

ESTUDOS FUNENSEG

REFORMA DA PREVIDÊNCIA PRIVADA E OS DESAFIOS PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO

Claudio R. Contador*

Outubro de 2003



* Diretor Executivo da FUNENSEG – Fundação Escola Nacional de Seguros; Ph.D. em Economia, Universidade de Chicago, EUA, Professor titular, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Membro fundador do *Latin American Shadow Financial Regulatory Committee*, Acadêmico da Academia Nacional de Seguros e Previdência. claudiocontador@funenseg.org.br.

FUNENSEG – Fundação Escola Nacional de Seguros

Presidente
Armando Vergilio dos Santos Jr.

Vice-Presidente
Miguel Junqueira Pereira

Diretor Executivo
Claudio R. Contador

Superintendente Administrativo-Financeiro
Paola Young de Castro Casado (interina)

Superintendente de Tecnologia Educacional
Junir Maria de Souza Pinto (interina)

Conselho de Administração
Armando Vergilio dos Santos Junior - Presidente
Paulo Roberto Sousa Thomaz
Miguel Junqueira Pereira - Vice-Presidente
Mauro César Batista
Renê de Oliveira Garcia Júnior
Antonio Caetano Filho
Lídio Duarte
Tania Ramos de Moraes

Conselho Fiscal
Vera Melo Araújo
Lucio Antônio Marques
Severino José de Lima Filho
Nelson Victor Le Cocq D'Oliveira (suplente)
Maria Elena Bidino (suplente)
Davi Dias da Silva (suplente)

Matriz
Rua Senador Dantas, 74
Térreo, 2ª sbl., 3º e 4º and. – Centro
Rio de Janeiro – 20031-201
Tel.: (21) 3132-1022 / Fax: (21) 2524-6715
www.funenseg.org.br
info@funenseg.org.br
Av. Franklin Roosevelt, 39 – sobreloja – Castelo
Rio de Janeiro – CEP: 20021-120
Telefax: (21) 3132-1111
Central de Atendimento: 0800-25-3322
Fax: (21) 2524-5274
atendimento0800@funenseg.org.br

Núcleos Regionais

Bahia
Tel.: (71) 341-2688 – Fax: (71) 341-2699
nucleoba@ba.funenseg.org.br

Distrito Federal
Telefax.: (61) 323-7032 / 321-4718
nucleodf@df.funenseg.org.br

Paraná
Tel.: (41) 264-9614 / 263-3106
Fax: (41) 262-0305
nucleopr@pr.funenseg.org.br

Pernambuco
Telefax: (81) 3423-1134 / 6653 / 4571
nucleope@pe.funenseg.org.br

Rio Grande do Sul
Telefax: (51) 3224-6661 / 1965 / 5267
nucleors@rs.funenseg.org.br

Santa Catarina
Telefax: (47) 326-7105 / 5203
nucleosc@sc.funenseg.org.br

São Paulo
Tel.: (11) 3105-3140 / 3149 / 0482 / 7869
Fax: (11) 3106-5175
nucleosp@sp.funenseg.org.br

Apoios Regionais

Campinas
Telefax.: (19) 3272-6142 / 6897 / 9593
apoiocampinas@sp.funenseg.org.br

Goiânia
Tel.: (62) 215-5690 / Fax: (62) 214-1270
apoiogoias@df.funenseg.org.br

Ribeirão Preto
Telefax: (16) 620-2200 / 2288
apoiorbpreto@sp.funenseg.org.br

Santos
Tel.: (13) 3289-9852 – Fax: (13) 3284-9234
apoiosantos@sp.funenseg.org.br

São José do Rio Preto
Tel.: (17) 222-6515 – Fax: (17) 222-6835
apoiosjriopreto@sp.funenseg.org.br

ESTUDOS FUNENSEG

Série destinada à publicação de trabalhos e pesquisas de profissionais das áreas de seguro, resseguro, previdência privada complementar e capitalização. É distribuída gratuitamente com exclusividade em seminários, palestras, fóruns e workshops realizados pela Funenseg e por instituições do Mercado de Seguros. Os textos podem ser impressos (em formato pdf) no site da Funenseg (www.funenseg.org.br), link “publicações/livros técnicos”.

Caso haja interesse em adquirir os números da série no formato original, entrar em contato com o setor de Vendas da Funenseg ou com a Secretaria da Escola: Rua Senador Dantas, 74/Térreo – Centro – Rio de Janeiro – RJ (Tel.: (21) 3132-1096 – e-mail: vendas@funenseg.org.br).

