

## **Regime de capitalização das contribuições trabalhistas e reforma previdenciária: notas para discussão \***

Milko Matijascic\*\*

A crise financeira dos sistemas previdenciários é um tema que tem gerado vigorosas controvérsias no Brasil e no exterior. Nossos comentários enfocarão o cenário nacional. Muitos propõem a substituição do regime de **repartição simples**, ora predominante, pelo de **capitalização**. Esta tese é idolatrada por alguns e vilipendiada por outros. Diante deste quadro, esta nota pretende examinar de forma breve, porém crítica, os vários argumentos arrolados pelas facções em litígio, ressaltando os equívocos de parte a parte. Este argumentos têm sido defendidos no universo acadêmico e nos meios-de-comunicação. Esperamos, com este procedimento, esclarecer os leitores menos familiarizados com o tema e desfazer, ao menos em parte, a confusão que tem reinado. Nosso foco será o regime de capitalização. A breve explicação acerca do funcionamento dos regimes em tela tem o objetivo de situar o leitor neste universo. Não cabe, neste escopo, realizar uma comparação exaustiva entre ambos. Não trataremos, também, da dicotomia entre gestão estatal, em geral associada à primeira modalidade e privada, que seria característica da segunda. Em nosso entendimento, nada impede que existam opções diversas em relação ao que se verifica hoje e nenhum dos agentes está incapacitado, *a priori*, de gerir quaisquer destas modalidades.

### **Vantagens e desvantagens dos regimes financeiros em exame**

O regime de **repartição simples (ou orçamentário)** é aquele no qual as contribuições dos segurados em atividade são repassadas aos inativos ao longo de um mesmo período de tempo. Já o regime de **capitalização** forma um pecúlio ao longo do período de atividade laboral para lastrear a

---

\* O autor deseja agradecer os comentários de Maurício Pinheiro do CECON/IE e de William Lonzar do NEPP/UNICAMP, isentando-os, porém, de quaisquer responsabilidades quanto ao presente texto.

\*\* Doutorando em Economia do IE/UNICAMP e pesquisador do NEPP/UNICAMP.

aposentadoria. No primeiro caso, o benefício a ser recebido pelo aposentado é definido em termos de um montante proporcional em relação ao seu provento. No segundo caso, o segurado receberá proventos relacionados à sua expectativa de sobrevivência, sendo a contribuição definida. As demais modalidades existentes são meras variantes destas duas, combinando os dois procedimentos.

O regime de **repartição simples** apresenta vantagens que decorrem de sua forma de organização. Ele possibilita o início imediato das operações, não sendo necessários fundos prévios. Em caso de insuficiência de recursos, um ajuste nas receitas dos contribuintes é condição necessária para o reequilíbrio imediato do sistema. Por fim, nesta modalidade financeira, as pensões são atreladas aos salários dos trabalhadores na ativa, pois as contribuições representam uma parcela dos mesmos e são imediatamente repassadas aos aposentados. Como os planos de aposentadoria se destinam, em geral, aos assalariados (mesmo pressupondo uma vultosa economia informal), esta modalidade se revela adequada.

Parte daqui o exame das desvantagens deste regime. Ele depende da relação entre contribuintes e beneficiários. Quanto mais elevada for esta relação, mais baixas tendem a ser as alíquotas pagas, o que possibilita ajustes do sistema de forma pouco onerosa em caso de necessidade de ampliação de cobertura dos riscos sociais. No caso inverso, porém, as alíquotas precisam ser mais elevadas sem que, em contrapartida, os benefícios sejam acrescidos simetricamente. Num cenário de envelhecimento da população e de desemprego estrutural crescente, como o verificado atualmente, o sistema previdenciário pode se tornar instável devido às pressões sobre o orçamento fiscal em caso de insuficiência na arrecadação. A recorrência desta problemática pode ameaçar a expectativa dos segurados quanto ao direito e ao valor das pensões a serem recebidas.

