TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 607

PREVIDÊNCIA, POUPANÇA E CRESCIMENTO ECONÔMICO: INTERAÇÕES E PERSPECTIVAS*

Francisco Eduardo Barreto de Oliveira**
Kaizô Iwakami Beltrão***
Antonio Carlos de Albuquerque David****

Rio de Janeiro, novembro de 1998

* Os autores agradecem os comentários e sugestões de Maria Tereza Pasinato.
** Pesquisador da Diretoria de Pesquisa do IPEA.
*** Superintendente da Escola Nacional de Ciências Estatísticas (Ence) do IBGE.
**** Bolsista da Anpec/PNPE na Diretoria de Pesquisa do IPEA.

Livros Grátis

http://www.livrosgratis.com.br

Milhares de livros grátis para download.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

O IPEA é uma fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento, cujas finalidades são: auxiliar o ministro na elaboração e no acompanhamento da política econômica e prover atividades de pesquisa econômica aplicada nas áreas fiscal, financeira, externa e de desenvolvimento setorial.

Presidente
Fernando Rezende

Diretoria
Claudio Monteiro Considera
Luís Fernando Tironi
Gustavo Maia Gomes
Mariano de Matos Macedo
Luiz Antonio de Souza Cordeiro
Murilo Lôbo

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

ISSN 1415-4765

SERVIÇO EDITORIAL

Rio de Janeiro – RJ
Av. Presidente Antônio Carlos, 51 – 14º andar – CEP 20020-010
Telefax: (021) 220-5533
E-mail: editrj@ipea.gov.br

Brasília – DF
SBS Q. 1 Bl. J, Ed. BNDES – 10º andar – CEP 70076-900
Telefax: (061) 315-5314
E-mail: editbsb@ipea.gov.br

© IPEA, 1998
É permitida a reprodução deste texto, desde que obrigatoriamente citada a fonte.
Reproduções para fins comerciais são rigorosamente proibidas.

SUMÁRIO

RESUMO

ABSTRACT

1 - INTRODUÇÃO 1

2 - POUPANÇA, INVESTIMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO 2

3 - POUPANÇA EM UMA ECONOMIA ABERTA 7

4 - DETERMINANTES DA FORMAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA 10

4.1 - Determinantes da Poupança das Famílias 11
4.2 - Determinantes da Poupança das Empresas.....17
4.3 - Determinantes da Poupança do Governo.....18
4.4 - Estratégia de Aumento da Poupança Interna 20

5 - A CONVERSÃO DE UM SISTEMA DE REPARTIÇÃO EM UM SISTEMA PRIVADO DE CAPITALIZAÇÃO AUMENTA A POUPANÇA? 20

5.1 - O Caso Chileno.....21

6 - POUPANÇA E PREVIDÊNCIA SOCIAL NO BRASIL 28

7 - CONSIDERAÇÕES FINAIS 36

ANEXO.....37

BIBLIOGRAFIA 38

RESUMO

Neste estudo analisamos as relações entre a previdência social, o nível de poupança agregada e o crescimento econômico, abrindo deste modo espaço para a reflexão sobre a reforma do sistema brasileiro de seguridade social.

Procurou-se demonstrar, ao longo do texto, que os mecanismos responsáveis pela formação da poupança privada são extremamente complexos e que a formulação de políticas com o objetivo de aumentar a poupança interna deveria atentar essencialmente para a redução do déficit público (aumento da poupança do governo) no qual a previdência social representa um papel considerável.

Apesar de acreditarmos que uma reforma no sistema de seguridade possa vir a ter efeitos positivos sobre a poupança, especialmente no que se refere à criação de um ambiente favorável à sua expansão, devemos ressaltar que ela não é suficiente por si só para um aumento substancial da acumulação de capital, devendo ser acompanhada de um leque de mudanças no restante da economia.

ABSTRACT

In this study we analyze the relations between the social security, the aggregate savings level and economic growth, opening space for the reflection on the reform of the Brazilian social security system.

We attempt to demonstrate, that the mechanisms leading to the formation of private savings are extremely complex and that the formulation of policies seeking to increase domestic savings would have to concentrate on the reduction of the public deficit (increase government savings) in which the social security represents a significant role.

Although we believe that a reform of the social security system could have positive effects on savings, because of its relation to the creation of an environment favorable to savings expansion, we must stand out that it is not enough by itself for a substantial increase of the accumulation of capital. Thus it has to be followed by an ensemble of changes in the rest of the economy.

1 - INTRODUÇÃO

A relevância da discussão dos mecanismos de captação e aplicação de poupança no processo de desenvolvimento talvez nunca tenha sido tão evidente quanto neste momento. A turbulência dos mercados internacionais de capital mostrou claramente o quanto pode ser frágil um modelo que se baseie pesadamente em importação de poupanças alheias como substituição à sua geração interna.

Com efeito, a mobilidade extrema do capital — inclusive o chamado "comportamento de manada" — pode abalar seriamente a economia de um país que depender excessivamente da captação externa de recursos, requerendo aumentos brutais das taxas de juros e/ou desvalorizações cambiais de magnitude muitas vezes incontrolável.

O caso brasileiro é claramente uma situação de risco, apesar das medidas tomadas pelo governo no final de 1997.[1] Essas medidas, por seu forte conteúdo recessivo, só podem ser entendidas como emergenciais, ou seja, justificáveis até que as necessárias medidas de ajustamento estrutural sejam implementadas. De outra forma, recai-se em uma "armadilha de juros": taxas de captação de recursos excessivamente elevadas, embora possam ser um forte incentivo a que os detentores de poupança emprestem seus recursos, são, do lado dos tomadores, incompatíveis com o retorno dos investimentos no setor real da economia. Além disso, os resultados sobre o custo de rolagem da dívida pública podem ser desastrosos, realimentando o déficit fiscal com possíveis necessidades de elevações ainda maiores das taxas de juros. Em conseqüência, paralisa-se o investimento, levando concomitantemente à estagnação do crescimento.

Em contrapartida, o Brasil precisa criar, nos próximos 20 anos, 23 milhões de empregos, se desejar absorver no mercado de trabalho todos os novos integrantes de sua população economicamente ativa (PEA). Embora a fecundidade tenha caído vertiginosamente desde os anos 50,[2] as gerações que demandam o mercado de trabalho são numerosas, pois o número de mulheres em idade fértil há 10 ou 15 anos ainda era muito grande.[3]

Em uma análise retrospectiva, observa-se que os mecanismos de captação e aplicação de poupança doméstica no Brasil estão totalmente defasados em relação à nova realidade do país. Com efeito, o modelo de desenvolvimento capitaneado pelo Estado requeria mecanismos de formação de poupança compulsória e aplicação de recursos totalmente diversos daqueles que devem prevalecer em um novo paradigma. O sistema FGTS e cadernetas de poupança, acoplados, respectivamente, ao financiamento de habitação popular e ao crédito imobiliário,

[1] Principalmente a elevação da taxa de juros de um nível de 140 pontos acima das taxas de 30 anos dos títulos do Tesouro americano para 300 pontos (nível de fevereiro de 1998).
[2] A taxa de fecundidade total (TFT), definida como o número médio de filhos nascidos vivos por mulher durante o seu ciclo reprodutivo, caiu de cerca de 6 em 1950 para 3 em 1980.
[3] Como resultado das elevadas taxas de natalidade correspondentes à geração que hoje se encontra em idade fértil.

está praticamente desmantelado. Após anos de políticas inconsistentes ou mesmo irresponsáveis,[4] sobraram os passivos do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) e um sistema totalmente disfuncional. Assim os programas de formação de poupança compulsória, valendo-se dos chamados fundos patrimoniais, foram igualmente deturpados em seu desenho original, que muitas vezes já não era satisfatório.[5] Em resumo, dentro de um novo modelo de desenvolvimento para o país é fundamental e urgente reconstruir um sistema de captação de recursos junto à sociedade e sua canalização para o financiamento da atividade produtiva.

Neste contexto, propomo-nos a analisar as relações entre previdência social e poupança, sublinhando suas conseqüências sobre o nível de investimento e crescimento econômico, abrindo, deste modo, espaço para a reflexão sobre a reforma do sistema brasileiro de seguridade social. Procuramos demonstrar, ao longo do texto, que os mecanismos responsáveis pela formação da poupança privada são extremamente complexos e que a formulação de políticas com o objetivo de aumentar a poupança interna deveria atentar essencialmente para a redução do déficit público (aumento da poupança do governo) no qual a previdência social representa um papel considerável.

Finalmente, é de capital importância observar a rápida evolução que vem ocorrendo nas relações de trabalho e nos próprios processos de produção. O antigo paradigma de produção fordista, cujo corolário eram relações de trabalho formais e rígidas tipo empregador-empregado, em plantas físicas bem definidas e usualmente abrangendo períodos longos de tempo, tem dado lugar a novas e diversificadas formas de geração de bens e serviços, com suas igualmente diversificadas formas de organização de trabalho. Neste contexto, a coletivização e a padronização parecem estar cada vez mais sendo substituídas pela individualização e flexibilidade, tanto no que se refere a produtos, quanto no que tange às próprias relações de trabalho [ver Rifkin (1996)]. Desta forma, também por esse prisma é fundamental reformar as estruturas de proteção social, de modo a adequá-las a um novo modelo de sociedade.

2 - POUPANÇA, INVESTIMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

A noção freqüentemente externada de que um maior esforço de poupança deve ser realizado para que se verifique uma recuperação das taxas históricas de crescimento envolve, de forma direta, um estudo detalhado no que se refere ao relacionamento entre poupança e crescimento econômico. Esta seção procura analisar tal relação colocando em evidência as diferentes abordagens teóricas, que muitas vezes são complementares para uma visão abrangente do tema em debate.

[4] Por exemplo, o denominado Plano de Equivalência Salarial que corrigia as prestações segundo as variações de salários, de forma completamente independente dos saldos a pagar, gerando os chamados “resíduos”.

[5] Este é o caso do PIS/Pasep, cuja incidência das contribuições em cascata sobre faturamento contraria princípios elementares de tributação.

Segundo a teoria econômica ortodoxa, um "preço" (taxa de juros) iguala a demanda por recursos a investir e a oferta. O desejo de acumular poder de compra assim como o desejo de investir dependem da taxa de juros — um de forma direta (positivamente) e o outro de forma inversa (negativamente). Desse modo, verifica-se uma igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento. A existência prévia de poupança é necessária para realizar os gastos em investimento; a poupança possui, assim, uma prioridade causal. Trata-se da teoria tradicional dos fundos emprestáveis que está associada a um sistema bancário primitivo, sendo este apenas um intermediário financeiro cuja função é acomodar os desejos dos poupadores de recursos com as necessidades dos tomadores [ver Chick (1994)]. Os bancos são simples repassadores de poupança aos investidores. Nesse quadro parece bastante claro que um aumento da poupança implicaria um aumento do investimento e conseqüentemente do produto. O incentivo à poupança leva a uma aceleração do crescimento econômico em um contexto de pleno emprego da capacidade produtiva.

Keynes (1936) apresenta na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* uma crítica contundente à visão ortodoxa. Segundo este autor, a taxa de juros é o "preço" que concilia o desejo de manter a riqueza na forma líquida com a quantidade de moeda disponível. Keynes afirma que *"o juro tem sido usualmente considerado como uma recompensa por não gastar, quando, na realidade, ele é a recompensa por não entesourar"*. A formação da taxa de juros torna-se um fenômeno monetário e não real. A taxa de juros assim determinada vai influenciar as decisões de investimento, segundo o conceito de eficiência marginal do capital.[6]

Desta forma, os determinantes da poupança são essencialmente diferentes das razões que dominam as decisões de investir e são, portanto, claramente distintos *ex-ante*. Na realidade, poupança e investimento devem ser iguais *ex-post*, e essa igualdade garantida por variações no nível de renda. Verificamos, assim, uma reversão da causalidade clássica. A poupança pode ser considerada um mero resíduo contábil definido posteriormente. O investimento pode aumentar independentemente da existência prévia de poupança. Tal conceito está associado a um sistema bancário desenvolvido, no qual há uma separação completa entre poupança e crédito que garante a prioridade do investimento sobre a poupança permitindo uma acumulação superior àquela que seria viável através da simples soma de poupanças prévias.

Para Keynes um ato de poupança individual não significa necessariamente a substituição do consumo presente pelo consumo futuro; não constituindo, portanto, a substituição da demanda por consumo presente por uma demanda de consumo futuro, e sim a diminuição líquida da demanda. Tal diminuição

[6] Keynes define a eficiência marginal do capital como "a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas do capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta", ou seja, a relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta. Keynes afirma que o investimento vai variar até o ponto em que a eficiência marginal do capital seja igual à taxa de juros.

influenciará sem dúvida o estado das expectativas, o que reduzirá provavelmente o consumo futuro e fará baixar os preços dos bens de consumo independentemente da eficiência marginal do capital podendo enfraquecê-la. A noção de que um ato de poupança individual favorece o investimento corrente, na mesma medida em que diminui o consumo presente, é por ele contestada, quando o pleno emprego não se verifica.

Assim, embora o crescimento econômico tenha um efeito positivo sobre a poupança na medida em que aumenta o nível de renda, não podemos afirmar, univocamente, que um aumento no nível de poupança implicará uma aceleração do crescimento. Os estudos empíricos caminham no sentido de confirmar tal relação de causalidade [ver Schmidt-Hebbel *et alii* (1996) e Reis (1996)]. Os resultados obtidos por Reis mostram que as variações temporais do produto devem preceder as variações da poupança doméstica assim como as da formação bruta de capital fixo.

A situação se torna mais complexa em uma economia aberta, onde os fluxos de capital introduzem uma diferença *ex-post* entre a poupança interna e o investimento interno.

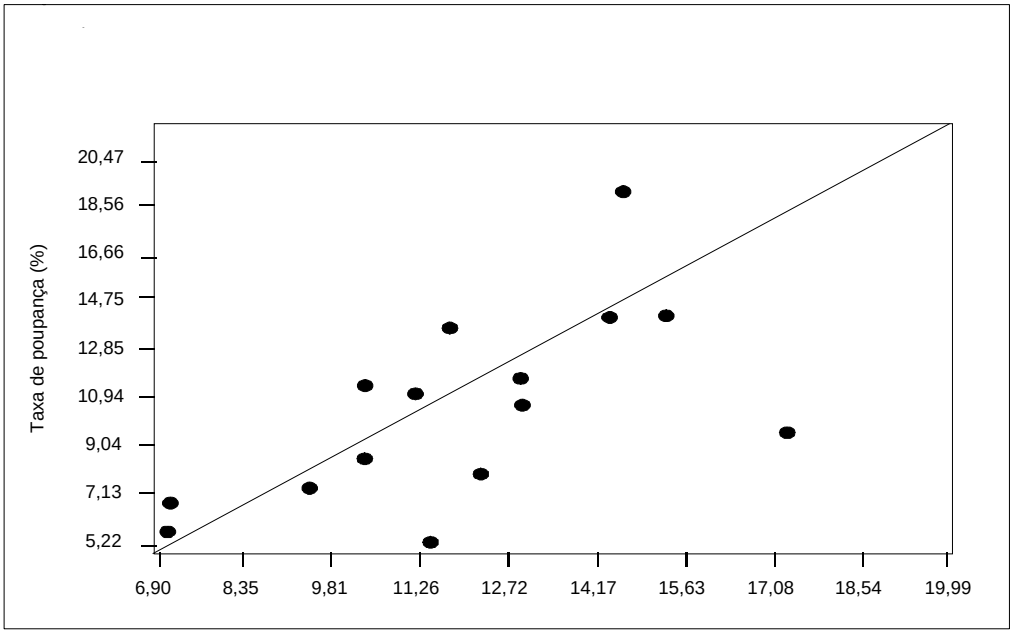
A poupança nacional não será necessariamente utilizada para investimentos internos, mas poderá ser investida no exterior. No entanto, as evidências empíricas estabelecidas em diversos estudos (como o clássico artigo escrito por Feldstein e Horioka) apontam uma forte correlação entre a poupança interna e o investimento interno, como mostra o Gráfico 1 [ver Dooley, Frankel e Mathieson (1992), Bhandari e Mayer (1990) e Mamingi (1997)]. Tal fato implicaria uma reduzida mobilidade internacional do capital, já que apenas pequena parte dos investimentos internos é financiada pela poupança externa.

