FUNDOS DE PENSÃO E FINANCIAMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Autores: Breno Lobo*
Luiz Filgueiras**

Resumo

No presente trabalho, analisa-se a forma de atuação dos fundos de pensão brasileiros na economia nacional, colocando em questão a sua suposta capacidade de transformar poupança financeira em investimentos produtivos. O exame dos condicionantes do funcionamento desses fundos, com a explicitação das reais características dessas entidades, aponta para uma conclusão inequívoca: essas instituições, por sua própria natureza – dominadas que são pela lógica de acumulação financeira - e pela forma de inserção do Brasil na atual ordem internacional capitalista não são capazes de transformar a poupança que mobilizam em investimentos produtivos, sendo, portanto, ineficazes em contribuir para o financiamento da economia nacional.

Abstract

In this paper, we analyze how the Brazilian pension funds act in the national economy, questioning their hypothetical capacity to transform financial savings into productive investments. The inquiry of the determinants of the working of these funds, exposing their real characteristics, guides to an unquestionable conclusion: these institutions, for their own nature – dominate by the financial accumulation logic – and by the Brazil insertion in the present international capitalist order are not able to transform the savings they get into productive investments. Therefore, they are ineffective to contribute for the financing of Brazilian economy.

1- Introdução

A natureza e as características do padrão de financiamento da economia brasileira sempre estiveram presentes nas discussões acerca dos condicionantes e limites do processo de desenvolvimento do país. No começo da década de oitenta, com a crise do chamado Modelo de Substituição de Importações e de seu respectivo padrão de financiamento, a obtenção de recursos para financiar as necessidades de desenvolvimento do país transformou-se num dos principais problemas da economia brasileira. A partir do início dos anos noventa, com a adoção de uma ampla abertura comercial e financeira da economia – no contexto de uma nova ordem internacional dominada pela lógica de acumulação do capital financeiro –, isto se tornou ainda mais verdadeiro. Se, de um lado, as políticas liberais limitaram, em certa direção, a atuação do Estado na economia, ao diminuir a sua capacidade de indutor da demanda agregada, de outro, os fluxos internacionais de capitais assumiram um caráter cada vez mais incerto, volátil e especulativo, colocando riscos elevados à dependência de financiamento externo.

* Aluno do Curso de Mestrado em Economia da UFBA.
** Professor-Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA.

Diante desse cenário, cresceu a importância de se desenvolver novas modalidades de formação de um *funding*[1] doméstico a partir da atuação de agentes privados, capaz de suprir as necessidades de financiamento da economia brasileira (ou pelo menos contribuir nessa tarefa). Essa preocupação se expressou, de forma aguda, durante a discussão política e econômica em torno da reforma do sistema previdenciário nacional empreendida pelo Governo Lula em 2003. Um dos mais importantes argumentos justificadores de tal reforma, que vieram à tona, foi o da pertinência de fortalecimento dos fundos de pensão brasileiros para a formação de um *funding* interno (FILGUEIRAS; LOBO, 2003). Na verdade, essa relação causal, entre a capacidade dos fundos de pensão de mobilizar poupança das famílias e sua eficácia em contribuir, através desses recursos, no financiamento do desenvolvimento nacional, pode ser encontrada em diversos estudos econômicos de natureza ortodoxa[2], que acabaram enraizando essa idéia no atual pensamento hegemônico.

O problema com este tipo de análise é que, subjacente a ela, está implícita a aceitação da prevalência da lei de Say no sistema econômico (da qual deriva a teoria dos fundos emprestáveis), ou seja, que toda poupança, automaticamente, gera um nível de investimento igual a ela. Essa igualdade seria assegurada através da taxa de juros, que traria o equilíbrio pelo ajustamento entre a oferta (poupança) e a demanda (investimentos) de fundos emprestáveis. Na realidade, contudo, o simples fato da capacidade dos fundos de pensão mobilizarem a poupança das famílias não implica, necessariamente, que esses recursos sejam transformados em investimentos produtivos. Como afirma Costa (1992, p.120),

> A única forma da 'poupança potencial' se transformar em 'poupança efetiva' é através da realização de investimento, no período, em seu próprio montante. A 'poupança potencial' é o montante da renda global não consumida, que pode ser aplicada financeiramente pelos agentes econômicos, isto é, pode constituir um 'fundo' disponível para financiar o investimento, através da intermediação financeira. No entanto, se esta 'poupança potencial' for 'entesourada' por aplicação em títulos para mera valorização financeira, ela é 'desviada' do seu potencial macroeconômico, que, portanto, não se realiza efetivamente pela queda provocada na demanda efetiva e conseguinte não expansão da renda real.

Assim, por discordar-se da visão ortodoxa, que se tornou um senso comum, e acreditar-se que esse tipo de análise é inteiramente superficial e realizada na aparência do fenômeno, sem engendrar uma concatenação dos determinantes estruturais do sistema econômico mundial e nacional que condicionam a forma de atuação dessas entidades financeiras, o presente estudo

---

[1] *Funding* é uma expressão cunhada por Keynes, que se refere à disponibilidade de fundos para consolidação financeira, a partir da alocação de poupanças individuais. A adoção dessa nomenclatura implica a aceitação da análise pós-keynesiana do circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*, em contraposição à visão convencional-ortodoxa da teoria dos fundos emprestáveis, que trabalha com a relação de causalidade da poupança determinando o investimento. Para uma análise das duas visões, ver Studart (1993) e Costa (1999).

[2] Dentre outros, tem-se como exemplos trabalhos brasileiros, normalmente vinculados ao IPEA, como os de Pereira, Miranda e Silva (1999), Oliveira, Beltrão e David (1998) e Oliveira, Beltrão e Pasinato (1999), e provenientes do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional, como os de James e Brooks (2001), James (2001) e Mitchell (2001).

pretende se constituir como um "contra-senso". Com esse propósito, empreende-se uma análise que procura entender o funcionamento dos fundos de pensão a partir dos condicionantes presentes na essência do modo de produção capitalista, seja nos determinantes da sua atual configuração internacional, seja no modelo de inserção que esse sistema impõe aos países periféricos como o Brasil.

Desse modo, neste trabalho, analisa-se a forma de atuação dos fundos de pensão brasileiros na economia nacional, colocando em questão a sua capacidade de transformar poupança financeira em investimentos produtivos. O exame dos condicionantes do funcionamento desses fundos, com a explicitação das reais características dessas entidades, aponta para uma conclusão inequívoca: os fundos de pensão brasileiros, por sua própria natureza – dominados que são pela lógica de acumulação financeira - e pela forma de inserção do Brasil na atual ordem mundial capitalista não são capazes de transformar a poupança que mobilizam em investimentos produtivos, sendo, portanto, ineficazes em contribuir para o financiamento da economia nacional (LOBO, 2005).

Além dessa introdução e das considerações finais – nas quais se resumem os principais argumentos aqui utilizados -, o presente estudo se compõe de mais três seções. Na próxima seção, discute-se a inserção financeira do Brasil no processo de mundialização do capital e suas conseqüências sobre a política macroeconômica do país. Na seção seguinte, considera-se a natureza e a lógica dos fundos de pensão em geral e, no caso brasileiro em particular, os limites de sua atuação. Por fim, na seção 4, focaliza-se a atenção nos fundos de pensão brasileiros, aportando-se evidências empíricas que corroboram a visão aqui defendida; para isso, explicitam-se a estrutura institucional e regulamentação existentes, o desempenho agregado dessas instituições e, especificamente, a atuação dos dois principais fundos de pensão brasileiros: PREVI e PETROS.

2- Inserção Financeira Periférica e Implicações Macroeconômicas

A crise estrutural do Modelo de Substituição de Importações, no início dos anos oitenta, iniciou-se por uma crise no seu padrão de financiamento, ancorado no Estado e no endividamento externo. O processo de reestruturação produtiva pelo qual passavam as economias centrais, juntamente com a elevação das taxas de juros dos Estados Unidos – em razão da persistência dos desequilíbrios em seu balanço de pagamentos -, implicou um movimento generalizado dos capitais em busca de uma maior rentabilidade e um menor risco. Dessa maneira, como contrapartida necessária, ocorreu uma drástica redução da liquidez de capitais estrangeiros para os países periféricos que, de um lado, perderam o financiamento externo no qual estavam ancorados e, de outro, sofreram com a fragilização financeira do Estado, que teve limitada sua capacidade de atuação na economia em decorrência dos custos crescentes com o pagamento do serviço da dívida externa, que aumentava exponencialmente devido aos juros mais altos e à impossibilidade de sua rolagem (FILGUEIRAS, 2001).

A partir dos anos noventa, em virtude de um novo ciclo de liquidez internacional, o Brasil voltou a se integrar aos mercados financeiros mundiais - que voltaram a financiar os países periféricos, ampliando novamente a sua esfera de acumulação. No plano interno, essa articulação com o mercado financeiro internacional foi viabilizada pela implementação de políticas de estabilização macroeconômicas ortodoxas e por uma série de reformas estruturais liberalizantes baseadas no receituário do Consenso de Washington que traduziram o domínio do neoliberalismo no plano ideológico e trouxeram conseqüências imediatas ao padrão de financiamento e ao funcionamento da economia brasileira (FILGUEIRAS, 2000).

A implicação central dessa nova orientação foi a perda de autonomia das políticas macroeconômicas nacionais. A partir do momento em que se opta pela liberalização financeira, é necessário garantir a estabilidade monetária e a livre mobilidade de capitais, o que implica a subordinação da política macroeconômica aos fluxos internacionais de capitais (PLIHON, 1998). Ou seja, deve-se estabelecer, via manipulação das taxas de câmbio e de juros, uma estratégia que possibilite ao país se integrar ao circuito financeiro mundial, criando condições para que o capital possa entrar e sair do país no momento em que lhe convir.

