meio do fundo público, desatou uma capacidade de inovações que não podem ser postas a serviço da produção financiadas apenas pelo lucro; exigem e punccionam parcelas crescentes do fundo público. Nesse sentido, se reatualiza o limite previsto por Marx para o sistema capitalista: o limite do capital é o próprio capital. Mas essa voracidade não pode ser deixada entregue a si mesma, sem controles públicos, sob pena de transformar-se numa tormenta selvagem na qual sucumbiriam juntos a democracia e o sentido de igualdade nela inscrito desde os tempos modernos.” Francisco de Oliveira. “Os Direitos do Antivalor”, 1998, p. 47.

Introdução

No contexto do keynesianismo vigente no pós II Guerra Mundial havia a idéia amplamente aceita de que os fundos sociais – públicos - deviam ser aplicados de maneira que atingissem dois objetivos: 1) garantissem a aposentadoria dos trabalhadores e 2) enquanto estivessem acumulando recursos (basicamente nos períodos em que o número de ingressantes no sistema de seguridade como trabalhadores ativos fosse superior ao número de beneficiários desse seguro social), suas reservas fossem direcionadas para investimentos que melhorassem a vida dos trabalhadores. Mais ainda, que financiassem políticas anti-cíclicas que fizessem frente à queda no nível de emprego nos períodos de desaquecimento da atividade econômica. Em suma, aplicações que propiciassem a almejada segurança no trabalho decorrente do compromisso com o pleno emprego estabelecido entre governos e sociedades.

Essa inabalável convicção de que os fundos previdenciários eram fundos de investimento começou a sofrer seus primeiros reveses a partir do final da década de 1970. Nos EUA, a crise financeira no início dos anos 1980 revelou rapidamente o potencial disjuntivo de uma nova institucionalidade que emergia com as seguidas medidas de liberalização do sistema financeiro e do caráter especulativo das aplicações dos fundos de pensão, que já então demonstravam um grande apetite por elevadas taxas de retorno decorrentes de aplicações fora do país.

Nesse novo quadro, a partir das liberalizações dos anos 80, ia se tornando cada vez mais

evidente que os fundos previdenciários não eram mais “*funding* para investimento”. A dimensão patrimonial passava a subjugar as demais, notadamente a social. Percebia-se claramente que no afã da valorização financeira iam-se perdendo os princípios que norteavam aplicações na circulação industrial, especialmente em detrimento daquelas de caráter anti-cíclico de inspiração keynesiana. Assim, os fundos de pensão foram se transformando em *funding* para a acumulação patrimonial e para a globalização financeira. Crescentemente encarados como instituições do mercado financeiro com autonomia para a acumulação de patrimônio individual, esses investidores institucionais passaram a ser um dos protagonistas do mercado de capitais. Submetidos à gestão profissional, passavam a mover-se cada vez mais sob a lógica do curto prazo e da administração de portfólios, num ambiente de grandes incertezas.

A partir da década de 1980, e de forma mais aprofundada na de 1990, essas tendências são detectadas nos mais diversos países. No Brasil, a drástica perda de importância dos fundos patrimoniais dos trabalhadores, diante da perda de dinamismo da economia e seus fortes impactos sobre o mercado de trabalho, revela-se como o paroxismo da guinada da política econômica. Até então as políticas ditas desenvolvimentistas jamais haviam preterido essa forma de financiamento para os investimentos necessário nos setores prioritários, conforme ver-se-á adiante.

Assim, no capítulo 3 será considerado principalmente o papel dos fundos patrimoniais dos trabalhadores formados a partir de poupança compulsória (FGTS e PIS-PASEP/ FAT) como instrumento de financiamento do investimento no Brasil, desde sua criação e auge na década de 1970. O problema que se coloca é, primeiramente, determinar em que contextos os fundos previdenciários foram utilizados como fundos de investimento no Brasil. Para delimitar nosso objeto de estudo devemos considerar quatro etapas diferentes na trajetória da questão previdenciária no país¹:

- 1) A primeira etapa compreende o período que se estende até meados dos anos 60, antes portanto do surgimento do FGTS, ou mais propriamente dos fundos vinculados de poupança compulsória. Sua principal característica foi a retenção dos fundos de aposentadoria dos trabalhadores (a saber, dos recursos captados pelas Caixas de Aposentadorias e Pensões e depois pelos Institutos de Aposentadorias e Pensões) para o financiamento interno das empresas, num contexto de inexistência de um mercado de capitais desenvolvido. Como na Alemanha, essa foi uma fórmula típica de financiamento

¹ A periodização que se segue foi sugerida pela Prof. Maria da Conceição Tavares em entrevista à autora realizada em

do desenvolvimento com base em fundos coletivos pertencentes à determinada categoria de trabalhadores em apoio às grandes empresas, principalmente públicas, sob o desígnio da macro política, vale dizer, do planejamento governamental de longo prazo.

- 2) A segunda etapa foi marcada pela criação e apogeu dos fundos de poupança compulsória, cujo destino das aplicações foi vinculado a setores específicos - tais como a construção civil e habitação, no caso do FGTS, ou indústrias nacionais, PIS/PASEP no período do II PND - e também às agências governamentais - BNH e BNDE, respectivamente. A razão da criação da poupança compulsória atrelava-se, portanto, ao incentivo de setores diferentes dos que vinham sendo impulsionados e à liberação do Tesouro, do BNDE e do Banco do Brasil para exercerem suas funções tradicionais. Tratava-se de uma decisão estratégica de diversificar o *funding* de investimento para os setores elegidos. Essa justificativa sobrepujava-se às de ordem patrimonial, à despeito da queda da arrecadação da previdência tradicional, conforme veremos adiante.
- 3) Etapa da edificação da *seguridade social*², notadamente do estabelecimento do seu princípio na Constituição Federal de 1988. Uma penosa luta pela extensão da rede de proteção social deu-se no processo constituinte, após o fim da ditadura militar em meados dos anos 80, principalmente em cima de alguns pontos que favorecessem a existência do Estado do bem estar social no Brasil. Em primeiro lugar, buscou-se a diversificação das fontes de financiamento da seguridade (contribuições incidentes sobre folha de pagamento; valor de vendas e lucros) com o propósito de contornar o efeito pró-cíclico na folha salarial e o encolhimento da arrecadação nos períodos de elevação do desemprego. Em segundo, a universalização tanto da previdência (extensão ao setor rural, dentre outros), como da saúde (consolidação do Sistema Único de Saúde - SUS) e também da assistência. Vale dizer, a expansão da rede de proteção aos não contribuintes, de forma solidária.³
- 4) Etapa que se inaugura na década de 1990 premida pelas discussões patrimoniais da previdência, quando diversas reformas constitucionais passam a atentar contra a previdência pública e universal. Nesse contexto, a desvinculação das contribuições sociais

30 de novembro de 2001.

² Além da previdência, abrange a saúde e a assistência social.

³ Nesse contexto a previdência complementar voluntária não era descartada, porém jamais poderia ser a viga mestra

e dos gastos, o estabelecimento de teto nominal para os benefícios, as reformas nas condições de acesso e estreitamento do vínculo entre contribuição e benefício, dentre outras mudanças, feriram de morte o estatuto anteriormente conquistado. De outro lado, determinados temas que conduziam ao questionamento do pacto intergeracional e do regime de repartição emergiram com força. Dentre eles, se a previdência devia ser contributiva ou não contributiva, sobre os incentivos à previdência complementar, fundos de pensão fechados ou abertos, públicos ou privados etc. Enfim a agenda passou a ser ocupada por questões atuariais, em detrimento de toda a pauta que caracterizou a existência dos fundos sociais até então. Em decorrência, após 1995, passou a prevalecer a idéia central de que os fundos previdenciários: 1) têm de se capitalizar e que 2) são *funding* geral. Efetivamente isso significou que a supremacia da lógica do mercado que passou a guiar as aplicações dos fundos previdenciários subverteu as prioridades e favoreceu embarcarem na privatização e na mera gestão da carteira patrimonial. Operando no mercado de capitais da maneira que convinha aos gerentes profissionais, inclusive em operações de especulação com fins de valorização no curto prazo, a década de 90 assistiu à inusitada condição de total descompasso entre o crescimento dos valores patrimoniais, especialmente dos fundos de pensão, frente à queda das taxas de investimento do país.

Capítulo 3

O PAPEL DOS FUNDOS PATRIMONIAIS DOS TRABALHADORES: FGTS e PIS/PASEP-FAT

Esse capítulo vai tratar da importância dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores na década de 1970. A partir dos anos 80 assistiu-se seu declínio seguido de visíveis dificuldades para a sua continuidade nos anos 90, com a crise do mercado de trabalho e seus impactos sobre o sistema de proteção social.

Nesse capítulo o papel dos fundos patrimoniais dos trabalhadores será discutido a partir das seguintes questões: o FGTS e o PIS/PASEP-FAT desempenharam papel relevante para o financiamento de setores prioritários no Brasil? Em que momento e sob quais condições macro-políticas? Como foi possível sua criação e avanço? Como se inseriam no sistema de proteção social do país? Como se situavam na configuração do sistema financeiro nacional reformado em 1964? É possível habilitar os fundos patrimoniais dos trabalhadores para contribuir para o fortalecimento do financiamento de longo prazo no país a partir do resgate de princípios originais que foram descontinuados ao longo do tempo, a saber, do resgate de sua condição de fundos públicos dirigidos ao financiamento do desenvolvimento?

3.1 Os Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores no Sistema Previdenciário Brasileiro

A previdência pública brasileira foi a matriz do processo de formação das políticas sociais modernas no país. Construída *pari-passu* com a própria edificação do Estado nacional, foi tida - juntamente com o sindicalismo corporativo - como veículo para a incorporação dos trabalhadores assalariados à cidadania - com direitos trabalhistas e proteção social - (ver Delgado, 2001), além de instrumento para a captação de poupança para a promoção do desenvolvimento industrial, pela via da utilização das reservas da previdência e dos fundos públicos especiais, conforme veremos adiante.

Como em boa parte dos países latino-americanos, as primeiras entidades previdenciárias surgiram associadas às instituições militares. No Brasil, a mais antiga remonta a 1795, quando foi criado o Montepio Militar da Marinha de Guerra, que viria a ser estendido ao Exército e à

Aeronáutica em 1890 e 1941.⁴ Os anos 1920 destacaram-se pela criação das **Caixas de Aposentadorias e Pensões (CAPs)**.

Desde as primeiras CAPs já se apresentavam os contornos característicos da iniquidade do nosso sistema de proteção social. Vale dizer, o caráter exclusivamente contratual que prevalecia nas Caixas de Aposentadoria e Pensões foi fundamental para explicar a conformação de um arranjo corporativo, meritocrático, segmentado, organizado segundo os postulados da capitalização e de cunho acentuadamente contencionista, isto é, com benefícios de baixo valor. Nesse sentido revela-se fundamental identificar os elementos constitutivos desse sistema, que já nasceu sob a forma corporativa e sujeito a critérios discricionários de acesso aos benefícios como expressão das dificuldades de organização dos trabalhadores e de sua incapacidade de fazer valer um sistema generoso de bem estar social que superasse as limitações dessas políticas sociais e as condições restritivas de acesso dos brasileiros à cidadania.

A Caixa dos Ferroviários, primeiro seguro social obrigatório em favor de trabalhadores em empresas privadas, foi criada em 1923 com a promulgação da Lei Elói Chaves. Atendendo às demandas de outras categorias de trabalhadores, o regime das Caixas foi estendido às empresas portuárias e às de navegação. Em 1937 já havia cerca de duas centenas de Caixas, contra as trinta primeiras fundadas em 1923. (Rezende e Mahar, 1974)

Em 1930 a rede abrangia menos de 0,5% da população, com apenas 8 mil aposentados e 7 mil pensionistas. Restrito às grandes empresas públicas e privadas, o sistema das Caixas era financiado, de forma tripartite, pela contribuição dos empregados, empregadores e União, embora a União tivesse na prática se desvincilhado dessa contribuição⁵, mais os rendimentos das aplicações patrimoniais (posto que se tratava de regime de capitalização). Havia uma grande heterogeneidade nos planos de custeio e benefício. Porém, de uma forma geral, previa-se a concessão aos segurados de serviços médicos e hospitalares, assistência farmacêutica, aposentadoria por tempo de serviço (mas não por idade), aposentadoria por invalidez, empréstimos para aquisição ou construção da casa própria, auxílio-funeral e pensão aos herdeiros, em caso de morte. De natureza privada, as CAPs

⁴ Registre-se, a criação, entre 1888 a 1892 do Montepio do Ministério da fazenda, Caixa de Socorros das Estradas de Ferro do Império, Fundo de Pensão do Pessoal das Oficinas da Imprensa Nacional, Montepio do Ministério da Guerra e do Arsenal da Marinha. Pinheiro, 1998.

⁵ - A Lei Elói Chaves não previa de forma clara a contribuição da União. “Havia, isto sim, uma participação no custeio, dos usuários das estradas de ferro, provenientes de um aumento das tarifas, decretado para cobrir as despesas das Caixas (...) O mecanismo de contribuição tríplice (em partes iguais) foi obrigatoriamente instituído pela Constituição Federal de 1934”. Rezende e Mahar, 1974, p.14.

possuíam administração própria, formada por conselho de representantes de empregados e empregadores. Embora juridicamente autônomas, ao longo da década de 30 diversos decretos governamentais visaram acentuar a regulação estatal e promover sua disseminação por empresas de diversas categorias profissionais. Nesse processo estas instituições desaguaram nos chamados **Institutos de Aposentadorias e Pensões (IAPs)**, os quais, por sua vez, organizaram-se como autarquias vinculadas ao Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio.

A montagem dos IAPs absorveu das Caixas os princípios do financiamento baseado na contribuição triíplice, da gestão paritária e da concessão de aposentadoria de acordo com a contribuição passada. Contudo, da proteção por empresa, o novo regime estendeu a cobertura às categorias profissionais. Ademais, alterou a base para a contribuição patronal, substituindo a dedução relativa ao faturamento da empresa pela contribuição incidente sobre a folha de pagamentos. Os benefícios tenderam a revelar “menor prodigalidade” do que o verificado nas CAPs (Delgado, 2001) e sua criação nos diferentes setores seguiu uma trajetória segmentada, em geral associada à força da categoria profissional específica. Ressalte-se ainda que nesse processo observou-se um crescente controle estatal, em que o cargo máximo era indicação do presidente da República e, no tocante às aplicações das reservas financeira, regulou-se em prol dos financiamentos de investimentos das empresas públicas (ver tabela 3.2).

Assim as aplicações, a partir das chamadas “mandatórias” dos Institutos de Aposentadorias (IAPs), registraram o favorecimento dos seguintes setores e empresas: aquisição de bônus emitidos pelo Banco do Brasil para carteira de crédito agrícola, referente a 15% de todo o capital dos IAPs (1938); subscrição de 70% do capital do Instituto de Resseguros do Brasil - IRB (1939); empréstimos à indústria de celulose e pasta de madeira (1939); Companhia Siderúrgica Nacional (1941); Cia Nacional de Álcalis (1943); CHESF (1945); Estrada Madeira-Marmoré (1946); Departamento Nacional de Estradas de Ferro (1946); BNDE (que passou a receber 3% da receita anual dos IAPs a partir de 1952); a construção de Brasília (anos 50) e da ponte Rio-Niterói e da rodovia Transamazônica (anos 70). (Pinheiro, 1998)

À medida que corria a disseminação dessas instituições (com a criação do IAPM, IAPC, IAPTEC, IAPB, IPASE e IAPI), tornava-se mais visível a precariedade do seu financiamento, uma vez que a maioria dos Institutos mantinha um número reduzido de segurados e mobilizava recursos insuficientes para garantir a prestação dos encargos e a cobertura dos riscos do seguro social, considerando o cálculo atuarial propriamente dito. A exceção foi o Instituto de Aposentadoria dos

Industriários (IAPI). Criado em 1938, segundo Rezende e Mahar (1974), este foi o único a contar com um censo da massa segurada e de estudos atuariais para a elaboração do plano de benefícios, além de apresentar um elenco mais modesto de benefícios.

Ao final dos anos 50, quando atingia 6% da população, com cerca de 200 mil aposentados e 300 mil pensionistas, esse modelo de proteção social já mostrava sinais visíveis de seu esgotamento. Pois, apesar de apoiado em uma estrutura mais ampla,

“o regime dos Institutos de Aposentadoria e Pensões ressentia-se da falta de um plano único de benefícios, de um mecanismo invariável de custeio e de uma orientação administrativa comum. Cada instituto era regido por uma legislação específica, fixando normas díspares das ditadas para os demais e provocando, em consequência, completa discordância nas listas dos benefícios concedidos e nas taxas de contribuição cobradas aos segurados (que variavam de 3% a 8% do valor do salário).” (Rezende e Mahar, 1974: 16)

Em linhas gerais, o sistema de previdência social brasileira, nesta fase inicial, organizou-se segundo os postulados da capitalização coletiva e do seguro social, identificando-se com o modelo público *corporativo* de política social. Ou seja, associando o direito a determinados benefícios à participação numa categoria do mercado formal de trabalho e à contribuição passada, configurou um sistema de *cidadania regulada*, da qual estavam excluídos os trabalhadores rurais e uma parcela significativa da força de trabalho urbana do chamado setor informal.⁶

A crise do regime de capitalização desses fundos sociais por categorias atingiu seu auge no final dos anos 50. Em 1960, a aprovação da Lei Orgânica da Previdência Social (LOPS) definiu a uniformização dos planos de benefícios entre os IAPs e estabeleceu a unificação do Regime Geral da Previdência Social, abrangendo apenas os trabalhadores sujeitos ao regime da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), excluídos os trabalhadores rurais, os empregados domésticos, os servidores civis e militares da União, dos Estados e Municípios, bem como das autarquias que estivessem sujeitas a regimes próprios de previdência. Assim, estavam cobertos apenas 17,8% da população economicamente ativa.

Em 1961, o ativo a realizar dos antigos IAPs, isto é, o débito da União, dos empregadores e outros representava 64,3% do ativo total da previdência social (Oliveira *et alli*, 1999). Dadas as dificuldades financeiras, o regime de capitalização foi substituído pelo regime contábil de repartição simples.

⁶ Ver Draibe e Aureliano, 1989, Delgado, 2001, dentre outros.

Para Delgado (2001: 286), “ao longo do regime populista [1945 a 1960], a acentuação do poder de classe dos trabalhadores assalariados e de sua presença numa cena política aberta conduziram à conversão do sistema de proteção social brasileiro ao regime de repartição simples, com uma estrutura pródiga de benefícios. A LOPS representou o coroamento deste processo e significou a solução dos problemas que ganharam centralidade na agenda política social à época – relacionada à uniformização dos benefícios e à centralização do sistema”.

Delgado destaca que os empresários, embora ainda compartilhassem expectativas com os sindicatos de “ver aumentada a participação das *classes interessadas* na gestão do sistema previdenciário ... assistiram à sua conversão ao regime de repartição simples com a denúncia crescente de seu funcionamento”. Para o autor, mesmo defendendo uma reorientação contencionista na previdência social brasileira nos anos 50 não se verificaram proposições empresariais que colocassem em xeque seu “caráter público”, ao contrário das posições assumidas sobre as reformas previdenciárias por suas entidades representativas nas discussões ocorridas na década de 90.

Com a LOPS, o custeio da previdência passou à contribuição dos segurados (8% do salário de contribuição, não excedendo a cinco vezes o valor do maior salário mínimo); das empresas (em quantia igual à devida pelos segurados); da União (em montante a custear o pagamento e as despesas de administração geral da previdência e a cobrir as insuficiências financeiras)⁷ e, ainda, pelos rendimentos de aplicações patrimoniais, doações, legados e rendas extraordinárias e eventuais. Quanto aos benefícios, os Institutos de Previdência deveriam conceder: auxílio-doença, aposentadoria por invalidez, por velhice, por tempo de serviço e especial, auxílio-reclusão, auxílio-funeral e pecúlio aos dependentes. E, para todos os beneficiados em geral, assistência médica, farmacêutica, alimentar, habitacional (Fundação da Casa Popular) e empréstimos hipotecários, serviços social e de reabilitação profissional.

O modelo dos IAPs predominou como a principal estrutura previdencialista brasileira até 1964, quando, agora sob o regime militar, foi substituída pelo Instituto de Previdência e Assistência Social (INPS). Daí em diante acentuou-se a extensão dos benefícios da previdência social à população empregada em atividades agrícolas⁸. Ademais, em 1965 foi criado um plano de assistência

⁷ - A contribuição da União era arrecadada pelas “cotas de previdência”, incidentes sobre várias taxas e prestações de serviços e recolhida pelos Institutos (adiante, pelo INPS) ao Fundo de Liquidez da Previdência Social. O governo deveria cobrir os déficits quando as “cotas” não fossem suficientes para fazê-lo.

⁸ “A previdência social para os trabalhadores rurais foi instituída em 1971, num primeiro momento como um programa separado do INSS. Rompia-se com quase três décadas de postergação na incorporação do mais vasto contingente de trabalhadores do País à rede pública de proteção social. O programa rural foi montado em bases diversas do seguro social urbano, ao romper com o caráter contratual característico deste Como o segurado não contribuía para o

ao trabalhador desempregado (FAD), pela Lei. 4.923 e em dezembro de 1972 foram incluídos entre os beneficiários da previdência social os empregados domésticos e, com a promulgação da Lei 5.890 de 08/06/1973, considerou-se ter ficado sob o âmbito da previdência social praticamente toda a população do país. À despeito desse “praticamente” desconsiderar todo o setor informal, assistiu-se à tentativa de universalização da cobertura e à centralização burocrática do sistema.

Durante os governos militares, enquanto, de um lado, a previdência pública se expandiu pelo aumento da cobertura e incorporação de instrumentos pouco ortodoxos, conforme veremos adiante, de outro, ganhou fôlego uma vigorosa disposição para a privatização dos serviços previdenciários ligados à saúde (ver Vianna, 1999: 101). As ações em busca da criação de uma previdência complementar privada foram ainda caudatárias dessa vertente em busca de novos nichos de participação privada no sistema.

Em linhas gerais, o regime militar buscou, primeiramente, anular a influência político-partidária e a presença dos sindicatos reforçando a dimensão técnica mediante o processo de unificação administrativa e de centralização burocrática. Durante o governo Médici ganhou impulso a universalização da cobertura, associada neste aspecto à perspectiva militar da integração nacional, “entendida como a incorporação ao seguro social daqueles grupos não contemplados na estrutura previdenciária em vigor” (Delgado, 2001: 171). De forma ambígua voltou-se, principalmente com relação à saúde, para a redução do papel do Estado no provimento dos serviços e, também, para a regulamentação da previdência privada, colocando-se as primeiras cunhas para futuras privatizações.

A regulamentação da previdência complementar privada iniciou-se com as Leis 6.435 e 6.462 de 1977, que estabeleciam as regras de operação e de criação de entidades de previdência privada *abertas e fechadas*.⁹ As entidades abertas, ou seja, aquelas acessíveis ao público em geral, foram consideradas uma extensão do seguro privado, tendo como órgão normativo o Conselho Nacional de Seguros Privados, criado em 1966. O órgão fiscalizador era, desde então, a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), vinculada ao Ministério da Indústria e do Comércio até 1979, quando foi incorporada ao Ministério da Fazenda. Essa vinculação já apontava a intenção do governo Geisel de tratá-las como “novos fundos de investimento” (Menicucci *in* Delgado, 2001: 175). Já as entidades fechadas (relativas apenas aos trabalhadores de uma empresa, geralmente estatal, ou grupo de

programa, ele dispunha de caráter redistributivo, embora seus custos pudessem ser transferidos para toda a sociedade.” Delgado, 2001, p. 173.

⁹ Apenas no ano de 2001 a Lei 6.435/77 foi substituída pelas Leis Complementares 108 e 109, que reorganizaram o

empresas) uma vez consideradas complementares à previdência pública, ficaram sob supervisão do Conselho de Previdência Complementar, de caráter normativo, e da Secretaria de Previdência Complementar, ligada ao Ministério da Previdência e Assistência Social.

Fora dos marcos legais do sistema previdenciário “tradicional” foi criado o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), no governo Castelo Branco, e o Programa de Integração Social (PIS), seguido pelo Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), ambos no governo Médici. Esses fundos aqui chamados **Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores** foram formados com recursos de poupança compulsória. Legalmente criados e recolhidos pelo Estado, o que lhes imprimiu um caráter para-fiscal, se inseriram no arcabouço institucional da seguridade social associando os benefícios pagos ao trabalhador do setor formal com os chamados riscos do mercado de trabalho (seguro desemprego, indenização pecuniária pela demissão, aposentadoria, auxílio para o trabalhador de baixa renda, dentre outros). Capitalizados para fazer frente às suas obrigações, desde a sua origem os recursos foram direcionados para o sistema financeiro como *funding* para investimentos no setor imobiliário e industrial.

3.2 O FGTS e o Sistema Financeiro de Habitação

O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) foi um marco na legislação trabalhista e na política econômica brasileira. Sua criação promoveu transformações tanto na rede de proteção social, enquanto novo mecanismo de indenização do trabalhador demitido, como no sistema financeiro nacional, revelando-se um importante instrumento de financiamento de longo prazo, especificamente do setor imobiliário e de infra-estrutura.

Sua instituição em setembro de 1966, pela Lei 5.107, alterou profundamente os mecanismos da estabilidade no emprego propiciando uma nova via para a demissão (ver quadro 3.1), mais palatável aos interesses capitalistas, especialmente dos empresários dos setores da indústria moderna implantados nos marcos do Plano de Metas do governo JK. Acabaria ainda favorecendo uma elevada rotatividade no emprego dos trabalhadores brasileiros. (Macedo e Chahad, 1985)

Com o FGTS estabeleceu-se um fundo unificado de reservas, com contas individuais, cujos titulares seriam os próprios trabalhadores. A gestão do fundo foi delegada ao Banco Nacional da

Habitação - BNH - e posteriormente, com sua extinção em 1986, à Caixa Econômica Federal, que passou a ter direito ao uso dos recursos bem como a atribuição de garantir as aplicações dos mesmos. Essa delegação administrativa ao BNH explicitava sua “destinação sócio-econômica” vinculada à política nacional da habitação. O BNH foi criado, portanto, no bojo da reforma financeira de 1964 visando estimular o setor da construção civil e garantir, com base no *funding* do FGTS, as operações das agências privadas de crédito imobiliário.

Quadro 3.1 Antecedentes do FGTS

Antes do FGTS a estabilidade prevista na Consolidação das Leis trabalhistas (CLT) era atingida a partir da permanência do empregado por mais de 10 anos na mesma empresa. O empregado que fosse demitido antes de ter completado esse período tinha direito a uma indenização compensatória equivalente a um salário por ano trabalhado. Essa proteção formal (indenização pecuniária) que a lei pretendia fornecer nem sempre podia ser assegurada. Sendo assim, buscou-se assegurar a capacidade de pagamento das empresas, cuja ausência de reservas legalmente constituídas acarretava incertezas quanto à liquidez dos direitos trabalhistas. Em fins de 1958, apresentou-se um primeiro instrumento de incentivo para a constituição de provisões destinadas a indenizações trabalhistas (Lei 3.470). Esta lei estabelecia que seria dedutível do lucro bruto das empresas o montante de recursos destinados à constituição de reservas para pagamento de débitos trabalhistas decorrentes de rescisões de contratos de trabalho, desde que esses recursos fossem aplicados em títulos da dívida pública de emissão especial. Estabeleceu-se, ainda, que o montante destinado à constituição daquelas reservas não poderia exceder 7% da folha de salários e que o total desta rubrica não poderia ultrapassar o total da folha de pagamento do último ano.

A regulamentação desses dispositivos ocorreu por meio do Decreto 53.787 de 1964, que estabeleceu o Fundo de Indenizações Trabalhistas - FIT -, onde ficou determinado que os títulos da dívida pública federal usados na formação de reservas para indenizações, além de serem inegociáveis e de não renderem juros, seriam nominativos e inalienáveis por ações de penhora. Ainda em 1964 os mecanismos de indenização rescisória por tempo de serviço foram novamente alterados através da Lei 4.357, que determinava a constituição obrigatória do FIT em cada empresa e estipulava um novo ativo financeiro para aplicação dos recursos das reservas, a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN). Um ano depois a preocupação com o desemprego propriamente dito levou à criação do Fundo de Assistência ao Desempregado - FAD - cuja arquitetura financeira foi composta com o aporte de um terço dos recursos originalmente destinados ao FIT. (DIEESE, 2002 e Oliveira *et alli*, 1999).

O FGTS mostrou ser, desde a sua implementação¹⁰, uma instituição complexa e

¹⁰ Ressalte-se que com a criação do FGTS, foram extintas as contribuições das empresas para o BNH (desde 1964 representadas pela parcela de 1% sobre a folha de pagamentos, visando à formação do capital daquele órgão) e para a Legião Brasileira de Assistência -LBA- (0,5%) e reduzidas as contribuições para o SESC e para o SESI. Logo, estima-se que o impacto relativo aos encargos **adicionais** para os empregadores “não excedeu a 2,8% da folha de pagamento”

multifacetada. Além de pecúlio individual para aposentadoria e de instrumento de indenização na demissão (instituindo o provisionamento compulsório da indenização e acabando com a estabilidade aos 10 anos de serviço), com seus reflexos sobre o funcionamento do mercado de trabalho, foi ainda o suporte para o programa habitacional do governo (ver Carvalho e Pinheiro, 1999).

Quadro 3.2 **O FUNDO DE GARANTIA POR TEMPO DE SERVIÇO**

O FGTS é constituído por uma contribuição compulsória por parte do empregador, equivalente a 8% (8,5% a partir de 2001) da remuneração mensal do empregado. Trata-se de uma parcela de salário diferido no tempo, depositada em uma conta vinculada em nome do empregado. Sua importância anual corresponde a pouco mais de um salário por ano.

Para o trabalhador, o saldo da sua conta representa a principal garantia de indenização contra a demissão sem justa causa, conforme preconizado pela OIT, que recomenda a convivência dos três sistemas de proteção: seguro-desemprego, aviso prévio e indenização por demissão.

No tocante à dispensa sem justa causa, além de poder sacar os recursos do FGTS, o trabalhador passou a ter direito a receber uma multa equivalente a 10% do total dos depósitos realizados pela empresa na conta do Fundo, corrigidos monetariamente. Após a Constituição de 1988 a multa rescisória elevou-se para 40% do saldo do FGTS. Em 2001, para fazer frente às correções não pagas dos Planos Verão (1989) e Collor I (1990), foi novamente alterada para 50% do saldo.

A correção dos depósitos nas contas vinculadas foi trimestral até 1969, semestral de 1969 a 1972, anual de 1972 a 1975, trimestral de 1975 a 1989 e, finalmente, mensal a partir de 1989. Inicialmente, os créditos em cada conta eram feitos pelo BNH a cada trimestre, sendo que o cálculo de juros sobre os saldos corrigidos era feito a partir dos mesmos critérios adotados para as operações do Sistema Financeiro da Habitação. A taxa de juros era também diretamente proporcional ao tempo de serviço do trabalhador, variando de 3% aa a 6% aa. Em 1971, a remuneração passou a obedecer a uma taxa única de 3% aa para reduzir os custos dos programas habitacionais, ou seja, visando o seu fomento.

Quanto aos saques, atualmente a lei autoriza movimentação por motivo de demissão sem justa causa, rescisão do contrato por extinção da empresa, culpa recíproca ou força maior, por decretação de nulidade do contrato prevista no art. 37 da Constituição Federal, aposentadoria, falecimento, ter o titular da conta vinculada mais de 70 anos, contas inativas por 3 anos para os contratos rescindidos até 13/07/90 (e para os demais, permanência por 3 anos fora do regime do FGTS), quando o trabalhador ou seu dependente for portador do vírus HIV e for acometido de Neoplasia Maligna (câncer), término de contrato por prazo determinado, suspensão do trabalho avulso e utilização na compra de casa própria.

(considerando que foram suprimidos também o recolhimento de 2% da folha para o Fundo de Indenizações Trabalhistas e de 1% para o Fundo de Assistência ao Desemprego). Macedo e Chahad, 1985: 37. Obviamente esse fato

Seu crescimento foi espetacular nos primeiros anos de existência. Entre 1967 a 1969 observou-se um crescimento real desse fundo de 97,2% ao ano, decorrente principalmente da maciça adesão dos trabalhadores ao novo sistema, de 31,5% ao ano entre 1970-73 e de 14,5% entre 1974-77. (Zini Jr.1982: 352).

Em agosto de 1964, foi criado pela Lei 4.380 o Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Também foram instituídos, pela mesma lei, o BNH e as Sociedades de Crédito Imobiliário. Os fundos utilizados pelo SFH provinham de recursos compulsórios do FGTS e de recursos voluntários captados pela venda de letras imobiliárias (emitidas pelo BNH ou pelas Sociedades de Créditos Imobiliário como título negociável pagando plena correção monetária e juros de 8%) e, principalmente, pelos depósitos de poupança (que expandiram-se muito graças ao estímulo concedido através da criação da correção monetária - mais 6% de juros). Observou-se a existência de dois subsistemas de financiamento, coerente com a concepção que buscava a especialização funcional do crédito. De um lado, o financiamento voltado para a expansão imobiliária urbana era sustentado pelos recursos compulsórios do FGTS e, de outro, os instrumentos de mobilização de “poupanças voluntárias” geravam uma vasta cadeia de relações de ativo/passivo vinculadas exclusivamente a unidades privadas (famílias, incorporadoras e construtoras) intermediadas por agentes financeiros privados e estatais (caixas econômicas). (Tavares, 1979: 58).