Devemos ressaltar que existe uma forte correlação entre poupança e crescimento econômico estabelecida em diversos estudos empíricos [ver Schmidt-Hebbel *et alii* (1996) e Reis (1996)]. No entanto, a identificação dos laços precisos de causalidade entre eles apresenta sérias dificuldades.

Por outro lado, o modelo de crescimento neoclássico tradicional (a um só setor) de Solow estabelece que a acumulação de capital (poupança) só afeta o crescimento na passagem de um estado estacionário para outro. No longo prazo o crescimento é afetado essencialmente por inovações tecnológicas (consideradas como variáveis exógenas) na medida em que a taxa de crescimento do produto é determinada pela taxa de crescimento da população, da produtividade da mão-de-obra e de outros fatores técnicos. Contribuições posteriores incluíram nesse modelo a noção de capital humano, já que com o progresso tecnológico necessita-se de mão-de-obra qualificada no processo produtivo. Supondo-se que a acumulação de capital humano segue a acumulação de capital físico, podemos afirmar que o nível de investimentos influi direta e indiretamente no nível de crescimento e inovações tecnológicas [Schimidt-Hebbel, Servén e Solimano (1996)]. Na realidade, tal

Gráfico 1

Poupança e Investimento: Correlações para 16 Países Industrializados — 1975/87



Fonte: Bhandari e Mayer (1990).

conclusão é análoga aos resultados dos modelos pioneiros de crescimento instável de Harrod-Domar, que supõem uma função de produção de proporções fixas e retornos constantes de escala sendo a taxa de crescimento[7] dependente da propensão a poupar (e da relação incremental capital/produto).

Em suma, a noção simplista de que a acumulação de capital (poupança) por si mesma é suficiente para garantir o crescimento no longo prazo é claramente errônea. Este depende não só da acumulação física em si, mas também da acumulação de capital humano,[8] de inovações tecnológicas e sobretudo da eficiência do investimento.

Simonsen (1991) sublinhou a importância desse último item para o crescimento de forma bastante explícita no estudo do caso brasileiro. Segundo este autor, a queda nas taxas de crescimento verificadas durante os anos 80 não está ligada apenas a uma diminuição da poupança interna, mas também a uma piora da relação capital/produto: os investimentos se tornaram mais "caros" e menos produtivos.

[7] Na verdade, estamos nos referindo aqui à taxa de crescimento "garantida" ou de equilíbrio, que pode ser distinta da taxa de crescimento "natural" ou de pleno emprego que é determinada pela taxa de crescimento da população e pelo aumento da produtividade do trabalho.

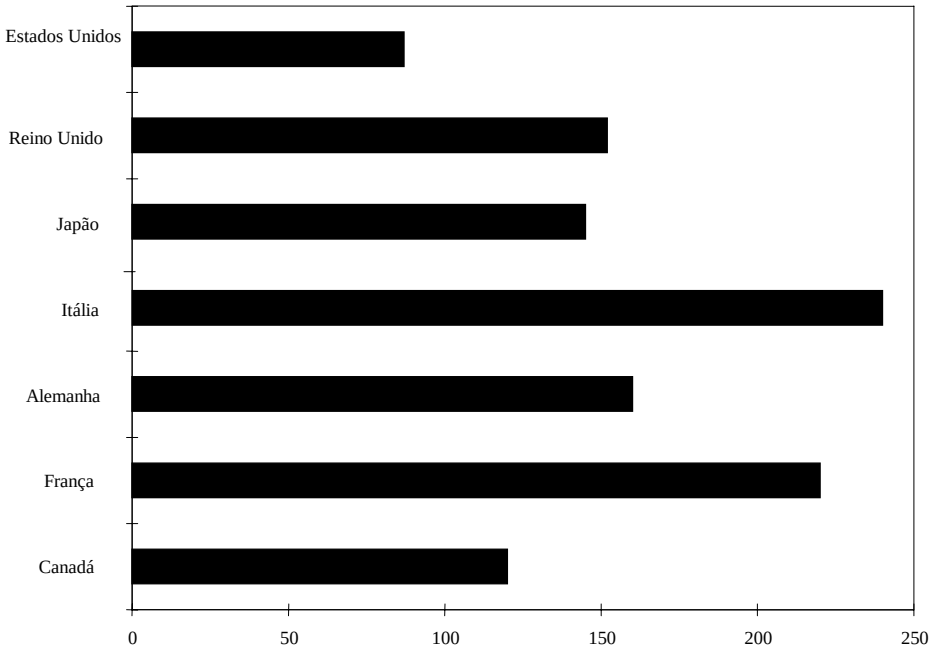
[8] Os gastos em acumulação de capital humano são usualmente considerados como gastos em consumo, apesar de sua função análoga ao investimento. Parece claro que máquinas tecnologicamente avançadas necessitam de operadores devidamente qualificados e educados.

Neste aspecto, pode-se claramente perceber a importância que uma reformulação nos sistemas previdenciários pode provocar sobre a produtividade do capital, mesmo não havendo qualquer ganho significativo da taxa agregada de poupança. Em outras palavras, uma nova dinâmica de alocação das poupanças, que leve em conta mecanismos eficientes de mercado na escolha dos investimentos, pode ser associada a um maior crescimento, mesmo que mantendo-se o mesmo nível de recursos poupados pela sociedade.

Devemos ressaltar o fato de que o investimento é influenciado pela incerteza (no sentido knightiano) quanto ao benefício futuro, dependendo, portanto, de fatores subjetivos como, por exemplo, o rendimento esperado. Nesse quadro, o grau de instabilidade macroeconômica e institucional afeta o nível de investimento e, portanto, o crescimento econômico.

Também quanto a esse aspecto, a importância do sistema previdenciário fica patente, na medida em que é responsável pela maior parte dos chamados "passivos ocultos" (*hidden debts*). Esses passivos correspondem às promessas de benefícios futuros sem a adequada cobertura atuarial dos sistemas previdenciários, descontados a valor presente, podendo, muitas vezes, superar em muito os passivos explicitados na forma de dívida pública. No Brasil, estima-se que o passivo oculto represente cerca de 218% do PIB, considerando-se somente os atuais ativos, ou seja, sem levar em conta o estoque de inativos. O Gráfico 2 ilustra a magnitude destes passivos para alguns países desenvolvidos.

Gráfico 2
Passivos Ocultos da Seguridade Social em Sete Países da OCDE — 1990
(Em % do PIB)



Fonte: Averting The Old Age Crisis, Banco Mundial.

3 - POUPANÇA EM UMA ECONOMIA ABERTA

Quando um país não tem a capacidade de gerar internamente os recursos necessários para financiar o investimento, ou seja, quando a poupança interna é insuficiente para atender à demanda por capital, torna-se necessária a "importação" de poupança do exterior. Notamos que se verifica um superávit (ou diminuição do déficit) na conta de capital e em contrapartida um déficit (ou diminuição do superávit) na conta corrente. A poupança externa é simplesmente um saldo negativo nas transações correntes com o resto do mundo.

Quando a importação de capitais não apresenta um custo elevado (como é o caso dos Estados Unidos), os efeitos negativos são minimizados. Por outro lado, quando não se tem credibilidade no mercado internacional (devido a diversas razões como, por exemplo, a instabilidade política e macroeconômica) os países com excedente de poupança cobram um prêmio pelo risco para emprestar seus capitais. Há o chamado risco implícito de *défault* total ou parcial — por exemplo, o risco de uma desvalorização cambial representa um risco de *défault* parcial para alguém que investe atualmente dólares no Brasil ou na Coréia. Existe um certo consenso, segundo os analistas, de que o nível máximo de poupança externa (déficit nas transações correntes com o resto do mundo) desejável se encontraria em torno de 2% a 3% do PIB.[9]

A Tabela 1 mostra a composição da poupança no Brasil ao longo do tempo. Nota-se a redução da poupança interna decorrente da despoupança do governo e da insuficiente poupança privada interna, em simultaneidade com o aumento da importância do nível de poupança externa.

A Tabela 2 apresenta a classificação de risco da dívida externa em diversos países em vias de desenvolvimento segundo duas empresas internacionais de consultoria.

Neste quadro, a taxa de juros interna constitui o principal atrativo para o capital internacional. Quando a taxa de juros de um determinado país é superior à taxa de juros internacional, as poupanças dos países superavitários tenderão a ser investidas no país. No entanto, se a taxa de juros interna for menor do que a taxa de juros internacional, em um modelo de economia aberta, haverá fuga de capitais. Quando o risco é elevado a taxa de juros deverá situar-se em níveis extremamente altos para captar poupança externa.[10]

[9] A Coréia do Sul apresentou em 1996 um déficit em transações correntes de 5,9% do PIB para uma poupança total de 38,2% do PIB. No caso brasileiro, estimou-se para 1997 um déficit em conta corrente da ordem de 4,2% do PIB. Os países latino-americanos exibem sempre taxas de poupança relativamente reduzidas, fazendo com freqüência uso "excessivo" da poupança externa.

[10] O caso brasileiro ilustra tal afirmação, já que em meio à recente crise nos mercados financeiros mundiais (outubro de 1997) o governo elevou a taxa de juros de 20,7% para 43,4% a.a. visando inverter a fuga de capitais.

Tabela 1
Brasil: Composição da Taxa de Poupança — 1980/97
(Taxas médias em % do PIB)

Período	Poupança do Governo	Poupança Privada	Poupança Externa	Poupança Total
1980/85	1,6	15,3	3,2	20,1
1986/90	-0,9	19,0	0,3	18,4
1991	-1,5	19,2	0,4	18,1
1992	-3,3	23,3	-1,6	18,4
1993	-4,2	23,3	0,2	19,3
1994	-2,6	23,1	0,3	20,8
1995	-6,2	24,2	2,5	20,5
1996	-6,1	21,7	3,6	19,1
1997*	-5,1	20,7	4,2	19,8

Fontes: IBGE, BNDES, IPEA e Banco Central.
*Estimativas com base em dados das Contas Nacionais.

Tabela 2
Classificação de Risco da Dívida Externa de Longo Prazo — Setembro 1996

País	Moody's	Standard & Poor's
Brasil	B1	B+
México	Ba2	BB
Argentina	B1	BB-
Chile	Baa1	A-
Coréia	A1	AA-
Malásia	A1	A+
Tailândia	A2	A
Indonésia	Baa3	BBB

Fonte: IPEA.
Onde os critérios de classificação são os seguintes:
Investimento recomendável:
Moody's: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3.
Standard & Poor's: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-.
Investimento não-recomendável:
Moody's: Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3.
Standard & Poor's: BB+, BB, BB-, B+, B, B-.

A Tabela 3 mostra que a taxa de juros vigente no Brasil é bastante superior à taxa de países industrializados, o que possibilita uma significativa captação de recursos externos.

É importante ressaltar, entretanto, que no longo prazo o déficit nas transações correntes acaba gerando um problema fiscal, tornando-se, portanto, insustentável. Se a poupança externa é utilizada para financiar o desequilíbrio do setor público ou um nível maior de consumo e não a formação de capital, logo apresentará

graves problemas de financiamento,[11] mesmo que haja superávit primário, que se define como a diferença entre a receita total do governo (menos operações de crédito) e a despesa total (menos os juros e amortizações da dívida).[12] O serviço da dívida pode impor ao país devedor a necessidade de transferir recursos reais para o exterior. A situação se agrava na medida em que altas taxas de juros fazem a dívida pública crescer exponencialmente. A Tabela 4 mostra a evolução da dívida pública e seu custo no Brasil.

Tabela 3
Taxa de Juros de Captação de Curto Prazo — 30/10/96

(Em % a.a.)

País	Taxa	Taxa Real
Rússia	80,0	48,30
Brasil	24,80	11,80
Argentina	7,25	7,05
Colômbia	28,10	6,5
México	29,34	-0,66
Turquia	74,73	-4,57
Estados Unidos	5,38	2,38
Alemanha	3,16	1,78
Japão	0,42	0,42

Fonte: *The Economist* (02/11/96).

Tabela 4
Brasil: Evolução da Dívida, Juros e Custos — 1993/97

	1993	1994	1995	1996	1997*
Dívida Líquida Total (% do PIB)	32,7	28,1	29,9	34,4	34,2
Dívida Interna (% do PIB)	18,4	20,0	24,5	30,3	30,4
Dívida Externa (% do PIB)	14,3	8,1	5,5	4,0	3,8
Taxa de Desconto do Banco Central (Fim de Período em % a.a.)	5.757	56	39	24	21

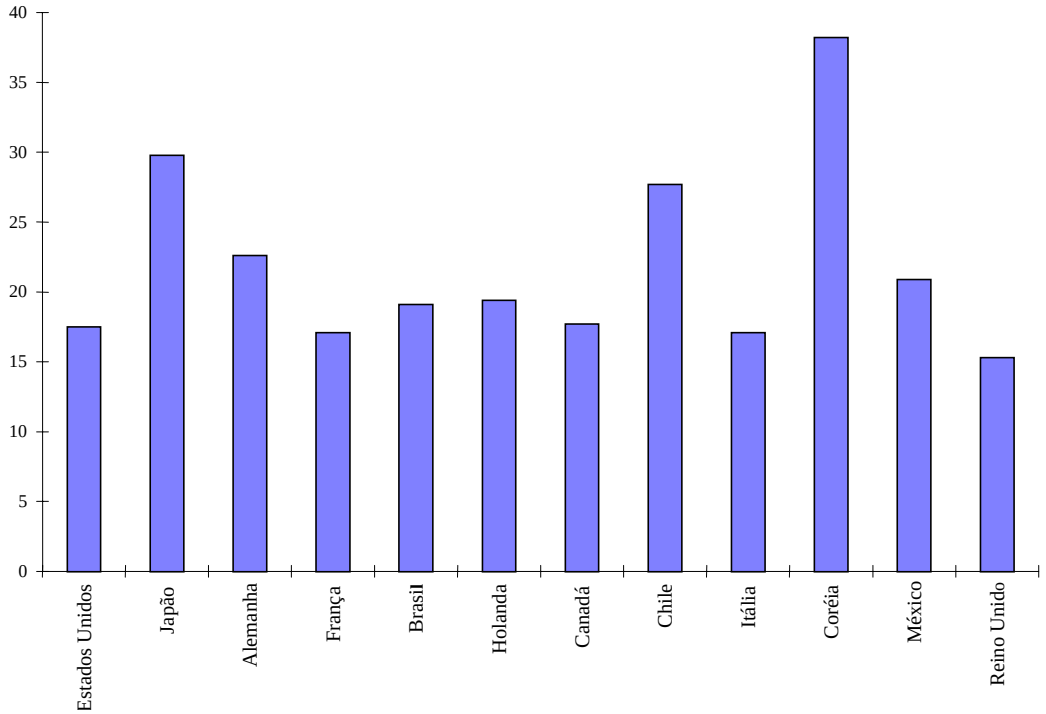
Fontes: Banco Central do Brasil e FMI.
* Dados até o mês de setembro.