Diante da ordenação do sistema monetário internacional, sob as características da globalização financeira, a regra de formação das taxas de juros internas acaba sendo determinada de fora para dentro, a partir da hierarquização do sistema. O núcleo do sistema, formado pela moeda reserva (o dólar), define a taxa básica de juros – a menor de todas, "pois remunera um investimento que é feito na moeda mais forte do sistema e que é vista como a mais segura pelos detentores do capital" (CARNEIRO, 2002, p.231). A partir do núcleo do sistema vão se formando as demais taxas de juros da economia (primeiro a dos países centrais, de moeda conversível, e depois a dos países periféricos, de moeda não conversível, como o real, por exemplo), cada vez maiores em decorrência da fragilidade crescente das moedas e pela exigência por parte dos proprietários de capitais por um maior prêmio de risco - em virtude de estarem investindo em moedas menos seguras[3]. Dessa forma,

> [...] dada a livre mobilidade dos capitais, não há possibilidade de os países periféricos participantes do sistema não aceitarem essa regra de formação das taxas de juros, porque na hipótese de fixarem taxas de juros internas abaixo da taxa estabelecida pelo mercado, não só deixariam de receber capitais como provocariam uma fuga de capitais locais. Ou seja, a autonomia da política econômica doméstica, entendida como a capacidade de determinar as taxas de juros, é restrita quando comparada à dos países do centro do sistema (CARNEIRO, op. cit., p.232).

[3] Dada essa hierarquização do sistema monetário internacional, pode-se perceber que existe uma grande dependência dos países periféricos em relação ao ambiente macroeconômico dos Estados Unidos, uma vez que a variação da taxa de juros norte-americana (o preço da moeda-núcleo do sistema) influi decisivamente na direção e intensidade dos fluxos de capital (CARNEIRO, op. cit.).

Admitindo-se a validade dessa regra de formação das taxas de juros nos países de moeda não-conversíveis, percebe-se que a taxa de juros brasileira é determinada exogenamente, sofrendo uma influência relevante do movimento internacional dos capitais[4]. Enfim, a manutenção de um patamar elevado da taxa de juros é um aspecto estrutural da economia brasileira; é o preço que deve ser pago para o usufruto dos capitais financeiros estrangeiros.

Esse patamar estrutural elevado da taxa de juros brasileira traz uma série de conseqüências negativas para o crescimento econômico do país. A principal delas é a redução dos investimentos produtivos. Como a taxa de juros acaba se sobrepondo, na maioria dos casos, à taxa de retorno do capital (a eficiência marginal do capital de Keynes), os agentes econômicos se tornam mais propensos a aplicar seus recursos no mercado financeiro, que oferece alternativas com maior rentabilidade, menor risco e liquidez mais elevada, do que em investimentos que criem capacidade produtiva e estimulem o crescimento econômico do país. O resultado disso é a supremacia do capital financeiro sobre o produtivo, com o privilégio da rentabilidade de curto prazo sobre o investimento de longo prazo (PLIHON, op. cit.). Ou seja, a prevalência dos ativos financeiros sobre os produtivos acaba impedindo uma maior acumulação do capital, e conseqüente desenvolvimento produtivo, na medida em que eles requerem para si uma parte considerável do excedente[5] criado na produção, impedindo a formação de nova capacidade produtiva[6] (GUTTMANN, 1998). As próprias decisões estratégicas das grandes corporações acabam se modificando, sofrendo uma influência cada vez maior de seus departamentos financeiros. De um lado, essas corporações tendem a aplicar seus excedentes no mercado financeiro em detrimento da modernização/ampliação de capacidade produtiva; de outro, aquisições, fusões e incorporações acabam se tornando estratégias dominantes dessas corporações (SERFATI, 1998; BELLUZZO, 1997).

Do ponto de vista do orçamento público, essa vulnerabilidade externa vai se traduzir na fragilidade financeira do Estado. Taxas de juros elevadas vão, cada vez mais, comprometendo uma parcela crescente do orçamento público para o pagamento do serviço das dívidas interna e externa. Internamente, o Estado vai perdendo sua capacidade de estimular a demanda agregada através de gastos públicos, já que há uma forte restrição na utilização de políticas fiscais expansionistas, dado que a arrecadação do governo deve ser usada prioritariamente para o pagamento de juros (via consecução de superávits fiscais primários). Externamente, essa situação vai deteriorando as condições do balanço de pagamentos na medida em que a necessidade do pagamento de juros

[4] De acordo com Carneiro (1999, p.67), "[...] não existe nenhuma razão externa aos mercados financeiros, ou pertencente ao mundo real, responsável pela determinação das taxas de juros".
[5] Numa visão marxista, os juros se apropriam de uma parte cada maior da mais-valia total gerada no processo de produção.
[6] Esse tipo de visão ajuda a explicar o por quê das baixas taxas de crescimento econômico verificadas nas economias latino-americanas desde a década de 1990.

resulta num déficit estrutural e crescente na balança de serviços, o que causa restrições externas mais acentuadas e maior dependência de fluxos de capitais de curto prazo[7].

Desse modo, ao considerar que o sistema monetário-financeiro internacional é, de fato, hierarquizado, admite-se que "os países periféricos, num contexto internacional globalizado, têm a autonomia de suas políticas econômicas reduzida, independentemente do regime cambial que adotem" (CARNEIRO, 2003). Mesmo sob regime de câmbio flexível, pressões sobre a moeda fazem com que a taxa de juros se eleve para evitar saídas excessivas de capitais e proteger, conseqüentemente, o nível de preços interno. Na realidade, é a política monetária que acaba protegendo as flutuações do câmbio[8].

Portanto, diante desse cenário estrutural, percebe-se por que as economias periféricas, a partir de seu pecado original (não-conversibilidade de suas moedas nacionais), estão completamente expostas ao risco sistêmico típico da atual fase do modo de produção capitalista[9]. Essa questão se torna ainda mais dramática, caso se admita, como parece acontecer na realidade, que os fluxos internacionais de capitais se movimentam de acordo com uma lógica própria, independentemente dos "fundamentos econômicos" dos Estados Nacionais. Ou seja, todo e qualquer esforço dos países em se adequar às necessidades do capital financeiro pode ser frustrado, em razão de mudanças de percepção, ou pura motivação especulativa, dos principais agentes econômicos internacionais.

3- Fundos de Pensão e Dinâmica Macroeconômica

Os fundos de pensão, ao lado dos fundos mútuos e das companhias de seguro, se enquadram dentro da definição de investidores institucionais. Esses investidores fazem o gerenciamento profissional de pequenas poupanças individuais, concentrando-as e centralizando-as, como em nenhum período histórico anterior, dentro de grandes grupos financeiros, que acabam se tornando responsáveis pelo manejo de um gigantesco volume de capital[10]. São essas instituições que dominam os mercados financeiros e personificam a atual etapa de desenvolvimento do capitalismo. Segundo Plihon (1998, p.125), "os gerentes desses fundos de investimento são, sem dúvida, hoje, os agentes mais poderosos do planeta".

As medidas de liberalização e desregulamentação financeira, postas em prática no final da década de 1970 pelos governos liberais dos países da OCDE, vieram beneficiar, além deles próprios, um segundo grupo de agentes econômicos: os fundos mútuos de investimento e os *fundos de pensão*. De acordo com Chesnais (1998, p.28), "foram esses fundos que mais diretamente se

[7] Essa dependência pode ser maior ou menor dependendo da capacidade do país em obter saldos comerciais favoráveis.
[8] Ver, em Carneiro (2003), a demonstração da inadequação de ambos os regimes cambiais para os países periféricos num contexto de globalização financeira (livre mobilidade dos capitais).
[9] Convém lembrar que essa condição não impede a obtenção de taxas de crescimento econômico significativas em anos isolados, como ocorreu no Brasil em 2000 e 2004.
[10] Vale lembrar que quanto maior o grau de centralização e de concentração do capital financeiro, maior será sua capacidade de apropriação de excedente econômico.

beneficiaram das reformas constituintes da mundialização financeira e da adoção de financiamento dos déficits orçamentários dos países da OCDE mediante colocação de títulos nos mercados financeiros".

Esses fundos são os principais compradores desses títulos, sendo os grandes responsáveis, mediante práticas muitas vezes com fins meramente especulativos, pela grande mobilidade e volatilidade dos capitais nos mercados financeiros; afinal, como qualquer outra instituição que atue nesse mercado, têm como finalidade precípua a realização de lucros financeiros.

> Essas instituições buscam rendimentos financeiros que sejam, ao mesmo tempo, elevados e com liquidez a curto prazo. Colocam-se exclusivamente numa lógica de investimentos de carteira. Seus critérios são os do capital monetário mais parasitário, cujas exigências fazem recair com força sobre as companhias industrias [...] (CHESNAIS, 1996, p.277).

E mais,

> os gestores dos fundos buscam a maior rentabilidade, mas também o máximo de mobilidade e flexibilidade, e não reconhecem nenhuma obrigação além dessa de fazer render os seus fundos; as conseqüências de suas operações sobre a acumulação e o nível de emprego 'não são problema deles' (CHESNAIS, 0p. cit., p.293).

Enfim, o único comprometimento dos fundos de pensão é com a valorização de seus ativos. Engana-se quem acredita que esses fundos têm algum compromisso com o financiamento de investimentos produtivos. Enquanto instituições dominantes do mercado financeiro, eles são reflexo das características mais gerais da atual configuração do sistema capitalista. Ou seja, ao funcionarem sob uma lógica especulativa e de curto prazo, tornam-se fontes potenciais de desestabilização[11].