Para publicação na série, os textos devem ser encaminhados, para avaliação, para o Diretor Executivo da Funenseg, Claudio R. Contador. Enviar duas cópias: uma por e-mail para claudiocontador@funenseg.org.br, mencionando no assunto “Estudos Funenseg – Trabalho para Avaliação”; e outra impressa para a Secretaria Executiva da Funenseg (Rua Senador Dantas, 74/3º andar – Centro – Rio de Janeiro – RJ – CEP 20031-205), identificando no envelope “Estudos Funenseg”. Incluir nas duas cópias um resumo em português e em inglês do trabalho. As referências bibliográficas devem ser incluídas no final do texto. Enviar também um breve currículo profissional, e-mail e telefone para contato.

Coordenação

Claudio R. Contador
claudiocontador@funenseg.org.br

Editor

Antonio Carlos Teixeira
antonio@funenseg.org.br

Capa, Programação Visual e Diagramação

Hercules Rabello
hercules@funenseg.org.br

Marketing

Fabiane Rocha
marketing@funenseg.org.br

Revisão

Ângela Beatriz de Carvalho Faria

Tiragem: 50 exemplares

Uma publicação da Assessoria Geral de Comunicação, Marketing e Publicações da Funenseg / Gerência de Publicações
publicacao@funenseg.org.br

O trabalho publicado nesta edição é de responsabilidade do autor e não reflete, necessariamente, a opinião da Funenseg.

Permitida a citação, total ou parcial, do texto publicado nesta edição, desde que identificada a fonte.

Virginia L. P. de S. Thomé

Bibliotecária Responsável pela elaboração da ficha catalográfica

C776r Contador, Claudio R.

Reforma da previdência privada e os desafios para o crescimento econômico / Claudio R. Contador; Coordenador Claudio R. Contador. – Rio de Janeiro : FUNENSEG, 2003.
26 p. ; 28 cm. – (Estudos Funenseg, v. 2 n. 7)

I. Previdência privada - Brasil. 2. Previdência privada e Economia. I. Contador, Claudio R., coord. II. Título. III. Série.

03-0396

CDU 368.4(81)

Sumário

Resumo	5
Summary	7
Oferta de Poupanças e Geração de Investimentos	9
As Reformas	14
<i>Mercado de Crédito</i>	15
<i>Mercado de Títulos Públicos</i>	15
<i>Capital Acionário e Impostos</i>	16
<i>Governança Corporativa</i>	17
<i>Ingerência Política na Administração de Instituições Financeiras</i>	17
<i>Participação nos Resultados e o Capitalismo Popular</i>	18
<i>Previdência Privada</i>	18
Conclusões	20
Bibliografia	21

O crescimento econômico em bases sustentadas exige algo mais do que o aumento da poupança global e de belos discursos dos governantes. Exige, sem dúvida, o aumento da oferta de poupanças e, também, pré-requisitos importantes: como regras claras e estáveis, não agressivas ao setor privado; tributação menor sobre lucros; juros civilizados; melhor distribuição da renda; disponibilidade de fatores de produção; um mercado financeiro eficiente e diversificado; e perspectiva favorável sobre o futuro.

Este ensaio discute a formação dos investimentos fixos, os seus determinantes, e propõe um elenco de reformas como pré-requisito para a retomada do crescimento econômico.

Summary

Sustained economic growth requires more than an increase in total savings. No doubt it requires the increase in savings supply, but also – and very important – clear and stable rules, not against the private sector, lower taxes and real interest rates, availability of factors of production, an efficient financial market, and favorable perspectives about the future.

This essay discusses the fixed capital formation, its determinants and propose a set of reforms to favor the economic growth.

Oferta de Poupanças e Geração de Investimentos

Desde os anos 90, a América Latina tem passado por uma importante mudança no papel dos investidores institucionais, em particular da previdência privada e dos fundos de pensão. O Brasil é caudatário neste processo, mas a nova administração federal – pelo menos parte dela - está sensibilizada para a importância das reformas no sistema financeiro. O principal objetivo oficial, compartilhado pelas empresas, é ampliar a formação de poupanças domésticas e remodelar os mecanismos de financiamento dos investimentos fixos. A consequência será a retomada do crescimento econômico e das suas benesses, em termos de geração de empregos, melhoria da cidadania, arrecadação fiscal e alívio nas despesas sociais compensatórias.