Compunham ainda o sistema, como entidades filiadas, as Associações de Poupança e Empréstimos, as Companhias Habitacionais (COHABs), as Cooperativas Habitacionais, a Caixa Econômica Federal, as Caixas Estaduais e os Bancos de Desenvolvimento regionais e estaduais. Para certos programas fora da área de construção de habitações permitia-se a participação de bancos comerciais e de investimento. Note-se que o BNH garantia os depósitos individuais de poupança (até um certo patamar) e funcionava como o “emprestador de última instância” desse subsistema do setor financeiro (ver quadro 3.3).

Os empréstimos do SFH, que foram responsáveis por apenas 4,5% do crédito do setor financeiro ao setor privado em 1967 cresceram ao ponto de representarem, no final dos anos 70, cerca de um quinto do total, graças aos aportes do FGTS.

teve um efeito amenizador do impacto sobre o caixa das empresas naquele momento de sua implementação.

Quadro 3.3 O BANCO NACIONAL DE HABITAÇÃO

O BNH era a principal instituição do Sistema Financeiro Habitacional. Mediante a Lei 4.380/64 o BNH foi criado para ser um banco de fomento voltado à construção habitacional e também o instituto regulador do sistema financeiro da habitação. Mais especificamente, para funcionar como banco de redesconto e assistência à liquidez das instituições privadas e garantir o valor das aplicações aos tomadores de letras ou depositantes de cadernetas.

Entre suas atribuições constava estimular a construção de casas populares, incentivar e regulamentar as operações das instituições de crédito imobiliário e conceder aval e refinanciamento para projetos habitacionais. Posteriormente passou a conceder créditos para aplicações na indústria de construção (a partir de 1967) e em projetos de saneamento básico (1970). Para estimular a produção no setor de material de construção foi criado o FIMACO (Programa de Financiamento da Indústria de Materiais de Construção) para financiar tanto a compra de materiais de construção pelo consumidor, quanto capital de giro e de investimento para as empresas. Em 1970, com a criação do FINANSA (Programa de Financiamento para Saneamento) voltou-se para os projetos de expansão dos sistemas urbanos de águas e de esgotos.

Chegou a gerir mais da metade dos recursos aplicados, porém aumentou de tal forma seus repasses aos demais agentes do sistema que, entre 1967 e 1980, sua participação líquida nos empréstimos finais caiu de 42% para cerca de 14% (Zini Jr, 1982: 349), caracterizando sua atuação como banco de segunda linha.

Tabela 3.1
Participação dos Empréstimos do SFH no Total
de Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado

ANO	PARTICIPAÇÃO %
1967	4,5
1969	12,2
1971	15,7
1973	16,2
1975	17,8
1977	22,5
1980	22,0

Fonte: Zini Jr., 1982, p. 347.

Nem todo o montante de recursos foi aplicado na construção habitacional, já que o saneamento básico e a indústria de material de construção absorveram parcela crescente do financiamento.

A razão porque o SFH não contribuiu para o enfrentamento eficaz do déficit habitacional, especialmente das famílias de baixa renda, conforme a intenção de seus formuladores foi objeto de diversas análises. Essa avaliação negativa e *ad hoc* já se apresentava no final dos anos 60, quando se

verificou que o BNH havia se tornado o maior tomador de ORTN¹¹. Os sistemáticos saldos ociosos apontavam o insucesso da política habitacional para os pobres à medida que o Plano Nacional de Habitação previa limites máximos de aplicação de seus recursos por faixa de renda do mutuário, dedicando as maiores parcelas às classes de baixa renda. Segundo Sochaczewski (1980: 321), foram poucos os que puderam arcar com a “realidade financeira” da correção monetária e endividar-se a longo prazo. Ademais, a “inconsistência atuarial entre a correção monetária aplicada ao saldo devedor e a atualização das prestações - pelo salário mínimo - faziam com que o saldo devedor dos contratos crescesse constantemente e a dívida não fosse zerada ao término do prazo contratual”¹². Tudo isso levou aos altos índices de inadimplência no sistema e à guinada definitiva em direção à elevação da faixa de recursos dos mutuários para as classes de alta renda, responsável pelo *boom* especulativo do mercado de imóveis ocorrido no início dos anos 70.

De fato os créditos desse subsistema foram responsáveis pelo forte impulso à construção civil e, indiretamente, aos setores interrelacionados. No período de retomada do crescimento da economia, 1967-69, a taxa de crescimento dos empréstimos do SFH, em termos reais, foi de 141,8%. Entre 1970-73 essa taxa foi de 37,9% e entre 1974-77 foi de 25,1%. (ver tabela 3.4, adiante)

Por fim, é mister constatar que essa montagem específica do Sistema Financeiro da Habitação assentava-se num banco oficial de segunda linha sem poderes amplos para fiscalizar e proibido de construir, que dava suporte aos agentes financeiros privados e públicos de primeira linha e “sancionava as orientações emanadas do mercado imobiliário” (Lessa, 1978). Como o sistema assim concebido permitia a multiplicação de intermediários e intervenientes entre o repasse de seus fundos e o mutuário final, a partir do custo primário do financiamento superpunha-se uma cadeia de taxas, comissões e custos financeiros adicionais para a composição do preço final da nova habitação financiada. Para Lessa, essa cadeia que contemplava desde os “lucros” nascidos da valorização imobiliária dos terrenos edificáveis até as margens de ganho praticadas por empresas construtoras e fornecedoras de materiais, seria responsável pelo alto custo dos imóveis - e não os custos financeiros

¹¹ Pela lei, as disponibilidades de caixa do BNH (e de todo o sistema) deveriam ser aplicadas exclusivamente em títulos federais.

¹² Essa inconsistência foi “sanada” mais tarde, quando se considerou o débito liquidado no final do contrato e o BNH assumiu o prejuízo contábil, à conta de um “fundo de variações salariais”. Ao se extinguir o SFH em 1986 essa conta passou para o Tesouro, transformando-se num dos maiores “esqueletos” dentro do armário, para ser arcada como dívida (ou moeda podre nas privatizações) nos anos 90.

do BNH.¹³

Esse sistema potencializou os méritos e os problemas de seu desenho. De uma lado, a magnitude do *funding* e o caráter público de sua principal fonte - o FGTS – permitiram ao BNH atuar de fato como um prestador de última instância, provendo liquidez para o setor privado e articulando os agentes privados e oficiais de crédito num verdadeiro sistema imobiliário. Desta feita, inaugurava-se no país uma vertente de política pública que contava com uma articulação ímpar dos interesses e com uma estrutura sólida de recursos advindos de poupança compulsória e voluntária, capaz de viabilizar uma trajetória sustentada de inversões setoriais. De fato, tratava-se de uma das muitas forma dos governos militares “privatizarem o Estado” dando suporte extensivo para a acumulação privada, por meio da política imobiliária. Assim, essa amarração de interesses resultou numa rede de ganhos (no mais das vezes especulativos) assegurados *ex-ant*, num contexto de insólita ausência de controles sociais. Essa ausência, ou déficit de controle da coisa pública, refletiu-se até mesmo na capacidade de ingerência dos próprios mutuários do sistema, o que não dizer da nação como um todo.

3.3 A criação do PIS e PASEP e do FAT

Em 1970 foram implantados o Programa de Integração Social (PIS)¹⁴ e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP)¹⁵.

Para se entender as motivações que sustentaram estes fundos públicos é importante ter em mente que sua criação ocorreu em meio às fortes pressões para adequar o sistema financeiro às necessidades de financiamento decorrentes da retomada do crescimento econômico que se iniciou em 1968. Na retórica oficial, essas medidas pretendiam responder às demandas por instrumentos governamentais que enfrentassem as seguintes questões de ordem social e econômica: piora na distribuição da renda (tanto em termos funcionais como pessoais); premência de acelerar a

¹³ Em dezembro de 1974, visando fomentar a construção de habitações para a população de baixa renda, no contexto do II PND, foi adotado um conjunto de medidas. Destacou-se o objetivo de reduzir o espectro de taxas de juros buscando compor uma taxa média de 5,5% - custo dos fundos FGTS para o Banco. (O BNH adotava a política de diferenciar suas taxas de juros cobrando dos mutuários privados de 10% a 0% e dos públicos de 7% -São Paulo e Rio de Janeiro- até 2%, para os Estado mais pobres). Ver Lessa (1978: 199).

¹⁴ Mediante a Lei Complementar n. 7 de 7 de setembro de 1970, cujo regulamento foi aprovado pela Resolução 174 do Banco Central, em 25/02/1971.

¹⁵ Regulamentado pelo Decreto n. 71.618 de 26/12/1972.

integração nacional (tida no ideário da segurança nacional dos governos militares como a redenção para os problemas sociais) pela via do seguro-social; e necessidade de fortalecer e democratizar o mercado de capitais do país. No seu lançamento as autoridades econômicas justificavam a formação dos fundos de participação constituídos por depósitos das empresas nos bancos oficiais pelo imperativo de “educar os trabalhadores acerca das vantagens de possuírem um pecúlio e realizarem investimentos no mercado de capitais”, tanto como, pelo afã de “fortalecer as empresas privadas em capital de giro” e “promover a abertura do capital, transformando-as em S.A.” (Loloian, 1980)

Quadro 3.4 **A origem dos Fundos PIS e PASEP**

O Fundo do PIS foi constituído com contribuições das empresas, calculadas com base no faturamento - 0,15% em 1971, 0,25% em 1972, 0,40% em 1973 e 0,5% a partir de 1974 - mais uma parcela deduzida do imposto de renda a pagar (2% em 1971, 3% em 1972 e 5% a partir de 1973). Os recursos eram emprestados às empresas à taxa de juros real de 3% ao ano. Os empregados podiam retirar os juros, a correção monetária e a parcela que lhes coubesse dos rendimentos ao Fundo anualmente. A soma dos recursos depositados no Fundo era rateada ao término de cada exercício (encerrado em 30 de junho de cada ano) entre todos os empregados do setor privado da economia que tivessem sido cadastrados no Programa pelas empresas que trabalhavam. A participação do empregado no Fundo fazia-se em função dos depósitos efetuados em contas individuais obedecendo o seguinte critério: 50% do valor recolhido ao Fundo era dividido em partes proporcionais ao montante de salários recebidos no período e os 50% restantes divididos em partes proporcionais aos quinquênios de serviço prestado pelo empregado.

O PASEP foi o programa correspondente ao PIS direcionado para os servidores públicos civis e militares e empregados de autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e fundações da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. O Banco do Brasil passou a arrecadar, para constituição do fundo, 2% (1% em 1971 e 1,5% em 1972) das receitas correntes próprias da União, dos Estados, do Distrito federal e dos Municípios, e 2% das transferências recebidas do governo da União e dos Estados através do Fundo de Participação dos Estados, Distrito Federal e Municípios. As autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e fundações contribuíam com 0,8% da sua receita orçamentária (0,4% em 1971 e 0,6% em 1972). No tocante aos saques, os titulares das contas poderiam também fazer retirada completa dos valores depositados em suas contas individuais por ocasião da aposentadoria, casamento, invalidez ou transferência para a reserva e, ainda, para a aquisição ou construção de moradia (previsto inicialmente, mas extinto em 1975). (Loloian, 1980)

Buscou-se ademais, nessa primeira fase, como sub-produtos das operações com os Fundos 1) o ataque “gradualista” da inflação mediante o aumento da liquidez do sistema e, com isso, a queda nas taxas de juros; e 2) o financiamento de empresas nacionais que ainda não haviam aberto seu capital social através da expansão das operações da Caixa Econômica Federal (com base em

debêntures conversíveis, ações, cédulas hipotecárias e na construção de um mercado de segunda linha para os bancos de investimento, dentre outras) para “transformar em dinheiro os ativos fixos das empresas”¹⁶.

A partir de 1974 os recursos desses fundos passaram a ser aplicados de forma unificada através do BNDE, cabendo à Caixa Econômica Federal e ao Banco do Brasil a administração das contas individuais do PIS e PASEP respectivamente (ver quadro 3.4). Em 1975, mediante a Lei Complementar n. 26, foi formalizada a unificação do PIS-PASEP, constituindo um único fundo. Essa transferência para o BNDE foi considerada um marco à medida que preparou, de acordo com Lessa (1978), o sistema financeiro nacional para dar suporte aos desafios propostos pelo II PND no tocante às inversões consideradas prioritárias. Ressalte-se que a partir daí o BNDE passou a operar destacadamente com as grandes empresas privadas nacionais deixando de ser o banco do setor público.

Para Azeredo (1998) essas medidas trataram efetivamente de reforçar o padrão de financiamento da economia, o qual havia sido constituído desde meados dos anos 60 com as reformas do sistema bancário e financeiro, do sistema tributário, da previdência social e da administração pública. Para a autora pode-se assim dizer que o “PIS-PASEP cumpriu a função de fundo de desenvolvimento, através do BNDE”. Para o trabalhador, contudo, os resultados relativos à formação de patrimônio individual foram pífios. Após 15 anos de funcionamento do programa, os dados apurados em 1985 revelaram que 75% dos participantes haviam acumulado em suas contas no máximo um salário mínimo (Azeredo, 1987: 85). Período de forte arrocho salarial e de grave incremento da rotatividade, os limites da poupança forçada foram ainda mais acentuados pela concentração de renda vigente no país.

Em 1975, visando-se atuar na melhoria da distribuição de renda para os trabalhadores que recebiam até cinco salários mínimos foi garantido o pagamento de um salário mínimo por ano, benefício que ficou conhecido como abono salarial ou 14º salário e que permaneceu, para a faixa de renda até dois salários mínimos, depois da Constituição de 1988¹⁷.

Na Constituição de 1988 a redefinição das finalidades do PIS-PASEP voltou-se principalmente para o equacionamento do financiamento do seguro desemprego no país. No artigo

¹⁶ Discurso do Ministro da Fazenda à época citado em Loloian, 1980, p. 24.

¹⁷ Em 2001, dados do Ministério do Trabalho e Emprego atestavam que foram gastos R\$ 978 milhões por conta do FAT para o pagamento de 5,8 milhões de trabalhadores com direito ao Abono Salarial, o qual representou cerca de

239 da Carta Constitucional ficou estabelecido que os recursos desses fundos passariam a ser destinados à sustentação do seguro desemprego e ao financiamento do abono salarial. Além disso, a Constituição, no parágrafo 1º do artigo 239 reservava 40% dos recursos do PIS-PASEP para investimentos a serem feitos pelo BNDES.

Em 11 de janeiro de 1990, a Lei 7.998 regulamentou o artigo 239 definindo as condições de habilitação ao seguro desemprego, os valores dos benefícios, a forma de pagamento, dentre outras questões. Ademais, criou o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), com os recursos do PIS e PASEP, mais o adicional a ser pago pelas empresas que apresentassem taxas elevadas de rotatividade da força de trabalho, sem, no entanto, especificar os procedimentos para arrecadação deste recurso. O FAT, como fundo coletivo, passou a ser gerido pelo Conselho Deliberativo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT), que é um órgão colegiado, de caráter tripartite e paritário, composto por representantes dos trabalhadores, dos empregados e do governo, vinculado ao Ministério do Trabalho e do Emprego.

Note-se que após a criação do FAT, em 1990, os novos fluxos de contribuições do PIS/PASEP (que antes eram empregados no pagamento das cotas de participação dos titulares, ou seja do pecúlio individual), passaram a alimentar o fundo coletivo, servindo de fonte básica de financiamento para as despesas com o seguro desemprego, o abono salarial e a carteira do BNDES. Por sua vez, os direitos dos cotistas até aquela data foram preservados pelo estoque de recursos do PIS/PASEP acumulados nos passivos do Banco do Brasil e da CEF, que assumiram as respectivas despesas correspondentes ao principal, correção monetária e juros sobre os saldos das contas individuais (Pinheiro, jun/1997). Assim, as cotas individuais do Fundo de Participação PIS-PASEP foram mantidas, como direito adquirido dos participantes, apenas cessando o fluxo de ingresso de novos recursos das contribuições naquele fundo, que passaram a constituir o FAT propriamente dito.

A arrecadação das contribuições para esse fundo assenta-se, no caso do PIS, basicamente sobre a receita operacional bruta das empresas (com alíquota de 0,65% até janeiro de 2003).¹⁸ Já o PASEP conta com 1% das receitas correntes arrecadadas mais transferências recebidas de outra entidades da administração pública (no caso da União, Estados e Municípios); 0,65% das receitas orçamentárias das autarquias e 0,65% da receita operacional bruta das empresas públicas.

70% da renda individual no mês em que o benefício foi pago. MTE, Relatório de Gestão de 2001.

¹⁸ Como também de 1% da folha de pagamento nos casos de cooperativas, condomínios e outras instituições sem fins lucrativos. Decreto-Lei n. 2.445 de 29/06/88.

Em janeiro de 2003, nova alteração, mediante a Lei nº 10.637 instituiu a não cumulatividade, ou seja, permitiu a redução dos efeitos relativos ao recolhimento em cascata, aproximando o conceito de faturamento ao de lucro líquido. Caso essa alteração se mostre viável, permitindo a manutenção do nível de arrecadação anterior, será estendida também a outras contribuições da seguridade social, tal como a Cofins.

3.4 As relações entre previdência e desenvolvimento

Após a II Guerra Mundial foi lugar comum governos recorrerem às reservas acumuladas dos sistemas públicos de previdência para investimentos na economia. Nos sistemas previdenciários ainda não maduros - e, especialmente, sob regimes de capitalização - superávits significativos foram capazes de dinamizar importantes setores da economia. Segundo o planejamento estatal, esses recursos (registrados como parcela significativa dos fundos de capital) deveriam ser canalizados para usos que viabilizassem o desenvolvimento. Consequentemente a questão sobre como despender tais fundos tornou-se crucial. Nos casos em que existiam planos de desenvolvimento, os fundos podiam ser distribuídos de acordo com prioridades nacionais explicitamente estabelecidas. Dependendo da situação e do país em questão, as prioridades podiam ser sociais, como por exemplo, educação e habitações populares ou econômicas, como transportes, energia, comunicações e indústrias de ponta.

A destinação de fundos previdenciários para investimentos produtivos podia ser vislumbrada mesmo nas conjunturas de contas deficitárias, quando não se formavam reservas. Ao se priorizar o fomento de setores de infra-estrutura, inclusive mediante o crédito subsidiado, não raro se andou na contramão de assegurar solvência ao sistema e garantias excessivas aos interesses dos segurados

No caso brasileiro, o cerne do projeto nacional-desenvolvimentista, inaugurado por Vargas na década de 1930, foi levado adiante pelo Estado tendo por base eixos explícitos de incentivo à acumulação de capital e ocupação do território nacional. O núcleo estratégico encampava a Petrobrás (e as suas encomendas à indústria naval e ao setor de bens de capital), a siderurgia, (em conjunto com a mineração e a metalurgia e com os desdobramentos regionais dos projetos da Vale do Rio Doce) e o sistema hidroelétrico e de construção rodoviária.

Além do financiamento à cabo do BNDE, as instituições de previdência participaram ativamente dessa empreitada. A tabela 3.2 apresenta as inversões do Instituto de Aposentadoria e Pensões dos Industriários (IAPI) em empresas públicas até o ano de 1954. Observando-se as carteiras

de ativos dos Institutos confirma-se que estes realizavam grande parte de seus projetos de investimento de acordo com o planejamento econômico do governo federal, reiterando as fortes ligações da previdência social e da política econômica.¹⁹

Por volta da II Guerra Mundial, a Previdência Social brasileira já se encontrava em funcionamento há mais de duas décadas. Durante esse período inicial, como geralmente ocorre, as receitas aumentaram a uma taxa muito mais rápida do que as despesas, acumulando reservas substanciais. Em 1939, as poupanças mobilizadas no setor da **previdência tradicional** (IAPs, Caixas e o IPASE) totalizaram montante equivalente a 30% da poupança governamental total, 5,9% da poupança interna bruta e 0,7% do PIB brasileiro. (Rezende e Mahar, 1974: 152)

Tabela 3.2
Investimentos do IAPI em Empresas de Economia Mista - 1954
(em 1000 R\$ de dez/2002)

EMPRESAS	VALOR
Cia. Siderúrgica Nacional	68.031
Cia. Vale do Rio Doce	2.634
Cia. Instituto Resseguros	1.441
Cia Hidroelétrica de São Francisco	6.584
Bônus do Banco do Brasil	2.722
Recolhimento para Tomada de Bônus do Banco do Brasil	31.151

FONTE: Oliveira *et alli*, 1999, p. 4.

Índice de Preços: IGP-DI

A arrecadação previdenciária continuou a crescer nos anos imediatamente posteriores à II Guerra, mas começou a diminuir em princípio dos anos 50. Ao longo da década de 60 já se evidenciava claramente a dificuldade de o setor aqui chamado tradicional gerar superávits. No entanto, aumentava a importância dos novos fundos previdenciários (primeiro o FGTS e depois o PIS e PASEP) razão pela qual, a partir de 1967, a mobilização do total de poupanças previdenciárias voltou a crescer significativamente no país. Em relação ao PIB e à poupança interna bruta, a previdência social consolidada voltou a atingir o patamar registrado em 1949. (Tabela 3.3).

¹⁹ “Quanto aos recursos ‘desviados’ no passado para fins alheios aos que deveriam guiar a política de investimentos dos IAPs, deve-se ressaltar que tal montante seria relativamente pequeno atualmente.(...) Ao capitalizarmos o montante investido pelos institutos em Brasília até 1965 a uma taxa de 3% aa obtivemos o valor de R\$ 501 milhões de 1998, o que confirmaria a hipótese aqui aventada de que o ‘desvio’ de recursos não é relevante hoje”. OLIVEIRA *et alli* (1999, p.14)

Tabela 3.3
Poupança da Previdência Social (PPS) como % do PIB, da Poupança Interna Bruta e da
Poupança do Governo: 1949-1972
%

ANOS	PPS / PIB		PPS / Poup. Interna Bruta		PPS / Poupança do Governo	
	Tradicio- nal	Tradicional e não-tradi.	Tradicio- nal	Tradicional e não-tradi.	Tradicio- nal	Tradicional e não-tradicional
1949		1.2		8.5		30.0
1950		0.9		6.0		35.2
1951		0.8		5.1		16.9
1952		0.7		4.8		18.7
1953		0.1		0.4		5.2
1954		0.1		0.6		2.6
1955		0.3		0.7		12.2
1956		0.4		2.6		34.3
1957		0.3		1.7		14.4
1958		0.5		3.3		11.6
1959		0.2		1.2		5.3
1960		0.5		3.1		10.8
1961		0.6		3.1		41.6
1962		0.1		0.7		*
1963		0.3		2.0		112.3
1964		-0.1		-0.7		**
1965		0.2		1.1		25.7
1966		0.9		5.6		28.9
1967	(0.3)	1.4	(0.2)	9.4		84.0
1968	(-0.2)	1.0	(-1.4)	6.5	(18.1)	23.1
1969	(-0.1)	1.3	(-0.2)	8.1	(-4.8)	57.7
1970***	(-0.3)	1.0	(-2.2)	6.3	(-1.7)	
1971***	(-0.2)	1.7	(1.4)	10.9		
1972***	(-0.1)	2.0	(-0.7)	12.9		

FONTE: Rezende e Mahar, 1974, p.155.

* O setor de previdência social poupou Cr\$ 8 milhões; o setor público total apresentou um déficit de Cr\$ 16,4 milhões.

** O déficit do setor de previdência social foi de Cr\$ 29,3 milhões e do setor público total de Cr\$ 94,1 milhões.

*** Estimado

NOTA: as cifras entre parênteses representam apenas o setor previdenciário "tradicional" (INPS e IPASE). Os dados relativos ao PIS e PASEP, embora calculados com base em um ano fiscal (julho/1971- junho/1972) são considerados dados relativos a 1972.

Em termos absolutos, o valor real dessa poupança após 1967 foi consideravelmente superior ao dos anos anteriores. Essa elevação deveu-se basicamente à criação do FGTS, que havia começado efetivamente a funcionar naquele ano. Entre 1967 e 1972 suas reservas brutas aumentaram quase oito vezes, em termos reais, e continuava mobilizando um fluxo de captações a um ritmo acelerado (a contribuição anual líquida do FGTS havia aumentado mais de duas vezes e meia, em termos reais). Nesse ano já contava com cerca de 7 milhões de trabalhadores, ou cerca de 80% do grupo elegível.

Assim, em fins de 1972, o **setor previdenciário consolidado** já mobilizava receitas a uma taxa mais alta que a atingida em qualquer dos anos do pós-guerra, fornecendo recursos a setores diversos da economia. Em contraste com os anos anteriores a 1967, contudo, virtualmente todo o excedente originava-se no novo setor não-tradicional compreendendo o FGTS, o PIS e o PASEP.

Por que o setor tradicional deixou de ser uma fonte de recursos para investimentos na economia? Rezende e Mahar (1974) enumeram diversos fatores para explicar o seu declínio. Para esses autores, em comparação com padrões internacionais, o sistema previdenciário tradicional funcionou de forma satisfatória como mobilizador da poupança interna nos primeiros anos que se seguiram à guerra.

Contudo, menos de 20 anos depois, a importância dessa função já havia declinado a um ponto em que a “razão poupança da previdência social/PIB situava-se no terço inferior do conjunto de países para os quais havia dados disponíveis”. Essa trajetória deveu-se, principalmente, ao:

- 1) *Pagamentos dos benefícios*. Enquanto as despesas totais elevaram-se em 18,5 vezes no período 1947-72, as receitas das contribuições de empregados e empregadores subiram apenas 7,7 vezes. Sendo o crescimento desproporcional das despesas (pelo menos no tocante às pensões - aposentadorias e mortes) explicado pela elevação do índice beneficiários/membros ativos, nesse período.
- 2) *Elevação das despesas médicas*, que estavam absorvendo 32% das contribuições sobre as folhas de pagamento em 1972, em comparação com 18,9% em 1959 e 3,6% em 1947.
- 3) *Aos atrasos e não cumprimento integral dos compromissos dos empregadores*, especialmente numa situação inflacionária, que corroía o valor das contribuições;
- 4) *Ao padrão de financiamento*. Os autores chamam a atenção para o fato de que o financiamento deveria ser compartilhado pelo segurado, empregadores e Governo Federal. Essa forma tripartite devia assentar-se sobre as contribuições sobre a folha de pagamentos, de parte dos empregados e empregadores, e sobre a “receita de impostos federais especiais vinculados a essa finalidade”. Além disso, esperava-se que esses fundos fossem suplementados por reservas investidas. À medida que evoluía o sistema, contudo, as contribuições sobre as folhas de pagamento transformaram-se na viga da estrutura de receita, - em 1959, representaram, em média, cerca de 80% da receita total corrente.
- 5) *Ao baixo retorno dos investimentos*. Em fins da década de 50 e princípios da de 60 a renda de investimentos tornou-se relativamente sem importância. Esse declínio pode ser atribuído a dois fatores: à escassez dos fundos de reserva e às baixas taxas de retorno das aplicações ..., sendo estas “resultados da inflação e de vários controles governamentais”. (Rezende e Mahar, 1974: 156-161)

Em suma, após 1967 o financiamento da indústria e da infra-estrutura logrou considerável dimensão mediante o recurso aos fundos públicos advindos da poupança previdenciária do segmento não-tradicional. Esses fundos exerceram de fato a função de fundos de capital ao financiar inversões

prioritárias para o crescimento industrial. Para M. C. Tavares, os governos militares consideravam imprescindível para o desenvolvimento nacional o aprofundamento da coexistência entre empresas públicas, estrangeiras e nacionais (o chamado tripé da economia brasileira). Nessa perspectiva, foi

“promulgado o Decreto 400, que tornava mais autônoma a gestão das empresas estatais e foi criado um fundo parafiscal (o FGTS) de poupança forçada dos trabalhadores, como instrumento político de financiamento à construção civil, com mecanismos de indexação das dívidas contratuais dos mutuários. Mais tarde, já no ‘milagre econômico’ do Delfim Neto, foi criado o PIS-PASEP (novamente um fundo parafiscal), para dar financiamento privilegiado à grande empresa nacional através do BNDES”. (Tavares, 1999: 465)

Revisitando as contas nacionais Werner Baer concluiu que a poupança brasileira apresentou um crescimento notável a partir do final da década de 50, quando a poupança interna atingiu 17,5% do PIB em 1959. Em 1973, esse número havia aumentado para 21%. De acordo com esses dados, a maioria do incremento na poupança veio do setor governamental - tendo a relação poupança do governo/PIB crescido de 5,1% em 1959 para 8,4% em 1973. O autor estimou, ainda, que a soma de vários recursos de programas sociais, “que representavam poupança forçada (o fundo de desemprego FGTS, PIS-PASEP, que não existia em 1959) representou cerca de 14% do total da poupança interna em 1973”. Juntamente com a poupança do governo daquele ano, foram responsáveis por 52% da poupança total. (Baer, 1996: 98).

3.5 Os Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores e o Sistema Financeiro Nacional: o financiamento de longo prazo antes da Reforma Financeira de 1964/1965

De uma forma muito genérica pode-se afirmar que para ser funcional ao processo de crescimento econômico um sistema financeiro precisa apresentar uma significativa capacidade de geração de crédito e de *funding* e, também, se consolidar com uma dimensão adequada ao processo de desenvolvimento. Se o desenvolvimento econômico abre a possibilidade da existência de sistema financeiro com esses atributos, não é verdade contudo que garanta a sua edificação. Os percalços na construção dessas instituições revelam as alternativas possíveis associadas às contingências específicas que podem ser identificadas sob os formatos dos sistemas nacionais resultantes. Alguns dos objetivos não alcançados da reforma financeira brasileira de 1964/65 podem ser ilustrativos dessas dificuldades, conforme veremos a seguir.

O financiamento da industrialização brasileira atravessou diferentes fases. Em linhas gerais

pode-se afirmar que antes da reforma financeira de 1964/65 a inadequação do padrão de financiamento da economia brasileira era atribuída, em grande parte, à ausência de instituições e instrumentos que favorecessem o endividamento público e seu financiamento não inflacionário e de longo prazo. Isto se devia em grande medida ao fato de que os gastos públicos crescentes eram financiados com déficits também crescentes, mediante créditos do Banco do Brasil (ver Serra, 1998: 93). Assim, o financiamento do déficit público através da emissão de moeda ou da elevação dos adiantamentos do Banco do Brasil ao Tesouro exercia o mesmo efeito que a expansão primária dos meios de pagamento.²⁰ O crescimento do crédito privado, por sua vez, também ocorreu fundamentalmente pela expansão primária dos meios de pagamentos, aumento dos depósitos à vista e, ainda, por meio do déficit público. Esse arranjo, ao mesmo tempo que convivia com juros reais baixos (e até negativos), implicava em inflação e notórias dificuldades para o financiamento do Tesouro pelo recurso da dívida pública.

Há que se destacar, como exceção, a criação em 1952 do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e sua importância crescente para o financiamento de longo prazo, especialmente a partir do Plano de Metas do governo Juscelino. No momento da criação do Banco a principal fonte de recursos financeiros foi o Fundo de Reparelamento Econômico, formado por um adicional ao imposto de renda.²¹ Além deste fundo fiscal, até 1961 cerca de 11% das disponibilidades financeiras do BNDE correspondiam a recursos vinculados com destinação especificada em lei²², os quais o BNDE não tinha interferência sobre o seu recolhimento, embora tivesse como influenciar os investimentos assumindo de fato o planejamento dos setores de infra-estrutura, mais precisamente transportes e energia. Ressalte-se que a criação desses fundos específicos permitiram a liberação de parcela importante do Fundo de Reparelamento Econômico para as aplicações nas indústrias de

²⁰ Para Sochaczewski (1980: 201) o governo lançou-se à criação primária de moeda, ou seja a essa “fonte ilimitada de poupança forçada” para financiar os gastos públicos na década de 50 (Plano de Metas). No entanto, este mecanismo tem fôlego curto quando a inflação se acelera, segundo o autor. “Por um lado, as despesas se elevam com o mesmo ritmo da inflação, o que não ocorre com as receitas (...). Por outro lado, se o governo está comprometido em um programa de estabilização, o gasto público é a primeira vítima do programa ao se tentar reduzir a expansão primária de moeda, (...) que recai em geral sobre os investimentos”.

²¹ A Lei de sua criação (Lei 1474 de 26 de novembro de 1951) definiu o compromisso de se restituir ao contribuinte, em títulos especiais da dívida pública, o montante do respectivo tributo acrescido de bonificações correspondentes aos juros. Sobre a criação do BNDE, além dos Relatórios Anuais do BNDE, ver Maia (1987).

²² Dentre os fundos específicos, destacaram-se o Fundo Federal de Eletrificação (Lei 2308/54), Imposto Único sobre Energia Elétrica (Lei 2308/54), Fundo de Renovação e Melhoramento das Ferrovias (Decreto 37686/55), Fundo Nacional de Pavimentação (Lei 2698/55), Fundo Especial para Substituição de Ramais Ferroviários Deficitários (Lei 2698/55), Fundo de Marinha Mercante (Lei 3381/58) e Fundo Portuário Nacional (Lei 3421/58).

base. Assim, o financiamento do desenvolvimento dependeu, primeiramente, dos fundos fiscais e, em seguida, dos fundos de poupança compulsória administrados pelo BNDE²³.