O Gráfico 3 apresenta a poupança total de diversos países, desenvolvidos e em vias de desenvolvimento, no ano de 1996. Devemos sublinhar o fato de que os países asiáticos (Japão e Coréia) assim como o Chile exibem níveis relativamente elevados de poupança naquele ano, seguindo uma tendência histórica que, em

[11] Uma revisão metodológica no cálculo da taxa de investimento revelou que no Brasil a formação bruta de capital a preços constantes alcançou, em 1997, 17,7% do PIB contra 16,5% em 1996 e 16,7% em 1995. Neste quadro, os elevados déficits em conta corrente teriam representado pelo menos em 1997 um aumento do nível de investimento e não do consumo público ou privado.
[12] O déficit público nominal é aquele que inclui os juros nominais da dívida (juros reais mais correção monetária), já o déficit operacional exclui dos juros nominais a correção monetária.

grande parte, está associada ao *boom* de crescimento. Entretanto, como a recente crise demonstrou claramente em relação aos chamados "tigres asiáticos", uma alta taxa de poupança não é condição suficiente que previna contra a instabilidade econômica. Como já foi discutido, a taxa de poupança elevada é uma das condições necessárias mas não suficiente para assegurar o nível de crescimento elevado; não é uma couraça que venha a evitar totalmente o risco de crises.

Gráfico 3
Poupança Total em Percentagem do PIB — 1996



Fonte: IMF (1997).

4 - DETERMINANTES DA FORMAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA

O que motiva a formação de poupança? Por que o comportamento de poupança varia entre pessoas, entre regiões, entre países?

Em primeiro lugar, é necessário reconhecer que se trata, na realidade, da análise de três fenômenos bastante distintos: a geração da poupança no âmbito das famílias, das empresas e do governo. Cada um destes agentes econômicos tem suas motivações específicas, horizontes e restrições.

Em segundo lugar, há que se levar em conta o fato de que explicar o comportamento dos agentes é bastante difícil, especialmente quando este comportamento envolve uma seqüência de decisões ao longo do tempo.

Assim, a análise que se segue tem por objetivo simplesmente especular sobre algumas teorias de formação da poupança, sem qualquer pretensão de ser exaustiva e muito menos de tentar qualquer comprovação empírica. De qualquer forma, a simples reflexão sobre estas questões pode levar a algumas indicações quanto ao relacionamento entre previdência e poupança.

4.1 - Determinantes da Poupança das Famílias

A teoria econômica usualmente apresenta as decisões de poupança como escolhas essencialmente intertemporais. Os indivíduos dividem sua riqueza entre o consumo (a satisfação de desejos correntes) e a poupança, ou seja, a satisfação de desejos futuros. Nesse quadro, os modelos de tomada de decisões racionais pelos poupadores baseiam-se na maximização de uma função de utilidade intertemporal sujeita a restrição orçamentária.

Dessa forma, em um primeiro momento o nível de poupança parece depender do nível de renda. Com efeito, para Keynes, segundo o que chamou de "lei psicológica fundamental", quanto maior o nível de renda maior o montante poupado. Indivíduos que apresentam baixos rendimentos têm maior propensão a consumir, em termos relativos, enquanto aqueles que têm maiores rendimentos poupam uma fração comparativamente maior destes. À medida que o nível de renda aumenta, verifica-se que o consumo aumenta, mas não na mesma proporção, o que resulta em um aumento relativo da parte da renda reservada à poupança.

De um modo geral, como uma queda no nível de consumo é sempre indesejada, os indivíduos tendem a poupar durante períodos de afluência para garantir o consumo futuro em períodos mais difíceis. Portanto, se a renda é incerta e os indivíduos são avessos ao risco, eles terão maior tendência a poupar (é o que muitos autores chamam de *precautionary saving,* resultante da existência de um certo grau de incerteza). Isto significa que as taxas de poupança serão maiores nas economias que apresentam uma renda mais volátil como, por exemplo, os países nos quais o setor agrário predomina [ver Edwards (1995)]. Assim, o comportamento do poupador em relação ao risco é uma variável relevante.

Neste ponto, convém introduzir o relacionamento provável entre a existência de um Estado de Bem-Estar Social e o estímulo ou inibição à poupança das famílias. Assim, basta que se imagine uma situação extrema, em que o Estado venha a se responsabilizar integralmente pela manutenção da renda dos indivíduos, quaisquer que sejam os eventos que venham porventura a acontecer (morte, invalidez, doença, desemprego etc.). Em outras palavras, o risco de flutuação da renda é nulo. Nessa situação, não existiriam motivos racionais para a realização de *precautionary saving*, visto que qualquer que seja o esforço de poupança individual o resultado seria o mesmo. Estendendo-se o raciocínio para um caso real, em um sistema de repartição, em que ativos de hoje pagam os inativos de hoje na esperança de que no futuro seus proventos de inatividade sejam pagos pelas futuras gerações de contribuintes, não há, normalmente, uma clara relação

entre o que se aporta e o que se recebe. Mais ainda, há sempre a possibilidade da ocorrência de *free-riders*, ou seja, alguém que recebe o máximo pagando um mínimo ou mesmo nada.[13] Conclui-se que, no mínimo, um regime de repartição não incentiva um comportamento de poupança.

Milton Friedman introduziu a noção de renda permanente como determinante do nível de poupança e de consumo. Segundo este autor, para uma função de utilidade dada o consumo é determinado pela taxa de juros e pela riqueza total do indivíduo (ou seja, o total de recursos disponíveis). Dessa forma, se admitirmos a hipótese de um mercado financeiro perfeito (todo consumidor pode emprestar ou tomar emprestado à taxa de juros de mercado), o consumo em um período não depende somente dos rendimentos do mesmo período, mas igualmente do conjunto de rendimentos antecipados em relação a períodos futuros. Nesse quadro, uma variação da renda só terá efeito sobre o consumo (e conseqüentemente sobre as decisões de poupança) na medida em que houver modificações na riqueza do indivíduo, ou seja, no conjunto de rendimentos que ele espera poder dispor nos diferentes períodos. O determinante da poupança passa a ser a "renda permanente" que é definida por Friedman como "o montante que um consumidor pode gastar (...) mantendo constante o valor de seu capital" [ver Frois (1991)]. Uma extensão desse conceito é desenvolvida por Feldstein (1974), ao definir a riqueza (ou capital) do sistema de seguro social (*Social Security Wealth*).[14]

Em seguida, Friedman introduz a noção de consumo permanente definida como "o valor dos serviços que se espera consumir durante um período considerado". O consumo permanente será proporcional à renda permanente, no entanto não haverá qualquer correlação entre a renda transitória (entendida como a diferença entre a renda permanente e a renda efetivamente recebida) e o consumo transitório

[13] Na medida em que em um regime de repartição não há direitos de propriedade bem definidos e a partilha do "bolo" de recursos é feita pelo processo político — em que as gerações futuras não têm representação a tendência a situações de *free-riding* parece inescapável.

[14] Feldstein define como riqueza bruta do sistema de seguro social "o valor presente no ano *t* dos benefícios de aposentadoria que poderiam ser eventualmente reivindicados por aqueles que estejam integrando a força de trabalho ou já aposentados no ano *t*". A riqueza líquida do sistema de seguro social é definida como "a riqueza bruta menos o valor presente dos impostos de seguridade social a *serem pagos* por aqueles que integram atualmente a força de trabalho". São basicamente calculados da seguinte forma: considera-se um trabalhador solteiro de idade *a* no ano *t.* Se ele se mantiver solteiro e sobreviver até os 65 anos, terá direito a um benefício de seguro social do montante $b_{a,t}$. Feldstein estima que a taxa de benefícios anuais para um trabalhador aposentado em relação à renda *per capita* disponível varia historicamente em média 41%; logo, $b_{a,t}$ é 0,41 vez a renda disponível *per capita* no ano $t + 65 - a$ (Y_{t+65-a}). Finalmente, o valor futuro da renda disponível é estimado pela projeção da renda atual a uma taxa de crescimento constante: $Y_{t+65-a} = Y_t\,(1+g)^{65-a}$. Logo, os benefícios antecipados aos 65 anos são: $b_{a,t} = 0{,}41\ Y_t\,(1+g)^{65-a}$. Durante a aposentadoria, o benefício anual continua a crescer a uma taxa *g;* assim, na idade $n > 65$ o benefício anual é $b_{a,t}\,(1+g)^{n-65}$. Seja $S_{i,j}$ a probabilidade de que um homem de idade *i* sobreviva pelo menos até a idade *j* e seja *d* a taxa segundo a qual o indivíduo desconta os benefícios futuros esperados. Aos 65 anos, sua anuidade de seguridade social será: $\sum S_{65,n}\, b_{a,t}\,(1+g)^{n-65}\,(1+d)^{-(n-65)}$, sendo *n* superior ou igual a 65. No ano *t* a futura anuidade vale: $A_{a,t} = S_{a,65}\,(1+d)^{-(65-a)}\ \sum S_{65,n} b_{a,t}\,(1+g)^{n-65}\,(1+d)^{-n+65}$.

(diferença entre o valor dos serviços efetivamente consumidos e aqueles que o indivíduo esperava consumir). Entretanto, estudos empíricos em países do Terceiro Mundo mostram que a propensão a poupar referente à renda transitória é geralmente maior do que aquela referente à renda permanente [Gersovitz (1988)].

O tradicional modelo do ciclo de vida desenvolvido por Modigliani estabelece que os indivíduos terão poupanças positivas durante os anos de trabalho produtivo e poupanças negativas quando se aposentarem. A poupança torna possível ao indivíduo adiar uma parte de seu consumo para períodos futuros (aposentadoria, por exemplo) nos quais a renda recebida é menor do que a renda média de toda a vida. A teoria baseia-se na hipótese de que os indivíduos preferem manter uma estrutura de consumo relativamente constante ao longo de sua vida. Assim, a formação de um patrimônio possibilita uma compensação à flutuação da renda ao longo do tempo, considerando-se, por exemplo, que esta é maior no período ativo e menor na aposentadoria. Na versão mais simples da teoria do ciclo de vida supõe-se que o momento exato da aposentadoria assim como o da morte são conhecidos pelos indivíduos, não existindo, portanto, incerteza. Supondo-se um nível de renda constante ao longo da vida ativa e nulo no período de aposentadoria, o patrimônio atingiria um ponto máximo no momento da entrada na vida inativa diminuindo em seguida e anulando-se no momento da morte. Tal modelo sofreu algumas alterações com o passar do tempo como, por exemplo, a introdução da noção de incerteza quanto à data da morte, que tem como conseqüência o surgimento de um resíduo de patrimônio (herança) involuntário após a morte.

Modigliani e muitos outros em seguida concluíram, a partir de tal hipótese, que a estrutura demográfica representa efetivamente um determinante do nível de poupança, visto que os indivíduos jovens em período ativo terão maior propensão a poupar do que os idosos. Assim, dentro de um regime de repartição, em um contexto de envelhecimento demográfico, com transferência crescente de recursos para os idosos, possibilitada pelo progressivo aumento da carga tributária sobre as gerações futuras, verificaremos uma redução da poupança interna ao longo do tempo. Em outras palavras, dentro de um enfoque algo “malthusiano”, haveria uma tendência inexorável à redução da poupança interna com o envelhecimento da população.

É evidente que se trata de uma conclusão baseada na premissa de *caeteris paribus*, que, no entanto, não é claramente confirmada pelas evidências empíricas existentes [ver Masson (1986), Cepal (1996) e Alessie, Lusardi e Aldershof (1997)].

Modigliani sustenta igualmente que o crescimento econômico terá um efeito positivo sobre nível de poupança privada na medida em que, com o crescimento do produto, transferido à renda dos trabalhadores através de ganhos de produtividade dos salários, a poupança positiva dos trabalhadores aumentará em relação à poupança negativa dos aposentados, fazendo com que a poupança

agregada aumente. Como já foi observado, as evidências empíricas confirmam um efeito positivo do crescimento econômico para a poupança das famílias.

Observa-se, portanto, dois efeitos em sentido oposto: de um lado, o envelhecimento populacional deprimindo a poupança agregada das famílias, e de outro, os ganhos de produtividade incorporados pelos trabalhadores ativos tendendo a aumentar a poupança. Mesmo reconhecendo-se esta ambigüidade, pode-se afirmar que, também no modelo de Modigliani, um sistema de repartição não favorece em nada a geração de poupança. Aliás, a conclusão de que cargas progressivamente maiores de contribuições sobre os trabalhadores ativos são necessárias para garantir a solvência do sistema de sustento dos inativos decorre da hipótese de existência de um sistema de repartição; em um sistema de capitalização (individual), em que cada um contribui em sua fase ativa e acumula recursos para sua própria aposentadoria, esta carga de contribuições é constante no tempo e totalmente independente da transição demográfica. Quanto aos efeitos do ganho de produtividade, é indiferente se o regime é de repartição ou de capitalização.

O relacionamento entre a teoria da renda permanente e o modelo do ciclo de vida com o sistema de previdência é um tanto ambíguo. Pode-se dizer, em um primeiro momento, que um sistema generoso de previdência em regime de repartição e de benefícios definidos levaria a um acréscimo da renda permanente, e, por conseguinte, a uma propensão maior a poupar.

No entanto, a análise dos efeitos dos programas de seguridade social sobre o nível de poupança das famílias desenvolvida, notadamente, por Martin Feldstein caminha no sentido oposto. Segundo esse autor, em sistemas de seguridade social capitaneados pelo Estado, os indivíduos esperam receber benefícios elevados quando se aposentarem, logo terão uma tendência a reduzir sua poupança no período ativo (Feldstein (1974)]. Tal hipótese é baseada no modelo de ciclo de vida visto anteriormente.

A seguridade social reduz o nível de poupança na medida em que fornece uma renda durante o período inativo (aposentadoria). O programa de seguridade social nos Estados Unidos diminuiria, segundo esta lógica, atualmente a poupança privada em 60% [Feldstein (1996)]. Apesar da existência de um “efeito de indução à aposentadoria” que aumenta o nível de poupança através de um aumento do tempo esperado de aposentadoria, prevalece o efeito de substituição de riqueza que reduz a poupança na medida em que os indivíduos trocam sua poupança pelos benefícios esperados garantidos pelo governo. Desta forma, o Estado do Bem-Estar pode incentivar um comportamento de risco moral *(moral hazard)* imprudente quanto ao futuro, acompanhado por um consumo excessivo no presente. O indivíduo deixaria de poupar no presente já que o Estado garante sua renda futura. Diversos autores sustentam que os elevados níveis de poupança de países asiáticos como Japão (29,8% do PIB em 1996) e Taiwan têm afinidade com valores socioculturais que responsabilizam o indivíduo pelo seu bem-estar, especialmente na velhice.