A lógica mais geral de funcionamento dos fundos de pensão revela uma dupla natureza:

> Por um lado, constituem o resultado acumulado de contribuições sobre salários e benefícios, e sua finalidade declarada é garantir a esses assalariados, quando se aposentarem, uma pensão regular e estável. São, portanto, formas institucionais de centralização de poupança, muitas vezes nascidas de regimes empresariais privados, obrigatórios, tendo como fonte inicial rendimentos salariais (em sentido amplo). Por outro lado, a partir do momento em que a poupança acumulada ultrapassa certo limite, os fundos passam a figurar entre as instituições financeiras não-bancárias, tendo a função de fazer frutificar um montante elevado de capital monetário, preservando a liquidez e a máxima rentabilidade deste. Com isso, muda a natureza econômica dos fundos, e já não se pode escamotear o alcance e as conseqüências dessa mudança. Os fundos deixam de ser a expressão de uma poupança modesta [...], e passam a ser instituições centrais do capital financeiro [...] (CHESNAIS, 1998, p.28-29).

Essa análise do funcionamento dos fundos de pensão empreendida por Chesnais, ao revelar a sua dupla natureza e real significado, compreendendo-os em sua totalidade, é extremamente pertinente, evidenciando aquilo que essas instituições representam em sua essência e revelando por

[11] Segundo Farnetti (1998), as crises financeiras no sistema capitalista, a partir da década de 1990, guardam relações explícitas com o crescimento dos investidores institucionais.

que elas, ao se tornarem os principais agentes da globalização financeira, operam sob uma lógica especulativa.

No caso do Brasil, em particular, como as taxas de juros são sempre superiores, quando comparadas às demais taxas de rentabilidade existentes nos diversos setores da economia, os fundos de pensão aplicam seus recursos, majoritariamente, no mercado financeiro. Este, além de proporcionar uma maior rentabilidade, permite também uma maior liquidez.

Nesse ambiente, os fundos de pensão – que são instituições financeiras que têm por finalidade primária prover adequadamente a aposentadoria dos seus participantes, através da valorização dos ativos sob sua responsabilidade – devem, independentemente de outras questões, aplicar seus recursos sempre naqueles investimentos que proporcionem uma maior taxa de rentabilidade, mesmo que isso implique um claro privilégio às aplicações financeiras em detrimento de investimentos que criem capacidade produtiva. Conforme Rabelo (2001, p.107),

> fundos de pensão, abertos ou fechados, destinam-se a prover renda de aposentadoria a seus participantes e, portanto, seus investimentos devem ser feitos unicamente no interesse do participante. [...] como gestor de fundo de pensão, não posso me permitir sacrificar retorno dos investimentos em nome de supostos efeitos sociais.

Ou seja,

> a rentabilidade é condição *sine qua non* para que o fundo funcione e possamos participar do projeto... Não podemos ser obrigados a investir em determinados títulos, em determinados setores, porque o país entende que deve ser assim, ou porque o governo acredita que essa é a melhor política (LUSTOSA, 2001, p.125-126).

É, no mínimo, ingenuidade supor que os fundos de pensão teriam algum tipo de função social; a despeito do significativo montante de recursos a seu dispor, não têm estímulos a investir em capacidade produtiva[12], dada as elevadas taxas de juros praticadas no Brasil. Portanto, deve-se esperar uma preponderância das aplicações dos fundos de pensão em ativos financeiros, principalmente em títulos públicos, que pagam juros relativamente elevados quando comparados com as rentabilidades de outros ativos.

4- Fundos de Pensão Brasileiros

4.1- Estrutura Institucional e Regulamentação

A idéia básica de um sistema de previdência complementar é prover uma renda de aposentadoria adicional àquela oferecida pela previdência social pública[13]. Como o regime oficial

[12] Quando se fala em investimentos produtivos ou criação de capacidade produtiva está-se referindo a investimentos que estimulem setores importantes da economia ou financiem investimentos em infra-estrutura, ou seja, que proporcionem benefícios colaterais para a sociedade em termos de geração de empregos. Evidentemente, investimentos em títulos públicos, ou que se restrinjam à valorização dos ativos na esfera financeira, sem contrapartida direta no sistema produtivo do país, não são considerados como algo que traga benefícios diretos para a sociedade, como geração de empregos, se restringindo a realimentar e expandir o domínio da esfera financeira sobre a produtiva.

[13] O sistema de previdência complementar, em seu segmento fechado, referia-se apenas aos usuários do Regime Geral. Após a reforma previdenciária do governo Lula, regulamentada pela Emenda Constitucional nº 41/2003, que instituiu

oferece um teto máximo de benefícios, o sistema complementar seria responsável por prover à população em geral (aquela que quiser e puder[14]) uma renda adicional.

No Brasil, o Regime de Previdência Complementar é constituído por dois segmentos: o tipo aberto – oferecido por bancos e seguradoras ao público em geral como mais um tipo de opção de aplicação financeira (captam dinheiro do público interessado e oferecem, em troca, planos de capitalização), com fins lucrativos; e o tipo fechado – constituído por empresas públicas ou privadas (patrocinadores) ou entidades associativas (instituidores[15]) que instituem previdência complementar exclusivamente para seus funcionários ou associados, sem fins lucrativos.

As instituições que operam no segmento fechado da previdência complementar recebem a denominação de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), popularmente conhecidas como *fundos de pensão*. Os fundos de pensão começaram a existir oficialmente em 1977 com a edição da Lei 6.435, que instituiu os mecanismos de funcionamento da previdência complementar no Brasil – essa lei foi revogada através da lei complementar nº 109/2001 que, junto com a lei complementar nº 108/2001, regula a previdência complementar no Brasil.

A gestão do sistema de previdência complementar tem caráter exclusivamente privado, mesmo no caso dos fundos de pensão vinculados a empresas estatais. Os fundos de pensão são entidades de direito privado e dissociados da figura do patrocinador. A administração dos seus recursos financeiros pode ser feita internamente ou externamente, através de uma gestão terceirizada, normalmente a cargo de bancos privados ou fundos de investimento. No caso do Brasil, dos 366 fundos existentes (dados da SPC de novembro de 2004), 184 possuem administração dos recursos financeiros externa, 88 interna e 79 uma gestão mista (os outros 15 ainda não iniciaram oficialmente suas atividades).

Assim, observa-se que 72% dos fundos de pensão brasileiros possuem algum tipo de administração externa (50% exclusivamente). Como afirmado anteriormente, essa administração muitas vezes está a cargo de bancos especializados em gestão financeira. Ou seja, os fundos de pensão são entidades completamente profissionais, geridas por administradores especializados que, muitas vezes, têm seus ganhos vinculados à rentabilidade dos ativos do fundo e estão passíveis de

---

um teto de benefícios também para os futuros servidores públicos, ele pode passar a absorver trabalhadores dos Regimes Próprios.

[14] O número de pessoas que utiliza o segmento fechado da previdência complementar reflete bem a concentração de renda existente no Brasil. Como, por definição, somente aqueles que têm uma renda mensal superior ao teto dos benefícios previdenciários, atualmente em R$ 2.508,72, podem participar desse segmento, compreende-se por que tão poucas pessoas estão inseridas nesse sistema. De acordo com a SPC (dados de 28 de janeiro de 2005), o total de pessoas no regime fechado – entre participantes, assistidos e pensionistas – é de 2.388.646, um pouco mais de 1% da população brasileira.

[15] A figura do instituidor surgiu apenas em 2001, através da Lei Complementar nº 109. Segundo a SPC, até 28 de janeiro de 2005, existia apenas um fundo de pensão mantido por meio de instituidor, com 489 participantes (outros 5 estão em processo de formação, sem ainda terem iniciado suas atividades).

responder processos civis por má gestão dos recursos[16]. Ademais, normalmente os fundos de pensão têm a obrigação contratual de alcançarem uma taxa de rentabilidade real mínima, usualmente estabelecida em 6% – esse percentual corresponde à necessidade de equilíbrio atuarial a que os fundos estão sujeitos, ou seja, a geração de recursos suficientes para, pelo menos, equiparar as despesas e demais desembolsos futuros. Portanto, a possibilidade de ingerência política sobre os fundos é muito restrita, mesmo naqueles em que os seus principais dirigentes são diretamente ligados a partidos políticos. Como a gestão é profissionalizada, e existem sanções contra a prática da má-gestão, os fundos de pensão irão buscar sempre a melhor alternativa de risco-retorno, independentemente das eventuais conseqüências sobre o crescimento econômico do país.

A previdência complementar, inclusive os fundos de pensão, funciona num regime de capitalização. Os trabalhadores ativos contribuem para um determinado fundo que vai se acumulando e crescendo por meio de investimentos durante a vida laboral de cada pessoa até o momento da sua inatividade, quando o montante acumulado passa a retornar ao contribuinte individual em forma de benefícios previdenciários.

Por causa dessa capacidade de acumulação por um período de tempo relativamente longo (durante todo o período de atividade do trabalhador – entre 30 e 40 anos), os fundos de pensão, exatamente por operarem num sistema de capitalização, são vistos como um importante instrumento de formação de poupança interna capaz de ajudar no financiamento de longo prazo das economias nacionais. Como afirmam Pereira, Miranda e Silva (1999, p.124), "[...] a institucionalização da poupança decorrente de um sistema de capitalização poderia facilitar o relacionamento com setores desejosos de recursos para investimento, o que contribuiria, assim, para a dinamização do crescimento brasileiro".

Todavia, Barr (2001) elenca uma série de mitos vinculados ao melhor arranjo dos sistemas previdenciários, dos quais a maioria se refere à pretensa superioridade dos regimes de capitalização em relação aos de repartição simples[17]. Dentre esses mitos está aquele que estabelece que há um vínculo direto entre capitalização e crescimento, justamente por essa capacidade de formação de poupança interna. Ele afirma que não há nenhuma evidência empírica que comprove que um sistema de capitalização aumente a poupança de algum país – segundo ele, em geral, há apenas um deslocamento de poupança, daquela voluntária em direção aos fundos de pensão. Para ele, mesmo que haja um aumento da poupança doméstica, nada garante que ela financie, efetivamente, um novo investimento. Essa idéia, de origem keynesiana, está baseada na concepção de que poupança e investimento têm determinantes distintos (a poupança é função da propensão marginal a consumir e

[16] Há quem defenda a possibilidade de aplicação de processo criminal aos administradores dos fundos de pensão (LUSTOSA, 2001).