3.6 A Reforma Financeira de 1964/65 e o Financiamento de Longo Prazo

O sistema financeiro brasileiro viu-se profundamente alterado pelas medidas adotadas nos anos de 1964 e 1965. Essas, contudo, não foram as únicas iniciativas do governo militar para reformar as instituições e fazer frente à crise econômica que se iniciara em 1962 e que revelava, de forma inédita nesse país, os movimentos cíclicos típicos da dinâmica capitalista propriamente dita. Assim, o período das reformas apresentou-se como uma transição até a retomada para um novo surto de crescimento, agora sob “o comando do Departamento de Bens de Consumo Capitalista”, conhecido como o do milagre brasileiro, que se estendeu de 1967 até 1974. (Cardoso de Mello e Belluzzo, 1998: 165)

As mudanças no arcabouço da política econômica contemplaram um vasto campo para intervenção - desde uma substancial elevação das receitas fiscais (passando pelo crescimento da dívida pública), até a organização de subsistemas especializados de crédito (por exemplo, ao consumidor e à construção habitacional). Mediante a criação de bancos de investimento e do desenvolvimento do mercado de ações explicitou-se a intenção de montar um subsistema privado de financiamento ao investimento. Adicionalmente vieram medidas voltadas ao comércio exterior e, também, um certo afrouxamento da legislação sobre o capital estrangeiro. (Cardoso de Mello e Belluzzo, 1998: 165 e Serra, 1998: 101).

No tocante ao sistema financeiro especificamente, as diversas iniciativas mostraram-se orgânicas no redesenho do sistema, buscando uma reorganização que o fortalecesse e especializasse. Nessa medida, caberia aos bancos comerciais o financiamento do capital de giro das empresas, às financeiras suprir o crédito para o consumo de bens duráveis e a “um novo personagem” - o banco de desenvolvimento - o financiamento privado de longo prazo. O mercado acionário, por seu turno, deveria passar a cumprir com a tarefa de tornar líquidos os ativos, além de concentrar e canalizar

²³ Como veremos adiante, a despeito das transformações ocorridas na década de 1990, o BNDES continuou sendo a única instituição provedora de recursos internos de longo prazo, embora seu papel de fomento tenha sido em grande parte descaracterizado ao longo dos anos 90 (ver FUNDAP, 1999).

recursos para a capitalização das empresas²⁴. Coerente com a fórmula propalada para o mercado de capitais, foi criado o Banco Nacional de Habitação (BNH), que amparado por recursos do FGTS, destinava-se a estimular o setor da construção civil.

Segundo Lessa (1978: 144) o papel do setor da construção civil nesse momento extrapolava os limites de suas atividades afins e transbordava em forte influência sobre as determinações da política econômica. Esse setor encontrava-se entre os dois mais importantes “pactos” que soldavam as diferentes frações de capital, impondo limites à ação do próprio Estado. O primeiro traduzia-se no “*bloco da grande engenharia nacional*” com articulações com o capital industrial nacional e estrangeiro, cujo investimento público, notadamente na área de transportes, garantia uma forte demanda de obras civis. O segundo pacto, que soldava frações de capital mercantil e financeiro via a “*indústria da construção civil*”, articulou-se por volta da década de 60 em torno 1) das diferentes esferas de governo através dos investimentos públicos em redes viárias, infra-estrutura urbana e construção imobiliária e, 2) dos poderes locais (administrativo/legislativo) em operações de valorização fictícia de terras – mudanças de gabarito, especulação imobiliária etc. Para o autor, ao assumir a tarefa de mobilização de capitais na órbita financeira, bancando liquidez (“em segunda linha”) para o sistema financeiro da habitação, o Estado oferecia “outra face para este pacto”.

De forma sintética, os objetivos propalados pelo governo acerca da reforma do setor financeiro após 1964 eram, basicamente, “*a regularização do mercado monetário*”, mediante maior poder de controle das autoridades monetárias para atuar sobre a base monetária e combater a inflação; a “*regulamentação do mercado financeiro*” de modo a prover as atividades produtivas com fluxos financeiros estáveis e a taxas de juros mais elevadas, visando ademais combater o mercado paralelo e as instituições não formais; e o “*aperfeiçoamento do mercado de capitais*” para estimular o desenvolvimento de um mercado privado de fundos de longo prazo. (Ver Zini Jr, 1982: 73, 81 e 84). Aqui foram depositadas grandes esperanças nos bancos de investimento. Além do mais, para reforçar a captação de recursos foram criados diversos fundos (Fundo 157, FUNDECE, regulamentação dos Fundos de Pensão, dentre outros).

A reforma do setor financeiro e as redefinições dos mecanismos gerais de financiamento ocorridas em 1964/65 de fato impulsionaram o crescimento das relações de débito-crédito na economia brasileira. Contudo, fracassaram no intuito de promover o mercado privado de capitais.

²⁴ “Para impulsioná-lo, imaginou-se a criação de Fundos de Investimento formados com recursos deduzidos do Imposto

Como destacou M. C. Tavares (1998: 129), as fontes de financiamento da formação de capital das empresas continuaram passando ao largo do segmento privado. Assim, as formas de acesso das empresas ao financiamento continuariam sendo a acumulação interna de lucros ou o recurso a fontes externas (como o crédito de supridores internacionais para compra de equipamentos) ou, ainda, o crédito interno de longo prazo concedido pelo BNDE para as indústrias domésticas, pelo SFH à construção civil e pelo Banco do Brasil à agricultura. Este processo apresentou várias implicações, dentre elas interessa-nos particularmente o crescente acesso da grande empresa nacional aos créditos subsidiados dos bancos oficiais, especialmente do BNDE, que deixou de ser o banco do setor público por excelência. Por volta do II PND Lessa chama a atenção para as dificuldades enfrentadas para o financiamento das empresas estatais, indicando que no orçamento do ano de 1976 o sistema BNDE/BNH/BNB/BASA privilegiava explicitamente o setor privado.²⁵

No seu formato pós-reforma, com acentuada segmentação e especialização entre as principais modalidades de crédito, já se apresentavam as principais características do sistema financeiro nacional até os anos 80:

- alto grau de conglomeração das instituições financeiras;
- estreita vinculação com o mercado financeiro internacional²⁶
- fracas ligações entre o setor financeiro e os interesses dos setores produtivos, cuja evidência era o incipiente desenvolvimento do mercado emissor de ações e debêntures;
- coexistência de três unidades de conta: valores contratados em termos nominais; valores vinculados a divisas estrangeiras e os contratos com cláusulas de correção monetária;
- proliferação de linhas de crédito seletivas, fundos setoriais, condições de crédito diferenciadas por tipo de operação etc fazendo com que o sistema efetivamente operasse com uma vasta gama de taxas de juros, desde muito negativas até muito

sobre a Renda”. Belluzzo e Cardoso de Mello, 1998: 167

²⁵ “Prevía-se destinação, preponderantemente, ao setor privado dos recursos de fundos de poupança geridos por órgãos oficiais (PIS-PASEP e FGTS, principalmente). Assim como dos mecanismos de incentivos fiscais (Sudene, Sudam, CDI) e da ação financiadora dos bancos oficiais. Descentralização, ao máximo, da aplicação dos recursos do fundo PIS/PASEP. No primeiro aspecto, note-se que, do seu orçamento de quase Cr\$ 40 bilhões no corrente exercício, o BNDE já irá destinar a projetos privados 90%, isto é cerca de 36 bilhões” Lessa, 1978, p. 156. Para esse autor assim ficava clara a subordinação da empresa estatal aos interesses maiores dos “pactos” vigentes na economia brasileira.

²⁶ Para “captar poupança externa” regulamentou-se a Lei 4131/61 para que fosse possível a entrada de aportes financeiros por mais de doze meses, intermediados por bancos de investimento. Ademais baixou-se a instrução 289/65 da SUMOC permitindo às empresas estrangeiras ampla flexibilidade na ‘importação’ de capital de giro; e finalmente – ante os reclamos de iniquidade de empresários brasileiros – permitiu-se pela Resolução 63/67 que os bancos comerciais e de investimento realizassem operações de captação e repasse de recursos externos para o mercado interno.

positivas (Zini Jr, 1982: 182);

- prática de taxas de juros reais internas superiores às do mercado internacional de crédito, dada a instituição da correção monetária para ativos financeiros e a política de minidesvalorizações cambiais (Cruz, 1993: 4)

Em suma, com esse contexto institucional e macroeconômico a formação de capital no país manteve-se atrelada às reinversões dos lucros acumulados (sobretudo para as empresas multinacionais), aos financiamentos de agências oficiais (para as empresas privadas nacionais) e ao endividamento externo (especialmente para empresas estatais). Na verdade, vários dos grandes projetos públicos, muitos dos quais deslanchados por ocasião do II PND, modificaram, na segunda metade da década de 70, sua estrutura de financiamento a favor de empréstimos externos. Segundo Davidoff Cruz isso se devia a diversos fatores decorrentes do próprio modelo de desenvolvimento perseguido na época. Dentre eles: a erosão da capacidade de autofinanciamento das empresas estatais (decorrente da política de preços e tarifas para bens e serviços públicos que privilegiava apenas a contenção dos índices inflacionários); a política de contenção do gasto público (que implicava em menor disponibilidade relativa de recursos orçamentários para os diferentes programas e projetos em andamento), além da orientação governamental de reservar os recursos disponíveis no sistema financeiro doméstico ao setor privado. Dados tais vetores, a tomada de recursos junto aos bancos internacionais acabava por constituir o caminho “natural” para o financiamento dos projetos das empresas estatais. **“Esse padrão de financiamento ficou claramente explicitado no biênio 1977/78, quando era abundante a disponibilidade de crédito internacional e quando se tornaram maiores as restrições para a mobilização de recursos internos, próprios e de terceiros, por parte das empresas estatais”.** (Cruz 1999: 191 e 192, grifo nosso)

Ao se frustrarem as pretensões de um financiamento de longo prazo baseado no segmento privado do sistema financeiro se reforçou, de outro lado, o papel do Estado, tendo os fundos públicos como esteio, conforme veremos a seguir.

3.7 O auge dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores e do crédito oficial no contexto dos anos 60 e 70

Embora a crise, ou mais propriamente a desaceleração cíclica, da economia brasileira no início dos anos 1960 possa ser considerada como o resultado do “sobreinvestimento” nos setores dominantes, o novo ciclo expansivo após as reformas econômicas do regime militar teve como pressuposto a estrutura produtiva constituída em meados dos anos 50 e o mesmo eixo de expansão e dinamismo: o setor de bens de consumo duráveis, o seja, a indústria automobilística e a da construção civil. (Carneiro, 1991)

No final da década de 1960 assistiu-se a dois fortes movimentos no tocante ao financiamento das atividades econômicas brasileiras. Esses, à primeira vista, podem parecer paradoxais. De um lado, uma incontestável expansão do crédito interno, verificada pelo desempenho de todos os agentes do sistema financeiro reformulado. De outro, um forte posicionamento de engate ao sistema financeiro internacional, que caracterizou o início do “primeiro grande impulso da dívida externa brasileira em sua história recente”, nas palavras de Cruz (1999: 19). Esse segundo expediente de financiamento foi apresentado como o caminho necessário de um ciclo expansivo para uma economia “em desenvolvimento”, à despeito da pronta resposta observada pelo desempenho das instituições de financiamento do país e, principalmente, da inexistência de desequilíbrios da balança comercial no quinquênio 1969/73 e, em decorrência, de “qualquer pressão indutora da tomada de capitais de empréstimo”. Logo, de acordo com Cruz (1999: 22) “a contrapartida do significativo impulso sofrido pela dívida externa deve ser buscada na esfera das relações financeiras com o *resto do mundo* e não na suposta necessidade de superar *constrangimentos* do setor externo”, considerando-se inclusive que as contratações líquidas de empréstimos e financiamentos tiveram como contrapartida principal a formação de reservas internacionais.

Atendo-nos especificamente ao financiamento interno, no período de aceleração da atividade econômica de 1967 a 1969, o total de empréstimos para o setor privado cresceu 35,10 % ao ano, em termos reais, puxado principalmente pelo sistema não bancário e pelo SFH. (Tabela 3.4). Destaca-se o desempenho dos bancos de fomento, dentre eles o BNDE. Trata-se de taxas de crescimento do crédito extraordinariamente elevadas, especialmente se comparadas ao não crescimento, em termos reais, do crédito bancário na década de 1955 a 1965.

O financiamento da produção e do consumo correntes efetuado pelo sistema bancário e pelas

financeiras cresceu cerca de 27% e 32%, respectivamente, entre 1967-69, ilustrando o papel do crédito para a retomada do crescimento econômico calcado nos bens de consumo duráveis. O próprio Banco do Brasil, que direcionava metade dos empréstimos à agricultura, expandiu seus créditos à taxa média real de 31,30% - o que não se repetiria nem na fase do auge do ciclo (1970-1973).

Tabela 3.4
Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado (Não Financeiro):
Taxas de crescimento real
(%)

Período	1967/1969	1970/1973	1974/1977	1978/1980
SISTEMA BANCÁRIO	26,80	20,70	15,10	0,10
Banco do Brasil	31,30	21,20	20,60	-3,80
Bancos Oficiais(Fed e Est)	21,90	20,70	15,90	2,30
Bancos Privados	25,60	20,10	9,00	2,80
SIST. NÃO BANCÁRIO	57,80	39,60	15,10	0,10
Financeiras	31,70	41,50	-0,40	-0,80
Bancos de Investimento	118,90	46,30	9,10	0,90
BNH (Líquido)	84,20	17,30	4,30	13,10
Total (Bruto)	123,90	33,20	22,50	5,20
Menos Repasses	223,90	47,30	29,10	3,50
Soc. Créd. Imobiliário	391,40	66,90	17,90	0,90
APES	0,00	42,30	34,30	7,10
CEF	26,90	40,00	29,90	1,00
Caixas Estaduais	36,40	38,50	28,30	-1,70
BNDE (Líquido)	46,60	9,00	35,90	0,10
Total (Bruto)	17,20	26,40	43,40	4,90
Menos Repasses	22,70	42,50	31,80	11,20
Bancos Estaduais de Des.	119,50	48,60	34,90	0,60
BNCC	29,70	2,30	32,70	16,60
TOTAL	35,10	28,40	15,10	0,10
SIST. FIN. HABIT.	141,80	37,90	25,10	0,50

FONTE: Zini Jr. (1982, 130); Índice de Preços - IGP-DI

Já o BNDE, através do sistema nacional de bancos de desenvolvimento (BD), operava repasses para os agentes financeiros estaduais em um esquema de divisão de trabalho pelo qual os BDs estaduais passaram a atuar cada vez mais nas faixas das médias e pequenas operações e o BNDE com os grandes projetos. Em 1967 o BNDE em conjunto com o BNCC (Banco Nacional de Crédito Cooperativo) e com os bancos de desenvolvimento regionais ofertaram cerca de 3% do total de empréstimos ao setor privado. Esta participação cresceu para 10% em 1980, se considerados apenas os créditos diretos desses agentes. Considerando-se especificamente o BNDE no total de crédito do

sistema financeiro, os créditos brutos (emprestados ou repassados para outros agentes)²⁷ atingiram 12,2 % no final da década. Já seus créditos líquidos (os quais excluem repasses) passaram de 2,6% em 1967 para 6,6% em 1980, acusando as seguintes taxas médias anuais de crescimento sob valores constantes: 46,6% entre 1967/69; 9,0% no período de 1970-73 (recuou ao mesmo tempo que o investimento privado se expandiu) e crescimento à taxa de 35,9% em 1974-77 (em função do II PND). Esses dados atestam o crescimento do crédito das agências de fomento ao longo do período, que não são nada desprezíveis no conjunto do sistema e o seu papel anti-cíclico.

Por sua vez, a comparação com a atuação dos bancos de investimento, que supostamente deveriam ser o novo filão para o financiamento de longo prazo da economia, ilustra as dificuldades de se constituir instituições com esse perfil no segmento privado do setor financeiro nacional. Em 1971, empréstimos para capital de giro representaram mais de 80,6% dos recursos não vinculados (ou seja, não atrelados aos fundos públicos ou externos) aplicados pelos bancos de investimento. Logo, estes já iniciaram sua atuação operando com certificados de depósitos com elevadas taxas de juros e com transferências de fundos arregimentados no exterior pela Resolução 63 (Studart, 1992: 170).

Ressalte-se que essa forte expansão do crédito ocorreu após o período imediatamente anterior caracterizado pelo rígido controle da liquidez levado a cabo por Campos e Bulhões. Diante do aumento do gasto público, da política monetária expansionista e do incentivo à ampliação do crédito a economia reencontrou a rota do crescimento após quase seis anos de declínio. O impulso à retomada da demanda, acompanhada da expansão dos financiamentos, em um contexto de elevada capacidade ociosa, pôde deslanchar uma vigorosa fase de crescimento do produto.

Ainda do ponto de vista da aplicação, observa-se pela tabela 3.4, que de 1970 a 1973 a expansão do financiamento continuou a taxas elevadas: 28,4% ao ano. Neste período de auge do ciclo de negócios destacaram-se principalmente as Financeiras, os Bancos de Investimento e o SFH.

Em linhas gerais, o setor bancário acompanhou o crescimento da economia, assegurando liquidez para a atividade corrente. As necessidades de recursos de terceiros foram largamente supridas pelo setor financeiro, quer utilizando mecanismos genuínos de captação de recursos e concessão de crédito, quer recorrendo aos repasses de recursos oficiais ou externos.

Note-se que, de um lado, o setor privado estava obtendo massas de lucros consideráveis, o

²⁷ O BNDE exercia suas atividades **repassando recursos** para a rede privada de bancos de investimento, bancos comerciais, bancos de desenvolvimento; **concedendo créditos diretamente** ou **dando seu aval** para a captação de financiamentos externos.

que permitiu que o auto-financiamento amparasse as elevadas taxas de crescimento patrimonial. De outro, observou-se um crescimento significativo do endividamento devido à necessidade de capital fixo e também de capital de giro pelas empresas, dadas as taxas de crescimento dos ativos e da produção corrente. Porém, em que pese a elevação dos investimentos neste período de auge, observou-se uma nítida desaceleração dos financiamentos dos bancos de fomento. (Zini Jr, 1982: 131-134 e 150 e Tavares, 1998: 135)

Já no período seguinte (1974 a 1977), quando se deu a reversão do ciclo econômico, é interessante notar como houve uma retração instantânea das instituições privadas e um retomada das instituições públicas. A transferência da gestão dos recursos do PIS e do PASEP para a esfera do BNDE desempenhou papel chave na expansão dos empréstimos do Banco à taxa de 43,4% ao ano (a taxa mais elevada desde a sua fundação). A expansão dos empréstimos do Banco do Brasil (20,6%), do BNDE (43,4% - total bruto) e SFH (25,1%) exerceu, desse modo, certo papel anti-cíclico em consonância com os gastos públicos proporcionados pelo II PND. Já as instituições privadas (exceção à parcela privada do SFH²⁸) ajustaram-se de forma extremamente rápida à desaceleração da atividade econômica. De 1974 a 1977, os bancos comerciais expandiram seus créditos apenas 9,0% ao ano (contra 15,1% do sistema bancário) as financeiras -0,4% e os bancos de investimento 9,1%. Ou seja, “o setor financeiro privado atuou de modo a ampliar a tendência depressiva e o setor público a contrabalançá-la”. (Zini Jr. 1982: 133)

Contudo, nos últimos três anos da década até os bancos de fomento passam a acusar claros sinais de retração. Assim, os empréstimos do BNDE só se expandem à taxa de 0,1% ao ano entre 1978 e 1980. Mesmo o SFH sofreu uma drástica desaceleração, apresentando uma taxa de crescimento médio de apenas 0,5% no período.

²⁸ Os depósitos de poupança cresceram cerca de 40% ao ano em termos reais entre 1974 e 1977.

3.8 A contribuição dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores para o estoque da riqueza financeira nos anos 60 e 70

No tocante à fontes de recursos, ou seja, do ponto de vista do passivo do sistema, ao longo da década de 70 a principal fonte do BNH foi o FGTS, que sustentou mais de dois terços de seu volume de aplicações. Os recursos próprios responderam por apenas 10,7% do total em 1979, enquanto o FGTS por cerca de 80% até 1973, caindo para a casa dos 70% no final da década. (tabela 3.5)

Tabela 3.5
Composição Percentual das Fontes de Recursos do BNH
(%)

FONTES	1968	1970	1973	1975	1979
Recursos Próprios	13,1	12,7	16,5	19,3	10,7
FGTS	80,2	81,3	79,5	68,8	69,0
Agentes do BNH	1,0	2,0	1,3	1,8	2,7
Letras do BNH	3,4	2,0	0,9	0,4	0,2
Outras	2,3	2,0	1,8	9,7	17,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE Zini Jr (1982: 350).

Já com relação ao PIS-PASEP, em 1979, os recursos repassados ao BNDE atingiram 46% do passivo do Banco (Azeredo, 1987). Note-se que cerca de 60% dos recursos arrecadados do PIS-PASEP dirigiram-se para o BNDE (Zini, 1982: 342). De fato, o reforço proveniente dos recursos do PIS/PASEP permitiu ao BNDE retomar suas linhas tradicionais com financiamentos a prazo de até 15 anos e amplos períodos de carência. Ademais, reativou com mais fôlego o financiamento de capital de giro de empresas industriais. Os bancos de desenvolvimento regional e os bancos estaduais integrantes do sistema acompanharam o padrão BNDE, especialmente após essa duplicação de sua capacidade financeira.²⁹

Com base na tabela 3.6, que apresenta a estrutura do passivo do setor financeiro e as diferentes unidades de conta à época (moeda corrente, moeda indexada e moeda estrangeira) é possível dimensionar a importância relativa dos Fundos Patrimoniais como fontes de recursos. Este

²⁹ Para Lessa (1978: 87) na prática os agentes eram “enquadrados” segundo as diretivas do poder central, cuja centralização atingiu seu ponto culminante no II PND.

período é marcado por um inexorável processo de indexação dos haveres financeiros. Assim, de uma situação em que o setor nominal (que contratava em moeda corrente - Cruzeiros) participava com 70,9% do passivo do setor financeiro, passou-se para uma que este correspondia a apenas 32,1% em 1980. Dado o crescimento da inflação, a disseminação da indexação pela via da correção monetária e a maior facilidade para a captação de recursos externos, esse período foi marcado por uma retração brutal do setor nominal e uma vigorosa expansão dos setores real e externo (Silva, 1981 e Galvão e Garcia, 1982). Note-se ainda o papel decisivo do setor público na estrutura da intermediação financeira, cuja busca de recursos empreendida, instituindo novas fontes de captação (notadamente de poupança compulsória), proporcionou uma diversificação notável das fontes de recursos disponíveis.

Observe-se que antes mesmo dos aportes do PIS/PASEP, ou seja até o final dos anos 60, o FGTS já representava 5,0% e 6,5%, em 1968 e 1969 respectivamente, do passivo do setor financeiro nacional. Com a entrada do PIS-PASEP esta parcela passa a elevar-se sistematicamente ao longo dos anos 70, passando em 1978 a rivalizar com a magnitude de recursos atribuídos à poupança voluntária do setor público de 15,9% do total (frente aos 15,0% da poupança compulsória do governo).

No ano de 1980 a estrutura da riqueza financeira no Brasil era tal que mais de dois terços apresentava-se em moeda indexada ou em moeda estrangeira. Sendo que a poupança compulsória do governo (indexada) equiparava-se ao montante da poupança voluntária e equivalia à metade dos recursos captados no exterior. Em conjunto, os Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores, que representavam 6,5% da Poupança Interna Bruta em 1970, atingiram 19,7% desse total em 1979.

Tabela 3.6

PASSIVO DO SETOR FINANCEIRO NACIONAL (1968-1980)
(Saldo em fim de período)

		Milhões de Cruzeiros																									
		1968		1969		1970		1971		1972		1973		1974		1975		1976		1977		1978		1979		1980	
		VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%
I - CRUZEIROS		27107	70,9	36190	65,3	47719	59,8	72469	60,0	112023	57,6	171866	58,4	216084	50,8	327122	48,2	459273	43,8	677896	42,5	1035023	40,7	1671711	35,7	2570167	32,1
SETOR PÚBLICO		11940	31,2	15496	28,0	20200	25,3	29255	24,2	45163	23,2	69292	23,5	87256	20,5	142139	21,0	211593	20,2	323326	20,3	482562	19,0	765493	16,4	1073711	13,4
Moeda em Poder do Público		4080	10,7	5389	9,7	6719	8,4	8555	7,1	11547	5,9	16427	5,6	20807	4,9	31031	4,6	46193	4,4	65205	4,1	94073	3,7	167315	3,6	290711	3,6
Dep a vista Bcos Oficiais e Caixa		7352	19,2	9759	17,6	12219	15,3	15791	13,1	21551	11,1	32883	11,2	46552	10,9	64958	9,6	90195	8,6	124699	7,8	170476	6,7	292158	6,2	475176	5,9
Dep a Prazo Bcos Oficiais		508	1,3	348	0,6	562	0,7	1029	0,9	1861	1,0	2582	0,9	5097	1,2	8750	1,3	5801	0,6	12421	0,8	23505	0,9	35991	0,8	49063	0,6
Letras do Tesouro Nacional		0	0,0	0	0,0	700	0,9	3880	3,2	10204	5,2	17400	5,9	14800	3,5	37400	5,5	69404	6,6	121001	7,6	194508	7,6	270029	5,8	258761	3,2
SETOR PRIVADO		15167	39,7	20694	37,3	27519	34,5	43214	35,8	66860	34,4	102574	34,9	128828	30,3	184983	27,3	247680	23,6	354570	22,2	552461	21,7	906218	19,4	1496456	18,7
Dep a Vista Bcos Comerciais		9849	25,8	13059	23,6	16505	20,7	21920	18,1	30731	15,8	44525	15,1	57826	13,6	83356	12,3	111957	10,7	152366	9,5	218541	8,6	376617	8,1	656941	8,2
Dep a Prazo Bcos Comerciais		933	2,4	1755	3,2	3148	3,9	6901	5,7	15156	7,8	23229	7,9	28394	6,7	45818	6,8	67331	6,4	120633	7,6	202952	8,0	342917	7,3	564946	7,1
Letras de Câmbio		4385	11,5	5880	10,6	7866	9,9	14393	11,9	20973	10,8	34820	11,8	42608	10,0	55809	8,2	68392	6,5	81571	5,1	130968	5,1	186684	4,0	274569	3,4
II - UPC		6987	18,3	12265	22,1	20712	26,0	30367	25,1	48188	24,8	73553	25,0	125961	29,6	219204	32,3	363742	34,7	572775	35,9	891924	35,1	1532943	32,8	2960313	37,0
SETOR PÚBLICO (voluntário)		4452	11,6	7426	13,4	12519	15,7	16492	13,6	24306	12,5	34867	11,9	59817	14,1	114069	16,8	182715	17,4	273829	17,2	403371	15,9	672619	14,4	1350267	16,9
Dep de Poupança		183	0,5	526	0,9	1788	2,2	3261	2,7	6390	3,3	10465	3,6	21118	5,0	39758	5,9	74578	7,1	122135	7,7	192631	7,6	335761	7,2	608957	7,6
Letras Imobiliárias do BNH		80	0,2	108	0,2	148	0,2	176	0,1	220	0,1	226	0,1	281	0,1	329	0,0	422	0,0	548	0,0	733	0,0	1046	0,0	1575	0,0
ORTN		3491	9,1	5881	10,6	9412	11,8	11565	9,6	15975	8,2	20944	7,1	32969	7,8	60112	8,9	84397	8,0	119390	7,5	163046	6,4	251159	5,4	589240	7,4
Outros Títulos Federais		44	0,1	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	32	0,0	36	0,0	88	0,0	101	0,0	296	0,0	340	0,0	384	0,0
Títulos Estaduais e Municipais		654	1,7	911	1,6	1171	1,5	1490	1,2	1721	0,9	3232	1,1	5417	1,3	13834	2,0	23230	2,2	31655	2,0	46665	1,8	84313	1,8	150111	1,9
SETOR PÚBL (poupança compulsória)		1902	5,0	3611	6,5	6040	7,6	10401	8,6	17764	9,1	28738	9,8	50331	11,8	81051	11,9	138709	13,2	233540	14,6	380357	15,0	660440	14,1	1219739	15,2
FGTS		1902	5,0	3611	6,5	6040	7,6	9813	8,1	14788	7,6	20982	7,1	32897	7,7	48413	7,1	79011	7,5	128749	8,1	206172	8,1	347107	7,4	631156	7,9
PIS		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	296	0,2	1628	0,8	4154	1,4	10192	2,4	20594	3,0	38886	3,7	69235	4,3	116813	4,6	209468	4,5	406573	5,1
PASEP		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	292	0,2	1348	0,7	3602	1,2	7242	1,7	12044	1,8	20812	2,0	35556	2,2	57372	2,3	103865	2,2	182010	2,3
SETOR PRIVADO		633	1,7	1228	2,2	2153	2,7	3474	2,9	6118	3,1	9948	3,4	15813	3,7	24084	3,6	42318	4,0	65406	4,1	108196	4,3	199884	4,3	390307	4,9
Depósitos de Poupança		69	0,2	141	0,3	294	0,4	522	0,4	1323	0,7	3657	1,2	7807	1,8	15476	2,3	32961	3,1	55145	3,5	98029	3,9	187981	4,0	375820	4,7
Letras Imobiliárias		564	1,5	1087	2,0	1859	2,3	2952	2,4	4795	2,5	6291	2,1	8006	1,9	8608	1,3	9357	0,9	10261	0,6	10167	0,4	11903	0,3	14487	0,2
		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SUBTOTAL		34094	89,2	48455	87,4	68431	85,8	102836	85,1	160211	82,3	245419	83,4	342045	80,4	546326	80,5	823015	78,5	1250671	78,4	1926947	75,7	3204654	68,5	5530480	69,1
III - DÓLARES		4148	10,8	6980	12,6	11308	14,2	17992	14,9	34358	17,7	48817	16,6	83352	19,6	132069	19,5	225815	21,5	345531	21,6	617134	24,3	1472618	31,5	2477178	30,9
Lei 4131 de 03/09/62		0,0	0,0	3474	6,3	6188	7,8	10790	8,9	20525	10,5	33459	11,4	58162	13,7	97784	14,4	167098	15,9	261002	16,4	464430	18,3	1143317	24,4	1826566	22,8
Instrução 289 de 14/01/65		0,0	0,0	1625	2,9	1887	2,4	1861	1,4	1289	0,7	442	0,2	512	0,1	418	0,1	505	0,0	430	0,0	565	0,0	821	0,0	590	0,0
Resolução 63 de 21/08/67		0,0	0,0	1881	3,4	3233	4,1	5541	4,6	12544	6,4	14916	5,1	24678	5,8	33867	5,0	58212	5,6	84099	5,3	152139	6,0	328480	7,0	650022	8,1
TOTAL		38242	100,0	55435	100,0	79739	100,0	120828	100,0	194569	100,0	294236	100,0	425397	100,0	678395	100,0	1048830	100,0	1596202	100,0	2544081	100,0	4677272	100,0	8007658	100,0

FONTE: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal (1973, 1975, 1976, 1980 e 1981); PEREIRA (1974); GALVÃO e GARCIA (1981).

NOTAS: (a) para transformação dos empréstimos em moeda estrangeira, expressos em "dólares" para o "cruzeiro" utilizou-se a taxa de câmbio de "fim de período" (fim de dezembro do INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (anual de 1981)); (b) moeda em poder do público;

(c) depósitos à vista nos Bancos Comerciais Oficiais (Federais e Estaduais, inclusive Banco do Brasil e Caixa); (d) depósitos a prazo nos Bancos Comerciais Oficiais; (e) total de LTNs emitidos pelo Tesouro

(f) depósitos à vista nos Bancos Comerciais Privados; (g) depósitos a prazo nos Bancos Comerciais Privados e nos Bancos de Investimento (h) letras de câmbio emitidas pelas financeiras privadas; (i) letras imobiliárias emitidas pelo BNH; (j) total de ORTN em circulação; (l) "bônus" do Tesouro;

(m) Títulos da Dívida Estadual e Municipal; (n) depósitos de poupança nas Sociedades de Crédito Imobiliário e Associações de poupança e Empréstimo; (o) Letras Imobiliárias emitidas pelas Sociedades de Crédito Imobiliário.

3.9 A crise dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores após 1980

Conforme os principais analistas do mercado de trabalho brasileiro (ver Oliveira e Mattoso, 1996), a década de 80 trouxe a confirmação de que, tal qual ocorria nas economias desenvolvidas, uma queda significativa do nível do produto do conjunto da economia aumentaria substancialmente a taxa de desemprego aberto, mesmo em mercados pouco estruturados como o nosso.

De fato, pela primeira vez desde a década de 30, o PIB diminuiu em termos absolutos (queda de 6% entre 1980 e 1983) e não apenas desacelerou seu ritmo de crescimento. Como decorrência, a taxa de desemprego aberto aumentou, segundo a PNAD, de 3% da população ativa em 1980 para cerca de 8% em 1983. Esse indicador atingiu, assim, seu ápice durante a recessão do início da década, diminuiu com a recuperação econômica iniciada em meados de 1984, particularmente durante o Plano Cruzado, e voltou a recrudescer após o colapso desta tentativa de estabilização monetária.