No regime financeiro de **capitalização** a variável-chave é o ganho nos mercados de capitais. Ele não é afetado pela conjuntura do mercado de trabalho e pelas limitações de ordem demográfica (como a relação entre contribuintes e beneficiários). Em caso de desemprego, por exemplo, é possível deixar de contribuir até que o segurado encontre uma nova colocação e se aposentar quando as condições atuariais permitirem auferir uma determinada renda. Decorre daí que o segurado possa optar por aposentar-se antes ou depois de uma determinada idade. Além disso, esta modalidade pode ser uma fonte de recursos abundante, de longo prazo de

maturação, que auxiliaria na alavancagem de recursos para gerar novos investimentos na economia.

Dentre as desvantagens do regime em tela, podemos destacar o descolamento entre a situação financeira dos pensionistas e a dos trabalhadores da ativa. Em caso de rendimentos superiores aos projetados pelas metas atuariais, as condições dos primeiros podem ser mais vantajosas que as dos demais, podendo gerar pressões por aumentos salariais em caso de pleno-emprego. Nesta situação os trabalhadores poderiam se aposentar com uma renda maior do que receberiam em atividade. Esta situação poderia desestimular a permanência no mundo do trabalho e enaltecer a lógica do *rentier*, segundo os entusiastas da ética do trabalho. No caso oposto, os pensionistas poderiam ter que se sujeitar a severas restrições na renda a ser recebida. Uma segunda desvantagem seria consequência da primeira. As incertezas geradas poderiam fazer com que os contribuintes, em caso de flexibilidade da carga contributiva para fins de aposentadoria (que costuma ser adotada neste caso), destinassem montantes excessivos para a provisão de suas próprias aposentadorias, baixando a propensão marginal a consumir da economia, diminuindo seu nível de atividades potencial.

### **Críticas aos pareceres referentes ao regime de capitalização**

#### *Os problemas dos pareceres apoloéticos*

Cabe agora aferir o potencial e os limites do regime financeiro de **capitalização**. Os pareceres referentes ao assunto variam da apologia à catástrofe, sem um exame detido dos argumentos utilizados. Iniciemos por esmiuçar algumas das opiniões apoloéticas. Este regime incentivaria a propensão à poupança. Técnicas econométricas foram utilizadas para demonstrar que a poupança declinou com a adoção do regime orçamentário e isto poderia ser revertido com a conversão da gestão para fundos capitalizados. Abordagens antagônicas, adotando a mesma metodologia, revelaram a inconsistência desta hipótese. Nenhum dos resultados foi conclusivo<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Esta controvérsia se estendeu a muitos países da OCDE. Em caso de interesse vide: Gordon, M.S.: Social Security in Industrial Countries. Cambridge University Press, 1988.

Do ponto de vista da teoria econômica caberia dizer que estes fundos podem prover *funding*, no sentido de viabilizar uma melhor engenharia financeira para determinados projetos. Poupança, mais propriamente, é um caso discutível. Alinhamo-nos com Tavares et alii (1982), que caracterizam a poupança como uma contrapartida do investimento. Neste sentido, ela é uma variável *ex-post*, dependendo das decisões de investimento dos agentes. A "poupança" destacada por estes autores é a chamada poupança financeira, que é o total de aplicações financeiras dos agentes e que se configuram em relações de débito e crédito entre os mesmos. A decisão de investir é que transforma a poupança financeira em poupança de fato, não existindo nenhuma equivalência *a priori* entre elas. Esta sistemática corresponde àquela adotada pelo IBGE para a confecção das contas nacionais<sup>2</sup>.