De fato, considerando a herança legada pela administração FHC, o grau de liberdade da política econômica continua limitado e com respostas pouco generosas. Em miúdos: o espaço para o crescimento sustentado em taxas acima de 4 % é exíguo. Se estimular em demasia a demanda agregada doméstica, a inflação explode e o balanço de pagamentos deteriora. Se manter o controle da inflação, pode evitar o desajuste nas contas externas, mas inibe a atividade econômica. Estudos anteriores¹ sinalizaram que a taxa de investimento fixo ainda será modesta em 2003, o que adia para 2004 – espera-se – a melhoria efetiva na atividade econômica. Portanto, ainda não é em 2003 que a economia brasileira poderá deslanchar o sonhado crescimento sustentado.

A fórmula mais repetida é de que há necessidade urgente de aumentar a poupança agregada. De tanto repetida, esta frase tornou-se a chave-mestra para o retorno do crescimento econômico. De fato, nas condições atuais da razão capital-produto, a formação de poupanças limita o crescimento do produto potencial, e o aumento da poupança global é imprescindível para a retomada do crescimento econômico. Até aqui os economistas concordam. A discordância surge na motivação e mecanismos para transformação das poupanças em investimentos fixos. No argumento tradicional, o aumento da poupança global é a condição necessária e suficiente, e o aumento do investimento fixo, uma decorrência natural. A restrição ao crescimento econômico surgiria primordialmente na geração de poupança global. Noutra linha de argumento, o aumento da poupança é uma condição necessária, mas não suficiente. Outras medidas são imprescindíveis para a sua conversão em investimentos produtivos. Corre-se o risco de encetar uma reforma da previdência privada com o objetivo de elevar a poupança e os resultados podem ser frustrantes. Ou seja, esta linha de argumento enfatiza os investimentos fixos, e é a adotada neste ensaio.

Este artigo discute algumas idéias em torno desta questão, aproveitando o material discutido na reunião do Latin American Shadow Financial Regulatory Committee, em Santiago do Chile, em 12-14 de abril.² A ênfase é a implicação da experiência no ambiente do Brasil de hoje, às vésperas da reforma da previdência privada e do sistema financeiro.

¹ Ver CONTADOR, C.R. O financiamento da retomada: desafios e oportunidades. In: LEITE, Antonio Dias; VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). **O novo governo e os desafios do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2002. p. 733-760. (Estudos e artigos apresentados no Fórum Nacional, 2002, no Rio de Janeiro).

² CLAAF, **Los mercados de capitales em America Latina: tendencias, perspectivas y recomendaciones de políticas**, Declaración n.8, Santiago, Chile, abril de 2003. Para detalhes sobre o comitê e declarações anteriores, consultar o site www.claaf.org.

O crescimento econômico, visto como um processo de crescimento sustentado do produto potencial a longo prazo, depende da expansão e aproveitamento eficiente dos fatores de produção. Mas outros elementos são também importantes, como as condições institucionais, o marco legal, a proteção e respeito à propriedade e aos contratos, a estabilidade de regras, a regulamentação coerente, estrutura tributária não inibidora ao crescimento de patrimônios, capacidade de absorver novas técnicas e produtos, abertura ao comércio e ao movimento de capitais, e fundamentalmente o tipo de política econômica escolhida e sua credibilidade. Não por coincidência, estes fatores institucionais também influenciam a geração de poupança e sua canalização em investimentos fixos.

Aceitando o argumento de que a maior restrição a um crescimento econômico mais vigoroso encontra-se na taxa de poupança, corremos o risco de aceitar soluções simplistas. Para ampliar a poupança através da política fiscal, basta insistir no saneamento do déficit público e no aumento da poupança pública – uma tarefa não inteiramente impossível. No âmbito das contas externas, basta elevar o déficit em conta corrente, o que asseguraria automaticamente o ingresso de poupanças externas. É até possível que na insistência do déficit público nulo ou negativo e déficit crescente em transações correntes, a taxa de poupança global atingisse 25% do PIB, um marco referencial no Brasil que – se imagina – nos remeteria, por mágica, ao sucesso econômico dos anos 68-73.

Neste ensaio, argumentamos que o esforço para elevar a poupança global pode ser estéril se não for acompanhado ou mesmo precedido por mudanças institucionais e fiscais, tão ou mais importantes. O aumento da oferta de poupanças é uma condição necessária, mas não suficiente. Não basta elevar a taxa de poupança aos píncaros dos 25 % do PIB. Será preciso reproduzir as reformas econômicas implantadas no mercado financeiro pelas Leis 4595/64 e 4728/65, o resgate dos canais de crédito de longo prazo e de formação de investimentos fixos, estimular o lançamento de ativos privados e aproveitar eficientemente as oportunidades existentes hoje na reforma da previdência e no desenvolvimento do mercado de seguro. Enfim, até um certo ponto conciliar as reformas como as geradas nos anos antecedentes ao “milagre econômico”, agora comitentes com mecanismos de repartição de resultados e de reconciliação entre o capital e o trabalho.