[17] Izerrougene (2003) faz uma análise bastante relevante a esse respeito, chegando à conclusão, após examinar diversas questões relativas a ambos os regimes de financiamento dos benefícios previdenciários, de que o sistema de capitalização não implica, necessariamente, em vantagens superiores às do sistema de repartição.

o investimento se explica pela eficiência marginal do capital e pela taxa de juros). Nessa perspectiva, para que o investimento se concretize, não é necessária a existência de um fundo de poupança *ex-ante*, mas sim a disponibilidade de crédito[18]. A existência de poupança só gerará um novo investimento caso a eficiência marginal do capital (expectativa dos investidores quanto à rentabilidade de seus projetos) seja superior à taxa de juros, caso contrário, a poupança será revertida em aplicações no mercado financeiro, que não implicam, necessariamente, em incremento de investimento físico (criação de capacidade produtiva).

Até mesmo autores que advogam em favor dos supostos benefícios dos sistemas de capitalização sobre o crescimento econômico admitem que não existe evidência empírica que ajude a comprovar essa hipótese. Enquanto James (2001) coloca que é muito difícil quantificar e comprovar essa relação, pela dificuldade de construção de modelos que incorporem todas as interações dinâmicas e complexas existentes, Cândido Júnior (1999, p.20) chega a afirmar, ao referir-se aos benefícios da expansão do regime de capitalização sobre a formação de poupança doméstica, que "os testes empíricos realizados mostram-se inconclusivos".

Outro aspecto institucional que deve ser tratado se refere à relação existente entre benefício e contribuição. Nesse sentido, existem duas alternativas: benefício definido e contribuição definida. Nos planos de benefício definido, o valor dos benefícios previdenciários mensais a serem recebidos pelos participantes já está previamente definido. No caso dos planos de contribuição definida, o que é estabelecido *a priori* é o valor da contribuição, sendo os benefícios definidos apenas no momento da aposentadoria. Planos dessa natureza são consensualmente admitidos como planos que introduzem riscos adicionais e individualizados nos sistemas previdenciários. Um deles é o risco de investimento, que faz com que os benefícios dependam, em última instância, da rentabilidade dos investimentos realizados. Duas pessoas com salários e histórico de contribuições iguais podem acabar com aposentadorias bastante diferentes, já que o resultado final é incerto, dependendo da rentabilidade dos ativos investidos. O mais grave de tudo, porém, é que o participante do plano assume todo o risco sozinho. Qualquer eventual má gestão de planos desse tipo – o chamado risco de gerenciamento –, ao alocar recursos em investimentos que podem não ter o retorno financeiro esperado, pode acarretar em perdas exclusivamente ao participante, que certamente terá o valor de seus benefícios previdenciários reduzidos (BARR, 2001; JAMES; BROOKS, 2001; JAMES, 2001).

A maioria dos participantes dos fundos de pensão brasileiros está inserida em planos de benefício definido. No entanto, essa situação tende a se modificar; todos os novos planos que estão sendo abertos pelos fundos de pensão brasileiros são da modalidade de contribuição definida. Mais que isso, existe até mesmo brigas judiciais entre antigos participantes e fundos de pensão, diante da

[18] Na teoria de Keynes, a igualdade entre poupança e investimento se dá *ex-post*, sendo função da variação do nível de renda, e não da taxa de juros.

tentativa dos fundos em impor compulsoriamente a transferência dos planos de benefício definido para os de contribuição definida. Ademais, os fundos de pensão que vierem a ser instituídos para os servidores públicos e aqueles advindos de entidades associativas só poderão oferecer planos de contribuição definida. Portanto, percebe-se uma clara tendência em direção à individualização dos riscos da previdência complementar, na tentativa de tirar a responsabilidade dos fundos por eventuais resultados abaixo do contratado. Quando o plano funciona na modalidade de benefício definido é o patrocinador que deve arcar com os custos adicionais derivados do não-alcance da rentabilidade esperada. Nos planos de contribuição definida quem arca com esses custos são os participantes, na forma de menores benefícios.

As possibilidades de aplicação dos recursos acumulados pelos fundos de pensão são devidamente regulamentadas. A consolidação das normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefício dos fundos de pensão é dada pela resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.121, de 25 de setembro de 2003. Os recursos garantidores dos benefícios previdenciários contratados juntos ao fundo devem atender a condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez. Para tanto, eles podem ser alocados em quatro segmentos de aplicação, discriminados abaixo com as respectivas proporções, quais sejam:

- **Renda fixa (100%):** Títulos Públicos (100%) e Outras aplicações (80%)
- **Renda variável** (50%): Carteira de ações em mercado (50%), Carteira de participações - fundos de investimento (20%) e Carteira de renda variável – outros ativos (3%)
- **Imóveis:** até 2005 (14%), até 2008 (11%) e a partir de 2009 (8%)
- **Empréstimos e financiamentos (15%):** Carteira de empréstimos a participantes e assistidos (15%) e Carteira de financiamentos imobiliários a participantes e assistidos (10%)

Percebe-se, portanto, que os próprios limites legais impostos não incentivam a aplicação em investimentos que possam trazer algum tipo de conseqüência positiva para o crescimento econômico. Aquelas aplicações realmente incentivadas, como não poderia deixar de ser dentro do objetivo geral dos fundos de pensão, são aquelas referentes ao segmento de renda fixa, que não geram quase nenhum efeito sobre o crescimento do país.

4.2- Desempenho

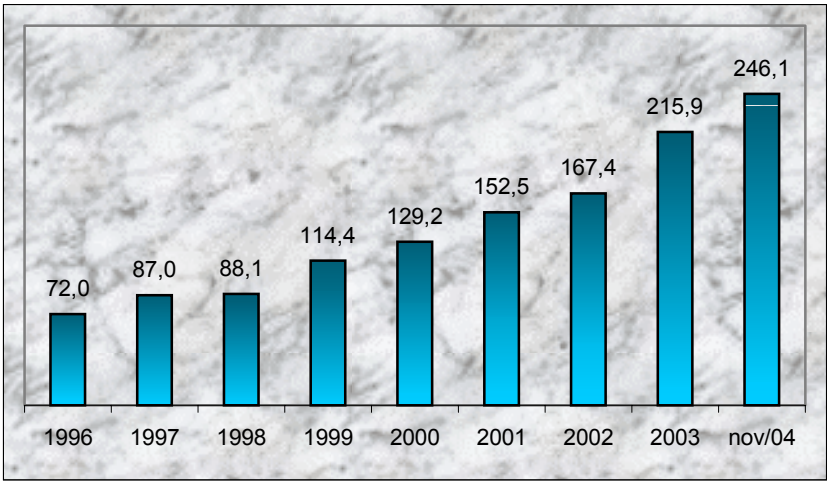
Os fundos de pensão brasileiros vêm apresentando um crescimento significativo nos últimos anos em termos de aumento dos seus ativos de investimento, já que, quantitativamente, a situação não mudou muito nos últimos dez anos – atualmente (dados da SPC de novembro de 2004) existem 366 fundos no Brasil, enquanto que em 1995 existiam 340. Isso demonstra que tem havido uma concentração cada vez maior dos fundos de pensão, uma vez que eles operam com economias de escala e têm custos administrativos relativamente elevados. Ou seja, quanto maior for a sua concentração, maior será sua eficiência. Como eles funcionam num sistema de capitalização, os

maiores fundos têm recursos acumulados mais elevados, o que implica numa maior capacidade de valorização de seus ativos. Isso explica porque os ativos de investimento dos fundos de pensão têm crescido tanto, mesmo sem o aumento significativo do número de fundos existentes no país.

O advento dos fundos de pensão é algo relativamente novo no país. Apesar de terem sido regulamentados em 1977, foi apenas com a elaboração das leis complementares nº 108 e 109 de 2001 que o marco regulatório-institucional do mercado de fundos de pensão começou a ser efetivamente desenhado. A tendência atual é de um crescimento ainda maior dado os incentivos que estão sendo colocados para a expansão da população passível de ser participante de algum fundo. Esses incentivos referem-se à criação, em 2001, da figura do instituidor, fundo de pensão criado a partir de vínculos de associações de classe (sindicatos, cooperativas, associações profissionais, classistas ou setoriais), e à definição de um teto de benefícios previdenciários para os servidores públicos através da reforma previdenciária de 2003, que implicará na absorção da classe média de servidores públicos (aquela empregada após a reforma) pelos fundos de pensão.

Os ativos de investimento[19] dos fundos de pensão, que eram de R$ 72,0 bilhões em 1996, chegaram ao patamar de R$ 246,1 bilhões em novembro de 2004 – um crescimento médio de 17% ao ano. Como se espera que esse ritmo de crescimento permaneça, entende-se porque os fundos de pensão são vistos como uma imensa fonte de recursos para o financiamento da economia brasileira.