Os constrangimentos impostos ao crescimento³⁰ foram o resultado de medidas já amplamente analisadas, dentre elas aquelas voltadas para a geração de expressivos superávits comerciais, às custas dos níveis de absorção interna. A desvalorização da moeda nacional e a maneira de orientar a economia para produzir superávit comercial, traduziram-se numa forte queda do poder de compra dos diversos tipos de remuneração do trabalho, configurando um dos aspectos da mencionada estagnação do mercado doméstico nacional (Baltar e Henrique, 1994). Assim, as consequências do ajuste recessivo e dos seguidos fracassos dos planos de estabilização na segunda metade da década de 80 foram extremamente penosas para os trabalhadores, que, ao contrário, almejavam a continuidade da integração ao setor formal na esteira do processo de industrialização e consolidação do mercado de trabalho nacional. A inflexão na tendência de formalização das relações de trabalho, análoga à verificada em toda a América Latina, ao sabor da crise da dívida e do enfraquecimento dos Estados nacionais, abriu caminho para o solapamento da base de arrecadação dos fundos públicos à medida que diminuía o emprego formal e aumentava o contingente de desempregados.

Visto retrospectivamente, o ajuste recessivo perseguido ao longo da década de 1980 provocou estagnação do mercado doméstico, elevada inflação e desorganização do Estado. Se

³⁰ No período entre 1981 a 1992 a economia cresceu a uma taxa média de 1,2% ao ano, percentual inferior ao

pudermos resumir esse período, no tocante ao modelo de desenvolvimento e financiamento da economia brasileira, este poderia “ser considerado uma transição para o novo arranjo das relações público-privado, em que, agora, a desestruturação fiscal e financeira do Estado é parte integrante das profundas modificações porque passou o capitalismo brasileiro a partir da crise do final dos anos 70”. Essas transformações, assentadas na busca permanente de uma posição comercial superavitária e em transferências maciças de recursos reais ao exterior, impuseram uma restrição quase que absoluta à continuidade da ação estatal no padrão histórico do após-guerra. (Cruz, 1993).

Dentre os exemplos de políticas de ajuste que agravaram o estrangulamento do setor público (decorrente, dentre outros fatores, da malfadada “estatização da dívida externa”), pode-se enumerar 1) o impacto das políticas de câmbio e de juros sobre a inflação e também sobre os níveis de produto e, por essa via, sobre a carga tributária bruta (que caiu de 25% do PIB em 1980 para 22% em 1985)³¹; 2) os efeitos dos juros reais sobre o custo da dívida interna, cujo estoque cresceu significativamente como produto da própria política de ajuste e, finalmente, 3) a renúncia fiscal, decorrente da política de fomento à exportações e seus impacto sobre a carga tributária. Quanto às empresas públicas, o intenso endividamento experimentado a partir de meados dos 70 ressaltou sua condição de vulnerabilidade daí em diante. O estrangulamento financeiro implicou também na deterioração da capacidade de investimento dessas empresas. No triênio de 1983/85, os investimentos sofreram cortes expressivos situando-se, em média, 40% abaixo dos níveis verificados em 1980.³²

Essa situação não poderia deixar de refletir-se sobre a performance dos gastos sociais. De fato, o financiamento do governo federal despencou abruptamente, caindo 11,7% em 1983 e 12,7%

crescimento populacional que atingiu cerca de 1,9% ao ano.

³¹ Para se ter uma dimensão dessa carga tributária deve-se compará-la com o patamar atingido em 2002: 34,6% do PIB. Segundo Dain (2003), a elevação da carga tributária brasileira ao longo da década de 90 deveu-se ao aumento das contribuições sociais, criadas e ampliadas em nome da seguridade social, porém, apenas parcialmente destinadas às finalidades de gasto deste orçamento.

³² À medida que as estatais atuavam exclusivamente no mercado interno, principalmente na provisão de infra-estrutura e insumos básicos, o crescimento das obrigações em moeda estrangeira - decorrente do estoque de dívida externa, da subida dos juros internacionais e das desvalorizações cambiais - não foi acompanhada por um maior potencial exportador. Estas tornaram-se, assim, “liquidamente deficitárias em suas transações denominadas em moeda estrangeira”. Em função da política de combate à inflação (cuja vertente principal era o controle de tarifas públicas) e da necessidade de alteração da relação câmbio/custos em prol do “drive” exportador, as estatais mostraram-se também incapazes de gerar saldos em moeda local para a aquisição das divisas requeridas para as transferências externas. Submetidas a tais restrições, para gerar saldos internos foram obrigadas a reduzir as despesas não financeiras e a ampliar a captação de recursos de terceiros. Pelo lado das despesas, destaca-se o ajuste via a redução da massa de salários e encargos sociais, que apresentou uma queda real da ordem de 30% na primeira metade da década. Cruz,

em 1984 Como o governo federal respondia, em 1984, por cerca de 60% desse financiamento, os recursos destinados aos gastos sociais conheceram uma contração inédita (de 22,9%). Dentre as áreas mais prejudicadas destacaram-se as de saneamento (-54%) e de habitação (-52%), refletindo os efeitos da crise sobre o sistema de financiamento apoiado nos recursos do BNH. (Oliveira, 1998: 15)

No tocante ao mercado de trabalho, a década de 1980 foi marcada por uma redução da importância relativa dos setores primário e secundário na ocupação total e, por conseguinte, por um inchaço do setor terciário. Ou seja, a participação da agricultura na ocupação total decresceu cerca de 6 pontos percentuais ao longo da década, passando de 25% para 19%. A queda de participação do setor secundário, no entanto, deu-se essencialmente devido à queda da construção civil, de 9% para 7%, dado que a indústria de transformação propriamente dita chegou a aumentar ligeiramente sua importância. Apesar do aumento de sua participação no PIB, o setor financeiro foi o único, dentro do terciário, a não aumentar relativamente ao emprego. Na realidade, sua participação cresceu na primeira metade da década, porém retraiu-se abruptamente após o Plano Cruzado, retornando em 1991 ao mesmo nível registrado em 1981. Dessa forma, o inchaço observado no terciário deveu-se ao aumento do peso relativo da administração pública, especialmente dos Estados e Municípios, (Maia e Saldanha, 1989), do comércio e, sobretudo, dos serviços privados (cuja participação, em 1990, atinge quase 30%). (Urani, 1995: 19 e 25)

Fenômeno importante, contudo, a explicar o funcionamento do mercado de trabalho brasileiro nesse período, foi o aumento dos empregos sem carteira de trabalho e das ocupações por conta-própria. Assim, os segmentos informais do mercado de trabalho absorveram pelo menos uma parte das pessoas que não tiveram oportunidade de se inserir ou de permanecer empregadas no setor formal.

Dando continuidade a essas tendências, os primeiros anos da década de 90 foram especialmente paradigmáticos. De acordo com a tabela 3.7 é possível constatar o aumento do setor informal na composição do emprego não-agrícola no Brasil, que atinge 55,6% no ano de 1993. A queda no nível de emprego formal (que, na média, sempre se destacou pelo pagamento de salários relativamente superiores) foi fator crucial para a explicação da deterioração da parcela salarial no PIB e do impacto negativo sobre as contribuições para os fundos patrimoniais, notadamente para o FGTS cuja base de arrecadação é a folha de pagamento das empresas.

Tabela 3.7
AMÉRICA LATINA E BRASIL:
Composição do Emprego Não Agrícola: 1980 - 1993

	Setor Informal				Setor Formal		
	Total	Trabalh. Autôn.	Serviço Doméstico	Peq. Empresa	Total	Setor Público	Gr. Emp Privada
AL	40,2	19,2	6,4	14,6	59,8	15,7	44,1
1980	47,0	22,6	7,8	16,6	53,1	16,6	36,5
1985	55,2	26,1	6,8	22,3	44,8	13,9	30,9
1993	55,2	26,1	6,8	22,3	44,8	13,9	30,9
Brasil							
1980	33,7	17,3	6,7	9,7	66,3	11,1	55,2
1985	44,7	21,1	9,1	14,5	55,4	12,0	43,4
1993	55,6	23,4	7,7	24,5	44,4	10,0	34,4

Fonte: Prealc/OIT em Andras Uthoff, 1997.

Ainda no tocante à questão da depressão da massa salarial e seus desdobramentos sobre os fundos públicos, observa-se que também para o setor privado se assistiu à compressão da parcela salarial para atender os ditames da primazia às exportações. Segundo Carneiro (1991: 78), uma característica da indústria brasileira ao longo dos anos 80 foi a sua maior inserção no mercado internacional, porém, nem sempre realizada em bases competitivas, lançando mão de incentivos e subsídios, defasagem de preços e de tarifas públicas e possibilidade de subfaturamento das exportações.

Ao se analisar a evolução dos rendimentos do trabalho, a partir dos dados do DIEESE e Fundação Seade para a Região Metropolitana de São Paulo, as evidências são contundentes para caracterizar a forte perda de participação da renda do trabalho a partir da crise da dívida externa. De acordo com Brandão e Ferreira (1995), no período de 1985 até o ano anterior à estabilização dos preços empreendida pelo Plano Real, ou seja 1993, observa-se duas características da evolução dos rendimentos reais dos ocupados e assalariados: grande instabilidade inter-anual e forte decréscimo ao longo do período (tabela 3.8). Essas oscilações foram especialmente significativas em 1987 e no biênio 1990-1991. Como resultado geral, observou-se uma perda média de aproximadamente 37% no valor dos rendimentos, dados os elevados níveis inflacionários e a insuficiência das políticas salariais. (Brandão e Ferreira: 1995: 44).

Não é de surpreender a dramática queda das taxas de investimento ao longo do período, fruto das mudanças do tipo de desenvolvimento em curso. Ressalte-se que, paralelamente à crise das finanças públicas e da retração do crédito oficial, o sistema bancário restringiu-se quase que exclusivamente à condição de intermediário da dívida pública e retraiu os seus empréstimos ao setor privado que, num contexto de exacerbação da incerteza e de recorrentes surtos inflacionários, contraiu abruptamente os investimentos em capital-fixo e adotou a estratégia de sobrevivência patrimonial. (Ver Belluzzo e Almeida, 2002)

Tabela 3.8
Evolução do Nível de Rendimento Real Médio dos Ocupados e Assalariados
(1985 = 100)

ANO	OCUPADOS	ASSALARIADOS
1985	100,0	100,0
1986	106,5	101,3
1987	80,5	77,9
1988	78,5	78,0
1989	88,6	83,7
1990	70,2	67,7
1991	61,5	58,4
1992	58,1	59,0
1993	63,5	64,5
1994	67,8	66,3
1995	76,4	69,3
1996	76,1	70,3
1997	76,3	71,7
1998	73,8	70,8
1999	69,7	67,8
2000	65,4	63,3
2001	59,6	58,7
2002	54,7	54,3
Média 1985-1993	78,6	76,7
Média 1994-2002	68,9	65,8

Fonte: PED/SP, Fundação SEADE-DIEESE e Brandão e Ferreira (1995: 44)

Nota: Índice de preços: ICV-DIEESE

Assim, os anos 80 assistiram à fragilização dos principais pilares do sistema financeiro nacional. O FGTS, dilapidado a partir das dívidas contraídas seja pelos Estados através do programa PLANASA, seja pelos empréstimos descasados ao setor habitacional que geraram créditos duvidosos junto à União através do FCVS (Fundos de Compensação de Variações Salariais), viu seus recursos chegarem a pouco mais de US\$ 2 bilhões em agosto de 1994, frente a uma dívida (apenas do FCVS)

da ordem de US\$ 3,5 bilhões. (Coutinho, 1997).

3.10 A situação recente do FGTS

A trajetória da arrecadação bruta do FGTS expressou essas dificuldades, oscilando significativamente ao longo dos anos 80³³. Em 1983, ano marcado pela queda do produto e aumento do desemprego aberto, observou-se um forte decréscimo da arrecadação bruta, em termos reais, concomitante a uma acentuada elevação dos saques. Assim, observou-se uma queda da relação entre arrecadação líquida e bruta para 15,06% (tabela 3.9 e gráfico 3.1).³⁴

Tabela 3.9
Arrecadação Bruta, Saques e Arrecadação Líquida do FGTS:
1980 - 2001
(em R\$ de 2002)

Anos	Arrec. Bruta (a)	Saques	Arrec. Líquida (b)	b/a
1980	15.350.897,68	8.855.202,45	6.495.695,20	42,31
1981	15.138.462,10	9.438.591,58	5.699.870,53	37,65
1982	16.390.640,08	10.307.988,11	6.082.651,97	37,11
1983	13.404.703,04	11.385.629,77	2.019.073,26	15,06
1984	10.666.480,31	8.626.734,58	2.039.745,73	19,12
1985	11.847.074,75	8.010.650,03	3.836.424,72	32,38
1986	16.720.720,48	8.389.116,42	8.331.604,06	49,83
1987	13.340.306,67	9.185.136,92	4.155.169,76	31,15
1988	9.673.014,60	7.204.576,68	2.468.437,92	25,52
1989	16.223.277,97	5.715.543,62	10.507.734,34	64,77
1990	17.277.091,28	8.303.434,61	8.973.656,67	51,94
1991	15.553.177,64	11.401.559,48	4.151.618,15	26,69
1992	14.931.947,74	11.503.215,31	3.428.732,43	22,96
1993	14.193.752,02	12.957.340,76	1.236.411,27	8,71
1994	15.639.055,10	12.362.507,45	3.276.547,65	20,95
1995	18.772.874,49	17.772.447,71	1.000.426,78	5,33
1996	20.261.026,09	19.816.679,01	444.347,08	2,19
1997	20.771.549,82	22.409.465,42	(1.637.915,60)	-
1998	16.781.697,82	17.252.731,81	(478.252,68)	-
1999	17.408.212,15	17.624.149,47	(215.937,32)	-
2000	18.708.530,53	17.198.040,44	1.510.490,08	8,07
2001	21.074.052,20	18.772.345,01	2.301.707,19	10,92

Fonte: CEF, Azeredo (1990)

Índice de Preços: IGP-DI

³³ A arrecadação de contribuições normais do FGTS refere-se à entrada de recursos provenientes dos depósitos, multas, correção monetária e juros, pagos pelos empregadores para crédito nas contas vinculadas e/ou apropriação ao Fundo.

³⁴ De outro lado, a relação entre saques e arrecadação bruta, que girou em torno de 30% na década de 70, pulou para cerca de 70%, em média, nos anos 80. Azeredo, 1990, p. 19.

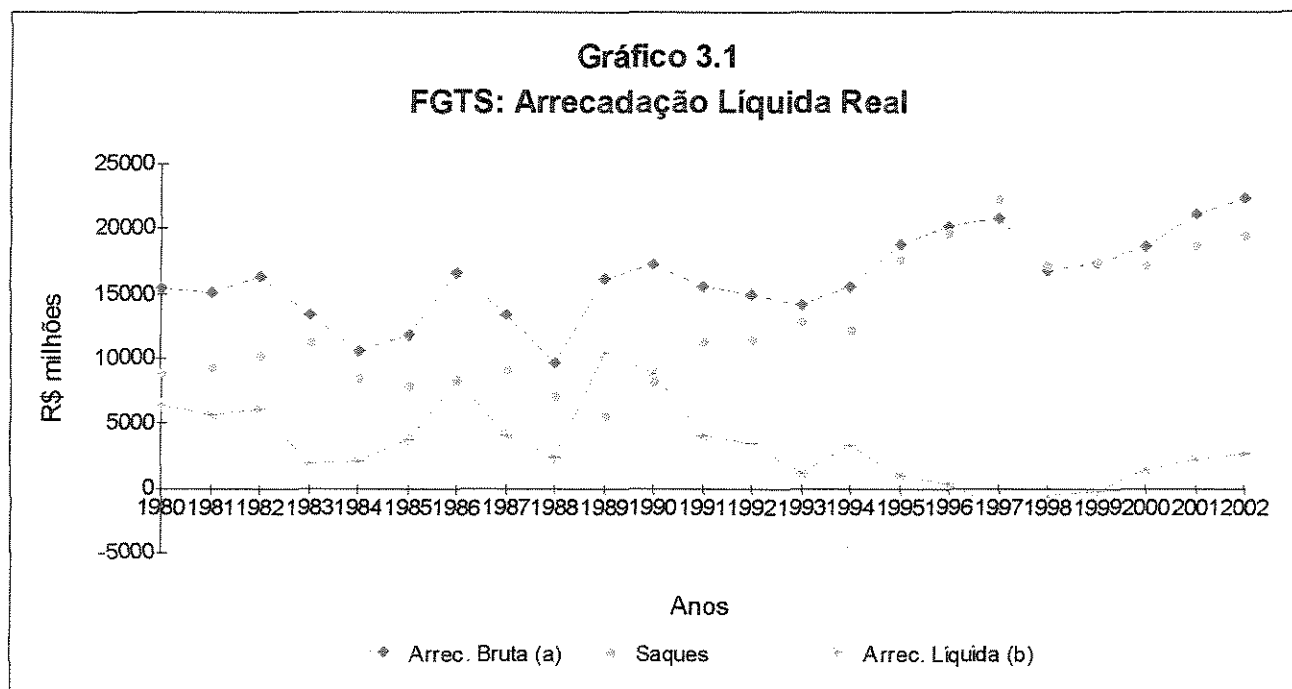
Tomando-se especificamente o movimento dos saques (determinado pelo aumento do desemprego nos anos 1981 a 1983 e, mais acentuadamente, ao longo de toda a década de 90³⁵), depreende-se que este afetou diretamente a evolução da arrecadação líquida, dada uma certa estabilidade do patamar da arrecadação bruta que, com exceção do forte decréscimo no ano de 1988, manteve-se no patamar de R\$ 15 bilhões (a preços de dezembro de 2002) até 1994³⁶. A partir daí, a melhora da performance da arrecadação bruta foi paralela ao montante crescente destinado ao pagamento dos saques, provocado pelas crises recorrentes do mercado de trabalho.

No final da década de 1980, ou seja, em 12 de outubro de 1989, a Lei nº 7.839 introduziu mudanças importantes na gestão do FGTS, com a recriação do Conselho Curador, cuja composição foi assim definida: 3 representantes dos empregados, 3 dos empregadores e 6 do governo, sendo a presidência do Conselho à cargo do Ministério do Trabalho, como também alterações na fiscalização da arrecadação e controle dos recursos e das formas de sua aplicação. Diante, especialmente, da queda da arrecadação bruta verificada no ano anterior, buscou-se atuar sobre as causas da enorme evasão de recursos e dos prejuízos incorridos no patrimônio do trabalhador (em função da capitalização trimestral e também do descontrole administrativo e demora nas transações e repasses entre os bancos, num contexto de elevados índices inflacionários) e ainda sobre as dificuldades no acesso das informações das contas vinculadas. A partir de então abriu-se espaço para uma gestão mais democrática, em busca de um maior controle social.

A administração dos recursos centralizada na Caixa Econômica Federal também revelou-se um passo fundamental nesse sentido. Essas medidas foram colocadas à prova nos primeiros anos da década de 90 quando, no governo Collor, toda sorte de malversação desses recursos conduziu a um longo período de suspensão das aplicações, que só retornaram à normalidade no ano de 1996. É possível verificar que a queda real nas receitas dos retornos dos empréstimos nos anos de 1993 e 1994 decorreram da baixa qualidade dos créditos emitidos naquele contexto (ver Pinheiro, jun/1997: 18).

³⁵ Desde os anos 80 os saques por demissão aumentaram significativamente, chegando a atingir cerca de 80% do total de saques do FGTS. Em 2002, estes representaram 67% do total.

³⁶ Na primeira metade dos anos 1990, fatores relacionados com a queda da capacidade fiscalizatória do Estado, como o aumento da sonegação e o crescimento da economia informal, foram determinantes para explicar a relativa estagnação dos depósitos líquidos para esse Fundo.



Fonte: Caixa Econômica Federal e Azeredo (1990)

A descapitalização do Fundo devido à inadimplência, porém, não se colocou à medida que, pela legislação³⁷, os riscos das operações de crédito junto aos mutuários (pessoas físicas ou jurídicas) são integralmente assumidas pela CEF. Ou seja, o FGTS não pode incorrer em perdas patrimoniais decorrentes do *default* de qualquer operação de crédito, sendo a qualidade dos ativos de inteira responsabilidade do agente operador, isto é, da Caixa. Ressalve-se, contudo, que o *funding*, ou capacidade de investimento, do Fundo pode ser afetado pela inadimplência e o baixo retorno das aplicações à medida que “as baixas taxas de retorno na ponta do agente financeiro impõem tetos virtuais para as taxas de juros contratuais celebradas entre o Conselho Curador e as instituições financeiras”. (Pinheiro, jun/1997: 14) Ressalte-se que a remuneração do FGTS, atualmente, é dada pela variação da Taxa Referencial (TR) mais juros de 3% ao ano.

Acompanhando-se a evolução das disponibilidades de recursos para investimento do FGTS, percebe-se que ocorreram dois períodos de queda acentuada desse *funding* para investimentos em função dos picos observados nos saques - em 1982/83 e em 1997. Assim, os efeitos depressivos do desemprego fizeram-se sentir de forma pungente sobre o FGTS, chamando a atenção sobre as novas tendências observadas na dinâmica do mercado de trabalho.

³⁷ Lei n. 8.036/90 e Resolução n. 200/95 do Conselho Curador.

Os anos de 1993 e 1994 foram particularmente importantes para se perceber os problemas recentes enfrentados pela gestão do FGTS. Segundo Pinheiro (jun/1997: 19),

“O salto na capacidade de investimentos, em 1993, foi amplamente favorecido pela inclusão das receitas financeiras no *cômputo* das receitas financeiras líquidas, o que representou, só naquele ano, recursos adicionais da ordem de R\$ 6,1 bilhões nessa rubrica, a preços de junho/96. Adicionalmente, a redução de 40% nos encargos administrativos do Fundo, sobretudo com correios, emolumentos e propaganda, proporcionou um certo alívio para as despesas em 1993. Entretanto, esse crescimento observado em 1993 - cujo nível foi mantido em 1994 - não se refletiu integralmente em um aumento efetivo da capacidade do FGTS em realizar novos programas de investimento. Isso porque boa parte dos recursos estava comprometida com os contratos firmados nos anos anteriores.”³⁸

A década de 90 caracterizou-se por fortes oscilações nos montantes de recursos disponíveis para as aplicações dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores, de acordo com a tabela 3.10³⁹. Essas foram provocadas por mudanças institucionais, como a inclusão das receitas financeiras no *cômputo* das receitas dos fundos e, principalmente, graças às flutuações nos níveis de produto e emprego (e da massa salarial) que afetaram os seus fluxos financeiros. Como a capacidade de investimento desses fundos é muito sensível à *performance* econômica e à evolução das taxas de desemprego, nos anos 90 revelou-se muito volátil, dado seu caráter pró-cíclico e as altas elasticidades-renda das arrecadações. Por fim, adicione-se ainda como fatores explicativos dessas oscilações, os impactos dos vários planos de estabilização econômica.⁴⁰

Ocorre que não só as flutuações cíclicas influenciaram esses resultados mas também mudanças estruturais que aprofundaram a anomia do setor estruturado do mercado de trabalho brasileiro. No tocante ao emprego formal, mesmo nos anos como 1995 e 1997, quando a economia apresentou crescimento de 4,2% e 3,7% respectivamente, o emprego formal caiu. “O rompimento de vários elos da cadeia produtiva, a ampliação das importações e a redução do valor agregado gerado no país” (Mattoso, 1999: 127) comprometeram uma potencial recuperação sustentada da massa

³⁸ Esses problemas, particularmente a necessidade da montagem de um aparato fiscalizador para a recuperação dos chamados créditos ruins, foram enfrentados através da Resolução n. 115 do Conselho Curador de 19/10/93, da Circular da CEF n. 36 de 21/12/94 e da Portaria do Ministério do Planejamento e Orçamento n. 114, de 16/06/95.

³⁹ Utilizou-se, como indicador do *funding* dos Fundos Patrimoniais, os fluxos líquidos, ou seja, as disponibilidades para suas aplicações medidas pela diferença entre as principais entradas (receitas) e saídas (despesas). Ver Saboya Pinheiro (1998).

⁴⁰ Recentemente foi reconhecido, por parte do Poder Judiciário, que os saldos das contas vinculadas do FGTS haviam sido corrigidas a menor na implementação dos Planos Verão e Collor I. A correção automática dos saldos em 2001 criou a necessidade de geração de patrimônio estimada em cerca de R\$ 42 bilhões, a ser financiada pelo aumento da contribuição social de 10% dos depósitos do FGTS, devida nos casos de despedida sem justa causa, e de 0,5%

salarial após a estabilização econômica, dificultando a geração de fluxos líquidos de recursos dos Fundos Patrimoniais com uma magnitude e consistência adequadas para o equacionamento dos problemas do financiamento da infra-estrutura no país.

Tabela 3.10
Capacidade de Investimento dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores

	FGTS	FAT	TOTAL	FGTS	FAT	TOTAL
	R\$	R\$	R\$	Em % PIB	Em % PIB	Em % PIB
1990	7.570	-	7.570	1,08	-	1,08
1991	4.196	3.800	7.996	0,59	0,53	1,12
1992	3.161	3.873	7.034	0,40	0,49	0,89
1993	7.691	3.932	11.623	1,05	0,54	1,59
1994	7.063	2.977	10.040	0,95	0,40	1,35
1995	3.156	1.395	4.551	0,39	0,17	0,59
1996	3.441	2.639	6.080	0,40	0,31	0,71
1997	3.156	2.973	6.129	0,35	0,33	0,68

Fonte: Saboya Pinheiro, 1998, p.13.

Nota: Valores de 1998, atualizados pelo IGP - DI

Note-se, ainda, que a estrutura das contas do FGTS reflete claramente a forte concentração de renda do país e as desigualdades dentro do próprio setor formal. Em 2000, a composição dos saldos do FGTS revelava que o Fundo possuía cerca de 49 milhões de contas ativas.

Tabela 3.11
FGTS: Distribuição de Frequência por Faixa Salarial
Patrimônio em 31/05/2000

Valor do FGTS	Quantidade de Contas¹	Valor	Participação	
(em Salários Mínimos)	em Milhões	(R\$ bilhões)	Contas	Valor
Até 1	25,8	1,1	53%	2%
Acima de 1 até 2	5,0	0,9	10%	1%
Acima de 2 até 4	4,6	1,8	9%	3%
Acima de 4 até 6	2,5	1,6	5%	2%
Acima de 6 a 10	3,0	3,0	6%	5%
Acima de 10	8,2	55,7	17%	87%
Total	49,1	64,1	100%	100%

Fonte: CEF; Elaboração: DIEESE subseção FENAE

Notas: Contas ativas que ainda recebem depósitos ou cuja recisão não foi comunicada à Caixa

Destas, mais da metade eram constituídas com valores de até 1 salário mínimo. Na outra ponta apareciam as contas com valores acima de 10 salários mínimos que, apesar de participarem com apenas 17% do total do número de contas, representavam 87% do saldo total do Fundo. Esses

incidentes sobre a folha de pagamento.

dados, refletem o perfil do mercado formal de trabalho brasileiro e são reveladores da injusta concentração da renda no país. (Ver DIEESE, 2002)

Recentemente foi introduzida pelo governo uma nova modalidade de aplicação do FGTS, abrindo a possibilidade de um amplo direcionamento desses recursos para as bolsa de valores. Essa novidade, além de desviar os recursos das aplicações em habitação, saneamento básico e infraestrutura, colocou os trabalhadores frente a uma escolha inédita, até então, com vistas a um rendimento maior, a depender dos resultados das aplicações (pois a cotação das ações pode oscilar para cima ou para baixo, dependendo da conjuntura dos mercados internacionais e nacional, das vicissitudes do setor econômico ou ainda, do desempenho da própria empresa).

Essa nova possibilidade foi estabelecida em julho de 2000, mediante a instituição dos Fundos Mútuos de Privatização (FMP) do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, que fixou a parcela dos recursos do trabalhador em aplicações de risco (renda variável) em 50% do total depositado na conta vinculada.⁴¹

No ano de 2000, 370 mil trabalhadores investiram em papéis da Petrobrás (compradas com um desconto de 20% no valor dessas ações) e, em 2002, 800 mil aplicaram na Vale do Rio Doce. Com a queda das bolsa nos últimos anos “os investimentos na Bovespa despencaram de R\$ 200 bilhões, em 1997, para R\$ 150 bilhões, em 2001. No ano passado, com a crise de confiança nos mercados financeiro, resultado dos escândalos contábeis em grandes empresas americanas, e a volta a galope da inflação, o total de dinheiro investido caiu para R\$ 139 bilhões”. Ainda assim, quem investiu nessa modalidade “não se arrependeu. No caso da Petrobrás os juros acumulados chegam a 70%” (Turella, 2003: 27 e 28), frente ao rendimento do Fundo (TR mais 3% ao ano).

Em suma, a partir da implementação do Plano Real o FGTS entrou numa fase de diminuição no fluxo da capacidade de investimento até o ano de 2000, quando voltou a crescer graças ao aumento da arrecadação. Nesse primeiro momento esse resultado decorreu, principalmente, de uma

⁴¹ A criação e o funcionamento dos FMP estão ligados a uma extensa legislação que inclui a Lei 9.491/97, o Decreto 2.430/97, as Instruções 279/98 e 280/98 da Comissão de Valores Mobiliários e a Circular 133/98 da Caixa Econômica Federal. De acordo com a legislação vigente, o trabalhador pode se tornar cotista individual de um FMP ou sócio de um Clube de Investimento (CI-FGTS). Os FMP e os CI-FGTS são administrados por instituições financeiras devidamente autorizadas pela CVM. Essas instituições são remuneradas por esse serviço pelos aplicadores, tanto através de uma taxa de administração, quanto, na maioria dos casos, por uma “taxa de *performance*”, através de um percentual sobre a rentabilidade que exceder a TR (taxa referencial de juros) mais 6% ao ano. Ressalte-se que o trabalhador não remunera diretamente a CEF pela gestão do FGTS. No caso dos FMP, além da taxa de administração e da taxa de *performance*, o trabalhador deverá pagar um imposto de 20% sobre o eventual ganho de aplicação na hora do resgate. Ver ANOTE - Informativo Eletrônico do DIEESE, ano I, n. 5, Agosto de 2000.

diminuição das receitas financeiras líquidas e de um significativo crescimento dos saques, especialmente após 1996, como também do aumento dos custos operacionais. Note-se que a taxa média de retorno das operações de crédito do FGTS (medida pelo quociente entre a arrecadação de empréstimos e o saldo das referidas operações) para a primeira metade dos anos 90 foi de cerca de apenas 3,8%. (Pinheiro, jun/1997: 21), atingindo atualmente cerca de 8% do capital emprestado.

Em 2000 o emprego formal apresentou um aumento significativo de 4,94%, segundo a RAIS/MTE. Foram aplicados R\$ 3,3 bilhões do FGTS em financiamentos de moradia, saneamento e infra-estrutura⁴², ou seja, 310,4 mil unidades habitacionais, beneficiando uma população estimada de cerca de 1,4 milhão de habitantes e gerando 160 mil empregos. Com a arrecadação de R\$ 18,7 bilhões, o ano de 2000 representou a reversão da arrecadação líquida negativa observada nos três anos anteriores. Depreende-se, assim, que a importância relativa desse fundo e de sua capacidade de investimento vai depender nos próximos anos, como não poderia deixar de ser, do crescimento do produto e do nível de emprego, notadamente da incorporação de empregados no mercado formal de trabalho.

De acordo com o Relatório de Gestão do Conselho Curador do FGTS de 2001, o orçamento para aplicações previa, naquele exercício, cerca de R\$ 3,8 bilhões, sendo que foram contratados R\$ 2,650 bilhões, quase que exclusivamente com o setor privado (99,99%) dado o contingenciamento de crédito para o setor público imposto pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Decreto n. 2.827, de 30/02/2001. Assim, o viés privatista da política de governo revelou-se nas regras para a aplicação, que atingiu o paroxismo naquele ano, à medida que não houve direcionamento de recursos para o financiamento da habitação, saneamento e infra-estrutura do setor público. (Ver tabela 3.12)

Ressalte-se que o FGTS possui depósitos de titularidade dos trabalhadores que, atualmente, totalizam R\$ 76,7 bilhões,⁴³ atrelados a mais de 155 milhões de contas vinculadas, de cerca de 38 milhões de trabalhadores, e um Patrimônio Líquido de R\$ 9,0 bilhões. Dos seus recursos, cerca de R\$ 24,7 bilhões estão aplicados em títulos do Governo Federal, outros R\$ 3,7 bilhões em Títulos CVS e, finalmente, R\$ 62,5 bilhões aplicados em habitação, saneamento e infra-estrutura urbana. (FGTS - Prestação de Contas, 2001: 4)

⁴² A remuneração do financiamento à habitação atingia cerca de 11% (TR + 8%).

⁴³ Não inclui os créditos complementares autorizados pela LC 001/01, de cerca de R\$ 40,2 bilhões para os pagamentos dos planos econômicos.

Tabela 3.12
FGTS - Plano de Contratações - Orçado/Realizado, 2001
 (mil R\$)

	Orçado	Realizado	Part. s/ Realizado	% Real/Orçad	Unid. Financia.	População Benefic.	Empre- gos
HABITA.	3.215.587	2.650.603	99,9987%	82,43%	247.990	978.822	117.791
S. Privado	3.181.153	2.650.603	99,9987%	83,32%	247.990	987.822	117.791
S. Público	34.434	-	-	-	-	-	-
SAN/INF	584.413	35	0,0013%	0,01%	-	585	20
S. Privado	131.500	35	0,0013%	0,03%	-	585	20
S. Público	452.913	-	-	-	-	-	-
TOTAL	3.800.000	2.650.638	69,75%	69,75%	247.990	988.407	117.811

Fonte: FGTS, Prestação de Contas - Exercício de 2001.