Neste quadro, reformas no sistema de seguridade social que substituam o regime de repartição capitaneado pelo Estado por um sistema de capitalização administrado pela iniciativa privada, como a que experimentaram países como o Chile, por exemplo, poderão ter um efeito positivo sobre a poupança das famílias.

A escola neoclássica destaca o papel da taxa de juros na formação da poupança. A taxa de juros seria um prêmio pela espera, recebido por aqueles que sacrificam seu consumo presente em prol do consumo futuro. Ela garante o equilíbrio entre a oferta (poupança) e a demanda (investimento) de recursos. Dessa forma, um aumento da taxa de juros significaria um maior estímulo a poupar já que o prêmio recebido seria maior.

Modelos mais recentes, entretanto, sublinham a ambigüidade dos efeitos de um aumento na taxa de juros sobre a poupança das famílias. O efeito será positivo ou negativo, dependendo da intensidade dos efeitos substituição e renda. Quando a taxa de juros sobe, o custo do consumo no futuro cai, estimulando a poupança. Taxas de juros elevadas induzem os indivíduos a abdicar do consumo presente para um maior consumo no futuro. Por outro lado, um indivíduo "poupador positivo" se encontra em melhor situação (o indivíduo se torna de certa forma mais "rico") já que poderá manter o mesmo nível de consumo no futuro a partir de uma poupança menor, o que acaba estimulando seu consumo corrente.

No entanto, estudos empíricos, tanto para países desenvolvidos como para países em desenvolvimento, demonstram uma pequena elasticidade da poupança em relação à taxa de juros [Giovannini (1983)]. Nesse quadro, a poupança não seria sensível a variações na taxa de juros, pelo menos não de maneira significativa. Isto implica que uma reforma fiscal que resultasse em uma diminuição da taxa de juros real não reduziria automaticamente o nível de poupança. Da mesma forma, uma reforma financeira que aumente a taxa de juros reais não implicaria automaticamente um crescimento da poupança privada. Dentro da mesma linha de raciocínio, incentivos fiscais à poupança não seriam eficazes no sentido de aumentá-la.

A relevância desta teoria para o caso de uma reforma previdenciária deve ser relativizada à luz da experiência prática da maioria dos países. Com efeito, incentivos fiscais para a poupança previdenciária têm sido a norma no mundo capitalista, obedecendo ao princípio da tributação da renda diferida: as contribuições para os planos previdenciários são dedutíveis da base de incidência dos impostos sobre a renda, bem como os rendimentos auferidos pela aplicação das reservas constituídas com estas aplicações; em contrapartida, tributa-se o fluxo de renda dos benefícios assim obtidos, quando futuramente apropriados pelas pessoas físicas.

Alguns autores destacam igualmente as restrições à liquidez como fator determinante do nível de poupança. Na maior parte dos modelos teóricos, à medida que tais restrições tornam-se menos rígidas — ou seja, maior acesso das pessoas aos mercados financeiros —, verifica-se um aumento do consumo corrente e, portanto, uma diminuição do nível de poupança [Edwards (1995)].

O corolário é que, se uma parte dos consumidores não possui liquidez para realizar sua cesta de consumo ótima, será obrigada a poupar se não puder efetuar empréstimos. Os indivíduos tentarão aumentar o consumo corrente, mas tal fato não será possível devido ao racionamento de liquidez. Nesse quadro, reformas financeira e do mercado de capitais, no sentido de uma modernização e liberalização, podem apresentar efeitos negativos no que se refere à poupança [Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano (1996)] na medida em que estas tornam possível uma expansão dos empréstimos para consumo.

É necessário observar, porém, que tais reformas apresentam efeitos ambíguos. Muitos argumentam que uma reforma financeira e o desenvolvimento do mercado de capitais levariam, em um primeiro momento, a aumento da eficiência da intermediação, através da criação de novos instrumentos financeiros e/ou pelo aumento na taxa de juros, induzindo desta forma a uma aceleração do crescimento e da poupança. Aliás, este tem sido, justamente, o grande argumento para reformas estruturais do sistema previdenciário, principalmente em países em que não há um mercado de capitais desenvolvido, já que é necessário criar e aperfeiçoar mecanismos financeiros quando se implanta um regime de capitalização.

Outro fator relevante parece ser a presença de instabilidades macroeconômica e política. Tanto uma quanto a outra têm efeitos negativos sobre a taxa de poupança. Parece claro que a estabilidade das chamadas “regras do jogo” é essencial tanto para que o nível de poupança se mantenha elevado, quanto para a formação do hábito de poupança. O sistema deve inspirar confiança aos poupadores, sendo mudanças institucionais freqüentes mal vistas [ver Simonsen (1991)], resultando, usualmente, em quedas do nível de poupança. A instabilidade tanto política quanto macroeconômica afeta as expectativas quanto ao rendimento futuro dos indivíduos e, portanto, as decisões de liquidez (poupar ou manter a renda na forma líquida). A teoria keynesiana da preferência pela liquidez trata essa questão de maneira bastante exaustiva. Neste caso, o elo com reformas previdenciárias é ainda mais tênue e indireto. Pode-se afirmar que, na medida em que um novo sistema contribua para reduzir o déficit do setor público (inclusive com a explicitação de passivos ocultos), estar-se-ia caminhando na direção de uma estabilidade econômica maior. Além disso, a própria explicitação de passivos (que antes, por estarem ocultos, poderiam gerar todo tipo de especulação) talvez seja fator decisivo na redução da incerteza dos fornecedores de capital com possíveis repercussões sobre os *spreads*.

A política fiscal do governo também parece influenciar o nível de poupança das famílias. Aumentos no consumo do governo levarão a uma diminuição da poupança privada se os indivíduos não valorizam os gastos governamentais [Edwards (1995)]. Por outro lado, um aumento na poupança do governo, geralmente, se traduz em um crescimento do nível de poupança agregada. Apesar de a poupança do governo ter um efeito de *crowding-out* sobre a poupança privada, a substituição de uma pela outra não se dá em uma relação de um para um, como sugere a equivalência ricardiana simples. Os dados disponíveis mostram que, a cada US$ 1 de aumento na poupança do governo, verifica-se uma diminuição de US$ 0,25 a US$ 0,50 na poupança privada [Schmidt-Hebbel,

Servén e Solimano (1996) e Becker (1997)]. O aumento da poupança do governo através da contenção de gastos parece ser mais eficaz, no que se refere à poupança agregada, do que um aumento da carga tributária.

4.2 - Determinantes da Poupança das Empresas

A análise do comportamento da poupança das empresas, definida como sendo os lucros retidos (não distribuídos às famílias), é igualmente complexa. Uma visão marshaliana errônea, em que a empresa é simplesmente vista como sendo produto da vontade de seus proprietários, poderia tentar igualar as motivações empresariais às motivações dos indivíduos. No mundo moderno, em que a gerência profissional tende a ser a regra, cada vez mais essa hipótese parece distanciar-se da realidade.

As decisões empresariais de poupança e investimento respondem a um conjunto complexo de fatores, em que mercados de produto, estabilidade econômica, políticas de dividendos, relações com sindicatos, política fiscal são apenas alguns exemplos. Na realidade, existe provavelmente uma enorme variabilidade entre setores de atividade empresarial, forma e composição do capital, e mesmo entre regiões de atuação e portes de empresa. Por outro lado, no que se refere à alocação dos recursos poupados, ou seja, no caso do investimento, este se dá (em uma economia estabilizada), primordialmente, dentro da própria empresa (ou grupo empresarial), pela expansão das instalações, novas máquinas, equipamentos etc.

Assim, os "hábitos de poupança empresarial" podem ter e, na prática, freqüentemente têm condicionantes bastante diversos daqueles de seus proprietários ou acionistas. De qualquer forma, recorrendo-se a uma imagem estilizada, o problema de partilha/retenção de lucros só tem sentido se existe lucro a reter ou a distribuir. Se o Estado impõe impostos e contribuições sociais que fazem crescer os custos e eliminam ou reduzem os lucros, certamente estará influenciando o comportamento de poupança das empresas e, em conseqüência, suas políticas de investimento.

Aliás, nem mesmo é necessário que essas contribuições e impostos estejam vigorando de imediato; muitas vezes, qual uma "espada de Dâmocles", a simples antevisão de uma futura escalada de impostos e contribuições basta para reverter decisões de poupança e investimento. De fato, as decisões empresariais são freqüentemente tomadas considerando-se fluxos de receitas e despesas durante razoáveis períodos de tempo no futuro. Se existe uma perspectiva de custos adicionais — por exemplo, adições às contribuições sociais que se revertem em um custo maior do fator trabalho —, estas expectativas são, comumente, incorporadas às projeções. Quando não há uma estimativa precisa desses acréscimos de custo, talvez o reflexo nas decisões empresariais seja até maior: a taxa de retorno mínima de atratividade requerida pelos investimentos pode se elevar de tal forma a inviabilizá-los. A conseqüência é, portanto, que a poupança destinada a financiar o investimento rejeitado simplesmente deixa de ser feita.

Uma das questões centrais na discussão acerca da poupança das empresas é a existência do chamado "véu de empresa" (*corporate veil*). O véu de empresa

existe se uma redução na poupança das empresas não resulta em um acréscimo da poupança das famílias, dado um nível de riqueza fixo. A análise clássica estabelece que, para um nível constante de lucros, se uma empresa decidir reter lucros ao invés de distribuí-los não afetará a poupança privada apesar de afetar a poupança das famílias. Para que tal proposição se verifique é necessário que a propensão marginal a consumir se mantenha constante, apesar das transformações na renda do trabalho, nos ganhos de capital e no pagamento de dividendos. Supõe-se igualmente que não haja restrições à liquidez. Qualquer alteração na propensão marginal a consumir abre espaço para o surgimento do véu de empresa. Além disso, para que o véu de empresa não se apresente é preciso que transformações líquidas no valor de mercado de uma empresa não se diferenciem de transformações líquidas nos impostos pagos pela empresa.

Vários autores atribuem a existência do véu de empresa a um comportamento irracional ou à falta de visão em relação ao futuro por parte dos agentes. A existência do véu implica que os indivíduos tomarão suas decisões de poupança baseando-se não somente na sua renda mas também nos lucros retidos nas empresas. Na verdade, não parece haver nenhum método consistente que permita a divisão da poupança privada em poupança das famílias e poupança das empresas. Nesse quadro, grande parte das análises sobre o tema se concentra nos efeitos das mudanças relativas ao pagamento de dividendos no consumo agregado dos indivíduos. Os resultados empíricos caminham no sentido de demonstrar a existência do véu de empresa [ver Garcia (1989)].

Essas conclusões ficam ainda mais reforçadas quando se consideram a globalização da economia e a agilidade dos mercados de capital. Muitas vezes, não só futuros investimentos deixam de ser feitos, mas também a própria empresa migra para outras paragens. Assim, a estabilidade das regras do jogo sob todos os seus aspectos, incluindo o futuro custo dos programas sociais, talvez seja ainda mais importante no cenário da poupança empresarial.

4.3 - Determinantes da Poupança do Governo

A formação da poupança do governo, ou seja, superávit corrente,[15] depende de um intrincado conjunto de fatores econômicos, sociais e políticos, no qual desempenha papel de extrema importância o grau de rigidez na alocação de recursos orçamentários. Assim, dada uma receita relativamente inelástica, um

[15] No Brasil, o déficit público consolidado pode ser calculado pelas necessidades de financiamento do setor público (divulgadas pelo Banco Central) e pelas informações das contas nacionais fornecidas pelo IBGE. Utiliza-se o conceito de "acima e abaixo da linha", tomado emprestado da contabilidade de balanços que define como "acima da linha" as rubricas de receitas e despesas do governo e como "abaixo da linha" o financiamento dessas operações.

As contas nacionais permitem uma análise sobre os principais determinantes do déficit público (carga tributária, subsídios, despesas de investimento etc.). Por outro lado, as necessidades de financiamento do setor público procuram medir o déficit através do critério "abaixo da linha", ou seja, pelo financiamento concedido pelo sistema financeiro e pelo setor privado, não permitindo análise sobre os fatores do endividamento. Teoricamente, os dois critérios deveriam apresentar resultados iguais com sinal invertido, no entanto, tal fato não se verifica na prática devido aos diferentes critérios de abrangência do setor público, à periodicidade de apuração e ao critério de apropriação das despesas.

conjunto de despesas correntes que se caracteriza por um alto grau de rigidez, por exemplo, pela existência de um grande conjunto de programas do tipo *entitlement* e de vinculações de fontes, permite pouco espaço para crescimento da poupança governamental.

Outro fator relevante é a existência de programas de seguridade social em repartição operando em "equilíbrio", cujas regras de concessão e manutenção de benefícios se achem cristalizadas em dispositivos legais que as tornem praticamente inflexíveis. É claro que, quando estes são deficitários, reduz-se ou mesmo torna-se negativa a poupança governamental. A conseqüência é que parte da poupança privada, que de outra forma seria aplicada na formação de capital fixo com impactos positivos sobre o crescimento econômico, é simplesmente absorvida para financiar déficit do sistema de seguridade social. Assim, a conclusão fundamental é que, para aumentar a poupança (ou reduzir a despoupança) do setor público é fundamental equilibrar os sistemas de previdência.

A teoria econômica caminha no sentido de estudar as escolhas e o comportamento do governo notadamente através da teoria dos jogos. Diversos modelos assumem a hipótese de que os partidos políticos que se alternam no poder agem de forma estratégica ao longo do tempo.

Segundo Edwards (1995) um incentivo ao aumento da poupança do governo dependerá de duas variáveis político-econômicas fundamentais: a probabilidade de o partido não poder continuar no poder no período seguinte e o grau de polarização política. Se a primeira variável apresenta uma probabilidade baixa de se concretizar, a oposição se encontrará no poder quando a política der resultados e ganhará os créditos por seu sucesso, o que obviamente desestimula um esforço visando ao aumento da poupança do governo. Estudos empíricos mostram que quanto maior o grau de instabilidade política menor será a poupança do governo.

O segundo determinante seria a heterogeneidade das preferências dos diferentes partidos políticos. A análise político-econômica afirma que quanto maior o grau de polarização política menor será a poupança do governo [ver Edwards (1995)]. A comprovação empírica deste fato no entanto é difícil.

Uma política de incentivos ao aumento da poupança agregada através de um aumento da poupança do governo revela-se a alternativa mais recomendada nas discussões sobre o assunto. Isto se explica, em um primeiro momento, pelo fato de um crescimento da poupança pública gerar um aumento da poupança total através de ação direta do governo, não dependendo portanto do setor privado (famílias e empresas) e das complexas variáveis comportamentais a ele ligadas. É importante lembrar que existe um efeito de *crowding-out* entre poupança do governo e poupança privada, fazendo com que (apesar do aumento líquido) a poupança agregada não aumente tanto quanto a poupança pública.