Gráfico 1 – Evolução do ativo de investimento dos fundos de pensão (R$ BI – valores nominais)

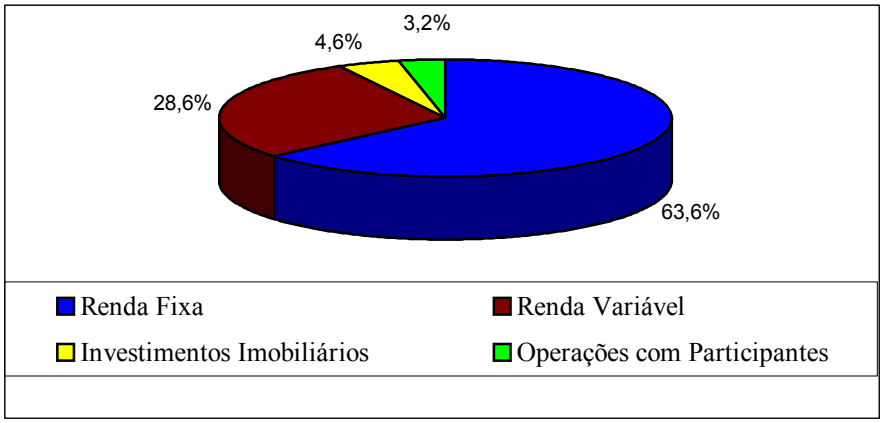


Fonte: SPC

Em novembro de 2004, os ativos de investimento dos fundos de pensão brasileiros tinham a seguinte composição:

Gráfico 2 – Composição do ativo de investimento dos fundos de pensão por segmento de aplicação

[19] Os ativos de investimento não correspondem aos ativos totais dos fundos de pensão. Enquanto os ativos totais se referem ao conjunto de bens e direitos dos fundos de pensão, os ativos de investimento correspondem às suas aplicações no mercado mobiliário e imobiliário, a fim de garantir o pagamento dos compromissos para com os participantes (são um pouco menores, porém mais relevantes para a análise de como são aplicados os recursos dos fundos de pensão).



Fonte: SPC

Para que esses ativos sejam canalizados para o setor produtivo, é preciso que a intermediação financeira atue nesse sentido. Contudo, como se percebe pela tabela 1, 63,5% dos recursos dos fundos de pensão (R$ 156,2 bilhões) estão aplicados em renda fixa – 12,6% do montante total dos recursos estão alocados diretamente em títulos públicos e 49,4% em aplicações em instituições financeiras. Como comentado anteriormente, os títulos públicos são utilizados pelo governo como forma de rolar – pagamento de juros, amortização e renovação – a dívida pública do país. Ou seja, são aplicações que não saem da esfera financeira, se reproduzindo e permanecendo nela, não sendo canalizadas para investimentos produtivos[20].

Tabela 1
Ativo de investimento dos fundos de pensão (em R$ mil)

Segmentos e Detalhamento das Aplicações de Investimentos	Patrocínio Público	Patrocínio Privado	Instituidor	Total	%
Renda Fixa	84.935.136,11	71.268.215,08	170,15	156.203.521,34	63,5%
Títulos de Resp. Gov. Fed.	25.130.269,44	5.984.952,83	-	31.115.222,27	12,6%
Títulos de Resp. Gov. Estaduais	15.767,68	52.538,27	-	68.305,95	0,0%
Títulos de Resp. Gov. Mun.	-	12.386,87	-	12.386,87	0,0%
Aplic. Em Inst. Financeiras	57.434.250,71	64.087.217,69	170,15	121.521.638,55	49,4%
Títulos de Empresas	2.250.282,21	1.076.682,76	-	3.326.964,97	1,4%
Investimentos Agrícolas	-	-	-	-	-
Outros Invest. De Renda Fixa	104.566,07	54.436,67	-	159.002,74	0,1%
Renda Variável	55.458.451,37	14.792.177,49	-	70.250.628,86	28,5%
Mercado de Ações	37.913.936,92	10.481.179,30	-	48.395.116,22	19,7%
Bolsa de Mercad. e de Futuros	105.422,44	427,23	-	105.849,67	0,0%
Mercado de Ouro	-	391,20	-	391,20	0,0%
Fundos de Investimentos	17.349.920,90	4.228.773,20	-	21.578.694,10	8,8%
Outros Invest. De Renda Var.	89.171,12	81.406,56	-	170.577,68	0,1%
Investimentos Imobiliários	7.891.191,25	3.346.116,78	-	11.237.308,03	4,6%
Terrenos	197.742,97	69.648,90	-	267.391,87	0,1%
Em construção	65.961,86	46.956,90	-	112.918,76	0,0%
Edificações	4.108.669,24	2.065.198,70	-	6.173.867,94	2,5%
Participações	2.615.697,90	826.118,63	-	3.441.816,53	1,4%
Direitos em Alien. Invest. Imob.	219.993,55	152.811,29	-	372.804,84	0,2%
Fundos de Invest. Imobiliários	675.489,78	170.775,04	-	846.264,82	0,3%
Outros Invest. Imobiliários	7.635,96	14.607,33	-	22.243,29	0,0%

[20] A compra de títulos públicos por parte dos fundos de pensão significa uma mera transferência de poder de compra dos indivíduos para o Estado, que o utiliza para financiar suas despesas.

Operações com Participantes	6.884.917,36	1.065.875,61	-	7.950.792,97	3,2%
Outros Realizáveis	455.389,26	48.584,86	-	503.974,12	0,2%
TOTAL	155.625.085,36	90.520.969,82	170,15	246.146.225,33	100,0%

Fonte: SPC

No caso das aplicações em instituições financeiras, uma grande parte é vinculada diretamente a títulos públicos. Ademais, os bancos, comerciais ou de investimento, nunca tiveram um papel relevante no financiamento de longo prazo da economia brasileira. O crédito bancário típico é de curto prazo e rotativo, já que os empréstimos retornam sob forma de novos depósitos (COSTA; DEOS, 2002).

Dos 36,5% das aplicações restantes, 3,2% se referem a operações com participantes, na forma de empréstimos pessoais (majoritários) e financiamentos imobiliários, que substituem operações que seriam efetuadas diretamente por bancos. É um tipo de aplicação que visa, sobretudo, uma melhoria de vida dos participantes dos fundos, oferecendo empréstimos e financiamentos a preços mais baratos que no mercado. Do ponto de vista do fundo, são aplicações com baixo risco, dado que os participantes são, de certa forma, seus credores.

Abatendo outros 0,2% relativos a outros realizáveis, restam 33,1% das aplicações dos fundos – cerca de R$ 81,5 bilhões – que podem, ainda que apenas de forma indireta, exercer alguma influência sobre o crescimento econômico do país. Os 4,6% dos recursos totais aplicados em investimentos imobiliários incentivam, num primeiro momento, a construção civil do país. É uma forma alternativa de financiar, principalmente, shoppings e prédios comerciais.

De outro lado, apenas 28,5% dos recursos dos fundos estão aplicados em renda variável, principalmente no mercado de ações e em fundos de investimentos. Dada a atual configuração do modo de produção capitalista, o financiamento das grandes empresas passou de um regime de endividamento bancário para um regime de fundos próprios, baseado, sobretudo, na emissão de debêntures e ações e na própria poupança das empresas (PLIHON, 1999). Independentemente do papel crescente da lógica acionária e da financeirização da gestão das empresas, e suas implicações negativas sobre a instabilidade financeira e sobre os assalariados[21], o fato é que o mercado de capitais ganha cada vez mais uma maior importância no financiamento das grandes empresas.

Em razão do mercado de capitais brasileiro ser extremamente pequeno e concentrado, com poucas empresas com ações negociadas na bolsa de valores, os fundos de pensão, mesmo desviando apenas uma pequena parcela de seus recursos para esse mercado, são um dos investidores mais importantes em ações. Apesar dessa situação se restringir a poucas empresas, não se pode negar que os ativos dos fundos de pensão estejam agindo, ainda que indiretamente, sobre o financiamento do setor produtivo.

[21] Ver Plihon (1999).

Contudo, um exame mais detalhado do funcionamento interno de um fundo de pensão pode ajudar a compreender melhor o objetivo principal desses fundos, ao mesmo tempo em que permite projetar algumas tendências sobre o comportamento futuro da atividade dos fundos de pensão brasileiros. Para tanto, com base no ranking dos maiores fundos brasileiros em termos de ativo de investimento[22], elaborado pela Secretaria de Previdência Complementar (dados de novembro de 2004), estudar-se-á mais detalhadamente os dois principais fundos do país: PREVI e PETROS.

4.3- Dois Casos Exemplares

4.3.1- PREVI[23]

A PREVI é um fundo de pensão que admite como participantes apenas os funcionários do Banco do Brasil e os empregados do seu quadro próprio. Começou suas atividades oficialmente em 1980, quando o seu estatuto foi elaborado. A entidade é o maior fundo de pensão da América Latina e o 77º do mundo em patrimônio (outubro de 2003). Tem 151.074 associados – entre participantes, aposentados e pensionistas – e administra um total de R$ 62,08 bilhões em ativos de investimento. Segundo o próprio estatuto do fundo, a missão da PREVI é "administrar planos de benefícios, com gerenciamento eficaz dos recursos aportados, buscando melhores soluções para assegurar os benefícios previdenciários, de forma a contribuir para a qualidade de vida dos participantes e de seus dependentes, visando atender suas expectativas e das patrocinadoras".

Por definição, a PREVI não é uma entidade que acumula um fundo para disponibiliza-lo para financiar projetos de interesse público. A aplicação de seus recursos está vinculada aos interesses dos participantes e deve ser pautada na relação risco-retorno das diversas aplicações existentes no mercado financeiro. Na tabela abaixo se pode verificar a composição do ativo de investimento da PREVI.

Tabela 2
Composição do ativo de investimento da PREVI

Segmento	3º trimestre/2004		3º trimestre/2003	
	R$ mil	Alocação (%)	R$ mil	Alocação (%)
Renda Fixa	20.067.283,66	32,32	15.106.486,42	30,08
Renda Variável	35.999.022,12	57,99	29.312.790,37	58,37
Investimentos Imobiliários	2.676.741,92	4,31	2.610.290,34	5,20
Operações com Participantes	3.338.444,06	5,38	3.187.513,65	6,35
TOTAL	**62.081.491,76**	**100,00**	**50.217.080,78**	**100,00**

Fonte: PREVI

[22] Essa relação mostra bem a concentração existente no mercado de fundos de pensão. Os 20 maiores fundos, dos 366 existentes, detêm 71,5% do total do ativo de investimento, sendo que os 4 maiores fundos (PREVI, PETROS, FUNCEF e Sistel) possuem quase metade do total.