Outra característica elencada pelos apologistas seria quanto ao caráter **anti-cíclico** que estes fundos previdenciários teriam sobre a economia. Nos mercados de capitais, por exemplo, eles poderiam atuar como um elemento estabilizador em função de serem agentes que deveriam maximizar os ganhos a longo prazo. Quando observamos os dados, verificamos que esta tese não se sustenta. Os fundos não investem nestes mercados em momentos de desvalorização de ativos, preferindo fazê-lo na conjuntura oposta. O fato deles não abandonarem os investimentos nos ciclos descendentes se dá, mais provavelmente, em função dos rígidos limites que o **Estado** impõe em termos de patamares mínimos e máximos em relação ao patrimônio disponível para as modalidades legais de investimentos<sup>3</sup>. Esta assertiva, no limite, poderia pressupor que os fundos previdenciários capitalizados lograriam prever o futuro utilizando um instrumental mais elaborado e evitariam crises como o *crash* de 1929. As recorrentes turbulências nos diversos mercados de capitais internacionais e a presença estatal maciça via empréstimos para dar solvência aos mesmos desfazem esta ilusão. Cabe lembrar que os fundos previdenciários são os principais aplicadores de recursos nestes mercados. A recente crise do México exemplifica este lamentável equívoco uma vez mais. Estes fundos atuaram do mesmo modo que os demais investidores, sofrendo perdas idênticas.

---

2 Vide: Tavares, M.C; Assis, J.C & Teixeira, A.: A Questão da Poupança: Desfazendo Mitos in Tavares, M.C & David M.D: *A Economia Política da Crise* ed. Vozes-RJ, 1982.

3 Esta discussão, especialmente no que se refere ao papel essencial que o Estado exerce foi aprofundada (em relação ao caso brasileiro). In: MATIJASCIC, M.: Fundos de Pensão Brasileiros: Parafinanciamento- Dissertação de Mestrado- I.E./UNICAMP 1993.

### *Os problemas dos pareceres críticos*

Nesta instância, cabe o primeiro reparo ao grupo crítico. Alguns deles alegam que esta modalidade não é uma panacéia, pois a longo prazo o crescimento dos fundos equivaleria ao crescimento da economia na qual se insere, o que, nas hipóteses mais otimistas, seria de cerca de 3% ao ano (considerado modesto)<sup>4</sup>. Ora, ao longo dos anos 1980, verificamos um crescimento médio de 10% ao ano de suas reservas técnicas em termos da taxa interna de retorno<sup>5</sup>. Este fato se deu nas economias da OCDE e da América Latina, sugerindo que, na verdade, seriam os mercados de capitais globalizados e não o crescimento da economia nacional o determinante dos ganhos atuariais. Esta modalidade seria vantajosa, pois permitiria contribuições menores e/ou pensões com rendimentos maiores, se considerarmos o envelhecimento demográfico atual<sup>6</sup>.

É provável que exista uma relação entre o desempenho dos investimentos e o das economias mas eles não se igualam ao longo de um mesmo período<sup>7</sup>. Os autores não consideraram o problema da concorrência entre os capitais e da inovação no sentido schumpeteriano. Num determinado contexto histórico, existem segmentos com capacidade de crescimento superior à de outros. Estes segmentos costumam atrair as melhores condições de financiamento e muitos dos recursos que para lá se dirigem pertencem a fundos previdenciários. Como o crescimento da economia é um índice agregado e as aplicações destes fundos podem sofrer alterações de *portfolio*, não existe a identidade proposta.

Outro argumento falacioso é o de que a opção pelo regime de capitalização seria danoso, pois suprimiria a solidariedade intergeracional entre trabalhadores<sup>8</sup>. O argumento está mal colocado. O regime de repartição

---

<sup>4</sup> Vide: Oliveira, F.E.B. & Beltrão, K.I.: Vendedores de Ilusões. Documento de Política, DIPES/IPEA-RJ, dezembro de 1993.

<sup>5</sup> Vide Reynaud, E.: Les Fonds de Pension in Futuribles, Paris junho de 1994.

<sup>6</sup> . No caso brasileiro, existem cerca de 2,5 contribuintes para cada aposentado e a carga contributiva sobre a folha salarial representa cerca de 27% do total De acordo com os únicos cálculos disponíveis qualquer juro real positivo admitiria contribuições inferiores a 25%. Vide GIAMBIAGI, F.: "Os fundos de pensão e o financiamento do investimento" in Folha de S. Paulo 11/8/1992.

<sup>7</sup> O crescimento dos investimentos bursáteis e nos mercados imobiliários brasileiros superaram largamente o crescimento econômico verificado de 1969 até os dias de hoje. Vide Matijascic (1993) op. cit..