4.4 - Estratégia de Aumento da Poupança Interna

Como foi visto até o momento, os mecanismos que governam a geração da poupança privada não são claros. Um enorme conjunto de variáveis, atuando em longos intervalos de tempo, parece afetar o processo, dificultando consideravelmente a identificação de relações de causa e efeito. Diversos estudos analisaram as limitações de políticas de incentivo à poupança privada, contestando sua eficiência [Engen *et alii* (1996)]. O aumento no nível de poupança privada de forma voluntária parece ser um processo lento, essencialmente de longo prazo.

Por outro lado, a imposição de esquemas de poupança compulsória pode simplesmente provocar um efeito de *crowding-out*, ou seja, a substituição da poupança voluntária pela compulsória.

O aumento da poupança do governo parece ser uma forma direta e eficiente de elevar o nível de poupança interna, apresentando-se assim como a alternativa mais recomendada. Em termos de formulação de políticas que favoreçam o crescimento, isto significa que o objetivo deve ser o de equilibrar os sistemas de previdência, visando à poupança pública, e ao mesmo tempo fazer com que os sistemas previdenciários tenham embutidos os incentivos corretos que estimulem o crescimento da poupança privada.

5 - A CONVERSÃO DE UM SISTEMA DE REPARTIÇÃO EM UM SISTEMA PRIVADO DE CAPITALIZAÇÃO AUMENTA A POUPANÇA?

Em um regime de capitalização, as contribuições aportadas são capitalizadas constituindo reservas para a cobertura das despesas com benefícios futuros e há uma forte vinculação entre as contribuições que cada indivíduo realiza e os benefícios recebidos. Já em um sistema de repartição simples os recursos arrecadados em um exercício são utilizados para o pagamento de benefícios durante o mesmo exercício, sendo portanto constituído por transferências intra e intergeracionais. O equilíbrio ou excedente deste sistema é vinculado essencialmente à estrutura demográfica.

Argumenta-se freqüentemente que uma reforma visando à substituição de um regime de repartição por um sistema de capitalização individual elevaria o nível de poupança interno e conseqüentemente aceleraria o crescimento econômico. No entanto, os impactos de tal reforma sobre a poupança agregada parecem ser ambíguos. Aparentemente podemos afirmar que a passagem de um sistema para o outro aumentaria a poupança, apesar da difícil comprovação empírica [ver Nitsch e Schwarzer (1997), Rondanelli (1996) e Schmidt-Hebbel *et alii* (1996)]; mas devemos ser cuidadosos quanto a resultados demasiadamente positivos. Diversos autores [Beattie e Mcgillivray (1995) e Singh (1995)] sustentam que os efeitos do sistema de seguridade sobre o nível de poupança são reduzidos e dão-se essencialmente no longo prazo, contrariando as evidências aportadas por Feldstein.

Na realidade, dadas a complexidade do fenômeno e as limitações das técnicas econométricas, é impossível isolar precisamente os diferentes fatores determinantes nesta questão, o que acaba proporcionando resultados contraditórios.

5.1 - O Caso Chileno

Diversos autores atribuem o aumento do nível de poupança no Chile depois dos anos 80 a uma série de reformas (incluindo-se a reforma previdenciária), em conjunto com um esforço do governo no sentido de conter seus gastos.

No caso específico da reforma previdenciária no Chile (1981), substituiu-se o sistema tradicional por um novo programa privado compulsório, totalmente capitalizado e administrado por entidades privadas [Associações de Fundos de Pensão (AFPs)], sendo o sistema público[16] uma opção de s*econd-best* destinado às camadas mais pobres da população. A Tabela 5 mostra algumas características do novo sistema chileno de previdência social.

Tabela 5
Características do Sistema de Seguridade Social Chileno — 1981/94

	1981	1989	1994
Beneficiários: Número	1.400.000	3.470.845	5.014.444
% da Força de Trabalho	36,7	74,2	94,6
Contribuintes Ativos			
Número	Nd	2.642.757	2.943.479
% dos Beneficiários	Nd	76,1	58,7
Número de Firmas	12	13	21
Parte das Três Maiores Firmas	71,3	65,3	52,7
Comissão Média			
US$ por Contribuinte	Nd	77	135
% do Fundo	Nd	4,9	2,1
Tamanho do Fundo de Pensão: milhões US$	305	4.470	22.435
% do PIB	0,9	17,8	42,2

Fonte: Superintendência de Pensões, Instituto de Economia/UGM.
Nd: Não-disponível.

Devemos notar que um sistema de capitalização é por definição auto-equilibrado, já que cada indivíduo passa a receber aquilo que aporta sem qualquer tipo de subsídio cruzado. Recebe-se exatamente o montante que se pagou acrescido de rendimentos e descontadas as taxas de administração. Logo, no longo prazo, não

[16] Após um bom número de medidas de racionalização que reduziu drasticamente as perspectivas de déficit.

haverá déficit público causado pelo sistema, o que contribui, como vimos, para um aumento da poupança interna. A realidade chilena é, porém, algo diferente desta concepção na medida em que o Estado se apresenta como garantia do sistema em caso de bancarrota ou ainda se a taxa mínima de retorno não for alcançada.[17] Alguns autores [ver Uthoff (1997)] sustentam, inclusive, que na prática não houve uma privatização do sistema de seguridade social, já que o Estado regula a demanda (através das contribuições compulsórias), regula a oferta (supervisionando as AFPs), financia parte das pensões e administra e financia o antigo sistema.

Coloca-se freqüentemente o problema do déficit gerado na transição de um sistema de repartição para um sistema de capitalização. Em outras palavras, surgiriam dois tipos de problemas: *a)* as contribuições dos ativos que financiam o pagamento dos inativos no regime de repartição são agora redirecionadas para contas individuais de capitalização junto às AFPs; e *b)* os "direitos em aquisição" dos contribuintes no antigo sistema devem ser reconhecidos, através de um ou outro tipo de "bônus de reconhecimento".

Verifica-se que, na realidade, o déficit não é gerado mas somente explicitado. O sistema de repartição é, na realidade, um compromisso para com os trabalhadores e atuais aposentados que equivale a uma dívida pública implícita (*Hidden debt*).[18] Durante a transição, o Estado será obrigado a honrar seus compromissos com os indivíduos já aposentados, porém não receberá mais contribuições dos trabalhadores ativos. Portanto, a reforma torna esta dívida explícita, o que pode acarretar instabilidade macroeconômica em um contexto de incerteza, influenciando o estado das expectativas. Desta forma, o financiamento da nova dívida explícita é um ponto crítico para o sucesso da transição. Se esta é financiada por um aumento na dívida do governo não haverá nenhum efeito considerável sobre o nível de poupança [ver Rondanelli (1996)] ou talvez efeitos negativos devido ao aumento da dívida pública explícita. No entanto, se a transição for financiada por um aumento dos impostos, como qualquer outra política fiscal que vise liquidar a dívida estatal, terá um efeito positivo sobre a acumulação de capital. Poderíamos ainda considerar a possibilidade de financiamento da dívida através de uma redução dos gastos correntes do governo, o que resultaria em aumento significativo da poupança agregada. Outra alternativa seria a utilização de ativos da privatização no processo, embora não sejam, na maioria dos casos, suficientes para financiar a transição.

No que se refere à poupança privada, os sistemas de capitalização podem formar hábitos de poupança acabando com a chamada "miopia", na medida em que explicitam a relação entre o ato de poupança e a obtenção de um benefício futuro. O indivíduo toma consciência que deve poupar para consumir no período inativo, afastando-se do comportamento de risco moral (*moral hazard).* Quando um indivíduo participa de um sistema de seguridade privado ele reconhece a

[17] Após a liquidação da AFP.
[18] O déficit da seguridade social explicitado situa-se em torno de 126% do PIB no Chile.

importância da poupança para a aposentadoria; notamos aqui um efeito "educativo" da reforma. Mais uma vez a discussão introduzida por Feldstein deve ser retomada.

Devemos destacar igualmente que uma reforma do tipo chilena estabelece, de forma compulsória, um nível mínimo de acumulação no sistema de seguridade. Não nos propomos aqui tratar a necessidade ou não da compulsoriedade em sistemas de previdência social, mas somente o impacto desta medida sobre a poupança interna, que dependerá do grau de substituição entre poupança compulsória e poupança voluntária. Os agentes econômicos podem trocar parte da poupança voluntária que "naturalmente" fariam pelas aplicações compulsórias, sem alterar o nível de poupança agregada ou ainda diminuindo-o. Há a possibilidade do surgimento de um efeito de *crowding-out* da poupança voluntária, causando distorções e ineficiências alocativas assim como perda de bem-estar.

É importante ressaltar que, em setembro de 1996, dos 5,5 milhões de contribuintes em idade ativa do sistema chileno somente 2,5 milhões depositaram efetivamente sua contribuição. Grande parte dos excluídos pertence às camadas de baixa renda, vulneráveis ao desemprego e ao trabalho no mercado informal, o que dificulta a manutenção de um ritmo contínuo de depósitos.

No entanto, o efeito mais marcante da passagem de um sistema de repartição para um regime de capitalização parece ser o desenvolvimento e aprofundamento do mercado financeiro.[19] Por mercado financeiro desenvolvido entende-se, usualmente, um mercado capaz de realizar suas funções de forma eficiente. Podemos identificar sete funções para o mercado de capitais:

a) a transferência de recursos de capital;
b) a acumulação de capital;
c) a seleção de projetos e investidores;
d) a monitoria da utilização dos recursos;
e) a garantia do cumprimento dos contratos;
f) a diversificação dos riscos; e
g) o registro das transações.

Em um sistema de capitalização a poupança acumulada pelos trabalhadores deve ser investida para propiciar o retorno esperado, gerando assim uma demanda por ativos financeiros que dinamiza os mercados de capitais tornando disponíveis um maior número de instrumentos, produtos e serviços de intermediação, além de proporcionar o fortalecimento das entidades fiscalizadoras. Este processo de aprofundamento do mercado pode ter efeitos positivos sobre o nível de poupança na medida em que aumenta a eficiência da intermediação e a produtividade do capital através de uma alocação "ótima" de recursos, acelerando assim o

[19] Porém, alguns autores sustentam que existe um risco real de saturação do mercado financeiro interno em países subdesenvolvidos, o que teria um efeito negativo sobre as taxas de rendimento, ver Beattie e Mcgillivray (1995).

crescimento econômico. Schmidt-Hebbel *et alii* (1996) destacam ainda a diminuição da necessidade de poupança externa devido ao aumento relativo dos ativos domésticos e ao crescimento dos estoques de poupança financeira em decorrência da diversidade de instituições, produtos e serviços financeiros.

Deve-se sublinhar o fato de que o processo de inovação financeira (por exemplo, a utilização crescente de derivativos e a securitização) está intimamente ligado ao desenvolvimento dos fundos de pensões, principalmente nos Estados Unidos e Canadá [ver Davis (1995)].

Por outro lado, como já foi discutido, tal aprofundamento pode levar a um afrouxamento das restrições de liquidez aumentando o consumo em detrimento da poupança privada.[20]

As Tabelas 6 e 7 mostram a evolução e aprofundamento do mercado financeiro chileno após a passagem para o sistema de capitalização. Notamos que os montantes transacionados em ações triplicaram em relação ao PIB entre 1980 e 1992. Os montantes transacionados em renda fixa (papéis de longo prazo) atingiram 63% do PIB em 1992, enquanto a intermediação financeira chegou a 46% do PIB. Ambos os indicadores eram pouco relevantes no início da década de 80 (0,21% e 2,66% do PIB, respectivamente). É difícil pensar que tal desenvolvimento da atividade no mercado de capitais não esteja intimamente ligado ao aumento substancial do volume dos fundos de pensão e, portanto, à reforma do sistema de seguridade social. De fato, os fundos de pensão representavam 35% do PIB em 1992 e estima-se que chegarão a 50% do PIB no final do século.

Os Gráficos 4 e 5 mostram a evolução do nível de poupança no Chile desde a década de 70, evidenciando os fatos até aqui discutidos. Notamos um crescimento substancial da poupança governamental assim como da poupança interna no período "pós-reforma" principalmente a partir de 1986. Porém, até meados da década de 80, ou seja, nos primeiros anos do novo sistema, o que se verificou na realidade foi uma queda do nível de poupança interna. A poupança total passou de 16,1% do PIB em 1970 para 27,7% em 1996. Evidentemente, tais fatos não explicitam nenhuma relação direta de causalidade entre a reforma do sistema de seguridade social e o nível de poupança.

[20] Não nos propomos aqui a debater se os países em desenvolvimento deveriam estimular um sistema financeiro baseado em instituições bancárias (modelos alemão e japonês) ou fomentar os mercados de capitais (modelo anglo-saxão); para uma discussão mais ampla do tema, ver Beattie e Mcgillivray (1995).

Tabela 6
Desenvolvimento do Mercado de Capitais e dos Fundos de Pensões — 1980/92

(% do PIB nominal)

	Ações	Renda Fixa	Interme-diação Financeira	Patri-mônio Bursátil	Reservas de Cias. de Seguro	Fundos de Pensão	Fundos Mútuos	Fundos de Investimento de Capital Estrangeiro	Títulos Emitidos por Empresas	M7-M1
1980	1,99	0,21	2,66	34,09	1,63	Nd	2,59	Nd	0,18	Nd
1981	1,15	0,29	4,50	21,60	1,54	0,93	2,09	Nd	0,29	27,94
1982	0,67	3,74	12,59	26,05	2,40	3,62	2,51	Nd	1,70	32,98
1983	0,33	6,17	3,62	14,60	2,58	6,41	0,55	Nd	1,50	31,53
1984	0,27	5,66	3,62	14,26	3,28	8,54	0,54	Nd	1,53	34,69
1985	0,36	11,62	10,13	14,36	3,51	10,93	0,78	Nd	1,57	40,33
1986	1,87	27,38	18,50	25,62	4,10	13,37	1,28	Nd	0,89	42,65
1987	2,85	33,66	28,92	29,85	4,67	14,92	1,56	Nd	1,49	47,61
1988	2,97	39,76	46,53	31,84	4,83	16,48	1,70	Nd	2,20	47,77
1989	3,61	51,82	40,95	41,60	5,74	19,69	1,43	0,42	3,75	54,78
1990	3,12	56,49	21,43	54,22	7,36	26,56	1,72	1,81	4,99	63,54
1991	6,53	42,03	31,82	95,90	8,69	34,54	2,90	3,27	6,14	66,57
1992	5,73	63,17	46,45	82,49	9,29	34,53	2,62	3,03	5,49	68,97

Fonte: Arrau (1994).
Nd: Não-disponível.