Com uma arrecadação de contribuições de cerca de R\$ 21,1 bilhões, o Fundo superou as expectativas e encerrou o ano de 2001 com recorde histórico. O crescimento médio das empresas que efetuam recolhimento mensal foi de 6,18%, atingindo 1.880.536 empresas com recolhimento no mês em dezembro/2001. Este crescimento refletiu em um aumento médio de 1,17% na quantidade de contas vinculadas com recebimento mensal. Assim, a arrecadação líquida atingiu R\$ 2,3 bilhões, significando um aumento de 52,38% em relação ao exercício de 2000, ratificando a tendência de reversão de queda iniciada em 1996 (tabela 3.9)⁴⁴. Contudo a sua sustentabilidade continua em questão à medida que o emprego formal não apresenta uma melhora consistente.

3.11 A situação recente do FAT

No início dos anos 90, com a instituição do FAT como fundo coletivo inaugurou-se um novo período das políticas sociais e de emprego, em particular. Mediante esse fundo garantiu-se o financiamento contínuo de programas de grande envergadura (*e.g.* do seguro desemprego), rompendo-se com a dependência de aportes do Tesouro como vinha ocorrendo até aquela data. Assim, o FAT acabou por se tornar o “núcleo organizador das políticas de emprego” implementadas no país. Apesar da insuficiência dos programas e do desempenho medíocre do mercado de trabalho, a década assistiu o nascimento de um modelo integrado de políticas para o mercado de trabalho, visando o amparo mais amplo ao trabalhador, vale dizer, atingindo os programas do seguro desemprego, formação profissional, intermediação de mão-de-obra, garantias de renda, geração de

⁴⁴ Em 2002 o ativo total do Fundo registrou o valor de R\$ 139,5 blhões e a arrecadação bruta de R\$ 22,422 bilhões.

emprego urbano e rural dentre outros (Azeredo, 1998 e Moretto, 2001).

Cumprir registrar que a magnitude do *funding* disponibilizado colocou em marcha um largo espectro de ações governamentais, voltadas inclusive aos setores informais do mercado de trabalho. Contudo, verificou-se uma forte disputa entre políticas voltadas *stritu sensu* à demanda por mão de obra, de um lado, e à oferta de mão-de-obra, de outro, sendo estas últimas mais resignadas às vicissitudes decorrentes da abrupta abertura comercial e financeira e seus impactos sobre o desemprego, além das reestruturações produtivas e organizacionais levadas a cabo neste novo contexto concorrencial. Nessa medida, foi lugar comum a assertiva sobre a necessidade de elevar a “empregabilidade” mediante o impulso às ações voltadas à formação contínua e dos desempregados, com vistas a aumentar a capacidade do trabalhador manter-se num mercado de trabalho cada vez mais exigente e seletivo.

A atual arrecadação do FAT é resultado das seguintes receitas principais: arrecadação das contribuições para o PIS e PASEP; receitas de remuneração das aplicações financeiras e dos financiamentos (receitas financeiras); arrecadação da quota-parte do Ministério do Trabalho e Emprego da contribuição sindical; devoluções de convênios e de transferências realizadas para pagamento de benefícios e não desembolsados e rendimentos dos saldos médios diários dos recursos transferidos às instituições pagadoras do seguro-desemprego e do abono salarial.

Note-se que uma significativa parcela de recursos provêm dos retornos dos financiamentos à cabo do BNDES. Os empréstimos concedidos ao BNDES são o maior volume de recursos do patrimônio do FAT. Em 31 de dezembro de 2002, havia, nessa rubrica, aproximadamente R\$ 50.204 milhões, a preços de 31/12/2002, valor equivalente a 63,5% do total do patrimônio do Fundo (Relatório Gerencial do FAT, 2002).⁴⁵

Somando-se ainda os depósitos especiais nos bancos oficiais, que financiam os Programas de Geração de Emprego e Renda⁴⁶, as disponibilidades do FAT alocados nessas atividades compõem, em conjunto com os recursos aplicados no extramercado (ou seja, em títulos do Tesouro Nacional), a

⁴⁵ Recorde-se que os recursos à disposição do BNDES “caíram dos níveis históricos de US\$ 10 a 12 bilhões para algo em torno de US\$ 3 bilhões no final da década de 1980. Tais recursos, no entanto, voltam a se recompor com a incorporação do FAT ao sistema do BNDES, nos anos 90. Calcado cada vez mais intensamente nos recursos do FAT, o BNDES, em 1993, apresentou nos fundos compulsórios 55% de suas receitas (sendo 25% do FAT e 30% dos extintos, para os ingressantes a partir de 1988, PIS/PASEP). O Banco entrou em 1996, assim, com a disponibilidade de recursos para empréstimos da ordem de US\$ 16 bilhões, dotação que se excedia a de bancos de desenvolvimento de atuação internacional, como o BID”. (Coutinho, 1997: 14)

⁴⁶ Programas executados de acordo com a Lei no. 8.352, de dezembro de 1991, que instituiu os depósitos especiais.

quase totalidade do Patrimônio do Fundo.

A partir do ano de 1999 as contribuições para o PIS e PASEP têm-se situado, em termos reais, acima de R\$ 14 bilhões (ver tabela 3.13). Contudo, desde o início do Plano Real, em 1994, parte destes recursos são desvinculados do Fundo e repassados para o Tesouro Nacional, originalmente com a denominação de Fundo Social de Emergência (FSE), passando por Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e, atualmente, de Desvinculação de Recursos da União (DRU). Dos recursos das contribuições para o PIS/PASEP, são direcionados ao DRU 100% do total das contribuições devidas pelas instituições financeiras e 20% do total das contribuições devidas pelos demais contribuintes⁴⁷. Em 2002 esta desvinculação abocanhava 20% da arrecadação do PIS/PASEP. Desde a criação desse instrumento de ajuste fiscal, em março de 1994, até o final de 2002, o FAT já havia transferido R\$ 31,8 bilhões ao FSE/FEF/DRU.

Tabela 3.13
Arrecadação Anual das Contribuições para o PIS/PASEP

	Arrecadação Valor (bilhões) A	PIS/PASEP Variação (%)	FSE/FEF/DRU* Valor (bilhões) B	% B/A
1990	13,598	-	-	-
1991	11,434	-15,92	-	-
1992	12,616	10,33	-	-
1993	13,045	3,40	-	-
1994	13,593	4,20	3,357	24,70
1995	13,789	1,44	3,589	26,03
1996	14,944	8,38	3,625	24,26
1997	14,058	-5,93	3,637	25,87
1998	13,208	-6,05	3,522	26,67
1999	16,144	22,23	5,900	36,55
2000	14,124	-12,51	2,163	15,31
2001	14,974	6,02	2,995	20,00
2002	14,967	-0,05	2,993	20,00

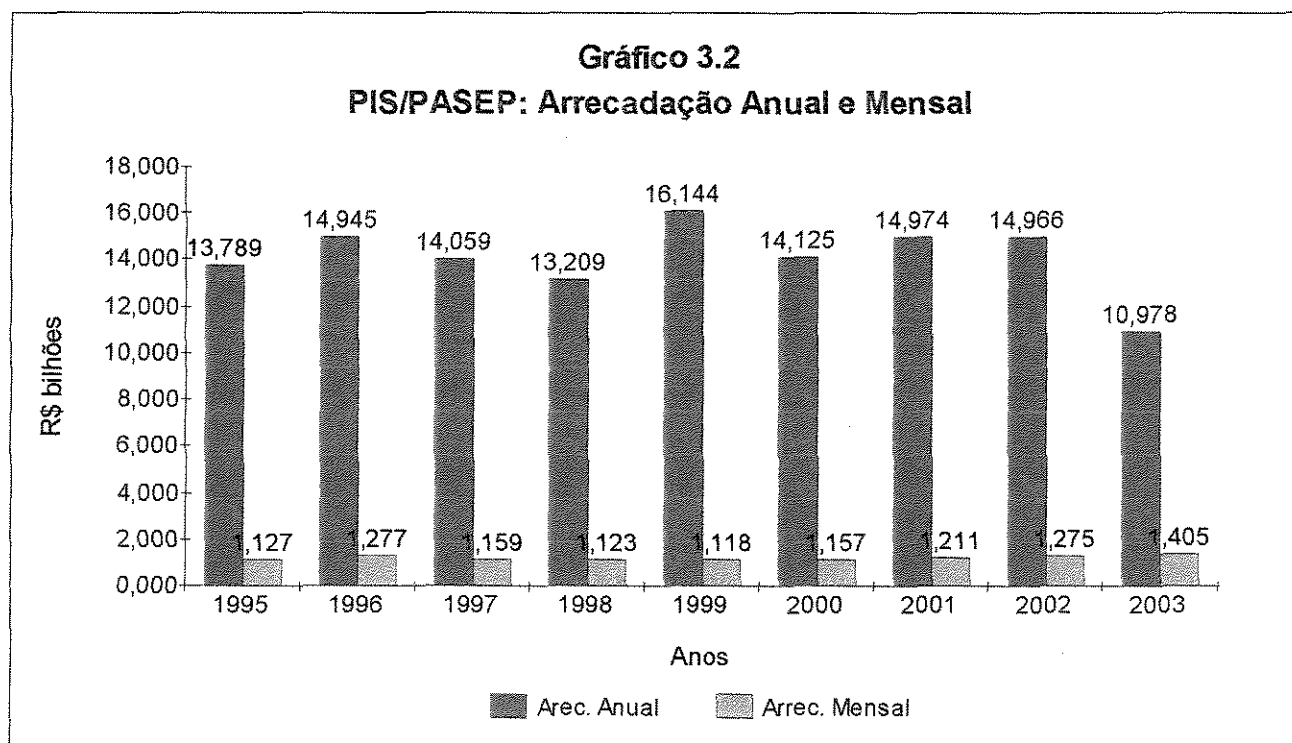
Fonte: CGFAT/SPOAD/MTE

Obs: Valores de 31/dez/2002 - IGP-DI; * A partir de 21/03/2000 - Desvinculação de Recursos da União (Emenda Constitucional n. 27); ** Regime de competência

Nos seis primeiros meses de 2003, à despeito da mudança na legislação do PIS/PASEP com vistas à diminuição dos efeitos deletérios da arrecadação em cascata, observou-se a sustentação dos patamares de arrecadação. Há que se notar que, com exceção do ano de 1999, o nível de arrecadação

⁴⁷ Em 1999, o crescimento dos recursos transferidos ao FSE foi excepcional devido aos efeitos da Lei n. 9.779, de 19 de janeiro de 1999, que isentou de multa e juros de mora os pagamentos das contribuições que se encontravam em litígio judicial, desde que os pagamentos fossem realizados até fevereiro daquele ano.

das contribuições para o PIS/PASEP têm-se mantido relativamente estável ao longo de todo o período, em termo reais.



Fonte: CGFAT/ SPOAD/SE/TEM

Nota: Em 2003, posição até 31 de agosto.

Para uma avaliação da estrutura das fontes e usos dos recursos do FAT, a tabela 3.14 apresenta os fluxos de entradas e saídas de recursos pelo conceito de caixa⁴⁸, em termos correntes, durante o exercício de 1999.

Observa-se que cerca de 40% das receitas são oriundas das aplicações financeiras e retorno dos empréstimos (títulos do governo, financiamentos do BNDES e retorno dos depósitos especiais em bancos oficiais). No tocante à aplicação, o seguro desemprego consumiu 38,4% dos recursos naquele ano, quando o desemprego na Região Metropolitana de São Paulo atingiu 19,2% (e o desemprego aberto 12,0%), segundo o DIEESE/Seade.

⁴⁸ Inclui os recebimentos e pagamentos ocorridos no exercício, mesmo quando se refiram a eventos de competência de exercícios anteriores, e não inclui as operações de competência do exercício, mas que os consequentes pagamentos/recebimentos só se dêem em exercícios futuros.

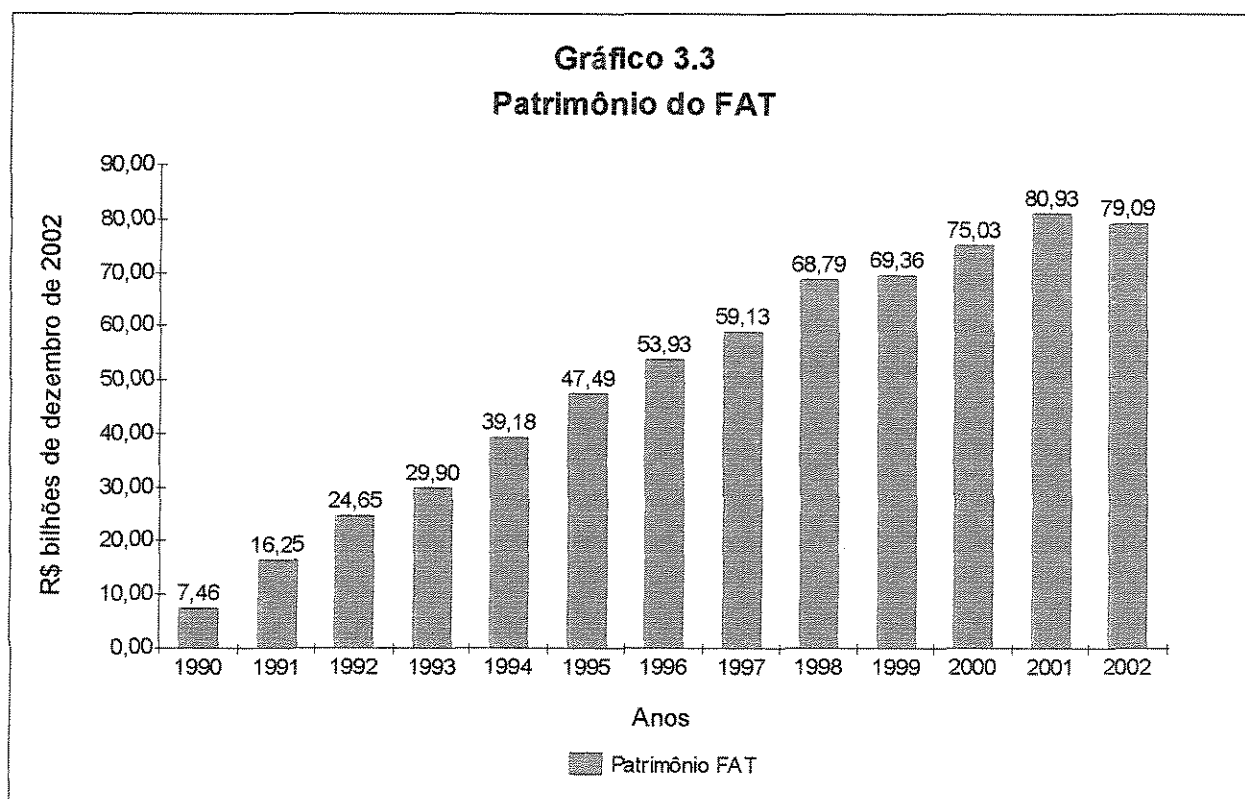
Tabela 3.14
Fontes e Usos dos Recursos do FAT - Exercício de 1999
(Valores Correntes)

ORIGENS	R\$ milhões	%	DESTINOS	R\$ milhões	%
1. Arrecad. PIS/PASEP	6.075,1	57,0	1. Transf ao BNDES	2.430,0	22,8
2. Extramercado	1.003,0	9,4	2. Pag do Seguro Des.	4.094,7	38,4
3. BNDES	1.418,7	13,3	3. Pag ao Abono PIS	534,8	5,0
4. Retorno Depósit. Esp.	1.804,2	16,9	4. Pag Abono PASEP	129,9	1,2
4.1 Banco do Nordeste	472,0	4,4	5. Pag de Tarifas	83,5	0,8
4.2 Banco do Brasil	752,9	7,1	6. Qualificação Profis.	353,4	3,3
4.3 BNDES	381,6	3,6	7. SINE	79,7	0,7
4.4 FINEP	189,8	1,8	8. Inst. Privadas	14,9	0,1
4.5 CEF	8,0	0,1	9. Transf. Para TEM	113,5	1,1
5. Contribuição Sindical	86,7	0,8	10. Serv. Proces.Dados	81,3	0,8
6. Devolução de Convên.	9,7	0,1	11. Outros Programas	14,9	0,1
7. Rest. Benef. Não Dese.	262,6	2,5	12. Depósitos Esp.	2.379,6	22,3
8. Outros	0,2	0,0	12.1 BNB	613,9	5,8
			12.2 BB	278,0	2,6
			12.3 BNDES	1.424,2	13,4
			12.4 FINEP	63,5	0,6
			14. Varia. Saldo BC	101,9	1,0
			15. Varia. Saldo Caixa	248,0	2,3
TOTAL	10.660,2	100,0		10.660,2	100,0

Fonte: MTE/SPES

Notas: A Arrecadação exclui os recursos transferidos para o FEF.

Percebe-se que as receitas financeiras dos títulos públicos e os retornos das aplicações do Fundo, tanto no âmbito dos Programas conduzidos pelos bancos oficiais (Proger e Pronaf), como pelo BNDES, vêm contribuindo para o financiamento das atividades do FAT relacionadas à rede de proteção ao trabalhador, sem prejuízo do seu patrimônio.



Fonte: CGFAT/SPOAD/SE/MTE

Note-se, contudo, que o ritmo de crescimento do Fundo foi bastante acelerado nos primeiros anos da década, uma vez que as despesas com o seguro desemprego ainda eram baixas, já que o programa havia sido criado em bases tímidas. A estruturação do programa ao longo do tempo e o aumento da cobertura frente à população alvo, paralelamente ao incremento do desemprego ao longo da década, foram fatores explicativos para a diminuição do ritmo de crescimento do patrimônio do FAT.

À despeito da desvinculação de parte dos recursos, mediante a DRU, para a obtenção de superávits primários por parte da União, o patrimônio do FAT vem se mantendo num patamar elevado. Em 2003, os resultados acumulados até agosto já apontavam para um montante de R\$ 86,276 bilhões.

As despesas com o pagamento do seguro-desemprego e com o abono salarial, ambos definidos constitucionalmente, totalizaram R\$ 8,716 bilhões, em 2002, representando 71% da arrecadação do PIS/PASEP, que foi de R\$ 12,300 bilhões (já descontada a DRU)⁴⁹. Assim, o saldo

⁴⁹ Note-se que, no total realizado está acrescido a importância de R\$ 302,8 milhões referente a saldos da arrecadação da contribuição PIS/PASEP do exercício de 2001, diferindo assim da tabela 3.13.

de R\$ 3,585 bilhões mais as demais receitas financeiras do FAT (ver tabela abaixo), que elevaram esse *funding* em mais de R\$ 6 bilhões, traduziram-se numa disponibilidade de recursos anual da ordem de 0,73% do PIB (incluindo a parcela definida constitucionalmente para o BNDES), magnitude não desprezível para a aplicação em programas de geração de emprego e renda no país.

Tabela 3.15
Orçamento do FAT: Acompanhamento das Receitas - 2002
(Valores em R\$ 1,00)

Especificação	Total Orçado	Total Realizado	% de Realização da Receita
BB-Extramercado	669.722.844,00	1.821.367.133,92	272,0
Remuneração Dep. Especiais	508.169.882,00	1.721.199.278,80	338,7
Rem. Saldos de Rec Não Des	5.603.424,00	23.488.777,80	419,2
Outras Receitas Patrimoniais	36.042,00	36.460,63	101,2
Juros Recebidos do BNDES	441.502.668,00	2.308.733.104,11	522,9
Multas e Juros devidos ao FAT	2.826.452,00	3.948.078,34	139,7
Restituição de Convênio	16.157.109,00	10.777.499,77	66,7
Rest. De Benefic. Não Desemb.	139.531.809,00	239.296.398,69	171,5
Recursos do TN (Fonte 100)*	15.807.410,00	6.042.798,27	38,2
Recursos do TN (Fonte 153)**	31.029.000,00	31.029.000,00	100,0
Cota-parte da Contrib. Sindical	92.169.058,00	115.508.425,29	125,3
Contribuições PIS-PASEP ***	10.443.620.545,00	10.368.119.067,91	99,3
TOTAL DAS RECEITAS FAT	12.366.176.243,00	16.649.546.023,53	134,6

Fonte: CGFAT/SPOAD/MTE

* Ordinários

** Cofins

*** No total realizado está acrescido a importância de R\$ 302,8 milhões referente a saldos da arrecadação da contribuição PIS/PASEP do exercício de 2001.

Capítulo 4

MERCADO DE CAPITAIS E FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

4.1 Características do Mercado de Capitais no Brasil

Os preços das ações nas bolsas de valores tendem a flutuar mais do que as outras variáveis econômicas, mesmo nos mercados desenvolvidos (Singh, 1992 e Goodhart, 1995). Contudo, uma alta volatilidade pode tomar feições negativas ao ponto de prejudicar o funcionamento de todo o sistema financeiro e tornar o mercado de capitais ineficiente como um guia para a alocação de capitais⁵⁰. Considera-se ainda que flutuações excessivas podem deprimir o seu desenvolvimento, à medida que podem desencorajar os investidores e poupadores com aversão ao risco, tornando-o o foco principal para a atuação dos especuladores.

Tradicionalmente os mercados de capitais dos países periféricos apresentam maior volatilidade do que das economias avançadas. Durante os anos 80 (de 1984 a 1989), o desvio padrão das percentagens das mudanças mensais dos preços das ações dos mercados emergentes tenderam a ser consideravelmente superiores aos dos mercados do Reino Unido, EUA e Japão⁵¹. No Brasil, entre 1982 e 1985 os preços em dólares das ações nas bolsas de valores subiram cinco vezes. Dois anos depois esses preços representavam apenas 28% dos preços verificados em 1985. (Singh, 1992: 34). Note-se que, quanto maior a volatilidade do mercado, maior será o risco associado à possibilidade de variação do preço do ativo - embora sejam também maiores as possibilidades de ganhos de capital. Infelizmente em mercados de capitais de países subdesenvolvidos a volatilidade se associa também ao tamanho do mercado. Ou seja, mercados de pequena dimensão tendem a ser mais voláteis, dada a elevada proporção que cada título e cada investidor representa no total de volumes negociados.

No caso do Brasil, especificamente, as políticas de liberalização financeira implementadas ao longo da década de 90, aliadas aos programas de estabilização de preços, viabilizaram um quadro macroeconômico de menor inflação *vis-à-vis* o período anterior e de baixo crescimento econômico

⁵⁰ Para o *mainstream*, diante da hipótese de mercados eficientes na alocação de recursos, essa função do mercado de capitais se deve à capacidade dos preços das ações de incorporarem rapidamente todas as informações disponíveis.

⁵¹ Neste período, os dados para a América Latina revelaram que, em média, os preços das ações cresceram cerca de 2,5% por mês em termos reais. Porém, assumindo-se que as mudanças mensais de preços são normalmente distribuídas, em dois terços dos meses eles podem ter caído cerca de 14% ou crescido 14% e em outros 30% dos meses eles podem ter caído ou elevado cerca de 28%. Singh (1992: 34)

(ressalvando-se alguns suspiros como nos anos de 1994/95 e 2000, quando o PIB cresceu às taxas de 5,85%, 4,22% e 4,36%, respectivamente). Esse quadro, porém, foi marcado pela crescente vulnerabilidade externa, associada à deterioração dos saldos de transações correntes e, em momentos recorrentes, de reversões dos fluxos de capitais que impactaram negativamente a já precária dinâmica da economia brasileira.

Como vimos no capítulo 2, o papel dos mercados de capitais no financiamento das economias passou a ganhar importância, especialmente a partir dos anos 70, à medida que cresceram e se desenvolveram as formas de intermediação pela via da emissão de títulos de propriedade (ações) ou de dívidas (debêntures e outros) diretamente junto ao público poupador (e não junto a bancos), ou seja, pela finança direta. No Brasil, embora seja possível observar uma nítida expansão da atividade financeira na década de 90 - mediante o impulso à negociação de títulos públicos e privados - não se pode concluir que tenha havido um processo virtuoso para o financiamento da economia à medida que as taxas de investimento permanecem em níveis inadequados, apresentando inclusive uma significativa queda em 2002. Os recorrentes choques externos, associados às crises financeiras e aos ataques especulativos contra as moedas de países emergentes, levaram a bruscas saídas de capitais que provocaram também abruptas elevações das taxas de juros domésticas. Essas medidas, por sua vez, contribuíram para atrair investidores externos capazes de tomar altos riscos em busca de consideráveis retornos, numa postura curto-prazista que se beneficiou amplamente com a arbitragem dos diferenciais de juros, em detrimento da saúde financeira do setor público brasileiro, que viu sua dívida elevar-se de R\$ 153 bilhões em 1994 para R\$ 881 bilhões em 2002.

Inúmeras consequências poderiam ser arroladas do processo de liberalização financeira transcorrido até aqui, porém, interessa-nos destacar algumas evidências que corroboram a nossa visão de que a expansão dos mercados de capitais secundários⁵² pouco contribuiu para a criação de um ambiente propício ao investimento produtivo apoiado sobre os aportes significativos dos investidores institucionais, mais especificamente os fundos de pensão. Ao contrário, assistiu-se, no Brasil, à consolidação de uma situação de vulnerabilidade externa e dependência de recursos voláteis

⁵² Aqui não se está discutindo o papel teórico dos mercados secundários que, ao conferir maior liquidez a aplicações que originalmente significassem comprometimento de longo prazo, terminam por dinamizar as próprias emissões no mercado primário. O que estamos querendo perceber é o papel crucial desempenhado atualmente pelos mercados de capitais no tocante ao desenvolvimento de uma órbita de valorização desvinculada do financiamento à produção, uma vez que, cada vez mais, submete todos à lógica da valorização patrimonial, premida pelo mais alto retorno no mais curto prazo possível e sem qualquer regulação que domestique o afã rentista dos gerentes profissionais do dinheiro.

e voltados preponderantemente para a troca de propriedade, cuja lógica de atuação vem alimentando o padrão especulativo e curto prazista do nosso ainda pouco robusto mercado de capitais.

Tabela 4.1
Brasil: evolução de alguns indicadores

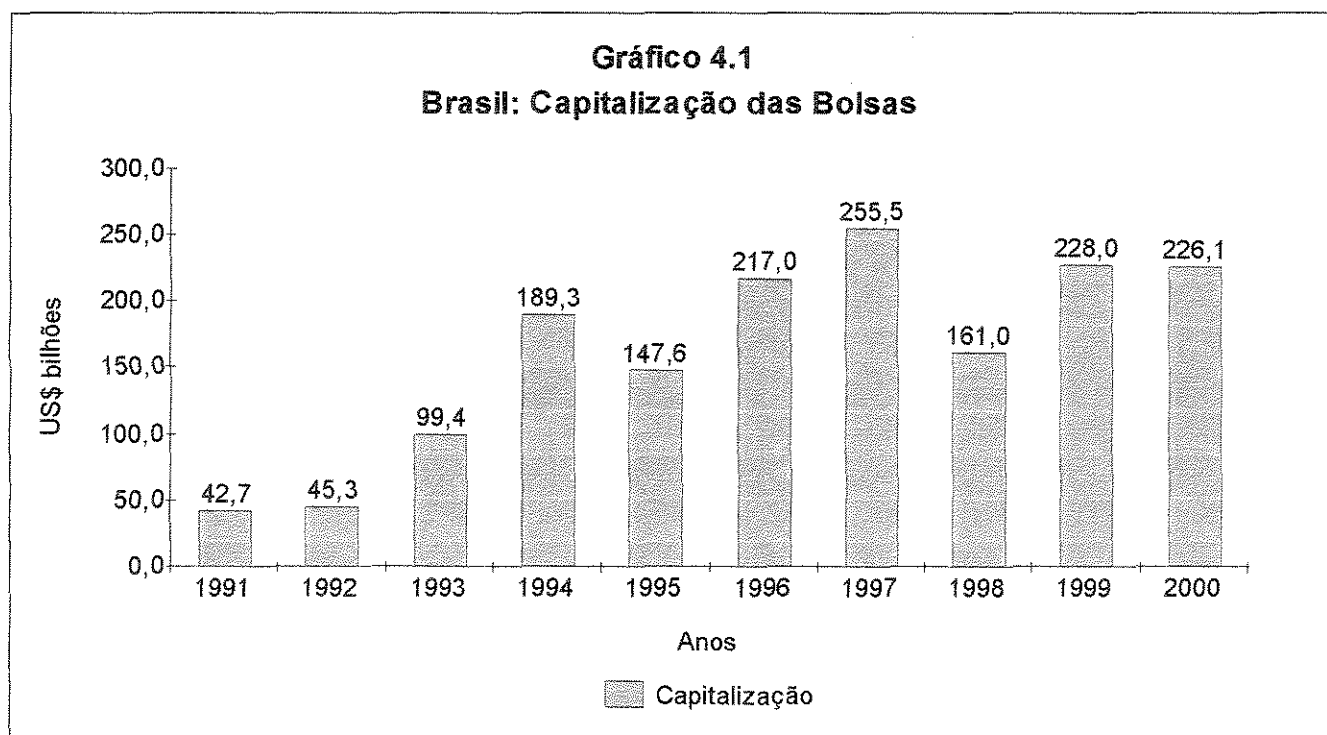
Anos	PIB real %	Taxa de Investimento % do PIB	Tax. Juros Selic %	Dívida Líquida do Setor Púb. % do PIB	Saldo em Trans. Corrent. (US\$ bilhões)
1990	-4,35	20,7	-	-	(3,8)
1991	1,03	18,1	-	38,8	(1,4)
1992	-0,54	18,4	-	34,7	6,1
1993	4,92	19,3	-	33,4	(0,7)
1994	5,85	20,7	-	32,5	(1,8)
1995	4,22	20,5	53,09	31,1	(18,4)
1996	2,66	19,3	27,41	30,1	(23,5)
1997	3,27	19,9	24,79	33,4	(30,8)
1998	0,13	19,7	28,79	37,7	(33,6)
1999	0,79	19,1	25,59	50,4	(25,3)
2000	4,36	19,4	17,58	49,6	(24,7)
2001	1,42	19,4	17,32	52,0	(23,2)
2002	1,52	18,7	19,17	57,4	(7,8)

Fonte: Ipeadata e Banco Central.

No caso brasileiro, e dos países da América Latina de uma maneira geral, dado o processo de liberalização e as dificuldades típicas de economias periféricas com moeda não conversível, a dinâmica do mercado de capitais foi fortemente condicionada, a partir de 1994, pelo afluxo de capitais para os países emergentes, após o longo período de fechamento do acesso ao financiamento externo iniciado em 1982. Essa retomada está associada ao aumento dos fluxos privados de capitais, em contraposição aos empréstimos sindicalizados e aos montantes concedidos pelos organismos multilaterais do período anterior.

O crescimento da riqueza financeira líquida nos país centrais (e a redução das taxas de retorno em renda fixa nessas economias) gerou uma busca espasmódica de investimentos mais rentáveis por instituições financeiras como os fundos de pensão, além de uma enorme pressão para a padronização dos marcos regulatórios em todo o planeta. Regra geral, para participar do jogo e candidatar-se ao acesso desses recursos, principalmente a partir dos anos 90, as economias em desenvolvimento tiveram de: 1) facilitar as entradas e saídas desses recursos mediante tanto a liberalização financeira das contas de capital, como a desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos, favorecendo a

internacionalização; 2) conviver com o aumento das taxas de retorno sobre renda fixa e sobre renda variável, em função do aumento das taxas de juros internas e 3) estender os processos de privatizações, especialmente para os setores de telecomunicações e energia, responsáveis pela atração de um volume significativo de recursos. (Studart e Hermann, 2001: 31). Assim, o ambiente de desregulamentação foi derivado da necessidade de atrair esses capitais e da competição entre os países em desenvolvimento, que passaram a oferecer, em contrapartida, ainda mais graus de liberdade para a sua atuação.



Fonte: Emerging Stock Markets Factbook 2001

A entrada de capitais privados na primeira metade da década de 90 teve um impacto significativo sobre as Bolsas de Valores brasileiras à medida que concentrou-se, primeiramente, nas aplicações de portfólio, elevando o nível de capitalização para o patamar de US\$ 189,3 bilhões em 1994. Em 1997 este indicador atingiria o pico da década. Após a crise do leste asiático, porém, observou-se uma crescente aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros, indicando um improvável retorno ao nível alcançado naquele ano.