Existem cinco principais fatores determinantes da geração da poupança global: a estrutura fiscal; a interação com o resto do mundo; a importância relativa e o funcionamento do mercado financeiro; o sistema de transferência de renda e riqueza entre gerações embutido na previdência; e o próprio crescimento do PIB.³ Estes fatores podem ser distribuídos em variáveis influenciadas diretamente ou que correspondem aos instrumentos de política econômica (os *policy factors*), e os não ditados diretamente pela política econômica (*nonpolicy factors*).⁴ A administração da poupança pública, os

³ Ver CANDIDO JR., José Oswaldo. **Poupança doméstica no Brasil: evolução recente e perspectivas**. Brasília: IPEA, setembro de 1998. (Texto para Discussão n. 589); MATOS FILHO, José Coelho; CANDIDO JR., José Oswaldo. **Poupança privada e sistema financeiro: possibilidades e limitações**. Brasília: IPEA, junho de 1997. (Texto para Discussão n. 488); OLIVEIRA, Francisco Eduardo Barreto de; BELTRÃO, Kaizô Iwakami; DAVID, Antônio Carlos de Albuquerque. **Previdência, poupança e crescimento econômico: interações e perspectivas**. Brasília: IPEA, novembro de 1998. (Texto para Discussão n. 607); ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. **Aumento do investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil**. Rio de Janeiro: BNDES, dezembro de 1997. (Textos para Discussão n. 60); PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério Boueri; SILVA, Marly Matias. **Os Fundos de Pensão como geradores de poupança interna**. Brasília: IPEA, maio de 1997. (Texto para Discussão n. 480).

⁴ DAYAL-GULATI, A.; THIMANN, C. Saving in Southeast Asia and Latin America compared: searching for policy lessons. **Working Paper** n. 110. Washington: International Monetary Fund, 1997.

incentivos e isenções fiscais à poupança das famílias, a política tributária sobre os lucros retidos pelas empresas, e o modelo de seguridade social e de previdência privada são exemplos de *policy factors*, enquanto a estrutura demográfica, os hábitos de poupança, o crescimento do PIB, a sensibilidade da poupança a juros, risco e renda são fatores exógenos, que não podem ser considerados como instrumentos de política.

Existem evidências para o Brasil de que o aumento da poupança pública – ou seja, a melhoria do saldo das contas públicas – não aumenta a poupança global, nem reduz a poupança doméstica na mesma magnitude⁵. Dependendo como a melhoria do saldo do setor público é gerada – por exemplo, através de impostos – o resultado pode ser uma queda na poupança privada. Também a política consciente de geração de déficits em conta corrente favorece a formação de poupanças totais, mas não na mesma magnitude.

A política de juros reais elevados é algumas vezes justificada como necessária para estimular a poupança privada. Este argumento não procede, por três motivos. Primeiro, a oferta de poupanças privadas é inelástica na faixa de juros reais elevados, embora seja sensível na faixa dos juros reais negativos.⁶ Segundo, juros reais elevados ampliam o peso da dívida pública interna e reduzem a poupança do setor público. É até possível que, na faixa de juros reais excessivamente elevados, a curva de oferta de poupanças reverta para uma inclinação negativa, pois os agentes têm condições de manter o mesmo consumo no futuro com menos poupança hoje.⁷ E terceiro, juros elevados reduzem os investimentos fixos, a expansão da capacidade instalada, e a taxa de crescimento do PIB potencial, que por sua vez afeta a própria taxa de poupança. Os resultados empíricos encontrados por Reis⁸, Held e Uthoff⁹, Carrol e Weil¹⁰, Hausmann e outros¹¹, e Muhleisen¹² mostram que as variações no PIB real

⁵ CORBO, Vittorio; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. “Public policies and saving in developing countries”. **Journal of Development Economics**, v.36, n.1, July 1991. Ver CONTADOR, *op.cit.* para evidências empíricas para o Brasil.