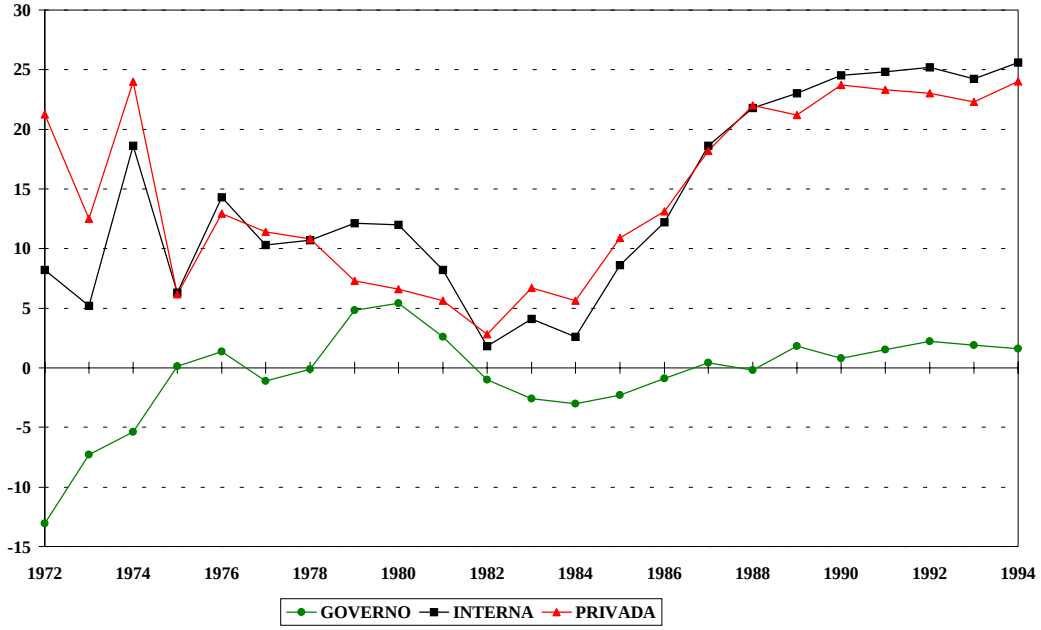
Tabela 7
Reforma do Mercado de Capitais Chileno — 1980/93

Data	Reforma	Conteúdo
Novembro 1980	D.- L. nº 3.500	Cria o sistema privado de pensões.
Dezembro 1980	D.- L. nº 3.538	Lei orgânica da superintendência de valores e seguros (SVS).
Agosto 1981	Lei nº18.022	Modifica a lei orgânica de Superintendência de Bancos e Instituições Financeiras (SBIF), ampliando os poderes do superintendente.
Outubro 1981	Lei nº18.045	Lei do mercado de valores.
Outubro 1981	Lei nº18.046	Lei das sociedades anônimas.
Janeiro 1986	Circular 585 SVS	Obriga a informar de transações acionárias efetuadas por diretores e executivos majoritários.
Março 1986	Circular 601 SVS	Obriga a informar qualquer operação ou evento que possa afetar significativamente seus negócios.
Novembro 1986	Lei nº 18.576	Lei geral dos bancos.
Outubro 1987	Lei nº18.660	Obrigatoriedade de classificação contínua de risco dos valores de oferta pública, apoiando as normas de diversificação que afetam os fundos de pensão.
Julho 1989	Lei nº18.815	Lei dos fundos de investimento. Permite aos fundos de pensão investir em valores mobiliários e em capital de risco.
Maio 1993	Circular 776 SAFP	Obrigatoriedade de informar de forma padronizada aos afiliados a rentabilidade da conta individual.
1993	Projeto de Lei	Modifica substancialmente diversas leis do mercado de capitais.[21] Cria os Fundos de Investimento para o Desenvolvimento de Empresas (Fide). Aperfeiçoa a indústria classificadora de riscos. Flexibiliza os limites de investimento das AFPs. Regula os fatores de risco para os investimentos das AFPs no exterior.

Fonte: Arrau (1994).

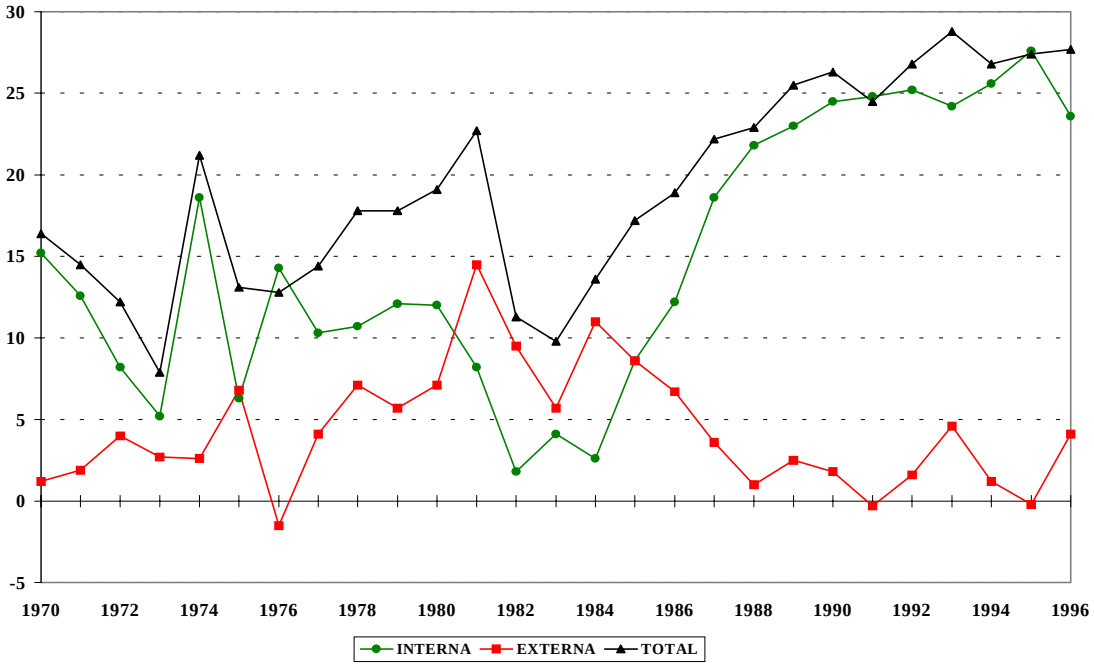
[21] A reforma caminha na direção da flexibilização dos limites e instrumentos disponíveis para o investimento dos fundos de pensão e do fortalecimento das normas reguladoras. Para maiores detalhes sobre seu conteúdo, ver Arrau (1994).

Gráfico 4
Poupança a Preços Correntes no Chile — 1972/94
(Em % do PIB)



Fonte: IMF (1997).

Gráfico 5
Poupança a Preços Correntes no Chile — 1970/96
(Em % do PIB)



Fonte: IMF (1997).

Alguns autores afirmam que a reforma do sistema de seguridade social chileno seria responsável por um aumento da poupança da ordem de 6,6% do PIB [Rondanelli (1996)]. Talvez os efeitos indiretos da reforma sobre a acumulação de capital sejam mais significativos que os diretos, na medida em que contribuem para a criação (tanto no plano econômico como no institucional) de um ambiente favorável à expansão da poupança e do investimento. Neste quadro, a reforma previdenciária só apresentaria resultados significativamente positivos se acompanhada por reformas e medidas em outras áreas, visando garantir a estabilidade macroeconômica e política. Desta forma, o aumento do nível de poupança no Chile pode ser igualmente atribuído às reduzidas taxas de inflação, às taxas de juros reais positivas porém ajustadas à produtividade do capital, ao fortalecimento financeiro do setor público, à reforma bancária que fortaleceu o mercado e assegurou os depósitos, ou ainda às taxas de crescimento econômico que foram superiores a 5% durante vários anos [ver Uthoff (1997)].

A Tabela 8 apresenta de forma detalhada alguns efeitos da reforma sobre a poupança interna segundo os cálculos de Holzmann (1997). Devemos notar que somente em 1989 obtiveram-se os primeiros efeitos líquidos positivos e que a reforma exibe custos fiscais crescentes.

Tabela 8
Reforma Previdenciária e seus Efeitos sobre a Poupança — 1981/94

(Em % do PIB)

	Efeitos Líquidos Totais	Poupança Privada Criada	Contribuição Líquida[a]	Poupança Líquida[b]	Custos Fiscais da Reforma[c]
1981	-0,2	1,3	0,9	0,4	-1,5
1982	-2,2	2,6	1,7	0,9	-4,8
1983	-1,8	3,0	1,5	1,5	-4,8
1984	-1,1	3,7	1,5	2,2	-4,8
1985	-0,2	4,4	1,5	2,9	-4,6
1986	-0,9	3,9	1,6	2,3	-4,7
1987	-0,2	4,6	1,6	3,1	-4,8
1988	-0,9	3,8	1,6	2,2	-4,7
1989	1,6	6,0	1,9	4,2	-4,5
1990	3,4	8,6	1,9	6,7	-5,3
1991	3,2	8,4	2,4	6,1	-5,3
1992	2,6	7,7	2,8	4,9	-5,1
1993	2,8	8,2	2,4	5,7	-5,4
1994	2,0	7,6	2,2	5,4	-5,6

Fonte: Holzmann (1997).

[a] Contribuição das pensões para os fundos mais outras contribuições, menos comissões e pagamentos de benefícios.

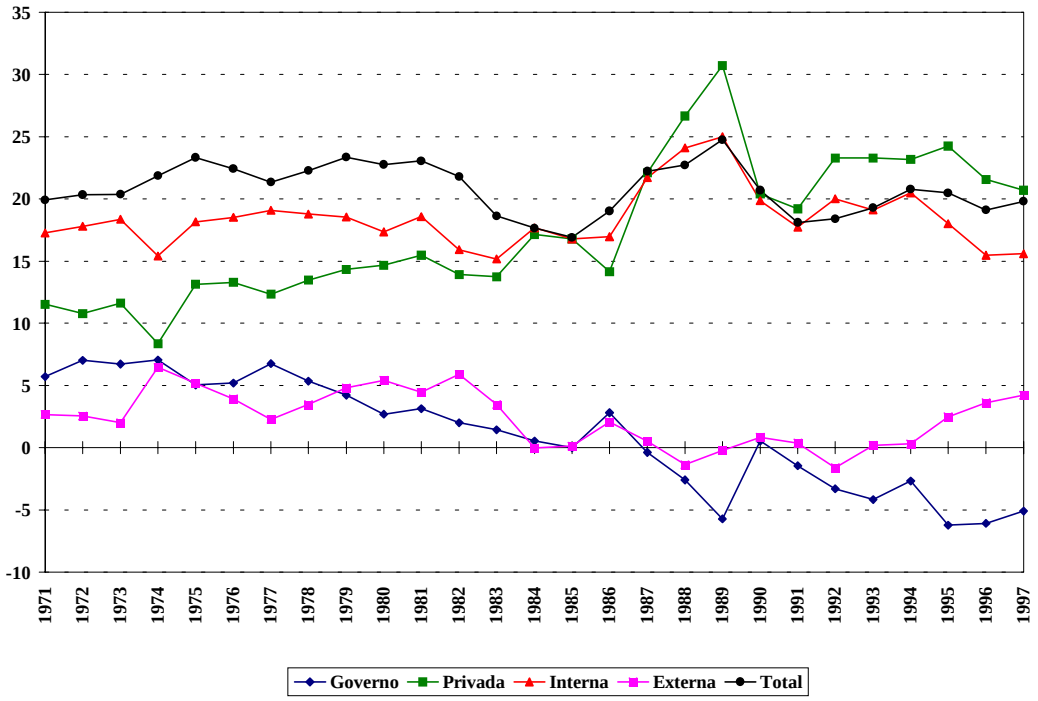
[b] Mudanças no valor dos ativos dos fundos de pensão excluindo-se os ganhos de capital.

[c] Contribuição do Estado para os fundos de pensão excluindo-se prestações de assistência social.

6 - POUPANÇA E PREVIDÊNCIA SOCIAL NO BRASIL

Desde meados da década de 80, o Estado brasileiro perdeu seu papel de grande gerador de recursos para financiamento do investimento interno, na medida em que a poupança estatal tornou-se fortemente negativa. Tal fato é evidenciado pela constatação de que, durante a década de 70, a poupança do Estado correspondeu a mais de 1/3 da poupança interna [ver Werneck (1986)]. Na realidade, segundo alguns autores, o ônus do ajuste relativo à crise do endividamento externo durante os anos 80 recaiu essencialmente sobre o Estado, contribuindo assim para a erosão de sua capacidade de gerar poupança. Desta forma, a redução da poupança governamental não teria sido em hipótese alguma causada por um aumento dos gastos em consumo do governo, que teriam se mantido constantes no período. A diminuição da poupança estatal não foi compensada por um aumento da poupança privada, o que evidentemente levou a uma redução da poupança interna (ver Tabela 1 e Gráfico 6).

Gráfico 6
Evolução da Poupança no Brasil —1971/97
(Em % do PIB)



Fonte: IBGE.

No que se refere à poupança privada, apesar de ter apresentado uma melhora no final da década de 80, verificou-se novamente uma queda no início dos anos 90 [ver Além e Giambiagi (1997)]. O aumento do consumo devido à estabilização e

ao Plano Real, somado ao novo dinamismo dos mecanismos de crédito e ao enfraquecimento das restrições de liquidez, certamente contribuiu para a diminuição da acumulação privada no período.

O recurso à poupança externa encerrou-se freqüentemente no Brasil com crises no balanço de pagamentos. Na realidade, notamos uma participação expressiva da poupança externa no nível de poupança total durante os anos 70 e a partir de 1995 (ver Gráfico 6 e Tabela 1). Durante a década de 70 a abundância de liquidez internacional permitiu a existência de consideráveis déficits em conta corrente resultantes de uma política econômica que procurou manter a taxa de investimento superior a 25% do PIB, não levando em consideração a gravidade do novo quadro de restrições externas. A desaceleração do crescimento do comércio internacional assim como o aumento da taxa de juros paga pelo Brasil tornaram-se os grandes responsáveis pela deterioração do balanço de pagamentos na década de 70 que originou, em parte, a crise brasileira da década de 80, caracterizada pelo excessivo endividamento externo, inflação fora de controle e estagnação. No período recente, o endividamento externo se insere na estratégia de estabilização cambial do Plano Real.

Neste quadro, a poupança privada reduzida assim como a "despoupança" do governo impõem limites ao crescimento sustentado da economia brasileira, tornando-o dependente dos voláteis capitais internacionais. O Gráfico 6 apresenta a evolução do nível de poupança no Brasil desde a década de 70, explicitando as tendências anteriormente discutidas.

O sistema de seguridade social brasileiro, por sua vez, é baseado em um regime de repartição, no qual os benefícios dos inativos de hoje são financiados pelos ativos de hoje. O sistema sempre apresentou vícios e erros (agravados com a Constituição de 1988) devido à falta de rigor técnico e a liberalidade excessiva. Abriu-se, desta forma, espaço para inúmeros abusos e disparidades que dificultam ou impossibilitam seu financiamento e, portanto, sua sustentabilidade no longo prazo. Desta forma a previdência social é, e será ainda mais no futuro, responsável por parte do déficit governamental e conseqüentemente pela redução da poupança interna no Brasil.

A Tabela 9 demonstra que eventuais superávits primários gerados pelo Tesouro federal tendem a ser totalmente consumidos pelo déficit do sistema de previdência social. Nota-se que, em 1997, o Tesouro realizou um superávit de R$ 20 bilhões, no entanto este foi em grande parte absorvido pelo saldo negativo da previdência social de cerca de R$ 19 bilhões.

Existem evidências que o problema é maior em níveis estadual e municipal do que em nível federal, embora não haja informações precisas. Como demonstra a Tabela 10, há um comprometimento muito elevado das receitas estaduais com a folha de pessoal. Estima-se que dentro de mais alguns anos diversos estados e municípios terão despesas com inativos iguais aos gastos com o pessoal ativo. No ano de 1995 todos os estados se encontravam acima do limite legal (definido na

lei Rita Camata) de 60% de comprometimento da receita com gastos de pessoal, o que pode levar à insolvência da maioria dos tesouros estaduais no curto prazo.