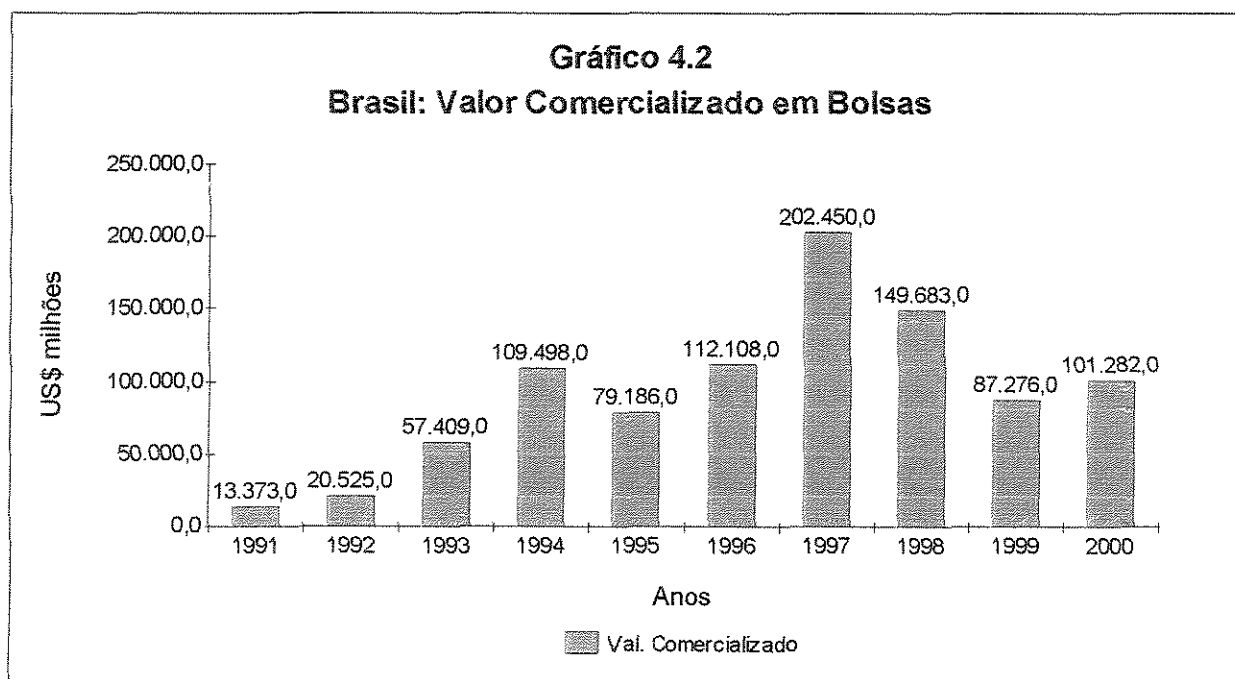
Registre-se que a capitalização do mercado de capitais de todos os países emergentes representava 8,5% do mercado mundial em 2000. Sua melhor marca foi no ano de 1994, quando os

países emergentes representaram cerca de 12% da capitalização global. De acordo com a tabela abaixo é possível observar que, para os países desenvolvidos e emergentes a capitalização dos mercados de capitais atingiu seu ponto máximo no ano de 1999. Dessa forma, o tamanho do mercado nos países emergentes caiu 10,8% em 2000, para cerca de 2,7 trilhões de dólares, refletindo o desaquecimento geral dos mercados de ações a partir daí.

Tabela 4.2
Capitalização das Bolsas de Valores: 1991-2000
US\$ bilhões

	1991	1992	1993	1994	1995
P. Emergentes	898,258	991,106	1.676,364	1.897,024	1.910,685
Brasil	42,759	45,261	99,430	189,281	147,636
P. Desenvolv.	10.447,475	9.941,420	12.340,561	13.218,296	15.877,402
EUA	4.087,660	4.485,040	5.136,199	5.067,016	6.857,622
TOTAL	11.345,733	10.932,526	14.016,925	15.115,320	17.788,087
	1996	1997	1998	1999	2000
P. Emergentes	2.248,073	2.167,329	1.855,259	3.152,068	2.739,726
Brasil	216,990	255,478	160,887	227,962	226,152
P. Desenvolv.	18.004,584	20.949,148	25.092,702	32.996,6830	29.520,707
EUA	8.484,433	11.308,779	13.451,352	16.635,114	15.104,037
TOTAL	20.252,657	23.116,477	26.947,961	36.148,751	32.260,433

Fonte: Standard & Poor's - Emerging Stock Markets Factbook, 2001.



Fonte: Emerging Stock Markets Factbook, 2001

A ascensão até o ano de 1997 e posterior queda do mercado de capitais brasileiro pode ser apreciada ao se observar o comportamento da série de valores negociados em bolsa na década de 90. No ano de 2000, o Brasil ficou no vigésimo lugar do *ranking* dos países, considerando-se esse critério, registrando US\$ 101,282 bilhões no final do período.

As fortes oscilações normalmente associadas ao funcionamento dos mercados de capitais de economias periféricas, somadas aos impactos negativos das crises externas ocorridas ao longo da década,⁵³ demonstram as dificuldades para que o nosso mercado de capitais se consolide, ainda mais diante do espectro das recorrentes fugas para a “qualidade”, ou seja, para os títulos do governo norte-americano. Somando-se ainda a internacionalização e liberalização dos sistemas domésticos, além da venda das empresas estatais, chega-se ao quadro explicativo para a persistente queda do número de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. No início da década haviam 570 empresas, caindo para 459 no final do ano 2000, ou seja, verificou-se uma diminuição de 19,5% neste número (Standard & Poor’s, 2001).

4.2 Os Fundos de Pensão no Brasil e na América Latina

Comparando-se com os demais países da América Latina, o Brasil se destaca tanto pela antiguidade do sistema privado de previdência complementar (existente desde meados da década de 1970), como também pela expressiva magnitude dos recursos controlados pelos fundos de pensão. Em estudo realizado pela OCDE (2000), constatou-se que o Brasil aparecia diante dos demais países latino americanos da mesma forma como os EUA comparavam-se com os demais países da OCDE no tocante ao peso dos ativos nas mãos de investidores institucionais. Ou seja, segundo a pesquisa, o Brasil contava com mais de 60% de todos os ativos controlados pelos investidores institucionais dos 10 países latino americanos pesquisados⁵⁴. Especificamente, os fundos de pensão brasileiros detinham a metade, as seguradoras menos de 30% e os fundos mútuos cerca de 80% dos ativos desses respectivos segmentos.

Os fundos de pensão apareceram e se desenvolveram num período muito recente na América Latina, com exceção do Brasil e México, onde esses planos de aposentadoria vêm sendo

⁵³ O índice IBOVESPA apresentou variação negativa em 1995 de -1,3; 1998 de -33,5 e 2000 de -10,7.

⁵⁴ Nos 10 países considerados (Argentina, Chile, Colômbia, El Salvador, México, Peru, Uruguai, Bolívia, Venezuela e Brasil) os Fundos de Pensão detinham US\$ 136 bilhões de ativos, os Fundos Mútuos US\$ 148 bilhões e as Seguradoras

patrocinados pelos empregadores (mediante planos de benefício definido) desde a década de 1970, além de estimulados pelos respectivos governos, principalmente por meio de incentivos fiscais. O maior impulso para essa difusão deu-se, porém, após a privatização do seguro social no Chile, com a introdução do sistema obrigatório de previdência privada em 1981. Nos demais países seu desenvolvimento se associa às reformas previdenciárias ocorridas ao longo da década de 1990 (Peru em 1983, Argentina em 1994, Colômbia em 1994, Uruguai em 1995, Bolívia em 1997, México em 1998, El Salvador em 1998, dentre outras em andamento). Todos esse novos sistemas foram edificados sobre planos de contribuição definida.

Em termos relativos, porém, o Chile possui o mais desenvolvido sistema de fundos de pensão e de companhias de seguro, conforme apresentado na tabela 4.3 a seguir. No Brasil, embora a cobertura do sistema de previdência privada seja ainda muito baixa (de cerca de 5% da PEA, em 1998) seu peso relativo no produto nacional bruto só perde para o Chile. Note-se que o Brasil possui o maior segmento de fundos mútuos relativamente ao tamanho de sua economia (cerca de 16% do PIB). Essa diferença não pode ser explicada pela cronologia de sua implantação nos países, mas sim pelas crises financeiras que afetaram fortemente essas aplicações nos demais países latino americanos ao longo dos anos 80 e principalmente após a crise mexicana de 1995 (OCDE, 2000).

Tabela 4.3
AMÉRICA LATINA:
Ativos dos Investidores Institucionais como % do PIB
Dez/1998

Países	Fundos de Pensão	Seguradoras	Fundos Mútuos	Total
Argentina	3,3	1,3	2,1	6,4
Bolívia	3,9	0,5	2,8	7,2
Brasil	10,2	1,2	15,9	23,7
Chile	40,3	13,5	4,6	57,2
Colômbia	2,1	1,5	0,3	4,0
El Salvador	0,4	0,8	0,0	1,3
México	2,7	1,7	3,6	8,0
Peru	2,5	0,6	0,5	3,5
Uruguai	1,3	0,8	0,7	2,8
Venezuela	0,0	1,4	0,1	1,5
Média, ²	7,2	1,8	7,8	15,3

Fonte: OCDE, 2000, p. 27.

1 Os ativos detidos pelos fundos de pensão em contas de Fundos mútuos foram deduzidos do total

2 Ativos dos fundos de capitalização bolivianos não foram incluídos

3 Os ativos dos fundos mútuos foram estimados com base em set/1998

No Brasil, por outro lado, os fundos mútuos de investimento apareceram no final dos anos 80 como um instrumento inovador que oferecia indexação contra a inflação, revelando-se em pouco tempo ser uma aplicação de renda fixa de grande popularidade.

O sistema brasileiro de fundos de pensão tem tido um crescimento consistente, porém mais tímido do que daqueles sistemas que passaram por amplas reformas, como o do Chile. Comparando-se o peso dos ativos na economia de diferentes países, no final da década de 90 este ainda apresentava uma importância relativa não muito significativa (tabela 4.4).

Tabela 4.4
Os Ativos dos Fundos de Pensão como % do PIB

País	1980	1990	1997
Suíça	51	60	117
Holanda	46	81	102
RU	23	55	75
EUA	24	45	73
Malásia *	18	41	55
Brasil	1	3	11
Chile**	1	25	42
Espanha	0	3	2

Fonte: OCDE (1999), Davis (1995)

* Dado de 1980 refere-se a 1976; ** Dado de 1980 refere-se a 1981.

De acordo com Srinivas e Yerno (1999) a composição dos portfólios e retornos dos investimentos de fundos de pensão nos países cujos sistemas complementares são obrigatórios apresentam pequenas variações internamente aos países, mas grandes diferenças entre os países. A análise da tabela 4.5, a seguir, revela questões importantes sobre esses contrastes entre os países latino americanos.

Em primeiro lugar, o Brasil é o único país cujo sistema complementar é voluntário (OCDE, 2001: 25). Ademais, chama a atenção a alta porcentagem (27%) do portfólio das entidades fechadas brasileiras investida em ativos não financeiros, ou seja, em “outros investimentos”. De fato, ali estão somadas as aplicações em imóveis, empréstimos a participantes, financiamento imobiliário e outros.

Outra particularidade do Brasil são os altos montantes investidos em fundos mútuos; quase 30% do total do portfólio dos fundos fechados e 45% das entidades abertas em 1998. Depois do Brasil, apenas Argentina se destacou, com apenas 7% das aplicações. A peculiaridade do caso brasileiro revela-se no alto nível de intermediação dos fundos mútuos através dos gerentes

profissionais e, ainda, na alta porcentagem dos ativos de fundos de pensão investidos diretamente nos fundos mútuos. A experiência dos demais países da América Latina é diametralmente oposta à brasileira, pois impuseram baixos limites para os investimentos nos fundos mútuos (entre 0 a 15% das carteiras dos fundos de pensão) (OCDE, 2000: 39).

Por último, o elevado nível de investimentos dos ativos brasileiros em ações, que atingiu o pico de 39,2% em 1994 (ver tabela 4.8 adiante), apresentou um nítido refluxo em função das crises das bolsas após a crise mexicana (1995), asiática (1997) e russa (1998) tornando os fundos de pensão mais avessos ao risco e, em consequência, menos expostos em aplicações de renda variável.

Mesmo entre os países que apresentam um “regime de investimento liberal” (OCDE, 2000), como é o caso do Chile, Peru e Colômbia, haviam diferenças importantes em seus respectivos portfólios. Vale dizer, o Chile detinha uma parte relativamente expressiva de aplicações no exterior (6%, ou US \$ 1,8 bilhões em dezembro de 1998), enquanto o Peru e a Colômbia se destacavam por possuírem um nível elevado de debêntures de empresas privadas (38% e 18% respectivamente), sendo que , o Peru, em ações também. Neste país, o mercado de títulos públicos deixava muito a desejar em termos de profundidade e liquidez.

Tabela 4.5
América Latina: Portfólios dos Fundos de Pensão: Dezembro de 1998
%

País	Títulos Públic.	Debênture	Depósitos em Instit. Financeira	Ações	Fundos de Investim.	Ações No Exterior	Outros Invest.	TOTAL
Argentina	50	3	21	18	7	0	1	100
Bolívia	68	0	32	0	0	0	0	100
Brasil	7	4	10	19	33	0	27	100
Chile	41	4	32	15	3	6	0	100
Colômbia	28	18	50	3	0	0	1	100
El Salvad.	74	1	25	0	0	0	0	100
México	95	3	2	0	0	0	0	100
Peru	5	38	23	33	1	0	0	100
Uruguai	75	0	22	0	0	0	3	100

Fonte: OCDE, 2000.

1 - Os dados do Brasil incluem apenas as entidades fechadas.

2 - Os dados da Colômbia referem-se a dezembro de 1997.

3 - Títulos de Instituições financeiras incluem títulos hipotecários.

Historicamente, um traço comum nas carteiras de investimento dos fundos de pensão na América Latina tem sido a alta proporção de ativos em forma líquida ou depósitos bancários: mais de

20% na maioria dos casos. Este perfil contrasta significativamente com aquele verificado para os países da OCDE, onde não mais do que 10% dos ativos são aplicados nesses instrumentos. Além da falta de instrumentos que caracteriza esses mercados de capitais, ainda se pode concluir desse fato que o mercado de capitais, especificamente as bolsas de valores, ainda oferecem grandes riscos que influenciam uma postura defensiva dos investidores institucionais. Nessa medida, os papéis do governo exercem grande atratividade, seja pelas taxas de retorno e garantias oferecidas, seja devido às regulações existentes, que tornam essas aplicações obrigatórias em diversos países.

4.3 Os Fundos de Pensão brasileiros nos anos 90

O sistema de previdência complementar no Brasil, conforme vimos anteriormente, foi criado em meados da década de 70, na forma de entidades abertas (com e sem fins lucrativos e abertas ao público em geral) e fechadas (sem fins lucrativos, cujos planos são oferecidos somente aos empregados das empresas patrocinadoras ou instituidoras). O acentuado desenvolvimento da previdência complementar ao longo dos anos 90 é reflexo de inúmeros fatores.

Tabela 4.6
Número de Entidades de Previdência Complementar no Brasil

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
EFPC	344	354	339	352	360	360	359	353
Públicas	-	114	101	95	95	87	87	83
Privadas	-	240	238	257	265	273	272	270
EAPC	-	78	79	83	81	74	77	77
Com fins Lucrat.	-	6	5	4	2	1	1	0
Sem fins Lucrat.	-	33	33	32	31	30	30	30
Seguradoras	-	39	41	47	48	43	46	47
TOTAL	344	432	418	435	441	434	436	430

Fonte: Bottaro, 2003.

Nota: EFPC - Entidade Fechada de Previdência Complementar

EAPC - Entidade Aberta de Previdência Complementar,

* Dados estimados para 2002.

Destaca-se, contudo, o forte estímulo para sua expansão viabilizado por medidas de governo que vêm reconfigurando o sistema público e privado, em prol da previdência complementar. Essas, dizem respeito, por exemplo, à concessão, a partir de 1996, de incentivo fiscal pela via da possibilidade de dedução das contribuições aos planos de previdência complementar até o limite de

12% da renda bruta anual declarada à Receita Federal para fins de tributação⁵⁵.

Dessa forma, a adesão de novos participantes é estimulada pelo diferimento da tributação (ou seja, os participantes deixam de pagar parte do imposto de renda de pessoa física nos exercícios em que contribuem para o plano previdenciário, mas esse imposto é cobrado quando do efetivo recebimento do benefício) (Fazio, 2002). A nova regulamentação dos aspectos de supervisão e funcionamento do sistema, inclusive a criação de novas modalidades de planos à semelhança dos Planos *401-k* norte-americanos (o chamado Plano Gerador de Benefício Livre - PGBL⁵⁶), buscou fomentar a poupança contratual, em seu segmento privado, redesenhando o sistema de pensões no país.

Tabela 4.7
Fundos de Pensão no Brasil: Evolução dos Ativos

	Ativos EFPC (R\$ milhões)	Ativos EFPC/ PIB (a)	Crescim. Ativo/PIB %	Ativos EAPC (R\$ milhões)	Ativos EAPC/ PIB (b)	Crescim. Ativo/PIB %	(a)+(b)
1990	26.352	3,34	-	-	-	-	3,34
1991	36.812	4,63	38,27	-	-	-	4,63
1992	43.269	5,47	18,18	-	-	-	5,47
1993	59.959	7,22	32,07	1.575	0,19	-	7,41
1994	72.742	8,27	14,61	2.085	0,24	25,06	8,51
1995	74.815	8,17	-1,31	3.539	0,39	62,86	8,55
1996	86.629	9,20	12,68	4.637	0,49	27,51	9,69
1997	101.033	10,34	12,40	6.255	0,64	30,00	10,98
1998	101.129	10,34	0,03	8.376	0,86	33,82	11,20
1999	125.995	12,47	20,59	12.726	1,26	47,06	13,73
2000	144.025	13,22	5,96	17.143	1,57	24,87	14,79
2001	171.152	14,45	9,30	23.416	1,98	25,63	16,42
2002	189.280	15,89	9,97	31.759	2,67	34,84	18,56

Fonte: ABRAPP, ANAPP, IBGE.

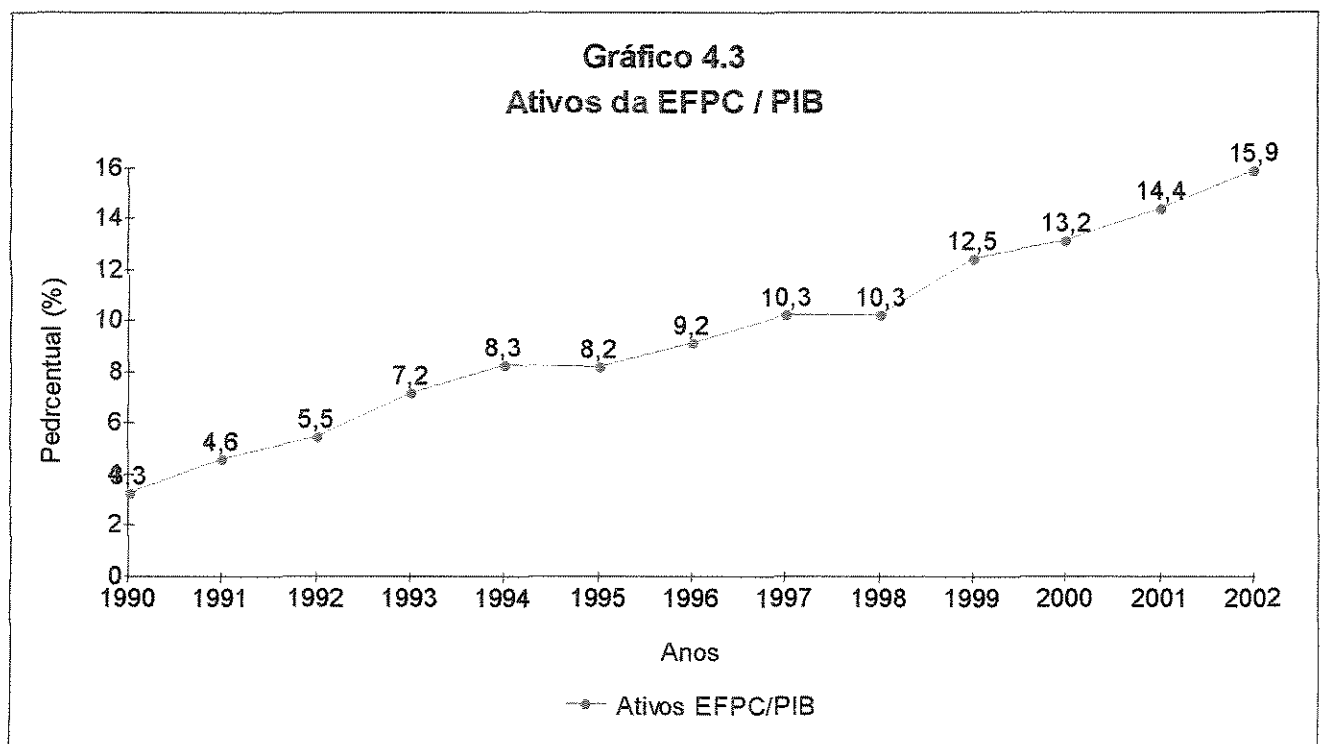
Obs: EFPC - Entidades Fechadas de Previdência Complementar;

EAPC - Entidades Abertas de Previdência Complementar

⁵⁵ Ressalte-se, porém, que a partir da edição da Medida Provisória n 2.222, de 4 de setembro de 2001, o Imposto de Renda passou a incidir sobre os rendimentos dos fundos constituídos com participação de empresas, acabando, portanto, com o diferimento do IR (ficando de fora os fundos de participantes individuais). Isto afetou os incentivos aos planos corporativos, atingindo negativamente o crescimento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar a partir daí. Ver Baldini Jr. e Crespo Filho, citados em Bottaro, 2003.

⁵⁶ O PGBL, por ser um plano de contribuição definida, caracteriza-se pela acumulação livre de reservas no qual o participante pode decidir sobre o perfil das aplicações para financiar os seus benefícios de aposentadoria, que serão calculados com base no valor do saldo da reserva acumulada, assumindo, assim, os riscos de mercado. Em 2001, o patrimônio líquido dos Fundos atingiu R\$ 4,5 bilhões, contra R\$ 554 milhões em 1999 e R\$ 2 bilhões em 2000. SUSEP, Anuário Estatístico de 2001.

Comparando-se com a evolução desses segmentos nos anos 80, depreende-se que, grosso modo, a ênfase aos planos patrocinados pela empresas estatais migrou, especialmente após a segunda metade da década passada, à favor das entidades abertas, cujo crescimento dos ativos em relação ao PIB, em 2002, foi de nada menos do que 34,84% (frente ao crescimento de 9,59% das entidades fechadas). Ressalte-se, contudo, que o total de ativos das entidades abertas em 2002 atingiu R\$ 31,7 bilhões, bastante inferior, portanto, ao patrimônio de R\$ 189,2 bilhões das entidades fechadas. Porém, as primeiras cresceram 797%, enquanto as últimas aumentaram seu patrimônio em 156% no período entre 1995 a 2002. Note-se que em termos de crescimento do número de participantes, as entidades fechadas vivem um período de estagnação desde 1995 (Raimundo, 2002: 127), que poderá ser revertida no futuro próximo com a implementação da previdência complementar para os servidores públicos, já prevista na Lei Complementar n. 109, de 2001, a ser regulamentada na reforma previdenciária em curso, e a possibilidade de criação de fundos de pensão por agentes instituidores.⁵⁷



Fonte: ABRAPP

⁵⁷ Os instituidores não são patrocinadores mas, apenas, administradores de fundos de aposentadoria. A Lei visou ampliar essa atuação para entidades classistas e sindicais. Porém, seu crescimento dependerá da taxa de reposição definida pelo teto alcançado pelo Regime Geral de Previdência Social e, principalmente, da elevação dos rendimentos médios dos trabalhadores brasileiros nos próximos anos.

Desde a instituição da previdência complementar pela Lei 6.435 de 15 de julho de 1977, os planos de benefício definido de entidades fechadas foram beneficiados pela firme atuação das empresas estatais, que arcavam com a principal parcela dos desequilíbrios atuariais. Esse instrumento permitia aos funcionários alimentarem a certeza sobre o montante e a perenidade de sua aposentadoria complementar, dado que os riscos de insuficiência de recursos para o pagamento da renda esperada no período total de inatividade eram assumidos pelo patrocinador do plano. Com as recentes mudanças na legislação (que, dentre outras alterações, passou a impor limites de contribuição entre empresas e funcionários de 1 para 1), o quadro de ampla supremacia desses planos começou a se alterar a favor das patrocinadoras privadas. Atualmente as entidades fechadas de empresas públicas possuem uma posição ainda destacada no *ranking* de entidades, segundo o patrimônio, destacando-se o Fundo de Pensão do Banco do Brasil - Previ/BB (R\$ 37,6 bilhões), seguido pelo Petros (R\$ 17,1 bilhões), Funcef (R\$ 7,8 bilhões) e Centrus do Banco Central (R\$ 3,8 bilhões). Já dentre as patrocinadoras privadas, os maiores patrimônios pertencem ao Sistel (R\$ 8,67 bilhões), seguido por Fundação CESP (R\$ 5,76 bilhões), Itaubanco (R\$ 3,64 bilhões) e Valia (R\$ 3,63 bilhões). No tocante ao número de participantes, as entidades fechadas apresentavam em 2001 apenas 2,266 milhões de participantes, ou cerca de 3% da PEA. Deste total, 969,9 mil eram membros participantes dos fundos patrocinados por empresas **públicas** (sendo 637,6 mil participantes ativos e 332,3 mil assistidos, ou seja, aposentados e beneficiários de pensões) e, de outro lado, 1.296,8 mil eram participantes de Fundos de empresas **privadas** (1.094,0 mil ativos e 202,8 mil assistidos).

As entidades de previdência aberta, por seu turno, também apresentavam uma forte concentração em 2002. Do total da carteira de investimentos dessas entidades⁵⁸, 51% dos ativos eram administrados pelo Bradesco Vida e Previdência, 11% pela Brasilprev Seguros e Previdência SA, 7% pelo Itaú Previdência e Seguros, 7% pelo Unibanco AID e os restantes 24% encontravam-se distribuídos pelos demais participantes do mercado (Bottaro, 2003).

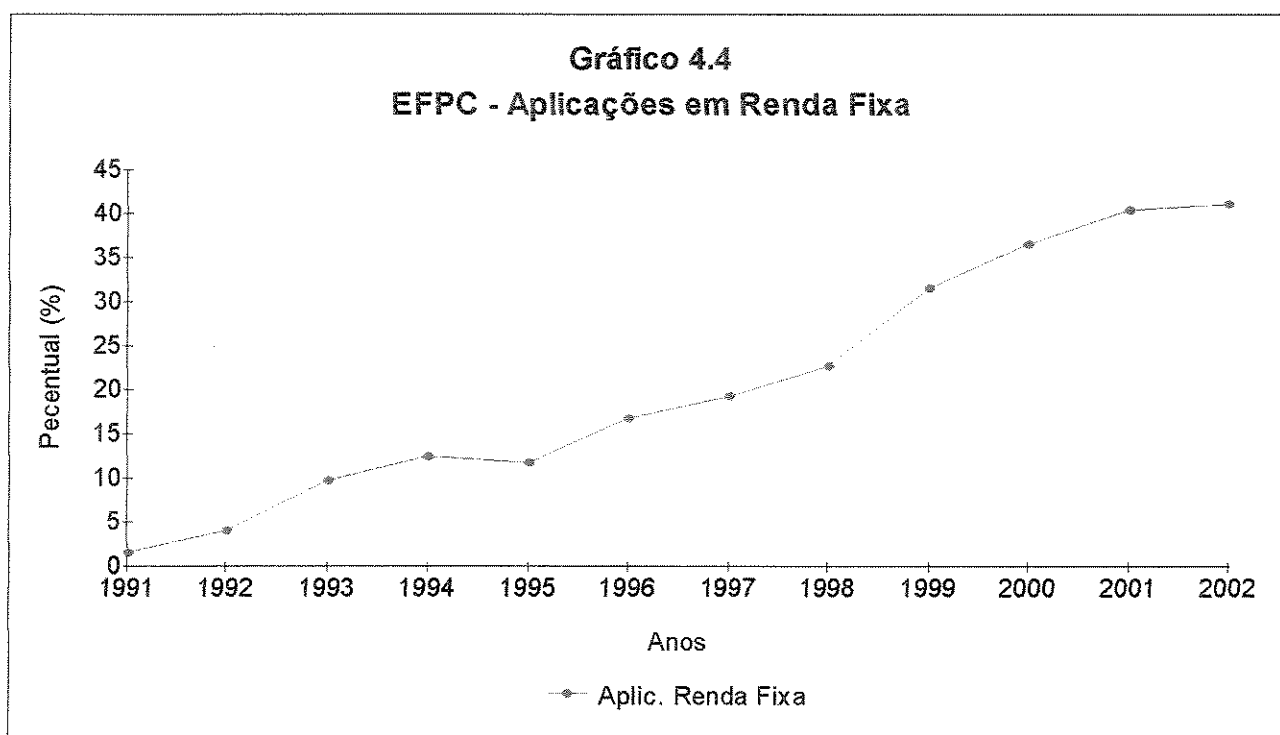
As Leis Complementares nº 108 e nº 109, de maio de 2001, passaram a organizar o sistema de previdência complementar no país em bases mais próximas dos padrões determinados pelas regras de supervisão e fiscalização dos fundos de pensão anglo-saxões e da chamada governança corporativa. Aqui destaca-se: 1) a maior aderência à regra do “homem prudente” - pilar da legislação que rege o

⁵⁸ Com uma receita anual de contribuições da ordem de R\$ 7,52 bilhões, em 2001, de acordo com a SUSEP, Anuário

comportamento e regula o compromisso fiduciário dos gestores de fundos de pensão nos EUA -, 2) a chamada profissionalização, pela via da contratação externa dos gestores e, ainda, 3) a tendência de flexibilização das regras para a aplicação das reservas.

4.4 Investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar -EFPC

O perfil das entidades de previdência complementar no Brasil tem-se transformado nos últimos anos, porém sua forma de atuar no tocante às aplicações de seus ativos revela-se muito uniforme, indício de um comportamento típico de manada (em que é preferível errar com os demais do que acertar sozinho). De uma forma geral estas aplicações têm-se dirigido preferencialmente para os títulos públicos. Dos 349 fundos de pensão associados à ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar) 169 fundos, ou 48,4% do total de fundos fechados “não realizam investimentos em outras categorias que não as de renda fixa e renda variável. Nestas modalidades, prevalecem as ações *blue chips* e os títulos públicos” (Raimundo, 2002: 145).



Fonte: ABRAPP

Observando-se a composição das carteiras de ativos das entidades, tanto fechadas como

abertas, depreende-se que o direcionamento de ativos tem recaído de forma crescente para o financiamento da dívida pública, dada a forte concentração dos investimentos em renda fixa. De acordo com a ABRAPP, a participação relativa dos investimentos das entidades fechadas em fundos de investimento RF (Renda Fixa) aumentou de 1,5% da carteira em 1991 para 41,1% em 2002.

Antes de analisar esses portfólios propriamente ditos, faz-se necessário tecer algumas breves considerações sobre a legislação que define as regras para os investimentos das reservas constituídas. Note-se que, desde a criação da previdência complementar no país havia a determinação, por lei, de limites mínimos para a aplicação de determinados tipos de ativos. Somente na década de 1990 esses limites mínimos foram substituídos por limites máximos. De uma maneira geral, esta última forma de regulação é defendida com base no princípio da diversificação. Assim, os percentuais máximos admitidos para exposição em determinadas classes de ativos visam reduzir riscos como: (a) exposição em classes de investimentos consideradas arriscados; e (b) ausência de diversificação adequada.

No Brasil, desde a Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 460, de 1978, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar tiveram sua exposição em papéis de um mesmo emissor regulada por um percentual mínimo, inclusive para títulos públicos (embora houvesse a obrigação de aplicação mínima em Letras do Tesouro Nacional - LTN - e Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN). Isso desestimulava a diversificação dos ativos e tornava essas entidades, regra geral, investidores conservadores. Além do mais, nesse período, destacavam as carteiras com uma forte imobilização em imóveis. Somente em 1994 a regulamentação foi alterada, quando o Banco Central, mediante a Resolução nº 2.109, de 20 de setembro, estabeleceu limites máximos para as aplicações. De acordo com Bottaro (2003), a cada alteração posterior dessa regra observou-se a tendência de ampliação dos limites consagrados às aplicações em títulos públicos, que atualmente atinge 100%.

Portanto, há no Brasil uma longa tradição de regulação da alocação dos portfólios dos fundos de pensão. Atualmente, esta é determinada pela Resolução do Banco Central nº 2.829, de março de 2001, e as alterações definidas pelas Resoluções n. 2.922 e 3.002 de 2002⁵⁹, que fixam tetos de aplicação para cada tipo de investimento de entidades abertas e fechadas de previdência complementar. Note-se que estes limites impostos recentemente “aprofundaram uma tendência de estabelecer regras prudenciais baseadas em limites máximos de exposição a cada tipo de ativo,

⁵⁹ Ver *A Nova Legislação da Previdência Complementar*, publicado pela Secretaria da Previdência Complementar do

sempre preservando o papel de financiador da dívida pública historicamente cumprido pelos fundos de pensão” (Raimundo, 2002: 136). Nesta Resolução foi ainda rebaixado o limite de exposição máxima em ações para 45% nos planos de benefício definido.

Enquanto as metas atuariais para os fundos de pensão brasileiros são de até 6% reais ao ano, geralmente utilizando-se o INPC, IGP-M ou IGP-DI como indexadores, no Japão e Reino Unido, as metas atuariais nominais em 2001 correspondiam a 5,5% e 4,0% ao ano, respectivamente, e taxas de juros básicas de 0,1% e 4,0% ao ano.⁶⁰

Por último, cumpre ainda mencionar que, convergente com a regulação prudencial visando racionalidade pela via da diversificação, prevalece ainda a regra que restringe as aplicações numa mesma empresa. Assim, os fundos de pensão não podem investir mais do que 10% do seu portfólio em ações de uma mesma empresa ou em títulos de um mesmo emissor.