[23] Os dados apresentados nessa seção referem-se a setembro de 2004, salvo exceções explicitadas.

O primeiro ponto a ser destacado é que 53,02% dos ativos da PREVI têm gestão terceirizada (limitada às carteiras de renda fixa e renda variável), que busca sempre a melhor alocação risco-retorno. O BB DTVM, subsidiária do Banco do Brasil, administra 98,3% dos recursos terceirizados.

O segundo ponto refere-se ao desenquadramento do fundo em relação à resolução CMN 3121, no que se refere a limites de aplicação e requisitos de diversificação. Dentre outros aspectos, a PREVI possui mais de 50% de seus recursos alocados em renda variável e possui uma série de participações em empresas que excedem o limite de 20% de seus respectivos capitais totais e/ ou o limite de 20% de seus respectivos capitais votantes. Nesse sentido, já foi apresentado à SPC pelo fundo, no final de 2003, um plano de enquadramento que propõe estratégias e cronogramas para o estabelecimento dos limites previstos pela resolução.

De forma mais detalhada, os investimentos da PREVI estavam assim distribuídos:

Tabela 3 - Relação dos investimentos da PREVI

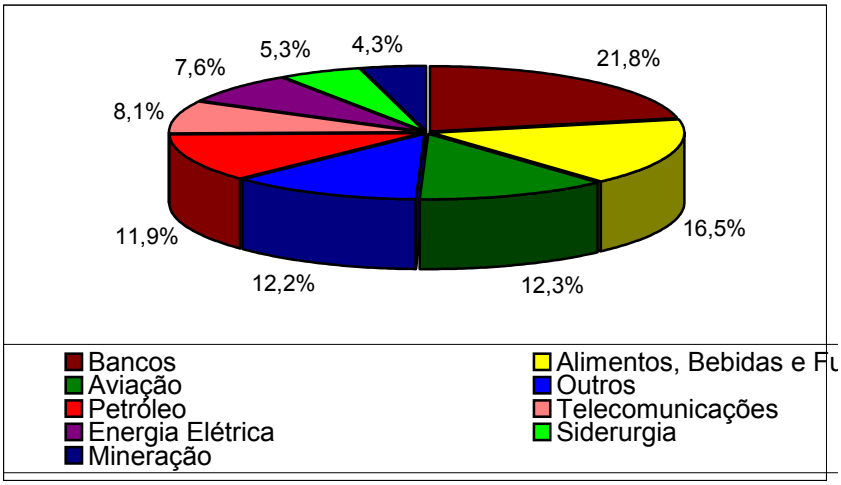
Discriminação	Valor (R$ milhões)	%
Investimentos Líquidos	62.081,5	100
Fundos de investimento (gestão terceirizada)	32.915,9	53,02
Fundo de investimento em empresas emergentes	4,5	0,01
Fundo de investimento imobiliário	56,5	0,09
Fundo de renda fixa	21.160,7	34,08
Demais fundos de renda variável	11.688,5	18,83
FIDC	5,6	0,01
Carteira própria	29.165,6	46,98
Disponível	3,8	0,01
Renda fixa - títulos públicos	38,7	0,06
Renda fixa - títulos privados	123,1	0,20
Renda fixa - a receber/ pagar	(3,9)	(0,01)
Renda variável (ações - recibos)	245,0	0,39
Renda variável (ações - à vista)	22.481,9	36,22
Renda variável - a receber/ pagar	318,3	0,51
Imóveis – industrial	35,6	0,06
Imóveis – comercial	1.342,3	2,16
Imóveis – shopping	679,6	1,09
Imóveis – hospital	74,2	0,12
Imóveis – hotel	469,8	0,76
Imóveis – residencial	7,1	0,01
Imóveis - a receber/ pagar	11,6	0,02
Empréstimos e financiamentos - imobiliário	3.084,8	4,97
Empréstimos e financiamentos - pessoal	1.012,6	0,41

Fonte: PREVI

Com relação à carteira de renda variável, comparando-se os dados da PREVI com os investimentos totais em renda variável realizado por todos os fundos de pensão, percebe-se que um pouco mais de 50%, do total de R$ 70,25 bilhões, provém da PREVI. Ou seja, além da participação relativa das aplicações em renda variável no total dos ativos de investimento dos fundos de pensão ser baixa (28,5%), os investimentos realizados nesse segmento se sustentam por causa da atuação da

PREVI, principalmente em virtude da sua participação no Programa Nacional de Desestatização, quando foi responsável por boa parte dos recursos utilizados na privatização das empresas estatais.

Gráfico 3 – Carteira de renda variável da PREVI – setores da economia (em dez/03)



Fonte: PREVI

Observando os setores da economia , em que se desdobram os investimentos em renda variável, percebe-se que 21,8% da carteira (dados do final de 2003) foram aplicados em ações de bancos, que, como mencionado anteriormente, têm um papel discutível no financiamento do desenvolvimento brasileiro (gráfico 3).

Detalhando um pouco mais a operação da PREVI, observa-se que o fundo possui dois planos de benefícios. O Plano de Benefícios 1, que funciona no modelo de benefício definido, foi fechado para novas adesões, estando vinculados a esse plano os funcionários que detinham a condição de associado da PREVI em 23 de dezembro de 1997. Em 12 de junho de 1998 foi aberto para adesões o plano PREVI Futuro, que combina modalidades de benefício definido – apenas para os casos de invalidez ou morte – e contribuição definida.

Dado que não existem mais adesões ao Plano 1, ele iniciou seu período de maturidade em outubro de 2003, ou seja, o número de aposentados e pensionistas do plano já é superior ao número de pessoas ativas, que se traduz na insuficiência das contribuições para cobrir as despesas previdenciárias. Dessa forma, cabe aos rendimentos das aplicações complementar os recursos necessários para o pagamento dos benefícios. Assim, há uma tendência, no longo prazo, da extinção desse plano.

O plano 2, PREVI Futuro, que deverá ser hegemônico no longo prazo, já conta com 24.697 participantes – 16,3% do total dos associados da PREVI. Como mencionado antes, no período de acumulação prevalece a modalidade de contribuição definida, que, diferentemente dos planos de benefício definido que atuam com uma meta atuarial de algum índice de preços acrescido de uma taxa de juros de 6%, possui como meta atuarial a maximização da rentabilidade dos ativos. Ou seja, como o risco recai exclusivamente sobre os participantes, o fundo deve trabalhar sempre com esse objetivo, no sentido de minimizar os riscos para não prejudicar o pagamento futuro dos benefícios.

Essa distinção de modalidade entre os dois planos se reflete na diferente forma de alocação de recursos do fundo, que se dá conforme a tabela 4:

Tabela 4 - Composição do ativo de investimento dos planos de benefícios da PREVI

Segmento	3º trimestre/2004		3º trimestre/2003	
	R$ mil	Alocação (%)	R$ mil	Alocação (%)
Plano 1	**61.854.268,15**	**100,00**	**50.089.247,25**	**100,00**
Renda Fixa	19.859.747,22	32,11	14.979.541,92	29,91
Renda Variável	35.999.022,12	58,20	29.312.790,37	58,52
Investimentos Imobiliários	2.676.741,92	4,33	2.610.290,34	5,21
Operações com Participantes	3.318.756,88	5,36	3.186.624,62	6,36
Plano PREVI Futuro	**227.223,61**	**100,00**	**127.833,53**	**100,00**
Renda Fixa	207.536,44	91,34	126.944,50	99,30
Renda Variável	0,00	0,00	0,00	0,00
Investimentos Imobiliários	0,00	0,00	0,00	0,00
Operações com Participantes	19.687.176,31	8.66	889,03	0,70
TOTAL	**62.081.491,76**		**50.217.080,78**	

Fonte: PREVI

Em suma, a PREVI, até o ano de 1997, tinha apenas um plano de benefícios para todos os funcionários do Banco do Brasil. Era um plano de benefício definido que procurava diversificar seus investimentos, com grande parte de suas aplicações sendo dirigida ao mercado de capitais com a aquisição de ações de diversas empresas, contribuindo para o seu financiamento. Contudo, no final de 1997, foi criado um novo plano – o PREVI Futuro – para os funcionários admitidos a partir de 23 de dezembro daquele ano no Banco do Brasil. A existência de gastos muito elevados com a administração do Plano 1, associada a constantes déficits técnicos nos exercícios, fez com que o Banco do Brasil revisse sua política previdenciária, uma vez que os eventuais déficits do Plano devem ser cobertos por ele, uma vez que se constitui no patrocinador do fundo.

A solução dentro do próprio Plano 1 está sendo aumentar sucessivamente os investimentos em renda fixa e diminuir aqueles destinados à renda variável. Ao mesmo tempo, aumenta-se o montante de recursos administrados em gestões terceirizadas, com o intuito de diminuir os gastos com administração.

Todavia, a solução mais fácil foi abrir um novo plano para os novos funcionários e aqueles que quisessem aderir a este último. Como é um plano de contribuição definida, não existe a possibilidade de déficit, acabando com os gastos que o Banco do Brasil vinha sendo obrigado a realizar para cobrir esses constantes déficits. Por outro lado, a gestão dos recursos é quase que totalmente terceirizada, principalmente pela subsidiária do próprio Banco do Brasil, a BB-DTVM, diminuindo consideravelmente os custos administrativos e aproximando o fundo de pensão cada vez mais das previdências complementares abertas administradas principalmente pelas instituições financeiras – onde o objetivo principal é a máxima rentabilidade. Ademais, e o mais importante, é a política de investimentos do Plano PREVI Futuro. Os recursos são aplicados quase que exclusivamente em renda fixa, sendo a pequena parcela do restante utilizada em operações com

participantes – exclusivamente empréstimos de curto prazo, já que financiamentos imobiliários são de longo prazo, podendo diminuir a rentabilidade do Plano. Nas palavras do próprio fundo,

> [...] os recursos do Plano PREVI Futuro estão alocados em sua quase totalidade em títulos públicos federais, objetivando minimizar a exposição das reservas do participante a riscos de mercado. Uma vez que o plano de contribuição definida não prevê solidariedade entre os participantes, no intuito de provê-los de segurança, a PREVI decidiu preliminarmente ouvi-los. Assim, a introdução de ativos de renda variável no portfólio do plano PREVI Futuro dependerá do apetite individual por ativos de risco (PREVI, 2005).