Tabela 9
Resultado Primário do Governo Federal — 1997

	Saldo do Tesouro[1]	Saldo da Previdência Social[2]	Saldo do Seguro Desemprego[3]	Resultado Primário do Governo Federal
Em R$ Milhões	20.002	-19.285	3.606	4.323
% do PIB	2,38	-2,30	0,43	0,52

Fonte: Boletim de Finanças Públicas do CGFP/IPEA.
[a] O saldo do Tesouro é obtido pela subtração da receita líquida do tesouro (receita total menos transferências a estados/municípios) e despesas (pessoal e encargos ativos, outros custeios e capital, saúde, demais, operações oficiais de crédito).
[b] O saldo da Previdência é dado por: receita do INSS (arrecadação bancária e outros, transferências a terceiros) menos despesas do INSS (benefícios previdenciários e despesas operacionais) mais, no que se refere aos servidores públicos inativos, o saldo entre as contribuições ao plano de seguridade social dos servidores e despesas com aposentadoria e pensões.
[c] O saldo do seguro desemprego é constituído pela arrecadação do PIS/Pasep menos seguro desemprego mais abono.

Tabela 10
Gastos com Pessoal e Número de Servidores Estaduais — 1995

Estados	Número de Ativos e Inativos	Relação entre Gasto com Pessoal e Receita Líquida (%)
Espírito Santo	77.000	91
Santa Catarina	115.000	90
Alagoas	76.000	88
Piauí	80.000	85
São Paulo	932.000	85
Rio Grande do Norte	103.000	82
Rio Grande do Sul	271.000	81
Distrito Federal	130.000	81
Goiás	143.000	80
Pernambuco	134.000	78
Paraná	180.000	77
Minas Gerais	491.000	72
Paraíba	99.000	70
Rio de Janeiro	290.000	70
Ceará	106.000	66
Bahia	190.000	65
Média	—	78,6

Fonte: Mare.

Desta forma, os objetivos de uma reforma da previdência devem atentar para o equilíbrio do sistema de seguridade, o que resultaria em um aumento da poupança do setor público. Evitaríamos, deste modo, que parte da poupança privada, que de

outra forma seria aplicada na formação de capital físico, seja desviada para o financiamento do déficit previdenciário.

Embora as recentes tentativas de reforma do sistema tenham por objetivo sua viabilização, notadamente através da redução do déficit e das disparidades observadas, ainda constituem iniciativas tímidas e insuficientes no longo prazo. O substitutivo do Senador Beni Veras à Proposta de Emenda Constitucional (PEC) n°33 de 1996 (aprovado em plenário pelo Senado em outubro de 1997) tem, entre suas principais propostas, o fim da aposentadoria proporcional por tempo de serviço, estabelecendo-se uma aposentadoria por tempo de contribuição com limites de idade de 53 anos para homens e 48 anos para mulheres. Estes limites deverão crescer progressivamente até atingir 60 anos para homens e 55 anos para mulheres. Em relação ao tempo de serviço que ainda faltaria para a aposentadoria pelas regras atuais, haverá um acréscimo de 20% no caso da aposentadoria integral e de 40% no caso da proporcional. No que se refere aos funcionários públicos, o valor da aposentadoria não poderá mais ser superior ao da remuneração do servidor em atividade, proibiu-se e fixou-se um teto para a acumulação de aposentadorias no serviço público e foi vedada a contagem de tempo de contribuição fictício. No tocante ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS) e ao Regime do Servidor Público, estabeleceram-se novos critérios para aposentadorias especiais: somente professores de educação infantil e trabalhadores que exercem atividades que prejudicam sua saúde teriam direito a se aposentar extraordinariamente.

Tais medidas eliminam alguns absurdos do sistema de previdência social brasileiro amparados pela lei, porém não atacam os problemas estruturais relacionados com a transição demográfica e as grandes transformações do mercado de trabalho.

Há um relativo consenso, entre os técnicos da área, de que a reforma da previdência aprovada no Senado se encontra distante do que seria financeiramente desejável para a viabilização do sistema. O Gráfico 7 apresenta os futuros déficits gerados pelo RGPS segundo as regras atuais da Previdência (Base) e com a reforma (PEC-33). Para o cálculo foi considerado todo o universo de contribuintes e beneficiários, urbanos e rurais, do RGPS, e a receita considerada igual à contribuição incidente sobre a folha de salários. A taxa de formalização foi considerada constante no tempo e a evolução demográfica baseada nas projeções de Camarano *et alii* (1991). As medidas estudadas apresentam-se descritas a seguir, tendo sido consideradas apenas as que apresentavam maior impacto financeiro:[22]

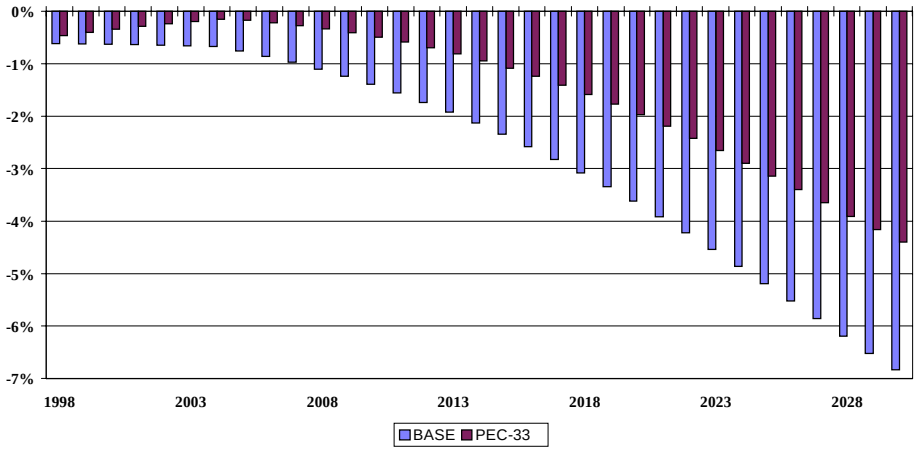
a) eliminação das condições para a aposentadoria antecipada — aposentadoria especial de professores (exceto os de ensino fundamental), jornalistas e aeronautas

[22] Para uma apresentação completa das bases da projeção, assim como do cenário macroeconômico e parâmetros utilizados no modelo, consultar Oliveira, Beltrão e Souza (1998).

passariam a ter regras de aposentadoria iguais às do restante da população de segurados; e

b) limite de idade para aposentadoria por tempo de serviço.

Gráfico 7
Déficit(-), Superávit(+) RGPS em cada Ano para Diferentes Alternativas — 1998/2028
(Em % do PIB)



Fonte: Grupo de Seguridade Social/IPEA.

Foram considerados os limites etários de 53 anos para homens e 48 anos para mulheres para a concessão de todas as aposentadorias por tempo de serviço e especiais, inclusive professores.[23] Esses limites cresceriam progressivamente até atingir 60 e 55 anos, respectivamente se homens ou mulheres.[24]

Nota-se que, embora a reforma reduza consideravelmente o déficit futuro, ainda se enfrentará uma situação distante do equilíbrio ou superávit a longo e médio prazos, já que os problemas estruturais do sistema não são solucionados.

A Tabela 11 mostra as economias proporcionadas pela PEC-33 para o Regime Jurídico Único (RJU) tanto em nível federal quanto municipal, assim como para o INSS segundo os cálculos do grupo de seguridade social do IPEA.

[23] Pela emenda PEC-33, os professores do ensino fundamental em efetivo exercício em sala de aula continuariam a fazer direito à aposentadoria quando completassem 30 e 25 anos, respectivamente se homens ou mulheres. Ocorre que, ao nível federal praticamente não há docentes de ensino fundamental.

[24] Esse limite etário seria usado para os novos entrantes no sistema.

Tabela 11
Economias Proporcionadas pela PEC-33 — 1998/2000/2007
(Em R$bilhões de 1996)

	1998	1999	2000	Acumulado (1998/2007)
RJU Federal				
Redutor do valor dos benefícios acima de R$ 1.200	0,04	0,08	0,12	1,46
Limites de idade para AP TS[a]	0,92	1,22	1,55	23,41
Eliminação da aposentadoria especial para professores[b]	0,17	0,24	0,31	4,91
Subtotal RJU federal	1,13	1,54	1,98	29,78
RJU-estadual/municipal				
Redutor do valor dos benefícios acima de R$1.200	0,05	0,11	0,17	2,09
Limites de idade para AP TS[a]	1,31	1,75	2,21	33,48
Subtotal RJU estadual/municipal	1,36	1,86	2,38	35,57
INSS				
Eliminação da aposentadoria especial	0,39	0,52	0,62	5,61
Limites de idade AP TS	0,94	1,44	2,03	42,18
Subtotal INSS	1,33	1,96	2,65	47,79
Total geral	3,82	5,36	7,01	113,14

Fonte: Grupo de Seguridade Social/IPEA.
[a] Cinqüenta e três anos para homens e 48 para mulheres crescendo até 60 (H) e 55 (M), adicional de 20% do tempo que falta para a aquisição de direito à aposentadoria por tempo de serviço segundo as regras atuais.
[b] Professores , jornalistas e aeronautas passam a se aposentar segundo a regra geral.

A Tabela 12 apresenta os efeitos econômicos e financeiros da PEC-33 sobre o RGPS até o ano 2007. Notamos que apesar de se verificar uma redução dos gastos e um incremento das receitas comparativamente ao sistema atual, a previdência social continuará deficitária (estima-se que no ano 2000, mesmo com a PEC-33, o déficit será de cerca de R$ 3,2 bilhões de 1996).

Por outro lado, os fundos privados de pensão com um patrimônio da ordem de US$ 76 bilhões e cerca de 6 milhões de participantes em 1997 representam uma alternativa promissora para o financiamento da retomada do crescimento sustentável diante das restrições do balanço de pagamentos. Porém, são necessários mais liberdade e profissionalismo no relacionamento com os fundos que podem realizar investimentos essenciais em infra-estrutura e em pequenas e médias empresas.

Os chamados “fundos de pensão” são formados, no Brasil, por dois grandes grupos de entidades: as chamadas entidades abertas de previdência privada (EAPP) e as entidades fechadas (EFPP). Enquanto as primeiras são, usualmente, empresas independentes e abertas ao público em geral, as EFPPs são organizadas como sociedades civis sem fins lucrativos tendo clientela restrita. Os planos de capitalização das EFPPs são oferecidos somente aos empregados das empresas patrocinadoras. As cotas de capitalização são pagas pelo afiliado e pela empresa patrocinadora, contrariamente às EAPPs, em que o pagamento de cotas corre

unicamente por conta do afiliado. Os fundos de pensão abertos podem ter fins lucrativos contrariamente às entidades fechadas. As entidades abertas possibilitam o acesso à previdência privada para aqueles que não dispõem de acesso aos fundos fechados como, por exemplo, pequenos empresários e autônomos com renda superior ao teto de aposentadoria do sistema de previdência público.

Tabela 12
Efeitos Econômicos e Financeiros da PEC-33 sobre o RGPS
(Em R$ bilhões de 1996)

INSS	1998	1999	2000	Acumulado 1998/2007
Gastos				
1. Sistema atual	56,57	60,88	65,46	799,26
2. Pec-33				
2.1. Fim de aposentadorias especiais	56,20	60,38	64,87	794,30
2.2. Limite de idade para aposentadorias por tempo de serviço	55,47	59,37	63,50	764,55
Receitas				
1. Sistema atual	51,32	55,34	59,62	723,87
2. Pec-33				
2.1. Fim de aposentadorias especiais	51,33	55,36	59,66	724,52
2.2. Limite de idade para aposentadorias por tempo de serviço	51,55	55,80	60,31	736,85
Déficit				
1. Sistema atual	5,25	5,54	5,83	75,39
2. Pec-33				
2.1. Fim de aposentadorias especiais	4,87	5,01	5,21	69,78
2.2. Limite de idade para aposentadorias por tempo de serviço	3,92	3,57	3,19	27,70

Fonte: Grupo de Seguridade Social/IPEA.

As grandes empresas estatais foram pioneiras no patrocínio de fundos de pensão fechados, o que explica a predominância dos fundos “públicos” em relação aos privados neste setor. No entanto, os planos de previdência destas empresas são alvo de grande polêmica, essencialmente devido a abusos cometidos no cálculo dos benefícios, nos repasses e na utilização de recursos. A atual forma de controle e regulação incidentes sobre as EFPPs e EAPP é exercida por três órgãos do Estado não necessariamente articulados entre si: o Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS), o Ministério da Fazenda através da Susep e o Banco Central. Permitiu-se às empresas, tanto estatais como privadas, criar programas de aposentadoria sem o devido planejamento, gerando considerável ônus para as patrocinadoras e para o Estado no longo prazo. A inexistência de mecanismos eficientes de regulação e controle estatal tem prejudicado o bom funcionamento, o dinamismo e a credibilidade do setor. Faz-se necessário que se promovam a revitalização e a articulação das atuais instâncias de regulação e controle assim como a criação de instâncias com o objetivo de garantir a liquidez e credibilidade do sistema.

Uma característica marcante do conjunto das aplicações do setor é que, com o desenvolvimento do mercado de capitais e instrumentos financeiros, os títulos públicos outrora dominantes cederam espaço para outros ativos como ações e papéis bancários que constituem atualmente 65,7% da carteira de aplicações dos

fundos. No entanto, a experiência internacional mostra-nos que a participação dos títulos públicos nos investimentos dos fundos de pensão varia de acordo com as condições de mercado, a instabilidade econômica e as necessidades financeiras. Os ativos imobiliários representam uma parte considerável dos investimentos (15,3% em 1997) por constituírem uma aplicação de risco relativamente baixo. A Tabela 13 apresenta de forma mais detalhada a carteira consolidada dos fundos de pensão no Brasil.

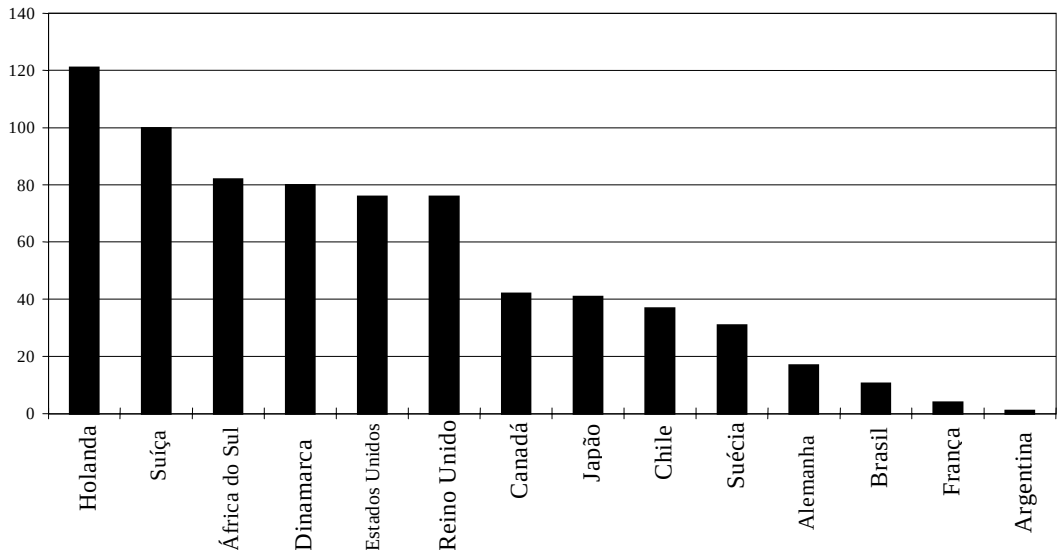
Tabela 13
Participação dos Ativos nas Aplicações Totais dos Fundos de Pensão — 1994/97
(Em %)

	1994	1995	1996	1997
Ações	39,1	29,5	30,9	28,7
Títulos públicos	3,8	4,4	5,7	3,5
Papéis bancários	23,9	26,5	29,0	37,0
Debêntures	1,9	5,2	4,8	3,9
Ativos imobiliários	19,0	20,7	18,0	15,3
Operações internas	9,7	11,3	9,1	9,4
Outros	2,6	2,5	2,4	2,2

Fonte: Abrapp.