Considerando o contexto macroeconômico e a regulação vigente, tanto como a avaliação da relação risco-retorno no processo de tomada de decisão, verificou-se no tocante aos investimentos dos fundos de pensão brasileiros, ao longo dos anos 90, uma clara tendência de decréscimo relativo da importância do investimento imobiliário (a despeito do surgimento, na segunda metade da década, de uma nova categoria denominada Fundos de Investimentos Imobiliários) e forte ascensão dos investimentos de renda fixa, notadamente títulos do governo, que apresentam historicamente um retorno superior à taxa atuarial, além de liquidez e menor risco, dada a garantia do governo.

Já as aplicações nos mercados de ações e derivativos têm-se destacado em algumas carteiras à despeito da elevada volatilidade em momentos recorrentes de crises internacionais e das próprias características do mercado de capitais do país, quais sejam, pouco robusto e de pequena profundidade. Esse é o caso, por exemplo, de fundos portentosos como o Previ/BB, cujo ativo para investimento atingiu R\$ 37,8 bilhões em out/2002. Segundo informações atualizadas em junho de 2001, o fundo BB/Previ comprometia 58,24% de sua carteira em investimentos de renda variável. Dada essa grande exposição, o desempenho da economia e das Bolsas contribuíram para explicar os resultados negativos apresentados recentemente, uma vez que encerrou o ano de 2001 com déficit técnico de R\$ 2,05 bilhões e de R\$ 1,57 bilhão em 2002. A rentabilidade total da carteira foi de 22,49% no ano passado, muito aquém da meta determinada pelo estatuto, que deveria ter atingido

Ministério da Previdência e Assistência Social em 2002.

⁶⁰ Ver Lorenzo Filho, 2002, citado em Raimundo, 2002.

34% (IGP-DI mais 6% ao ano)⁶¹.

Tabela 4.8
EFPC - Carteira Consolidada por Tipo de Aplicação
(R\$ milhões)

Item	Dez/94	%	Dez/95	%	Dez/96	%	Dez/97	%	Dez/98	%
Ações	18.177	39,1	16.923	29,5	22.162	30,9	24.724	28,5	17.465	19,2
Imóveis	6.692	14,4	8.548	14,9	9.225	12,9	9.038	10,4	9.684	10,7
Dep. a prazo	5.334	11,5	8.367	14,6	6.891	9,6	6.623	7,6	8.818	9,7
Fnd Inv. RF	5.779	12,4	6.826	11,9	12.064	16,8	16.729	19,3	20.648	22,8
Fnd Inv. RV	Nd		Nd		1.832	2,6	9.302	10,7	9.214	10,2
Empr. Part.	887	1,9	1.067	1,9	1.592	2,2	1.623	1,9	1.740	1,9
Fin Imobil.	2.145	4,6	3.328	5,8	3.688	5,1	3.923	4,5	4.021	4,4
Debêntures	862	1,9	2.992	5,2	3.446	4,8	3.384	3,9	3.229	3,6
Títulos Púb	1.771	3,8	2.557	4,4	4.115	5,7	3.240	3,7	5.918	6,5
Outros	1.201	2,6	1.445	2,5	1.704	2,4	1.878	2,2	2.382	2,6
Oper c/ Patr	3.642	7,8	5.408	9,4	4.954	6,9	6.396	7,4	7.637	8,4
TOTAL	46.488	100,0	57.461	100,0	71.672	100,0	86.861	100,0	90.757	100,0
Item	Dez/99	%	Dez/00	%	Dez/01	%	Dez/02	%		
Ações	30.259	26,3	30.669	23,6	28.614	18,5	26.684	15,8		
Imóveis	10.110	8,8	10.460	8,0	10.554	6,8	11.330	6,7		
Dep. a prazo	5.313	4,6	4.145	3,2	4.822	3,1	3.808	2,3		
Fnd Inv. RF	36.423	31,6	47.710	36,7	62.411	40,4	69.089	41,1		
Fnd Inv. RV	14.066	12,2	14.881	11,4	16.232	10,5	20.067	11,9		
Empr. Part.	1.805	1,6	2.279	1,8	2.742	1,8	3.190	1,9		
Fin. Imobil.	3.868	3,4	3.797	2,9	3.848	2,5	3.438	2,0		
Debêntures	2.892	2,5	2.660	2,0	3.201	2,1	3.733	2,2		
Títulos Públ	7.307	6,3	8.588	6,6	17.513	11,3	22.471	13,3		
Outros	3.011	2,6	4.687	3,6	4.496	2,9	4.612	2,7		
Oper. c/Patr	70	0,1	201	0,2	144	0,1	76	0,1		
TOTAL	115.124	100,0	130.077	100,0	154.578	100,0	168.498	100,0		

Fonte: ABRAPP - Consolidado Estatístico;

nd - não disponível.

As entidades fechadas como um todo têm uma presença forte no mercado de capitais brasileiro. Sua relevância transparece ao se constatar que o total de recursos investidos pelas EFPC em renda variável atingiu cerca de 10,4% do valor de mercado das companhias abertas listadas na

⁶¹ Folha de São Paulo de 13/03/2003.

Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), em novembro de 2001⁶².

Ressalte-se, por último, que as operações de empréstimos concedidos pelas entidades fechadas aos seus participantes têm-se mantido estáveis ao longo da década, ressalvando-se o pico em 1996 (12,2%), quando a pressão por crédito em toda a economia brasileira manifestou-se na carteira dos fundos de pensão. Sendo os participantes, sob a ótica dos fundos, seus credores a longo prazo, a grande atratividade desse tipo de operação deve-se ao baixo nível de risco. (Bottaro, 2003).

Em suma, as aplicações dos fundos de pensão de entidades fechadas apresentaram, até o ano passado, uma forte concentração em títulos de renda fixa com alta negociabilidade em mercados secundários, destacando-se os títulos públicos de depósitos a prazo, em fundos de investimento (de renda fixa e renda variável), além de ações.

Observe-se que, enquanto em 1994, os investimentos imobiliários absorveram 14% dos recursos dos fundos de pensão, ante 12% aplicados em fundos de investimento e 39% no mercado de ações - que se encontrava aquecido devido ao afluxo de capitais para os países “emergentes”-, em 2002, os fundos de investimento (renda fixa e variável) atingiram 53%, enquanto a participação relativa das aplicações em ações e imóveis caíram para 15,8% e 6,7%, respectivamente. A ampliação de sua exposição aos títulos de renda fixa (particularmente títulos públicos pós-fixados e/ou com correção cambial), deveu-se à tendência recente dos investidores institucionais diante da percepção de maior risco associado ao mercado de títulos de renda variável decorrente da vulnerabilidade brasileira às turbulências e crises externas e, também, às contingências do processo da eleição presidencial naquele ano.

4.5 Fundos de Pensão e Privatizações nos Anos 90

O cumprimento do desiderato da valorização patrimonial levou os fundos de pensão a experimentarem diferentes estratégias ao longo da década de 90. A mais notável, embora pouco

⁶² No entanto, publicação recente da ABRAPP (Revista: fundos de Pensão, ano XXII, n. 282, mar/2003, p. 35-6) destaca que a fuga de aplicações das entidades fechadas em renda variável foi intensa nos últimos três anos, ou seja, desde quando se iniciou a queda nas Bolsas. Segundo essa fonte, “dados não oficiais mostram que, no final de 2002, as fundações tinham 25,9% de suas carteiras aplicadas em renda variável, o menor nível desde 1991, o que representa um total aproximado de pouco mais de R\$ 40 bilhões... Este percentual inclui a Previ, o maior fundo de pensão do país, cuja carteira em ações representa mais de 50% de seu patrimônio, fato que distorce a média do conjunto das fundações. Por isso, fontes do mercado estimam que as fundações tenham uma média de 15% de suas carteiras aplicadas em ações, metade do percentual alocado em renda variável há três anos.”

efetiva (do ponto de vista da capacidade de influir na gestão das empresas compradas e liderar um processo de conglomeração na economia brasileira), foi a participação dos fundos de pensão no processo de privatização.

Tabela 4.9
EFPC - Crescimento do Investimento
(R\$ milhões)

Anos	Investimento Inicial	Investimento Final	Variação %	Var. Média Acum.
1994		46.488		
1995	46.488	57.461	23,60	23,60
1996	57.461	71.672	24,73	24,17
1997	71.672	86.861	21,19	23,17
1998	86.861	90.757	4,49	18,20
1999	90.757	115.124	26,85	19,89
2000	115.124	130.077	12,99	18,71
2001	130.077	154.578	18,84	18,73
2002	154.578	168.498	9,01	16,74

Fonte: ABRAPP. Consolidado Estatístico, dez/2002

Desde o início dos anos 90, os fundos de pensão e outros investidores institucionais protagonizaram exercícios de arbitragens na compra e venda de moedas e títulos, beneficiando-se de ganhos especulativos típicos de mercados de capitais como o nosso. Ademais, viram-se favorecidos pela oportunidade aberta pela alienação das empresas públicas à preços módicos e condições excepcionais.⁶³

Não só no Brasil, mas também no Chile por exemplo, os fundos de pensão entraram no processo de privatização como um ator importante para dar credibilidade ao “Programa Nacional de Desestatização”, embora despretençioso de um ponto de vista mais estratégico. De fato, ao adquirir um ativo em condições vantajosas, visando principalmente a realização de um ganho patrimonial, e desprezando a função de articulador de um novo padrão de organização da estrutura produtiva nacional, sob o seu comando, frustrou, desde logo, as elevadas expectativas de alterações de fundo na organização das empresas brasileiras. Assim, com a saída do Estado brasileiro da órbita da produção em importantes setores da atividade econômica, pouco se avançou, em decorrência de sua

⁶³ Em julho de 2003, a Polícia Federal indiciou membros da diretoria da Previ (Fundo de Pensão dos funcionários do Banco do Brasil) para apuração de denúncias de irregularidades na privatização do Sistema Telebrás ocorrida em julho de 1998 pelo valor de R\$ 3,4 bilhões. O inquérito aponta fortes indícios de a Previ ter emprestado recursos aos seus sócios para saldarem a compra da empresa Telemar, o que infringiria os artigos 4º (gestão fraudulenta) e 16º (atuação indevida do fundo como instituição financeira) da Lei 7.492/86 (Lei do Colarinho Branco). Folha de São Paulo, 03 e 05/jul/2003.

maior participação acionária nos setores industriais e de serviços, à caminho de uma maior conglomeração, que pudesse dar respostas positivas no ambiente extremamente competitivo instalado com a abertura comercial e financeira (Raimundo, 2002).

Ao contrário, as evidências sinalizam para o agravamento dos problemas de participações cruzadas e falta de sinergia da estrutura produtiva nacional, que se horizontalizou e perdeu os elos e engates necessários para a internalização das etapas da cadeia produtiva, em detrimento das estruturas verticalizadas presentes nas antigas empresas estatais.

Tabela 4.10
Privatizações no Brasil:
Resultados Anuais e Participação dos Fundos de Pensão
EFPC

Ano	Resultados Totais (US\$ milhões)	Fundos de Pensão (US\$ milhões)	Part. %
1991	2.000	521	26,1
1992	3.400	374	11,0
1993	4.200	62	1,5
1994	2.300	233	10,1
1995	1.600	244	15,3
1996	6.500	48	0,7
1997	27.700	4.047	14,6
1998	37.500	843	2,3
1999	4.500	22	0,5
2000	10.700	201	1,9
2001	2.900	-	0,0
2002	2.000	-	0,0

Fonte: BNDES e Raimundo, 2002.

Embora catalizando capitais em montante suficiente para o financiamento de investimentos de maior risco e de maior vulto, como pode ser visto na variação dos saldos dos ativos das entidades fechadas na tabela acima, esse investidor institucional não consolidou uma posição de provedor de *funding* para os investimentos de longo prazo tradicionalmente ocupado pelas agências oficiais, tais como o BNDES. De financiadores de *shopping centers* a passivos credores da dívida pública, os fundos de pensão permanecem distantes da imagem idealizada de “articuladores”, ou seja substitutos do Estado, para a concretização de blocos de inversões necessários à retomada dos investimentos na geração de maior valor agregado da produção industrial e na ampliação da infra-estrutura, fundamentais para a retomada do desenvolvimento do país.

4.6 Investimentos das Entidade Abertas de Previdência Complementar - EAPC

De acordo com os dados da Associação Nacional de Previdência Privada - ANAPP, é possível concluir que também para as EAPC os investimentos em renda fixa foram dominantes ao longo da década. Note-se, no entanto, uma grande variação nas participações anuais em função dos aspectos macroeconômicos e, especialmente, das condições relativas à política monetária e suas implicações sobre as taxas de juros no país. Como essas entidades operam num ambiente competitivo e na lógica dos gerentes profissionais, discutida anteriormente, em que se sobressai o critério do maior retorno, do curto-prazismo e do comportamento de manada, não é de se surpreender os movimentos mais bruscos em busca da remuneração garantida pelo governo em decorrência de suas dificuldades recentes para se financiar.

Desde 1994 (ano em que as EFPC também comungaram da euforia sobre o desempenho das bolsas de valores), as aplicações das entidades abertas em ações e participação acionária vem caindo, chegando aos pífios 4,9% em 2002, evidência de sua desconfiança na *performance* dos instrumentos de renda variável no país, além de seu pouco interesse em compartilhar a gestão das empresas, ou seja, na governança corporativa.

Considerando-se a série histórica disponível desde 1994, pode-se observar uma forte tendência de redução dos investimentos em imóveis⁶⁴, uma persistente queda em ações e oscilações, sobre um elevado patamar, das aplicações em títulos de renda fixa, de acordo com a tabela a seguir.

Tabela 4.11
EAPC: Aplicação dos Ativos
(% do total do portfólio)

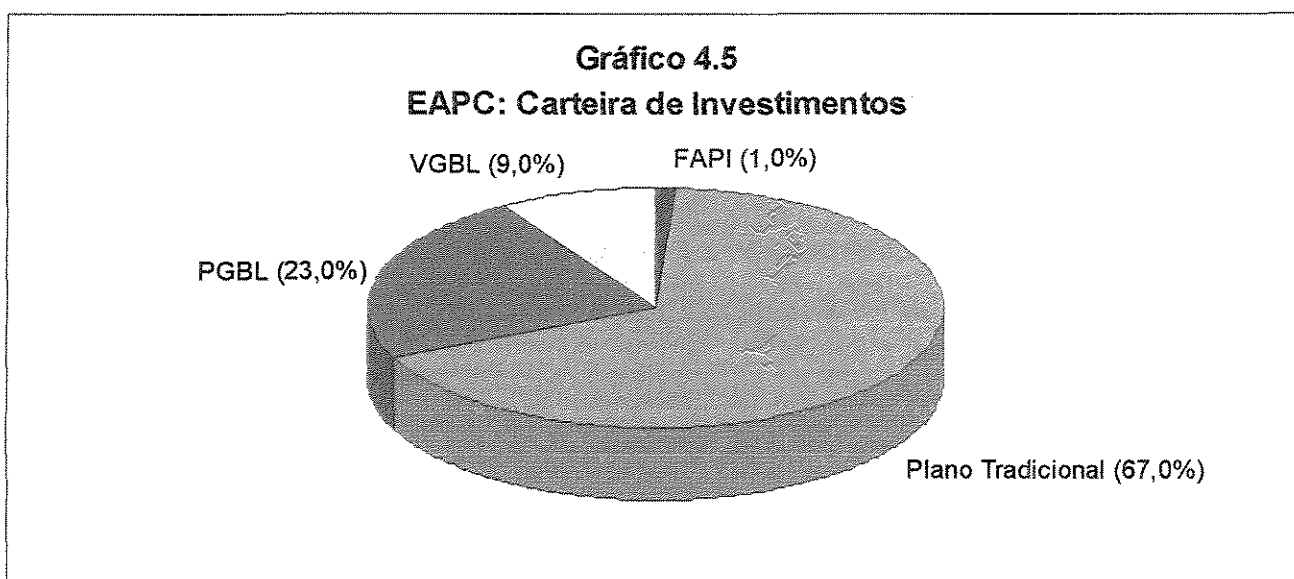
Discriminação	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02
Tít. de RF- Público	42,0	58,6	32,9	32,2	45,8	44,4	30,0	30,0	29,0
Tít. de RF- Privado	-	-	34,5	37,8	39,3	35,0	45,3	38,9	37,7
PGBL*	-	-	-	-	0,1	3,9	11,0	18,4	22,2
Renda Variável	31,2	16,7	15,5	17,4	8,0	11,3	8,9	6,4	4,9
Particip. Acionárias	4,3	4,1	3,1	2,7	2,2	1,9	2,1	3,5	3,4
Imóveis	21,5	19,2	13,1	8,9	3,4	2,3	1,7	1,3	1,0
Outros	1,0	1,3	0,8	1,1	1,3	1,1	1,1	1,5	1,8
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: ANAPP e Bottaro, 2003.

* Quotas de Fundos de Investimento em PGBL

⁶⁴ Segundo dados da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP, as aplicações em imóveis foram reduzidas para R\$ 36 milhões, o correspondente a 4,86% das aplicações, contra 17,43% em 1996, como consequência da maior restrição à aplicação em imóveis imposta pela Resolução no 2.286/96 do Conselho Monetário Nacional. Ver Bottaro, 2003.

O setor de entidades abertas comercializou mais de R\$ 9,7 bilhões em planos de vida e previdência no ano passado, representando um crescimento de cerca 32% em relação ao ano de 2001, sendo que a grande vedete foi o PGBL, cujas carteiras de investimento somaram 23% do total de entidade abertas. Assim, o patrimônio dos Planos Tradicionais atingiu R\$ 21,5 bilhões, o do PGBL R\$ 7,21 e o do VGBL, R\$ R\$ 2,72 bilhões em 2002.



Fonte: ANAPP. Estatísticas, dez 2002.

Em suma, o sistema de previdência complementar, no Brasil, vem se tornando um importante mecanismo de captação de recursos e, principalmente, de valorização de capitais na esfera financeira. Para tanto, tem se servido de uma forte retenção de títulos públicos, diante de uma situação em que o governo tem de se financiar no prazo curto, pagando elevadas taxas de juros. Essa situação, com breve alívio, foi constante ao longo da década de 90. Os percalços de uma economia periférica, com limitada capacidade de contornar os efeitos da falta de conversibilidade da moeda e o encarecimento da dívida pública diante da necessidade de atrair capitais externos, terminaram por condicionar o próprio perfil e desempenho do nosso precário mercado de capitais, que se sustentou basicamente na dívida pública brasileira.

Note-se que o aumento dos ativos geridos por esses investidores institucionais deveu-se muito mais à valorização financeira do que à expansão do sistema por meio do crescimento do

número de participantes, que se mostrou acanhado até aqui,⁶⁵ dado o crescimento pífio da renda per capita e o baixo patamar da nossa renda média, que não tem possibilitado um aumento significativo da poupança contratual (se tal ocorrer no futuro próximo deverá ser o resultado da instituição dos fundos de pensão no setor público e/ou de uma queda maior na taxa de reposição do regime geral de previdência social).

No tocante à regulação das aplicações no Brasil, embora ainda restritiva se comparada ao modelo anglo-saxão, o futuro aponta uma tendência inequívoca de abrandamento da capacidade de orientação desses fundos e uma flexibilidade crescente visando uma atuação típica de mercado, com um arcabouço de fiscalização e supervisão cada vez mais próximo à *corporate governance* difundida em todos os cantos do mundo.

⁶⁵ Entre 1995/01 as entidades fechadas apresentaram um aumento no total de participantes (ativos e assistidos) de apenas 4%.

Conclusão

O seguro social erigiu-se como sistema capaz de angariar grandes somas de recursos para responder às demandas dos trabalhadores por garantias de segurança no mundo do trabalho e, também, como pilar fundamental do Estado do bem estar social. Nesse sentido, o fundo público traduziu-se no “complexo” que tomou o lugar da auto-regulação (Oliveira, 1998: 49). Com base na investigação realizada nos capítulos 1 e 2 sobre a natureza e a trajetória dos fundos sociais nos países capitalistas avançados, analisou-se a evolução e a configuração presente dos sistemas de *welfare* de forma à compreender o papel que os fundos previdenciários exercem no financiamento de políticas públicas. A transformação do sistema de pensões britânico mostrou-se ilustrativa do caminho percorrido desde um modelo público e universalista até a sua nova formatação, cujos esquemas confirmam uma nova divisão dos papéis entre o setor público e privado. No presente, os planos de contribuição definida, totalmente capitalizados, crescem em importância no bojo da expansão da previdência complementar compulsória e voluntária. No tocante ao financiamento do investimento, essas tendências reforçam o modelo das finanças diretas e o peso das aplicações dos investidores institucionais nas bolsas de valores, com seus impactos significativos sobre as rendas de aposentadoria.

Conforme foi destacado, após 1988 o sistema de pensões no Reino Unido sofreu uma profunda inflexão com a instituição dos planos de aposentadoria pessoais, que ampliaram as opções individuais existentes fora dos esquemas públicos e dos planos de previdência fechada (*occupational plans*) até então preponderantes. Com isso, acelerou-se o declínio dos governos e dos empregadores como principais provedores dos fundos de pensão. Assistiu-se, assim, à mudança de posição dos fundos de aposentadoria no Reino Unido: de um dos principais itens da proteção social para um mero instrumento de poupança contratual.

Nessa medida, o seguro social como fundamento do Estado do bem estar social, demandado pelos sindicatos para ampliar o conceito de cidadania de tal forma que atingisse as massas populares, vai sendo deslocado pela previdência privada complementar e sua lógica de pecúlio individual para privilegiados detentores de alta renda. Os objetivos para os quais os fundos sociais foram criados – a saber, garantir uma boa renda na aposentadoria e para serem utilizados de forma anti-cíclica na geração de empregos ou na extensão do seguro-desemprego – vão sendo aos pouco relegados aos

marcos de políticas meramente assistencialistas, mediante o pagamento de uma renda mínima garantida, no arcabouço de sistemas públicos em franco encolhimento.

Para o Brasil, o estudo dos fundos patrimoniais dos trabalhadores, desenvolvido no capítulo 3, revelou que esses fundos públicos especiais foram um recurso peculiar e, em grande medida, adequado às necessidades de financiamento de setores prioritários à época de seu surjimento. Constituídos como seguro social, cuja *raison d'être* amarrou indelevelmente o sistema de proteção social à política econômica, e como “instrumento alternativo” do nosso débil mercado de capitais (Studart, 1992: 110), terminaram por viabilizar um *funding* importante para a industrialização à medida que o Estado lançou mão das poupanças compulsórias dos trabalhadores e as disponibilizou como fundos de longo prazo para financiar a acumulação de capital.

Ressalte-se que no período do nacional-desenvolvimentismo a necessidade de se criar mecanismos de crédito seletivo era vista como função primordial dos fundos públicos. Assim, a partir da segunda metade dos anos 1960 os fundos patrimoniais dos trabalhadores foram celebrados como solução para colocar em marcha a expansão do setor imobiliário, através do FGTS, e para prover o setor empresarial com crédito barato para capital de giro, na primeira fase do PIS e do PASEP, até o apoio às inversões previstas no II PND, na segunda metade dos anos 70. Para se adequar a este papel os fundos financeiros de Estado foram amplamente manejados pelo segmento financeiro público e compuseram, juntamente com o segmento privado conglomerado – ambos com estreitas conexões com o sistema financeiro internacional – os pilares básicos do nosso sistema financeiro. Cumpriram, dessa forma, sua função precípua como mecanismos de transferência setorial de rendas.

Ao se ter em conta que, em tese, um sistema financeiro deveria propiciar as condições para a ampliação das relações de débito-crédito para financiar a acumulação, a produção e o consumo e, também, de transferir recursos entre setores respondendo às condicionantes do ambiente institucional mais propícias ao investimento produtivo e aos requisitos de liquidez e risco da demanda por crédito dos empreendedores, vê-se que o papel dos fundos públicos, articulados às instituições bancárias privadas por meio dos repasses dos bancos oficiais, foi crucial para o financiamento da economia brasileira nos anos 60 e 70⁶⁶. À despeito dos limites colocados pela nossa pouca articulação entre as esferas bancária e a produtiva⁶⁷, esse arranjo baseado no crédito fortemente direcionado prescindiu de

⁶⁶ Que pode ser aferida, no período entre 1967 a 1973, pelo crescimento de todas as modalidades de crédito, bem como pelo crescimento dos ativos financeiros sobre o PIB.

⁶⁷ Ver a crítica ao nosso padrão de financiamento, tendo em vista que o sistema financeiro público não

um mercado de capitais privado robusto e líquido como requerido pelos adeptos das finanças de mercado. No entanto, o processo disruptivo sobre a canalização de fundos públicos para o investimento produtivo não tardou a irromper no contexto de desarranjo das contas do governo e de colapso do horizonte de inversões que caracterizaram a crise dos anos 80 e o ajuste recessivo instaurado na economia brasileira. Note-se que nos períodos de queda do investimento privado, a própria sustentação do ritmo de investimento público torna-se problemática. Segundo Tavares (1998: 140), nessas condições, o BNDES deveria, com seus recursos e influência, tentar abrir novas linhas públicas de investimento que pudesse efetivamente atrelar o investimento privado nacional e estrangeiro. Tudo isso para superar a crise de confiança que entravava a retomada do crescimento sustentado. No entanto, como registra a autora, a ameaça recorrente de lhe serem tirados os recursos do PIS-PASEP, violentamente disputados por “um mercado financeiro” ávido de “dinheiro novo”, não facilitava a tarefa.

Conforme vimos no capítulo 3, não faltava ao Estado brasileiro uma clara disposição para promover a ampliação e regularização do financiamento à produção e ao consumo, tendo ainda como objetivos inadiáveis incentivar o mercado de capitais (no sentido de desenvolver um mercado privado de fundos de longo prazo), permitir uma maior capitalização das empresas e, naturalmente, elevar a taxa de formação bruta de capital da economia. Contudo, no tocante à reforma financeira de 1964/65, seu efeito mais significativo foi a forte indução do endividamento das famílias e, em decorrência, o aumento inédito do consumo de bens duráveis, num momento em que se promovia um vertiginosa concentração da renda com vistas ao privilegiamento do setor consumidor urbano moderno. Ademais, contribuiu para ampliar o financiamento aos setores e atividades com maiores necessidades de capital de giro. Assim, o papel reservado aos bancos de investimento e ao mercado acionário não foi cumprido. Não fossem os fundos públicos a alimentar a atuação do BNDES e do BNH, o financiamento de longo prazo continuaria tacanho, adormecido e à espera da iniciativa privada. O financiamento do investimento propriamente dito às empresas, isto é, o financiamento da formação de capital que exige recursos de longo prazo, concretizou-se, naquele momento, destacadamente pelos financiamentos das agências oficiais e internacionais, complementado pela via das reinversões dos lucros acumulados.

participava do processo de monopolização do capital como “sujeito”, ou seja, na qualidade de capital financeiro autônomo que buscava centralizar sob seu comando e controle acionário os capitais que deveria concentrar, conforme teorizou Hilferding sobre a experiência alemã. Tavares (1998)

Isso posto, trata-se de ressaltar que o padrão de financiamento de longo prazo no país jamais prescindiu dos recursos advindos dos fundos públicos, passíveis de serem amealhados à medida que a demanda por investimentos refletia ou inaugurava um novo ciclo de crescimento. No mais das vezes esses decorriam dos grandes blocos de investimentos de iniciativa estatal, sob a liderança das empresas públicas.

No caso, por exemplo, do crédito habitacional, após a criação do FGTS, e com o reforço dos depósitos de poupança voluntária, instituiu-se um pródigo “subsistema” de financiamento, que deu um grande impulso ao setor da construção civil (inclusive para a indústria de material de construção), até o início dos anos 80. À despeito da grande lacuna observada nessa política pública dos governos militares com a ausência de um mecanismo sólido e extensivo de fomento para a população pobre do país⁶⁸, há que se reconhecer a forte presença indutora do Estado nesse engenhoso desenho institucional, que superou os entraves históricos e os elevados custos para o financiamento desse importante setor para o desenvolvimento nacional.

Assim, os fundos patrimoniais dos trabalhadores já desempenharam papel relevante no provimento de recursos para o financiamento de setores prioritários para o desenvolvimento nacional. Como instrumento de financiamento direcionado, no marco de um mercado de capitais incipiente, esses fundos formados por poupança compulsória foram uma resposta original para o financiamento de longo prazo e compensaram parcialmente as lacunas atribuídas ao segmento privado no financiamento de setores estratégicos para o desenvolvimento (habitação, saneamento, infraestrutura, indústrias específicas etc). Seu declínio a partir dos anos 80 está diretamente relacionado aos fatores macro-políticos que marcaram as transformações do tipo de desenvolvimento experimentado pelo país.

Já os fundos de pensão, tratados no capítulo 4, remetem a uma discussão acalorada sobre o seu papel no desenvolvimento de mercados de capitais voltados para o financiamento do investimento produtivo, atualizando velhos dilemas sobre o funcionamento desses mercados em países periféricos como o Brasil. As reformas que vêm modificando esses sistemas na América Latina expõem os embates cruciais à medida que a privatização vai se estendendo sobre os sistemas públicos de aposentadorias. A alegação de que trariam maior viabilidade financeira aos sistemas de pensões (tornando-os mais eficientes pela maior vinculação entre contribuições e benefícios) e contribuiria

⁶⁸ Que, infelizmente, permaneceu à margem do sistema e viu seu déficit habitacional crônico agravar-se com a rápida

para o incremento da poupança e investimentos, não é de fácil constatação. Ao contrário, as evidências apontam para as enormes dificuldades desses países sinalizarem com a sustentabilidade de sistemas que se tornaram custosos, de baixíssima cobertura e enredados em volatilidades e fuga de recursos para os mercados centrais. À medida que a lógica de investimento dos fundos coletivos (ou administrados) perde para a lógica puramente de mercado, que passa a guiar as carteiras de planos de previdência privada complementar sob os desígnios da liberalização financeira e da especulação, mais distante fica o sonho de fomentar mercados de capitais amplos e robustos para o financiamento do desenvolvimento das economias nacionais.

Nesse contexto, parece despontar com grande interesse para os países centrais a disseminação desses investidores institucionais nos países em desenvolvimento. Ou seja, à medida que se tornem potenciais compradores dos ativos dos fundos anglo-saxões numa estratégia de diversificação global dos portfólios e na esteira da liquidação de ativos decorrente da onda de aposentadorias da geração do *baby-boom* no final da década. Da perspectiva dos interesses da *City* Londrina e de *Wall Street* seria altamente promissora a entrada dos fundos de pensão dos países periféricos como *global players*, compensando-os em ousadia, “*appeal*” ao risco e, ainda, em recursos disponíveis, dadas as obrigações de longo prazo dos planos ainda não maduros dos sistemas recém reformados.

Só muito recentemente, após cerca de três anos de crise das bolsas de valores, começa a tomar ânimo o debate sobre as experiências de países como Canadá, Irlanda, Nova Zelândia e Suécia (além da tradicional prática dos fundos no Japão, conforme apontado por Palacios, 2002), cujas contas individuais de contribuição definida estão atadas ao sistema público e propiciam um tratamento de suas aplicações nos moldes de “fundos coletivos de investimento” (*collective investment funds*). Nesses marcos é possível levantar as seguintes questões, imprescindíveis para uma nova forma de atuação dos fundos de pensão: será que seu propósito deveria ser somente maximizar retornos para os seus beneficiários (individuais ou coletivos), ou deveria também servir ao “público”? Deveriam, por exemplo, tensionar favoravelmente as possibilidades de investimentos domésticos que possam gerar empregos internos, ou, ao contrário, espriar os investimentos de risco à nível global? Deveriam considerar critérios sociais e ambientais de investimentos? Caso levem em conta objetivos coletivos e públicos, quais fins deveriam seguir e quem deveria decidir, sob que controles sociais? Como esses fundos podem se proteger da possibilidade de captura de grupos específicos que venham

a se utilizar ostensivamente do “mandato” público para alcançar seus próprios objetivos políticos ou interesses econômicos? (Weaver, 2003). De fato, a possibilidade de atuação que rompa a lógica estrita de mercado e avance sobre formas mais reguladas, com vistas aos investimentos que beneficiem a coletividade não parece improcedente diante dos resultados meritórios observados nesses países.

As práticas de controles rígidos sobre a atuação dos conselhos gestores, prevendo a responsabilização penal sobre as suas decisões, parecem não inviabilizar o matiz público que deve reger a aplicação desses recursos, ou seja, que deve responder à questão: como se vai assegurar a qualidade de vida aos aposentados do futuro e a capacidade de provimento de suas pensões se não se investir na elevação da riqueza do país no presente?

Nesse sentido, conclui-se que é necessário habilitar os fundos previdenciários (ou seja, tanto os fundos patrimoniais dos trabalhadores como os fundos de pensão) para o financiamento do investimento no Brasil, tornando-os componentes indispensáveis para o financiamento de longo prazo e peça estruturante do nosso sistema financeiro. Para isso é preciso considerá-los como fundos de investimento, voltados para áreas estratégicas do desenvolvimento nacional. Esse objetivo será atingido à medida que sejam restabelecidos alguns princípios e critérios para a sua utilização, parcialmente esquecidos ao longo das duas últimas décadas. Aqui se destaca: 1) o reconhecimento de que são, de fato, fundos públicos, disponíveis para o planejamento governamental, e 2) a primazia de sua utilização como *funding* direcionado aos investimentos na produção, embora preservando-se o seu patrimônio para fazer frente às obrigações previdenciárias. Isso pode corresponder, por exemplo, à aplicação em projetos definidos a partir de uma abrangente engenharia financeira entre o setor público e o setor privado, mas que fomente prioritariamente a infra-estrutura social. Assim, não se descarta os projetos lucrativos que, no caso do FGTS e suas contas individuais, possam ser repassados anualmente para os respectivos beneficiários. Porém, como fundos coletivos, sempre terão de atentar para os subsídios cruzados e o atendimento dos segmentos de baixa renda.