<sup>8</sup> Esta versão tem sido popularizada pelo jurista Aníbal Fernandes em vários artigos e intervenções como no Congresso de Previdência Social- Abril de 1993, vide Anais editora LTR.

simples, ora predominante, se consolidou e disseminou no final da segunda guerra mundial, que por sua vez se seguiu à grande depressão dos anos 1930. Existia consenso social e ele induzia os governos a buscarem o pleno-emprego. Por outro lado, estes eventos exauriram o sistema produtivo das economias nacionais, impossibilitando a constituição de fundos prévios. Além disso, era elevado o número de contribuintes em face aos beneficiários. O regime de repartição simples passou, então, a ser uma alternativa, pois o elevado nível de emprego redundava em baixas alíquotas de contribuição. Se considerarmos, ainda, a amarga impressão deixada pela performance dos ativos financeiros nos anos 1930, passamos a compreender as opções realizadas então. Na atual conjuntura a baixa razão entre contribuintes e beneficiários e o desemprego crescente ameaçam o sistema, com a diminuição da base arrecadadora potencial. **O "pacto pelo pleno emprego", na prática, foi desfeito.** Nos países da OCDE o desemprego ultrapassa, com frequência, o montante de 12% da PEA e no Brasil ele se alia à precarização das relações de trabalho<sup>9</sup>, excluindo cerca de 60% da PEA da condição de potenciais contribuintes da Previdência Social, não obstante sejam os mesmos elegíveis à aposentadoria. Isto deixa entrever a urgência na busca de formas alternativas de gestão que recaiam sobre a sociedade como um todo, como as receitas tributárias ou alternativas que possibilitem contribuições potencialmente menores como o regime de capitalização. **Relegar o financiamento das despesas previdenciárias aos assalariados do setor formal da economia nos parece injusto, já que na divisão funcional entre ganhos salariais totais versus ganhos de capital o primeiro detém menos 35% do PIB, contra 65% dos demais. A parte referente ao setor formal corresponde a cerca de 22% do PIB, agravando o quadro**<sup>10</sup>.

Nesta mesma linha de reflexão, muitos críticos apontam que os regimes de **repartição simples** substituíram os de **capitalização** ao final da segunda guerra. Os ativos que lastreavam estes fundos foram pulverizados pela inflação e pela incoerência de autoridades e gestores de *portfolio* em inúmeras sociedades européias. O argumento é verdadeiro, mas precisa ser qualificado. Naquela experiência houve uma excessiva concentração em

---

<sup>9</sup> No que tange ao conceito de precarização assumimos as considerações de Baltar, P.E.A.; Dedecca, C.S. & Henrique, W.: Mercado de Trabalho, Precarização e Exclusão no Brasil. mimeo-CESIT/IE-UNICAMP, 1993.

<sup>10</sup> O dado de 35% foi extraído das contas nacionais divulgadas pelo IBGE em 1985. O dado de 22% foi calculado com base na RAIS de 1990.

determinados papéis, fossem eles os das empresas patrocinadoras destes fundos ou em títulos da dívida pública. Não havia uma análise da qualidade dos ativos nos quais estavam investidos estes fundos, nem uma diversificação dos mesmos, sujeitando aqueles fundos a uma conjuntura que qualquer gestor prudente de *portfolios* saberia contornar. Em caso de empresas bem sucedidas, que aplicaram os recursos dos fundos em seus próprios papéis, os ganhos foram elevados, mesmo em meio à Grande Depressão<sup>11</sup>. Hoje persistiriam, obviamente, os riscos de destruição de ativos em função de uma grave crise econômica, mas seus efeitos também se fariam sentir sobre a gestão no regime de **repartição simples**, com a escalada do desemprego, com o agravante de que é elevada a razão entre contribuintes e beneficiários. Crises localizadas têm sido contornadas pelas autoridades econômicas e pela comunidade financeira internacional. O México é o melhor exemplo desta assertiva. Embora os fundos previdenciários possuíssem parcelas consideráveis dos capitais de curto prazo lá depositados, as perdas não foram importantes graças à ação financeira internacional e aos montantes patrimoniais modestos destinados a estes fins, tendo em vista a diversificação dos investimentos.