Portanto, cada vez mais, como tendência, a PREVI vem utilizando seus recursos para financiar o Governo – através do investimento em renda fixa – e diminuindo paulatinamente sua participação no mercado acionário. Ou seja, a tendência da PREVI é investir única e exclusivamente em papéis do Governo Federal – risco mínimo com elevada rentabilidade.

4.3.2- PETROS[24]

A PETROS – Fundação Petrobrás de Seguridade Social – foi instituída em 25 de abril de 1969, tendo iniciado suas atividades em 1970. É uma entidade sem fins lucrativos que tem como finalidade principal conceder benefícios previdenciários complementares aos trabalhadores das empresas patrocinadoras da Fundação. A suma missão é "oferecer produtos e serviços, com foco em seguridade, adequados às expectativas de seus participantes e patrocinadoras, geridos com eficácia e transparência", tendo a visão de futuro de "ser uma gestora de produtos de seguridade reconhecida pela sociedade como líder no mercado por sua competência e eficácia" (PETROS, 2005). Percebe-se, portanto, o seu caráter privado, que, como qualquer outra empresa, busca a liderança no mercado em que opera através da consecução dos melhores resultados.

A PETROS possui um total de 91.389 participantes – sendo 38.678 ativos e 52.711 inativos ou pensionistas – administrando um patrimônio de R$ 23,2 bilhões, sendo R$ 22,5 bilhões de ativos de investimento (o segundo maior fundo de pensão em patrimônio do Brasil). Diferentemente da PREVI, a PETROS é um fundo de pensão multipatrocinado, ou seja, qualquer pessoa jurídica de qualquer ramo pode se associar a ela para fornecer um plano de aposentadoria complementar a seus funcionários. Inicialmente criada para administrar o fundo de pensão dos funcionários do sistema Petrobrás, a PETROS hoje desenvolve, implanta e administra planos de previdência complementar para empresas e associações de classe, sindicatos e cooperativas de diversos tipos e tamanhos, constituindo planos que atendam aos interesses de seus clientes. A possibilidade do multipatrocínio foi introduzida em 1994, diante da necessidade de preservar as subsidiárias e coligadas da Petrobrás como patrocinadoras após suas respectivas privatizações.

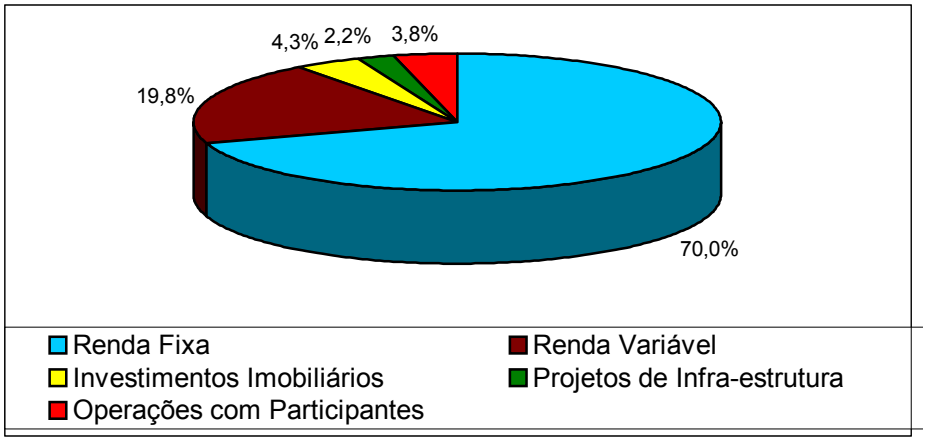
Por causa do seu caráter de multipatrocinador, a PETROS administra uma série de planos de benefício. O principal deles é o Plano PETROS, que abrange cerca de 95% dos participantes do

[24] Os dados dessa seção referem-se a agosto de 2004, salvo exceções explicitadas.

fundo – no final de 2003 eram 36.302 ativos e 52.447 assistidos, ou seja, é um plano que já se encontra na maturidade, sendo as contribuições insuficientes para cobrir o pagamento com benefícios previdenciários. Ele é o único plano que funciona na modalidade de benefício definido, sendo patrocinado pela própria PETROS e pelo conjunto de 12 empresas que compunham o sistema Petrobrás. No entanto, o Plano PETROS, tal qual o Plano 1 da PREVI, fechou para novas adesões em agosto de 2002. Atualmente, a PETROS não abre mais planos na modalidade de benefício definido. Todos os novos planos - assim como todos os outros planos que administra atualmente - deverão ser de contribuição definida, ou misto – benefício definido apenas para os casos de invalidez ou morte do participante. No final de 2003, além do Plano PETROS – que legalmente possui um estatuto próprio para cada patrocinador individual – a PETROS administrava nove planos de benefícios patrocinados por doze empresas distintas, sendo cinco na modalidade de contribuição definida e quatro mistos.

Em agosto de 2004, a carteira de investimento da PETROS estava composta da seguinte maneira (total dos ativos de investimento do fundo, independentemente dos planos específicos):

Gráfico 4 – Composição da carteira de investimentos da PETROS (%)



Fonte: PETROS

Tabela 5
Composição da carteira de investimentos da PETROS

Segmentos	R$ mil	%
Renda Fixa	15.727.033	69,95%
Títulos Públicos	11.007.540	48,96%
Títulos Privados	452.432	2,01%
Fundos de Inv. em Direitos Creditórios	53.185	0,24%
Fundos de Investimentos Financeiros - FIF	4.213.846	18,74%
Renda Variável	4.445.065	19,77%
Carteira Permanente	1.547.049	6,88%
Fundos de Small Caps	280.536	1,25%
Carteira de Giro	2.617.480	11,64%
Investimentos Imobiliários	961.033	4,27%
Imóveis	798.762	3,55%
Fundos de Investimentos Imobiliários	162.271	0,72%
Projetos de Infra-estrutura	492.096	2,19%
Operações com Participantes	856.567	3,81%
TOTAL	**22.481.794**	**100,00%**

Fonte: PETROS

Abaixo, os projetos de infra-estrutura que têm, ou poderão ter, participação da PETROS:

Quadro 1 – Carteira de projetos de infra-estrutura da PETROS

Empreendimento	Valor (em R$ milhões)	Situação
Campo de Marlim (RJ)	19	Investimento já realizado
Campo de Albacoroa (RJ)	345	Investimento já realizado
Novamarlim (RJ)	63	Investimento já realizado
Termelétrica Termobahia (BA)	65	Investimento já realizado
Termelétrica Piratininga (SP)	108	Em análise/acompanhamento
Termelétrica Ibirité (MG)	81	Em análise/acompanhamento
Termelétrica Canoas (RS)	55	Em análise/acompanhamento
Fab. Prop. Aerossol (RJ)	21	Em análise/acompanhamento
Fundo de Óleo e Gás (BNDESPar)	1	Investimento em andamento
TOTAL PREVISTO	**758**	

Fonte: PETROS

No setor imobiliário são R$ 799 milhões aplicados: em prédios (59,2%) e shoppings (20,6%). Com relação à carteira de ações do fundo, são R$ 3,1 bilhões diretamente investidos em ações, sendo que 57,1% desse valor estão investidos em papéis das dez empresas listadas abaixo:

Quadro 2 – Carteira de ações da PETROS – principais empresas investidas

Empresa	R$ mil	% da carteira de ações
Petrobras	495.030	15,87
Tele Norte Leste	200.958	6,44
Perdigão	196.179	6,29
Vale	194.367	6,23
Usiminas	151.203	4,85
Metalúrgica Gerdau	129.180	4,14
Bradesco	116.177	3,72
Itaubanco	108.876	3,49
CSN	103.310	3,31
Caemi Metalúrgica	86.884	2,78

Fonte: PETROS

Enfim, assim como a PREVI, a PETROS segue o mesmo caminho que todos os fundos de pensão. Como as patrocinadoras têm que cobrir eventuais déficits registrados no exercício, e esses déficits vêm aparecendo sucessivamente, os fundos de pensão passaram a abrir planos somente de contribuição definida. A aposentadoria de seus participantes está completamente à mercê dos rendimentos auferidos no mercado financeiro, sem qualquer tipo de segurança. Ademais, mais do que acontece com a PREVI, a gestão das carteiras de renda fixa e variável da PETROS é totalmente terceirizada, sendo geridas por instituições como ABN, Banco do Brasil, BBA, BBM, Boston, Itaú, Liberal, Lloyds, Pactual, Safra, Santander, Votorantim e HSBC, entre outras.

Sendo assim, os investimentos realizados pela PETROS estão alocados em quase 70 % em renda fixa, comprovando, mais uma vez, que os fundos de pensão financiam apenas o próprio Governo Federal, destinando uma parcela muito pequena para financiar as empresas via mercado de ações. Portanto, poupança de longo prazo e fortalecimento do mercado de capitais aparecem, outra vez, como algo dissonante das atividades realizadas pelos fundos de pensão.

5- Considerações Finais

Procurou-se através desse trabalho revelar a real natureza dos fundos de pensão e a essência de seu funcionamento. Partindo-se da constatação que, no plano internacional, os fundos de pensão são hoje as maiores instituições financeiras a operar nos mercados mundializados e um dos principais responsáveis pela mobilidade diária dos capitais, ajudando a criar um ambiente intrinsecamente volátil e instável, foi traçada a sua lógica mais geral de funcionamento.