Nesta tabela podemos notar que a previdência privada no Brasil é comparativamente pequena (ver Gráfico 8), gerando assim um montante de recursos para o investimento e crescimento econômico muito abaixo de seu potencial.

Gráfico 8
Ativos dos Fundos de Pensão — 1996
(Em % do PIB)



Fontes: Abrapp e The Coming Global Pension Crisis, 1997.

7 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os modelos de previdência social, baseados em um sistema de capitalização, são considerados por muitos um paradigma de eficiência capaz de solucionar os problemas enfrentados atualmente pelos regimes tradicionais, possuindo igualmente efeitos extremamente positivos sobre o nível de poupança interno e crescimento econômico, afetando desta forma os chamados fundamentos macroeconômicos.

Ao longo deste trabalho, porém, apresentamos diversas ressalvas quanto ao "mito" dos regimes de capitalização, enfatizando a complexidade das relações entre as diversas variáveis. Apesar de acreditarmos que uma reforma no sistema de seguridade possa vir a ter efeitos positivos sobre a poupança, especialmente no que se refere à criação de um ambiente favorável à sua expansão, devemos ressaltar que ela não é suficiente por si só para um aumento substancial da acumulação de capital, devendo ser acompanhada de um leque de mudanças no restante da economia. Os efeitos diretos mais significativos de uma reforma deste tipo seriam, como vimos, um possível aumento da poupança do governo através da redução do déficit previdenciário e o aprofundamento do mercado financeiro. Enquanto o primeiro afeta positivamente a poupança agregada se apresentando assim como a alternativa mais promissora, o segundo tem relações ambíguas e confusas com o nível de poupança.

É importante notar que a ampliação da poupança é limitada pelo fato de que, após um período de crescimento dos fundos de pensão, chega o momento em que os participantes se aposentam e começam a sacar seus recursos. A partir daí toda a expansão da poupança relativa ao sistema previdenciário decorrerá essencialmente do crescimento demográfico.

Desta forma, devemos nos resguardar quanto a expectativas demasiadamente otimistas em relação aos resultados deste tipo de reforma, principalmente quando consideramos os complexos mecanismos que se inserem no processo de formação de poupança e suas relações com o crescimento econômico. É essencial lembrarmos que o aumento das taxas de poupança deve ser acompanhado de um crescimento da eficiência dos investimentos, da acumulação de capital humano, inovações tecnológicas e outros fatores para um crescimento sustentável do produto.

Apesar de contribuir para o processo de acumulação de capital e crescimento econômico, a seguridade social não é capaz em si de solucionar o problema da diminuição do ritmo de crescimento do produto.

ANEXO

O IBGE divulgou em dezembro de 1997 um novo sistema de contas nacionais para os anos de 1990 a 1996 baseado no System of National Accounts (1993) das Nações Unidas. Apesar das modificações na metodologia de cálculo, o sistema não apresenta ainda uma estimativa da taxa de poupança independente do investimento (formação bruta de capital fixo), o que impossibilita uma percepção mais precisa do nível de acumulação de capital no Brasil.

As novas contas foram divulgadas a preços correntes, sendo que não mais produzir-se-ão dados a preços constantes de um ano-base, mas somente a preços do ano anterior, o que resulta em uma redução da diferença entre as séries a preços correntes e a preços constantes, à exceção dos anos de inflação alta. Elimina-se assim o problema do aumento da diferença entre a taxa de investimento (poupança) a preços correntes e a preços constantes à medida que se afastava do ano-base (ver Tabelas 14 e 15).

Tabela 14
Evolução da Taxa de Investimento (FBCF) a Preços Constantes de 1980 e a Preços Correntes — 1990/95

(Em % do PIB)

Ano	Correntes	Constantes
1990	21,6	15,5
1991	18,8	15,2
1992	18,9	14,0
1993	19,2	14,4
1994	19,6	15,3
1995	19,2	16,6

Fonte: IBGE.

Tabela 15
Novo Sistema de Contas Nacionais: Taxa de Investimento (Poupança Total) a Preços Correntes e Constantes — 1990/97

(Em % do PIB)

	Preços Constantes (1990)	Preços Constantes (1995)	Preços Constantes (1996)	Preços Correntes
1990	20,7	20,6	19,3	20,7
1991	19,5	19,4	18,2	18,1
1992	18,3	18,2	17,1	18,4
1993	18,5	18,5	17,3	19,3
1994	20,0	20,0	18,7	20,8
1995	20,6	20,5	19,2	20,5
1996	20,5	20,4	19,1	19,1
1997*	21,9	21,1	19,8	Nd

Fonte: IBGE.
* Estimativa IPEA/DIPES/GAC.

BIBLIOGRAFIA

ALESSIE, R., LUSARDI, A., ALDERSHOF, T. Income and wealth over the life cycle: evidence from panel data. *Review of Income and Wealth*, Série 43, n. 1, Mar. 1997.

ALÉM, A. C., GIAMBIAGI, F. *O aumento do investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil*. S.l., ago. 1997.

ALÉM, A. C., GIAMBIAGI, F., PASTORIZA, F. *Cenário macroeconômico: 1997-2002*. S.l.: Depec/BNDES, maio 1997.

AMADEO, E. G., FRANCO, G. H. B. Entre Keynes e Robertson: *finance*, poupança e Investimento. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, ago. 1989.

ARRAU, P. P. *Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993*. Cepal, 1994 (Série Financiamento del Desarrollo, 19).

BEATTIE, R., MCGILLIVRAY, W. A risky strategy: reflections on the World Bank Report Averting the old age crisis. *Issa Review*, Geneva, v. 48. n. 34, 1995.

BARRETO, F., MITCHELL, O. S. *After Chile, what? Second round social security reforms in Latin America*. Philadelphia: University of Pennsylvania, Feb. 1997.

_____. *Privatizing Latin America retirement systems*. Apr. 1997.

BARRO, R. J. Economic growth in a cross section of countries. *The Quarterly Journal of Economics*. Mass., v. CVI, May 1991.

BECKER, T. An investigation of Ricardian equivalence in a common trends model. *Journal of Monetary Economics*, v. 39, 1997.

BEKAERT, G., GARCIA, M. G. P., HARVEY, C. R. *The role of capital markets in economic growth*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, nov. 1995 (Texto para Discussão, 342).

BELTRÃO, K. I., OLIVEIRA, F. E. B. *A reforma da seguridade social no Brasil*. São Paulo: Banco de Investimento Garantia S.A., jul. 1995.

BHANDARI, J. S., MAYER, T. H. A note on saving-investment correlations in the EMS. *IMF Working Paper*, Oct. 1990.

CAMARANO, A. A. *et alii*. Aposentadoria e esperança de vida. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 45, n. 5, maio 1991.

CEPAL. *Fortalecer el desarrollo, intercciones entre macro y microeconomía.* Santiago de Chile, Mar. 1996.

CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. *Ensaios FEE*, Porto Alegre, n. 15, Ano 1, p. 9, 1994.

COSTA, F. N. A controvérsia sobre as relações entre investimento, poupança e crédito. *Ensaios FEE*, Porto Alegre, n. 12, Ano 1, 1991.

DAVIS, E. P. *Pension funds retirement-income security and capital markets: an international perspective*. New York: Oxford University Press Inc., 1995.

DOOLEY, M., FRANKEL, J., MATHIESON, D. What do saving-investment correlations tell us? *International Capital Mobility*, S.N.T., p. 503-531, 1992.

EDWARDS, S. *Why are savings rates so different across countries? An international comparative analysis*. Apr. 1995 (NBER Working Paper, 5.097).

ENGEN, E. M., GALE, W. G., SCHOLZ J. K. The illusory effects of savings incentives on saving. *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, n. 4, p. 113-138, Fall 1996.

FELDSTEIN, M. Social security, induced retirement, and aggregate capital accumulation. *Journal of Political Economics*, Chicago, v. 82, 1974.

_____. Social security and savings: new time series evidence. *National Tax Journal*, v. XLIX, June 1996.

FILHO, J. C. M., CÂNDIDO Jr., J. O. *Poupança privada e sistema financeiro: possibilidades e limitações*. Rio de Janeiro: IPEA, jul. 1997 (Texto para Discussão, 488).

FROIS, G. A. Dynamique économique. *Paris Dalloz*, 7ª Ed., 1991, 41p.

GARCIA, M. G. P. The corporate veil revisited. *Revista de Econometria*, Rio de Janeiro, v. IX, n. 2, p. 155-181, nov. 1989.

GERSOVITZ, M. Saving and development. *Handbook of Development Economics*, v. I, Elsevier Science Publishers, 1988.

GIOVANNINI, A. The interest elasticity of savings in developing countries: the existing evidence. *World Development*, Grã-Bretanha, v. 11, n. 7, p. 601-607, 1983.

HOLZMANN, R. Pension reform in Central and Eastern Europe: necessity, approches and open questions. *Ecla*, Set. 1996*a*.

_____. *On economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions.* Cepal, 1996*b* (Série Financiamento del Desarrollo, 48).

_____. Pension reform, financial market development, and economic growth: preliminary evidence from Chile. *IMF Staff Papers*, v. 44, n. 2, June 1997.

IMF. *International Financial Statistics*. 1997.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.* São Paulo: Abril Cultural, 1983, 333 p. (Série Os Economistas). Tradução de The General Theory of Employment, Interest and Money por Mário R. da Cruz

MAKA, A. *A sustentabilidade de déficits em conta corrente*. Rio de Janeiro: IPEA, maio 1997 (Texto para Discussão, 481).

MAMINGI, N. Saving-investment correlations and capital mobility: the experience of developing countries. *Journal of Monetary Economics*, v. 39, 1997.

MASSON, A. A cohort analysis of wealth. *Economic Journal*, Mar. 1986.

MESA-LAGO, C. *La reforma de la seguridad social y las pensiones en América Latina: importancia y evaluación de las alternativas de privatización.* Santiago: Cepal, 1994 (Reformas de Política Pública, 28).

MITCHELL, O. S., FIELDS, G. S. *Designing pension systems for developing countries*. Oct. 1994.

MONTORO FILHO, A. F. *Moeda e sistema financeiro no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1982, 219 p. (Série PNPE).

NITSCH, M., SCHWARZER, H. *The Chilean paradigm*? May 1997.

OLIVEIRA, F. E. B., BELTRÃO, K. I., SOUZA, M. C. *Reforma da previdência — simulação dos efeitos econômico-financeiros para o setor público e para o INSS*. Jan. 1998, mimeo.

PEREIRA, F., MIRANDA, R. B., SILVA, M. M. *Os fundos de pensão como geradores de poupança interna*. Rio de Janeiro: IPEA, maio 1997 (Texto para Discussão, 480).

PIÑERA, J. *El cascabel al gato la batalla por la reforma previsional.* Santiago do Chile: Zig-Zag S.A.,1991.

REIS, E. J. *et alii*. *Evidências macroeconômicas: os determinantes da poupança no Brasil, 1975/1995*. Trabalho preparado para o Proyecto Red de Centros de Investigación, Determinantes del Ahorro Interno en América Latina, Banco Interamericano de Desenvolvimento, jun. 1996.

REIS, E. J., PONTA, A. F. *Poupança e crescimento: evidências macroeconômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro: BID/IPEA, out. 1996, 24 p.

RIFKIN, J. O fim dos empregos. In: PERO, V. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 26, n. 3, dez. 1996.

RONDANELLI, E. *Chilean pension reform and its impacts on saving*. Universidad Gabriela Mistral: Instituto de Economia. Trabalho apresentado no VIII Seminário Regional de Política Fiscal. Santiago de Chile: Cepal, jan. 1996.

SCHMIDT-HEBBEL, K., SERVÉN, L., SOLIMANO, A. Savings and invest: paradigms, puzzles, polices. *The World Bank Research Observer*, 1996.

SINGH, A. Pension reform, the stock market, capital formation and economic growth. *Issa Review*, v. 49, n. 3, 1995.

SIMONSEN, M. H. *Poupança e crescimento econômico*. Rio de Janeiro: FGV/1991, 39 p. (Série Ensaios Econômicos, 178), 1991.

SIMONSEN, M. H., CYSNE, R. P. *Macroeconomia*. Ao Livro Técnico S/A, 1989.

STIGLITZ, J. E. Some lessons from the East Asian miracle. *The World Bank Research Observer*, v. 11, n. 2, Aug. 1996.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1, mar. 1993.

UTHOFF, A. Reformas a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro. *Revista de la Cepal*, n. 63, Dic. 1997.

WERNECK, R. L. F. *Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1986 (Texto para Discussão, 121).

Livros Grátis

(http://www.livrosgratis.com.br)

Milhares de Livros para Download:

Baixar livros de Administração
Baixar livros de Agronomia
Baixar livros de Arquitetura
Baixar livros de Artes
Baixar livros de Astronomia
Baixar livros de Biologia Geral
Baixar livros de Ciência da Computação
Baixar livros de Ciência da Informação
Baixar livros de Ciência Política
Baixar livros de Ciências da Saúde
Baixar livros de Comunicação
Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE
Baixar livros de Defesa civil
Baixar livros de Direito
Baixar livros de Direitos humanos
Baixar livros de Economia
Baixar livros de Economia Doméstica
Baixar livros de Educação
Baixar livros de Educação - Trânsito
Baixar livros de Educação Física
Baixar livros de Engenharia Aeroespacial
Baixar livros de Farmácia
Baixar livros de Filosofia
Baixar livros de Física
Baixar livros de Geociências
Baixar livros de Geografia
Baixar livros de História
Baixar livros de Línguas

Baixar livros de Literatura
Baixar livros de Literatura de Cordel
Baixar livros de Literatura Infantil
Baixar livros de Matemática
Baixar livros de Medicina
Baixar livros de Medicina Veterinária
Baixar livros de Meio Ambiente
Baixar livros de Meteorologia
Baixar Monografias e TCC
Baixar livros Multidisciplinar
Baixar livros de Música
Baixar livros de Psicologia
Baixar livros de Química
Baixar livros de Saúde Coletiva
Baixar livros de Serviço Social
Baixar livros de Sociologia
Baixar livros de Teologia
Baixar livros de Trabalho
Baixar livros de Turismo