Por fim, muitos confundem o regime de **capitalização** com contribuições voluntárias. Esta seria uma modalidade estritamente associada a formas de complementação de proventos oferecidos pelo regime básico. Decorre deste argumento que a maior parte da população brasileira auferia uma renda modesta, sendo impossível destinar mais recursos à complementação de aposentadorias. Acreditamos que nada impede que a contribuição compulsória dos trabalhadores seja dividida para ser gerida nos dois regimes. Esta poderia ser uma forma de diluir os riscos inerentes a cada um dos regimes e aliar o potencial de valorização do regime de **capitalização** à segurança oferecida pelo regime de **repartição simples**. Queremos salientar que as opções de gerenciamento foram historicamente datadas, conforme o exposto acima. Elas devem mudar em caso de modificação do contexto que lhes deu origem.

### *Alguns riscos de nossa época*

---

<sup>11</sup> Vide: Drucker, P.F.: A Revolução Invisível. Difel, SP 1977.

**Em meio a estes equívocos, os analistas negligenciaram os riscos de um contexto histórico de economia globalizada com a disseminação do processo de inovações financeiras.** Existe um risco palpável de descolamento da valorização dos títulos financeiros *vis à vis* aos ativos por ela lastreados, gerando o risco de uma desvalorização do pecúlio quando de sua utilização para os fins de aposentadoria. A crescente divergência entre o valor patrimonial de uma ação e o seu valor de mercado é a maior prova disso. Este último, em todas as economias, está nitidamente sobrevalorizado em relação ao primeiro.

Este é o exemplo mais acabado sobre o equívoco de atribuir aos fundos previdenciários o caráter de fomentadores de poupança. Seus recursos se concentram nas aplicações mais consagradas em termos de títulos de empresas, bancários ou públicos e geram relações de débito e crédito que derivam das mesmas, acentuando a valorização da esfera financeira em detrimento à contrapartida que deveria existir *vis à vis* ao setor produtivo.

Isto nos remete à imperativa necessidade de reafirmar a **intervenção estatal** para estabelecer parâmetros à atuação dos fundos previdenciários, além da criação de novas opções de crédito que substituam os padrões vigentes, oferecendo modalidades vantajosas para agentes que não tenham escala para acessar mercados de crédito "barato". Foi o controle por parte do Estado que garantiu o interesse dos segurados, impedindo manobras especulativas e regulamentando seu funcionamento de modo a assegurar os direitos dos trabalhadores. O exemplo mais acabado desta proposição é o dos E.U.A.. Após a regulamentação estatal, a maior parte dos fundos se reorganizou e passou a obter excedentes atuariais<sup>12</sup>. Facultar ao livre-mercado o arbítrio destas operações coloca em risco as aposentadorias.

### **Considerações finais**

Concluindo, existem elevados riscos financeiros em todas as modalidades de gestão dos recursos previdenciários. A estratégia mais sensata seria uma conjugação das mesmas, de modo a minimizar os riscos inerentes a cada uma delas. Cabe considerar, também, a necessidade de maiores aportes fiscais, pois muitos brasileiros não têm contribuído devido à

---

12 Drucker, P.F.: Sociedade Pós-Capitalista. Pioneira-SP 1994.

precariedade de sua condição, mas possuem o direito a uma velhice digna. Seria injusto que apenas os salários financiassem este benefício, como tem acontecido.

Nenhum dos regimes financeiros consegue obter boa performance em caso de dificuldades econômicas. Uma crise econômica generalizada afeta o emprego e a taxa de lucro. É desnecessário demonstrar as implicações desta observação para o gerenciamento via regime orçamentário ou de capitalização. A substituição de um por outro não elimina o caráter pró-cíclico da arrecadação das contribuições previdenciárias. Porém, as mudanças que verificamos no universo do trabalho e suas implicações sobre o nível de emprego e de sua estabilidade deixam entrever a necessidade de incrementar a gestão via fundos previdenciários capitalizados que admitam maior flexibilidade em seu gerenciamento no contexto de precarização do emprego.