Em suma, considera-se crucial que, para que os recursos acumulados pelos fundos previdenciários sejam direcionados para ativos de longo prazo e reconstrução da infra-estrutura do país, se faça necessário estabelecer formas de regulação que se contraponham à lógica curto-prazista das finanças globalizadas. O caso brasileiro impõe, portanto, a preservação dos fundos previdenciários como instrumento público de financiamento de políticas de desenvolvimento e como complemento indispensável à existência de um mercado de capitais em moeda nacional.

Note-se que os fluxos anuais dos fundos patrimoniais dos trabalhadores já representaram 19,7% da poupança interna bruta, no ano de 1979. Atualmente, se levarmos em conta o *funding* FGTS mais o FAT (neste último caso, a parcela do BNDES e ainda o retorno dos recursos excedentes à reserva mínima de liquidez, sob a forma de depósitos especiais nos bancos oficiais e outras receitas destinadas ao financiamento de diversas políticas de fomento à geração de emprego, trabalho e renda), de cerca de R\$ 14,5 bilhões (R\$ 10,0 bilhões do FAT e R\$ 4,5 bilhões do FGTS) - ou aproximadamente 1,2% do PIB -, estima-se que tenham atingido 6,3% da poupança bruta. Caso se adicionasse a esses fluxos de recursos aqueles provenientes da previdência complementar fechada (R\$ 14,0 bilhões) e, ainda, da aberta, o *funding* para investimentos dos fundos previdenciários elevar-se-ia significativamente, alcançando o percentual da poupança interna bruta verificado em 1979.

Em suma, em um país como o Brasil, marcado por um sistema monetário-financeiro periférico e um mercado de capitais débil e volátil, os fundos previdenciários não só podem, como devem, contribuir decisivamente para o fortalecimento de instituições financeiras adequadas ao requerimento do nosso desenvolvimento econômico e social, notadamente na suplementação do *funding* para investimentos na infra-estrutura social, desde que se coloquem princípios coletivos e de políticas públicas coerentes com horizontes mais largos para a sua orientação.

BIBLIOGRAFIA

- ABRAPP (Mar/2003). "Fundos de Pensão: Motivos da Retração dos Fundos no Mercado de Ações" in *Revista ABRAPP*, SINDAPP-ICSS - Ano XXII, No. 282.
- AGLIETTA, M. (1979). *Regulacion y Crisis del Capitalismo: la Experiencia de los Estados Unidos*. Espanha: Siglo XXI Editores.
- ANDIMA (2001). *O Novo Perfil do Sistema Financeiro*. (Coordenado por Fernando Cardim de Darvalho) Associação Nacional do Mercado Aberto-ANDIMA, RJ.
- AZEREDO, B. (1987). *Um Estudo sobre as Contribuições Sociais (1987)*. Dissertação de Mestrado apresentada no IEI/UFRJ.
- _____. (1990). "Fundo de Garantia do Tempo de Serviço: análise retrospectiva e impacto da nova legislação". *Texto para Discussão n.19*. Brasília.: Ministério do Trabalho e da Previdência Social.
- _____. (1998). *Políticas Públicas de Emprego: a experiência brasileira*. SP: ABET.
- BAER, M. CINTRA, M.; STRACHMAN, E. e TONETO Jr. R. (1995). "Os Desafios à Reorganização de um Padrão Monetário Internacional" in *Economia e Sociedade*, n. 4. Campinas:IE/UNICAMP.
- BAER, W. (1996). *A Economia Brasileira*. SP: Nobel.
- BALDWIN, P. (1986). *The Politics of Social Solidarity: Classes Bases of Eurpean Welfare State 1875-1975*. NY: Cambridge University Press.
- BALTAR, P. e HENRIQUE, W. (1994). "Emprego e Renda na Crise Contemporânea no Brasil" in *O Mundo do Trabalho: crise e mudança no final do século*. Campinas: Scritta e CESIT.
- BARRIENTOS, A. (1998). Supplementary Pension Coverage in Britain. *Fiscal Studies*, vol. 19 n. 4, pp. 429-446.
- _____. *Pension Reform in Latin America*. Aldershot: Ashgate.
- BATISTA Jr., P. N. (2002). "Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira" in *Estudos Avançados* 16 (45).
- BELLUZZO L. G. (1995) "O Declínio de Bretton Wodds e a Emergência dos Mercados "Globalizados", in *Economia e Sociedade*, n.4. Campinas: Revista do Instituto de Economia da Unicamp, pp. 11-20.
- _____. (1997) "Dinheiro e as Transformações da Riqueza", in *Poder e Dinheiro*. Petrópolis: Editora Vozes.
- BELLUZZO, L. G. e ALMEIDA, J. G. (2002) *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. RJ: Civilização Brasileira.
- BELLUZZO, L. G. e COUTINHO, R. (Orgs.) (1998). *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, vol. 1 e 2 . 4^a. ed. Campinas: IE/UNICAMP.

- BEVERIDGE (1944). *Pleno Empleo en una Sociedad Libre*. Espanha: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (Parte IV, p. 154-227)
- BLAKE, D. (1995) *Pension Schemes and Pension Funds in United Kingdom*. Oxford: Claredon Press.
- _____ (2002). *The United Kingdom Pension System: Key Issues*. Discussion Paper PI-0107. The Pensions Institute. London: Birkbeck College
- BLAKE, D. e TIMMERMAN, A. (2002). *Performance Benchmarks for Institutional Investors: Measuring, Monitoring and Modifying Investment Behaviour*. Discussion Paper PI-0106. The Pensions Institute. London: Birkbeck College. (www.pensions-institute.org/)
- BLOMMENSTEIN, H.. (1999). Impact of Institucional Investors on Financial Markets. *Institucional Investors in the New Financial Landscape*. OCDE.
- BODIE, Z. (1990). Managing Pension and Retirement Assets: An International Perspective. *Journal of Financial Services Research* pp 419-460.
- BOSWORTH, B. e BURTLESS, G. (2002). Pension Reform in the Presence of Financial Market Risk. Center for Retirement Research at Boston College – CRR WP 2002-1. <http://www.bc.edu/crr>
- BOTTARO, M (2003). *Previdência Complementar no Brasil: Formação de Poupança de Longo Prazo e Financiamento do Investimento (1995-2002)*. Dissertação de Mestrado, PUC, São Paulo.
- BRAGA, J.C.S. (1993) A Financeirização da Riqueza: A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais, in *Economia e Sociedade*, no. 2. Campinas: IE/UNICAMP.
- BRANDÃO, S. e FERREIRA, S. (1995) “A Evolução Recente do Nível de Salários: notas para discussão” in *O Trabalho no Brasil no Limiar do Século XXI*. SP: LTr.
- CAMARGO, J. M. (1996). *Flexibilidade do Mercado de Trabalho no Brasil*. RJ: Fundação Getúlio Vargas Editora.
- CARDOSO DE MELO, J. M. e BELLUZZO, L. G. (1998) “Reflexões sobre a Crise Atual” in *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, vol. 1, 4ª ed. Capinas: IE/UNICAMP.
- CARNEIRO, R. (2002). *OaDesenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. SP: UNESP Editora.
- _____ (1991). *Crise, Estagnação e Hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80*. Tese de Doutorado apresentada no IE/UNICAMP.
- CARVALHO, C. E. e PINHEIRO, M. M. S. (1999). FGTS: Avaliação das Propostas de Reforma e Extinção. *Texto para Discussão n. 671*. RJ: IPEA.
- CARVALHO, F. J. C. de (1992) *Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. USA: Edward Elgar.
- CASTEL, R. (1998). *As Metamorfoses da Questão Social*. Petrópolis: Editora Vozes.
- CATALAN, M., IMPAVIDO, G. E MUSALEM, A R. (2000). *Contractual Savings or Stock Markets Development: which leads?* World Bank
- CHESNAIS, F. (1998). *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã.

- CINTRA, M. A. M. (1999). O *Corporate Finance* das Empresas Americanas no Período Recente. *Revista Ensaios FEE*, vol. 20, n.1. Porto Alegre: FEE, p. 35-91.
- CINTRA, M. A. M. e FREITAS, M. C. P. de (Orgs.). *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: um estudo comparado*. SP: FUNDAP, FAPESP.
- CLARK, G. L. (2000). *Pension Fund Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- CLARKE, J. e LAGAN, M. (1997) The British Welfare State: foudation and modernization. In: COCHRANE, A CLARKE, J. (Org). *Comparing welfare states: Britain in international context*. London: Open University.
- COCHRANE, A e CLARKE, J. (Org.) (1997). *Comparing welfare states: Britain in international context*. London: Open University.
- COUTINHO, L. (1992). “A Terceira Revolução Industrial e Tecnológica: as grandes tendências de mudança”, in *Economia e Sociedade*, n.1. Campinas: IE/UNICAMP.
- _____ (1997). “O desenho de um novo modelo de financiamento para a América Latina” Seminário *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*, 25 e 26 de abril de 1997. São Paulo.
- CRUZ, P. Davidoff (1993). “Endividamento Externo e Transferência de Recursos ao Exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80”. *Texto para Discussão*, n. 24. Campinas. IE/UNICAMP.
- _____ (1999). *Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos setenta*. Coleção Teses. Campinas: IE/UNICAMP.
- DAIN, S. (2003). Dossiê Previdência: Correção de Rota. *Teoria e Debate*, 53, mar/abr/ai 2003.
- DAVIS, E. P. (1995) *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*. Oxford: Claredon Press.
- _____ (2002). *Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector*. Website (draft)
- DEDECCA, C. S. (1998). *As Políticas de Qualificação e Formação e seus Efeitos sobre o Mercado de Trabalho: algumas experiências européias*. Relatório do Projeto de Pesquisa: Emprego e Desenvolvimento Tecnológico. CNPq-Dieese-Cesit.
- DELGADO, I. G. (2001). *Previdência Social e Mercado no Brasil*. São Paulo: LTr.
- DEOS, S. (2001). *Teoria e Política do Financiamento na Ortodoxia Econômica*. Tese de Doutorado apresentado ao IE-UNICAMP.
- DIEESE (2001) “Setor Financeiro: Conjuntura, Resultados, Remuneração e Emprego”. *Subsídios para Discussão nas 3as. Conferências Regionais dos Trabalhadores do Sistema Financeiro*, mimeo.
- _____ (2002) *A Situação do Trabalho no Brasil*. SP: DIEESE.
- DISNEY, R., EMMERSON, C. e WAKEFIELD, M. (nov/2002). “Pension Reform and Saving in Britain”, *Fiscal Studies*, School of Economics, University of Nottingham and Institute for Fiscal Studies.

- DRAIBE, S. e AURELIANO, L. (1989). A Especificidade do *Welfare State* Brasileiro. DAIN, S. (Org). *A Política Social em Tempo de Crise*. Economia e Desenvolvimento 3. Brasília: MPAS/CEPAL, 1ª. parte.
- EICHENGREEN, B. (1995) "Os Desafios à Reorganização de um Padrão Monetário Internacional" in *Economia e Sociedade*, n. 4. Campinas: IE/UNICAMP.
- ESPING-ANDERSEN, G. (1990). *The three worlds of welfare capitalism*. Cambridge: Polity Press.
- _____. (1996). *Welfare states in transition*. London: SAGE Publications.
- FARNETTI, R. (1999). O papel dos Fundos de Pensão e de Investimentos Coletivos Anglo-Saxônicos no Desenvolvimento das Finanças Globalizadas. *A Mundialização Financeira: Gênese, Custos e Riscos*. São Paulo: Xamã.
- FAZIO, L. (2002). "O Fim da Imunidade Tributária dos Fundos de Pensão: algumas explicações", em *Tributação em Revista*, ano 10, n. 40 p. 23-27.
- FERRERA, M. (1993) *Modelo de Solidariedade. Política e reforma social nas democracias*. Bologna: Il Mulino.
- FGTS: *Prestação de Contas 2001*. Relatório de Gestão do Agente Operador. Caixa Econômica Federal.
- FITOUSSI J-P e ROSANVALLON, P. (1996). *Le nouvel âge des inégalités*. Paris: Éditions du Seuil.
- FITZGERALD, E.V.K (1999). "Policy Issues in Market Based and Non Market Based Measures to Control the Volatility of Portfolio Investment" in *Working Paper Series*. IDPM, University of Manchester. (www.mac.ac.uk/idpm/)
- FIORI, J. L. (1997). "Globalização, Hegemonia e Império", in *Poder e Dinheiro*. Petrópolis: Editora Vozes.
- FLORA, P. e HEIDENHEIMER (org.) (1981). *The Development of the Welfare State in Europe and America*. London: New Brunswick.
- FREEMAN, R. B.; TOPEL, R; e SWEDENBORG, B. (Org.). (1997) *The welfare state in transition: reforming the swedish model*. Chicago: The University of Chicago Press.
- FREITAS, M. C. P. (org.) (1999). *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90*. SP: FUNDAP e Brasília: IPEA.
- FRY M. J. (1997). "In Favour of Financial Liberalisation". *The Economic Journal*, vol 107 n. 442. Oxford: Blackwell Publishers.
- FUNDAP (1999). *Transformações Institucionais do Sistema Financeiro Brasileiro após o Plano Real e o Desafio do Financiamento de Longo Prazo*. Relatório: diagnósticos e questões. Mimeo.
- GALVÃO, A. C. F. e GARCIA, R. P. L. (1982). *Análise da Matriz de Preços e do Passivo do Sistema Financeiro*. Mimeo.
- GARDNER, J. e ORSZAG, M (2003). "How Have Older Workers Responded to Scary Markets?". *Watson Wyatt Technical Paper 2003 - LS05*. London: Watson Wyatt LLP.

- GIOVANNI, G. Di (1998). "Sistemas de Proteção Social: uma introdução conceitual" *In Reforma do Estado e Políticas de Emprego no Brasil* (org: Marco Antônio de Oliveira). Campinas: IE/UNICAMP.
- GOODHART, C. E. (1995). "Dinâmicas Financeiras Privadas e o Desafio às Políticas dos Bancos Centrais" *in Economia e Sociedade*, n.4. Campinas: IE/UNICAMP.
- GUTTMANN, R. (1994). *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*. New York: M.E. Sharpe.
- _____ (1999). "As Mutações do Capital Financeiro", *in A Mundialização Financeira: Gênese, Custos e Riscos*. São Paulo: Xamã.
- HABERMAS, J. (1980). *A Crise de Legitimação no Capitalismo Tardio*. RJ: Edições Tempo Brasileiro.
- HILFERDING, R. (1985) *O Capital Financeiro*. Coleção Os Economistas. SP: Nova Cultural.
- HOBBSBAWM, E. (1995) *A Era dos Extremos: o breve século XX: 1914-1991*. São Paulo: Companhia das Letras, (cap.9).
- IMF (1994). *International Capital Markets: development, prospects and policy issues*.
- INSTITUTE FOR FISCAL STUDIES - IFS (1994). *Pensions Policy in the UK : An Economic Analysis*. London: IFS.
- INSTITUTE FOR PUBLIC POLICY RESEARCH - IPPR (2002). *A New Contract for Retirement*. London: IPPR.
- IPEA (1994). *O Brasil no Fim do Século: desafios e propostas para ação governamental*. RJ: IPEA.
- _____ (1998). *Infra-estrutura: perspectivas de reorganização/financiamento*. (org: F. Rezende e T. B. Paula). Brasília: IPEA.
- JAMES, E. (2002). "How Can China Solve its Old-Age Security Problem? The Interaction Between Pension, State Enterprise and Financial Market Reform", *PEF*. I pp 53-75. Cambridge University Press.
- JOIN-LAMBERT, M-T. (1997). *Politiques Sociales*. Paris: Presses de Sciences PO et Dalloz, 2ª. ed.
- KAWAL F. C. (1995). *O Financiamento da Indústria e Infra-Estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Tese de Doutorado apresentada ao IE/UNICAMP.
- KEYNES, J. M. (1983). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas. SP: Abril Cultural.
- _____ (1950). *A Treatise on Money*. Vol. I e II. Londres: Macmillan and Co.
- KING, D. S. (out.88). O Estado e as estruturas sociais de bem-estar em democracias industriais avançadas. *Novos Estudos Cebrap*. N. 22, , p. 53-76.
- LAKONISHOK, J., SHLEIFER, A., e VISHNY, R. W. (1992). The Structure and Performance of the Money Management Industry. *Brookings Papers, Microeconomics*. pp. 339 – 391.
- LESSA, C. (1978). *A Estratégia de Desenvolvimento (1974-1976): sonho e fracasso*. Tese do Doutorado apresentada na FEA/UFRJ.

- LOLOIAN, A J. (1980). *Um Estudo do Fundo PIS/PASEP*. Dissertação de Mestrado apresentada ao IFCH da UNICAMP.
- LORDON, F (2000). *Fonds de Pension, piège à cons? Mirage de la Démocratie Actionnariale*. Paris: Éditions Raisons D'Agir.
- MACEDO, R. e CHAHAD, J. P.. (1985). *FGTS e a Rotatividade*. Brasília, MTb:Nobel.
- MAIA, R. (1987). *Estado e Industrialização no Brasil: estudo dos incentivos diretos ao setor privado nos quadros do Plano de Metas do governo JK*. Dissertação de Mestrado apresentada ao IPE/USP.
- MAIA, R. e SALDANHA, R. (1988). "Abrindo a Caixa Preta... estudo sobre a evolução do emprego na administração pública estadual e municipal". *Texto para Discussão n. 12*. Brasília: MTb.
- MAIA, R.; BIAVASCHI, M.; SOUZA, A.A; e DAINEZ, V. (1999). A Crise do Welfare State e o Reflexo nas Políticas Públicas e nos Gastos Sociais: o caso da Suécia, da Inglaterra e dos EUA. IE/UNICAMP. mimeo.
- MARGLIN, S e SHOR, J. B. (1990) *The Golden Age of Capitalism, reinterpreting the postwar experience*. Oxford, Claredon Press.
- MARSHALL, T.H. (1963). *Cidadania, Classe Social e Status*. São Paulo: Zahar Editores.
- _____. (1967). *Política Social*. São Paulo :Zahar Editores.
- MATTOSO, J. (1995). *A Desordem do Trabalho*. São Paulo: Scritta.
- _____. (1999). "Produção e Emprego: renascer das cinzas" em *O Desmonte da Nação: balanço do governo FHC* (org: Ivo Lesbaupin). Petrópolis: Ed. Vozes
- MATTOSO, J. e POCHMANN, M. (jun/1998). "Mudanças Estruturais e o Trabalho no Brasil dos Anos 90" in *Economia e Sociedade* (n. 10).Campinas: UNICAMP/IE.
- MAYER, C. (1990) Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development. *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment* (org; Hubbard). London:The University of Chicago Press.
- McKINNON, R. (1996). "The Public Management of National Provident Funds for State-Led Development: the case of Malaysia's Employees' Provident Fund" in *International Journal of Public Sector Management*. Vol 9 No. 1. Pp 44-60. MCB University Press.
- MEDICI, A C. e BRAGA, J. C. de S. (1993). "Políticas Sociais e Dinâmica Econômica (elementos para uma reflexão)" in *Planejamento e Políticas Públicas*. nº 10. Brasília: IPEA
- MESA-LAGO, C. (2002) "Myth and Reality of Pension Reform: the Latin American Evidence". *World Development* Vol. 30, no. 8, pp. 1309-1321. (www.elsevier.com/located/worlddev)
- MILES, D. (1993) Testing for Short Termism in the UK Stock Market. *The Economic Journal*, 103 (November), pp.1379-1396. Oxford: Blackwell Publishers.
- MINSKY, H. P. (1975) *John Maynad Keynes*. EUA: Columbia University Press.
- _____. (1986). *Stalilizing na Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- MORETTO, A J (2001). *Mercado de Trabalho e Políticas de Emprego no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada no Instituto de Economia da UNICAMP.

- MPAS (2002). *A Nova Legislação da Previdência Complementar*. Brasília: Secretaria de Previdência Complementar do MPAS.
- MURRAY, R. F. (1968). *Economic Aspects of Pension: A Summary Report*. EUA: National Bureau of Economic Research.
- NITSCH, M. e SCHWAZER, H (1998) “De Paradigmas e Mitos: notas sobre os fundos de pensão chilenos” in *Revista de Economia Política*, vol. 18, n. 2 (70, abril-junho/1998). Nobel.
- OCDE (1999) *Institucional Investors in the Financial Landscape*. Paris: OCDE.
- OCDE (2000) (Org: Juan Yermo) *Institucional Investors in Latin America: Recent Trends and Regulatory Challenges*. Paris: OCDE.
- OLIVEIRA, C. A. B. (org) (1994). *O Mundo do Trabalho: crise e mudança no final do século*. SP: Scritta.
- OLIVEIRA, Fabrício A (1998). “Evolução, Determinantes e Dinâmica do Gasto Social no Brasil: 1980/1996”. *Texto para Discussão n. 649*. Brasília: IPEA.
- OLIVEIRA, Francisco de (1998). *Os Direitos do Antivalor: a economia política da hegemonia imperfeita*. Petrópolis: Editora Vozes.
- OLIVEIRA, F. E. B, IWAKAMI, K. e GUEDES, E. (1991). “Perspectivas Econômico-Financeiras da Seguridade Social após a Nova Constituição” in *Perspectiva da Economia Brasileira*. RJ: IPEA.
- OLIVEIRA, F. E. B., Beltrão, K. e David, A. C. A (1999). *A Dívida da União com a Previdência Social: uma perspectiva histórica*. Texto para Discussão n. 638. RJ: IPEA.
- PALACIOS, R (jul/2002). “Managing Public Pension Reserves. Part II: Lessons from Five Recent OECD Initiatives” in *Social Protection Discussion Paper Series*. Washington: World Bank.
- PIERSON, P. (1994) *Dismantling the Welfare State? Reagan, Thatcher and the Politics of Retrenchment*. Cambridge University Press.
- PINHEIRO, M.M. S. (Jun/1997). *O Papel dos Fundos Parafiscais no Fomento: FGTS e FAT*. Texto para Discussão n. 485. IPEA, Brasília.
- PINHEIRO, V. C. (1998). *Instituições Previdenciárias e Modelos de Desenvolvimento no Brasil e na Argentina*. Tese de Mestrado apresentada no Dep. de Ciência Política da UnB.
- PIS/PASEP, *Relatório de Gestão 2001/2002*. Secretaria Executiva do Conselho Diretor do Fundo de Participação PIS-PASEP. Ministério da Fazenda.
- PLIHON, D. (1999). “A Economia de Fundos Próprios: um novo regime de acumulação financeira” in *Economia e Sociedade*, n. 13. Campinas: IE/UNICAMP..
- POCHMANN, M. (1995). *Políticas do Trabalho e de garantia de Renda no Capitalismo em Mudança*. SP: Editora LTr.
- POGGI, G. (1981) *A Evolução do Estado Moderno*. São Paulo: Zahar Editores.
- POLANYI, K. (2000). *A Grande Transformação*. RJ: Campus.
- POTERBA, J. M. (2002). Risk and Participant Investment Decisions in Defined Contribution Plans: the US Experience. MIT.

- RAIMUNDO, L. da C. (2002). *O Papel dos Fundos de Pensão na Reconstrução Industrial e da Infra-Estrutura Urbana Brasileira no Século XXI*. Tese de Doutorado apresentada ao IE/Unicamp.
- REISEN, H. e WILLIAMSON, J. (1997). Pension Funds, Capital Controls, and Macroeconomics Stability. In *The Economics of Pension Funds* (ed. Valdés-Prieto). Cambridge University Press.
- Relatório da Comissão Europeia (1º fev. 96). *Desregulamentação e emprego* Grupo de Política e Perspectiva, Bélgica, s.ed.
- RELATÓRIO Final da Pesquisa (abril, 1987): *Estrutura e evolução do gasto social: estudo comparativo internacional*. MPAS/UNICAMP.
- REZENDE, F. e MAHAR, D. (1974). *Saúde e Previdência Social: uma análise econômica*. Coleção Relatórios de Pesquisa n. 21. RJ: IPEA.
- ROSANVALLON, P. (1997). *A Crise do Estado-Providência*. Brasília: Editora da UnB.
- RYCK, K. De (1999). "Asset Allocation, Financial Market Behaviour and Impact of the EU Pension Funds on European Capital Markets" in *Institutional Investors in the New Landscape* OCDE
- SCHIEBER, S. J. e SHOVEN J.B (ed.) (1977). *Public Policy Toward Pensions*. London: A Twentieth Century Fund Book.
- SERRA, J. (1998). "Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra" in *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, vol. 1, 4ª ed. Campinas: IE/UNICAMP.
- SHAW, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. London: Oxford University Press..
- SHLEIFER, A e VISHNY, R W (jun, 1997) A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, volume 52, Issue 2 (jun), pp. 737-783.
- SHONFIELD, A. (1965). *Modern Capitalism: the changing balance of public and private power*. EUA: OUP.
- SILVA, A. M (1981) *Intermediação Financeira*. São Paulo: IPE/USP.
- SINGH, A (1992). The Stock-Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets? *Discussion Paper 49*. United Nations, Conference on Trade and Development.
- SKOCPOL, T. e ORLOFF, A S. (1984). "Why Not Equal Protection? Explaining the politics of Public Social Spending in Britain, 1900-1911, and USA, 1880-1920". In *American Sociological Review*. Vol. 4, 726-750.
- SLEEMAN, J. F. (1979). *Resources for the Welfare State: an economic introduction*. London: Longman.
- SOUZA, A A, BIAVASCHI, M. B., MAIA, R. de A., DAINÉZ, V. I. (1999). *A Crise do Welfare State e o Reflexo nas Políticas Públicas e ns Gastos Sociais*. Mimeo.
- SOCHACZEWSKI, A C (1980) *Financial and Economic Development of Brazil, 1952/68*. Tese de doutorado. Universidade de Londres, mimeo.

- SRINIVAS, P. S. e Yermo, J. (1999). *Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance?: Evidence from Latin America*. Latin America and Caribbean Region Viewpoint Series, World Bank, Washington, D.C.
- STANDARD & POORS'S (2001). *Emerging Stock Markets Factbook*. NY: S&P.
- STEPHENS, J. D. (1996). The Scandinavian welfare states: achievements, crisis and prospects. In: ESPING-ANDERSEN, C. (Org.). *Welfare states in Transition*. London/Thousand Oaks/New Delhi: SAGE Publications, p. 32-65
- STIGLITZ, J.E. (1989). Financial Markets and Development. *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 5, n. 4. Oxford University Press.
- STUDART, R. (1992). *Investment Finance, Saving and Funding and Financial Systems in Economic Development: theory and lessons from Brazil*. Tese de Doutorado na University of London.
- STUDART, R. e HERMANN, J. (2001). *Estrutura e Operação dos Sistemas Financeiros no Mercosul: Perspectivas a Partir das Reformas Institucionais dos Anos 1990*. Texto para Discussão n. 799. Brasília: CEPAL.
- TAMAGNO, E. (fev/2001). *Investing Social Security Funds: Principles and Considerations*. Twelfth Regional Conference for Asia and the Pacific. Social Security Association -ISSA.
- TAVARES, M. C. (1979) "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" in *Cadernos de Opinião* n. 13. RJ: Editora Paz e Terra.
- _____ (1998). "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" in *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*. Campinas: IE/UNICAMP.
- _____ (1999). "Império, Território e Dinheiro" in *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações* (org: José Fiori). Petrópolis: Editora Vozes.
- TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. (Orgs.) (1997). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*, 3ª ed. Petrópolis: Editora Vozes.
- TAWNEY, R. H. (1995). "The Religion of Inequality" (Org: Desai) In *LSE on Inequality*. London: LSE Books.
- THEODORO, M. (2002). *Participação Social em Políticas Públicas: os conselhos federais de política social - o caso CODEFAT*. Texto para Discussão n 931. Brasília: IPEA.
- TURELA, C. (jun/2003). "A BOVESPA Vai Atrás de Trabalhadores para Transformá-los em acionistas de Clubes de Investimento e Popularizar o Mercado de Capitais". *Revista de Conjuntura Econômica*. RJ: FGV.
- URANI, A (1995). "Tendências Recentes da Evolução da Ocupação no Brasil" em *O Trabalho no Brasil no Limiar do Século XXI*. São Paulo: LTr.
- UTHOFF, A. (1997) *Fundos de Pensão, Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. Seminário realizado em 14 e 15 de abril pela ABRAPP e Unicamp. São Paulo. (mimeo)
- VIANNA, M. L. T.W (1999). "As Armas Secretas que Abateram a Seguridade Social", in *O Desmonte da Nação*. Petrópolis: Editora Vozes.

- WEAVER, R. K. (2003) "Whose Money is it Anyhow? Governance and Social Investment in Collective Investment Funds". *CRR WP 2003-07*. US Social Security Administration - SSA. <http://www.bc.edu/crr>
- ZINI Jr. A A (1982). *Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta*. Dissertação de Mestrado apresentada ao DEPE-UNICAMP.
- ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth*. London: Cornell University Press.

Índice de Gráficos, Quadros e Tabelas

Gráficos

Gráfico 2.1 – Índices das bolsas de valores.....	62
Gráfico 3.1 – FGTS: Arrecadação líquida real	111
Gráfico 3.2 – PIS/PASEP: arrecadação anual e mensal.....	119
Gráfico 3.3 – Patrimônio do FAT.....	121
Gráfico 4.1 – Brasil: Capitalização das Bolsa de Valores.....	126
Gráfico 4.2 – Brasil: Valor comercializado em Bolsas de Valores.....	127
Gráfico 4.3 – Ativos das EFPC/PIB (em %): 1990 - 2002.....	134
Gráfico 4.4 – EFPC: Aplicações em renda fixa.....	136
Gráfico 4.5 – EAPC: Carteira de Investimentos.....	144

Quadros

Quadro 1.1 – Sistema de Pensões do Reino Unido	32
Quadro 2.1 - Corporate Governance.....	47
Quadro 3.1 – Antecedentes do FGTS.....	78
Quadro 3.2 - O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.....	79
Quadro 3.3 – O Banco Nacional de Habitação.....	81
Quadro 3.4 - A origem dos Fundos PIS e PASEP.....	84

Tabelas

Tabela 1.1 – Reino Unido: Evolução de diferentes categorias de gastos públicos....	22
Tabela 1.2 – Reino Unido: composição das despesas públicas com o <i>welfare state</i>	25
Tabela 2.1 – Ativos financeiros das famílias no Reino Unido.....	45
Tabela 2.2 – Ativos de Fundos de Pensão em países selecionados.....	57
Tabela 2.3 – Aspectos da estrutura financeira de países selecionados.....	58
Tabela 2.4 – Estrutura dos ativos dos Fundos de Pensão em países selecionados.....	59
Tabela 2.5 – Fundos de Pensão no Reino Unido: participação das ações no total de ativos.....	61

Tabela 3.1 – Participação dos empréstimos do SFH no total de empréstimos do Sistema Financeiro ao setor privado.....	81
Tabela 3.2 – Investimentos do IAPI em empresas de economia mista - 1954.....	88
Tabela 3.3 – Poupança da previdência social como % do PIB, da poupança interna bruta e da Poupança do governo: 1949 - 1972.....	89
Tabela 3.4 – Empréstimos do sistema financeiro ao setor privado (não financeiro): taxas de crescimento real.....	98
Tabela 3.5 – Composição percentual das fontes de recursos do BNH.....	101
Tabela 3.6 – Passivo do setor financeiro nacional: 1968 - 1980.....	103
Tabela 3.7 – América Latina e Brasil: composição do emprego não-agrícola (1980-1993).....	107
Tabela 3.8 – Evolução do nível de rendimento real médio dos ocupados e assalariados.....	108
Tabela 3.9 – Arrecadação bruta, saques e arrecadação líquida do FGTS: 1980 - 2001.....	109
Tabela 3.10– Capacidade de investimentos dos Fundos Patrimoniais dos trabalhadores.....	113
Tabela 3.11– FGTS: distribuição de frequência por faixa salarial.....	113
Tabela 3.12– FGTS: Plano de Contratações - orçado/realizado, 2001.....	116
Tabela 3.13– Arrecadação anual das contribuições para o PIS/PASEP.....	118
Tabela 3.14– Fontes e usos dos recursos do FAT - exercício de 1999.....	120
Tabela 3.15– Orçamento do FAT: acompanhamento das receitas, 2002.....	122
Tabela 4.1 – Brasil: evolução de alguns indicadores (1990 - 2002).....	125
Tabela 4.2 – Capitalização das Bolsas de Valores (1991-2000).....	127
Tabela 4.3 - América Latina: Ativos dos investidores institucionais como % do PIB.....	129
Tabela 4.4 – Os ativos dos Fundos de Pensão como % do PIB.....	130
Tabela 4.5 – América Latina: Portfólio dos Fundos de Pensão (dez/1998).....	131
Tabela 4.6 – Número de entidades de previdência complementar no Brasil.....	132
Tabela 4.7 – Fundos de Pensão no Brasil: evolução dos ativos (1990 - 2002).....	133
Tabela 4.8 – EFPC - carteira consolidada por tipo de aplicação.....	139

Tabela 4.9 – EFPC - crescimento do investimento.....	141
Tabela 4.10– Privatização no Brasil: resultados anuais e participação dos fundos de pensão.....	142
Tabela 4.11– EAPC - aplicação dos ativos.....	143