Antes de tudo, a função dos fundos de pensão é prover benefícios previdenciários para seus participantes e, para isso, devem sempre aplicar seus recursos em ativos que proporcionem o melhor retorno. Assim, o fato dos recursos que administram advirem da renda da classe trabalhadora não implica que eles sejam utilizados para financiar o desenvolvimento dos países e a geração de empregos. A partir do momento em que entram na esfera financeira, adquirem a lógica própria de todo processo acumulativo e procuram obter a máxima rentabilidade possível (dado um determinado nível de risco).

Em tese, suas aplicações poderiam efetivamente colaborar para o desenvolvimento econômico do país caso se direcionassem majoritariamente ao mercado de capitais, ajudando a desenvolver instituições financeiras que pudessem ajudar na intermediação de recursos para a esfera produtiva. Mesmo que de uma forma indireta, o investimento em ações colabora no financiamento das grandes empresas nacionais, ajudando a criar capacidade produtiva e gerando empregos.

Todavia, em virtude de uma inserção subordinada no cenário internacional, constatou-se que o país apresenta como uma deficiência estrutural a necessidade de manter elevadas taxas de juros, tendo em vista a sua vulnerabilidade externa e a fragilidade financeira do Estado. Dessa forma, as aplicações na esfera financeira, dada a sua elevada rentabilidade em decorrência das altas taxas de juros, se sobrepõem aos investimentos na esfera produtiva, criadora efetiva de riqueza. Nessa situação, a comparação risco-retorno sempre irá favorecer as aplicações financeiras, deixando os investimentos físicos em segundo plano.

Portanto, estabelece-se um cenário que praticamente "obriga" os fundos de pensão a aplicarem seus recursos majoritariamente em títulos públicos, já que é nesse mercado que obtêm a melhor relação risco-retorno. O próprio presidente da FUNCEF (apud Carvalho e Rodrigues, 2004, p.12) é taxativo ao afirmar que, "no longo prazo, se não tivermos um juro real decente, da ordem de 6% ou 7%, não teremos investimento produtivo".

Os dados apresentados sugerem que os fundos de pensão efetivamente alocam seus recursos, em sua grande maioria, em carteira de renda fixa, da qual se sobressaem as aplicações, diretas e indiretas, em títulos públicos. Como exaustivamente focado no decorrer de todo o estudo, título público não guarda relação com o desenvolvimento econômico do país. São aplicações que não saem da esfera financeira e servem apenas para rolagem da dívida pública do país. Mas além dos

dados atuais, deve-se levar em consideração a tendência de longo prazo que se apresenta para o funcionamento dos fundos de pensão, qual seja: todos eles já fecharam, para novas adesões, seus planos de benefício definido e só estão abrindo novos planos de contribuição definida.

Note-se que não se trata de uma situação passageira que pode ser revertida em conjunturas em que o país estiver atravessando uma fase de crescimento econômico; as taxas de juros elevadas são condições estruturais da economia brasileira. Uma reversão dessa situação está ligada a uma mudança no próprio modelo de desenvolvimento do país, que implicaria mudanças acentuadas no modo de condução da política macroeconômica brasileira.

Por último, convém ressaltar que este trabalho não teve o intuito de demonizar os fundos de pensão brasileiros. O objetivo foi o de explicitar uma visão alternativa ao senso comum, que exalta – principalmente através de estudos vinculados ao IPEA e ao Banco Mundial – as potencialidades dos fundos de pensão para o financiamento da economia brasileira. Não é demais repetir que o simples fato dessas entidades terem a capacidade de acumular recursos em um montante bastante elevado não implica que eles serão canalizados, necessariamente, para investimentos produtivos. Muito pelo contrário, como se procurou demonstrar teoricamente – e as evidências empíricas indicam –, dentro da atual configuração do modo de produção capitalista e da inserção internacional subordinada do Brasil, os fundos de pensão são instituições financeiras que aplicam seus recursos principalmente em títulos públicos, aplicações que não saem da esfera financeira. Portanto, a capacidade dos fundos de pensão em direcionar seus recursos para investimentos produtivos é bastante limitada, sendo, assim, ineficazes no financiamento da economia brasileira.

REFERÊNCIAS

BARR, Nicholas. Reforma das previdências: mitos, verdades e escolhas políticas. In: A ECONOMIA política da reforma da previdência. Brasília: PARSEP/ MPAS/ SPS, 2001, p.93-159. (Coleção Previdência Social. Traduções, 9).

BELLUZZO, Luiz G. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro*: uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

CÂNDIDO JÚNIOR, José Oswaldo. Poupança doméstica no Brasil: evolução recente e perspectivas. In: PEREIRA, Francisco (org.). *Financiamento do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 1999. v.2, p.9-48.

CARNEIRO, Ricardo. A política macroeconômica da era FHC ao Governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (coord.). *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: J. Olympio, 2003.

CARNEIRO, Ricardo. *Desenvolvimento em crise*: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP, IE -Unicamp, 2002.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.13, p.57-92, dez.1999.

CARVALHO, Ana; RODRIGUES, Lino. Planejamento além de papéis. *Revista da FUNCEF*, nov./dez., 2004.

CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira*: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.

COSTA, Fernando N. *Economia monetária e financeira*: uma abordagem pluralista. São Paulo: Makron, 1999.
COSTA, Fernando N. A controvérsia sobre as relações entre investimento, poupança e crédito. In: _____. *Ensaios de economia monetária*. Rio de Janeiro: EDUC, 1992, p.115-142.
COSTA, Fernando N.; DEOS, Simone S. Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira. *Análise Econômica*, Porto Alegre, v.20, n.38, p.23-44, set.2002.
FARNETTI, Richard. O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas. In: CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira*: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.
FILGUEIRAS, Luiz. *A história do Plano Real*: fundamentos, impactos e contradições. São Paulo: Boitempo, 2000.
FILGUEIRAS, Luiz. Da substituição de importações ao Consenso de Washington. In: CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA. *Reflexões de economistas baianos*. Salvador: CORECON, 2001. p.17-42.
FILGUEIRAS, Luiz; LOBO, Breno. Política e economia na reforma da previdência. *Bahia Análise & Dados*, Salvador, v.13, n.3, p.717-738, dez. 2003.
GUTTMANN, Robert. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira*: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.
IZERROUGENE, Bouzid. O modelo previdenciário por capitalização: ganhos e perdas. *Bahia Análise & Dados*, Salvador, v.13, n.3, p.751-7756, dez. 2003.
JAMES, Estelle. Novos sistemas previdenciários: experiências, evidências e questões pendentes. In: A ECONOMIA política da reforma da previdência. Brasília: PARSEP/ MPAS/ SPS, 2001, p.09-47. (Coleção Previdência Social. Traduções, 9).
JAMES, Estelle; BROOKS, Sarah. A economia política da reforma estrutural do sistema previdenciário. In: A ECONOMIA política da reforma da previdência. Brasília: PARSEP/ MPAS/ SPS, 2001, p.49-91. (Coleção Previdência Social. Traduções, 9).
LOBO, Breno. A Ineficácia dos Fundos de Pensão no Financiamento da Economia Brasileira. Monografia de conclusão de curso. FCE-UFBA, 2005. Mimeo.
LUSTOSA, Elaine. Comentários: painel III – o papel dos fundos de pensão no incremento dos investimentos na economia – as experiências latino-americanas. In: REFORMAS nos sistemas de pensão na América Latina. Brasília: MPAS, 2001, p.123-126. (Coleção Previdência Social. Debates, 12).
MITCHELL, Olívia S. Construindo um ambiente para a reforma da previdência nos países em desenvolvimento. In: A ECONOMIA política da reforma da previdência. Brasília: PARSEP/ MPAS/ SPS, 2001, p.161-195. (Coleção Previdência Social. Traduções, 9).
OLIVEIRA, Francisco E. B. de; BELTRÃO, Kaizô I.; PASINATO, Maria Tereza M. Entidades de previdência privada: financiamento e desenvolvimento no Brasil. In: REFORMA previdenciária: vetores do debate contemporâneo. São Paulo: Konrad-Adenauer-Stiftung, 1999. (Debates, n.19).
OLIVEIRA, Francisco E. B. de; BELTRÃO, Kaizô I.; DAVID, Antônio Carlos de A. *Previdência, poupança e crescimento econômico*: interações e perspectivas. Rio de Janeiro: IPEA, nov. 1998. (Texto para discussão, n.607).
PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério Boueri; SILVA, Marly M. Os fundos de pensão como geradores de poupança interna. In: PEREIRA, Francisco (org.). *Financiamento do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 1999. v.2, p.89-148.
PETROS. *Grandes números*: set. 2004. Disponível em: <www.petros.com.br>. Acesso em: 10 fev. 2005.
PETROS. *Balanço social 2003*. Disponível em: <www.petros.com.br>. Acesso em: 10 fev. 2005.
PLIHON, Dominique. A economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.13, p.41-56, dez.1999.
PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano. In: CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira*: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.

PREVI. *Demonstrativo analítico de investimentos e de enquadramento das aplicações*: 3º trimestre de 2004. Disponível em: <www.previ.com.br>. Acesso em: 10 fev. 2005.
PREVI. *Institucional e investimentos*. Disponível em: <www.previ.com.br>. Acesso em: 10 fev. 2005.
RABELO, Flavio M. Experiência brasileira: painel III – o papel dos fundos de pensão no incremento dos investimentos na economia – as experiências latino-americanas. In: REFORMAS nos sistemas de pensão na América Latina. Brasília: MPAS, 2001, p.107-113. (Coleção Previdência Social. Debates, 12).
SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (SPC). *Informe estatístico*. Brasília: SPC, nov. 2004.
SERFATI, Claude. O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In: CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira*: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.
STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, v.13, n.1(49), p.101-118, jan./mar., 1993.