⁶ CONTADOR, Claudio R. La crisis de los años 80 y la formación del ahorro en Brasil. CONFERENCIA INTERNACIONAL SOBRE EL DESARROLLO FINANCIERO DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE, CARABALLEDA, LA GUAIRA, III, 1-3 março, 1985, Venezuela. **Anais...** Venezuela, 1985. A inflação seria o componente principal para tornar os juros reais negativos e assim reduzir a poupança, nas linhas do argumento de THIRLWALL, A P. “Inflation and the savings ratio across countries”. **Journal of Development Studies**, v.10, n.2, p.154-174, Jan. 1974. Embora sem diferenciar a resposta por faixa de juros, a inelasticidade da poupança aos juros é também encontrada em GIOVANNI, A. “The interest elasticity of savings in developing countries: the existing evidence”. **Journal of Developing Economies**, v.18, Aug. 1985; GLEIZER, Daniel Luiz. “Saving and real interest rates in Brazil”. **Revista de Econometria**, v.11, n.1, p.63-92, Apr. 1991; GLEIZER, Daniel Luiz. “Government saving and private saving in Brazil”. **Revista Brasileira de Economia**, v.46, n.3, p.291-318, Jul./Set. 1992; MASSON, Paul R.; BAYOUMI, Tamim; SAMIEI, Hossein, “International evidence on the determinants of private saving”. **World Bank Economic Review**, v.12, n.3, p.483-502, Sept. 1998; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus; WEBB, Steven B.; CORSETTI, Giancarlo. “Household saving in developing countries : first cross-country evidence”. **World Bank Economic Review**, v.6, n.3, p.529-547, Sept. 1992; WILLIAMSON, Jeffrey G. “Personal saving in developing nations: an intertemporal cross-section from Asia”. **Economic Record**, v.44, n.106, p.194-209, June 1968; REISEN, Helmut. **Pensions, Savings and Capital Flows: form ageing to emerging markets**, OECD, Massachusetts: Edward Elgar Pub, Inc., 2000, p.97.

⁷ Esta é a discussão convencional da separação do efeito-juros nos efeitos-renda e substituição. Ver WEBER, Warren. “The effect of interest rates in aggregate consumption”. **American Economic Review**, v.60, p.591-600, Sept. 1970.

⁸ REIS, Eustáquio et al. **Evidências macroeconômicas: os determinantes da poupança no Brasil, 1975/1995**. Proyecto Red de Centros de Investigación, Determinantes del Ahorro Interno en América Latina, Banco Interamericano de Desenvolvimento, junho de 1996.

⁹ HELD, Gunther; UTHOFF, Andras. “Indicators and determinants of savings for Latin America and the Caribbean”. **Working Paper 25**, CEPAL, April. 1995.

¹⁰ CARROLL, Christopher; WEIL, David. “Saving and growth: a reinterpretation”. **Working Paper 4470**, National Bureau of Economic Research, September 1993.

¹¹ HAUSMANN, Ricardo et al. **Saving Behavior in Latin América: overview and policy issues**. Interamerican Development Bank, December 1996.

¹² MUHLEISEN, Martin. “Improving India’s saving performance”. **Working Paper 97/4**, International Monetary Fund, January 1997.

antecipam as variações da poupança, ou seja, a causalidade flui no sentido do crescimento do PIB para a formação de poupanças. Portanto, a redução do crescimento do PIB, motivada por juros reais elevados, gera queda na poupança privada.

Por estes motivos, o efeito de juros elevados sobre a oferta de poupança agregada torna-se, na verdade, negativo. Ou seja, a justificativa para juros elevados deve ser procurada na necessidade de captação de recursos externos para financiar o déficit em transações correntes ou para o controle da demanda agregada.

As reformas complementares e em geral precedentes ao aumento da poupança global devem enfatizar também a melhoria dos canais de transformação das poupanças em investimento fixo, e estão associadas a dois grupos de medidas políticas: a reforma do mercado financeiro – em particular dos mecanismos de crédito e de capitais de longo prazo – e a adoção de uma política tributária que estimule (ou pelo menos não puna) a formação de patrimônios de empresas e famílias. Nestas medidas estão alguns pontos de fragilidade para o aumento da poupança global e do investimento fixo.

A formação de capital fixo é o reflexo mais visível da aptidão e vontade de uma sociedade em apostar no seu futuro. Mas deve ser um desejo coletivo, e não de apenas um segmento isolado, seja o setor privado ou o governo. O que leva o setor privado a investir em novas instalações e máquinas e à contratação de novos empregados? Podemos listar alguns fatores. Primeiro, para uma empresa já existente, o interesse por novos investimentos fixos se materializa quando as instalações atuais estão no limite de utilização, como proposto por Koenig,¹³ ou então em resposta a uma mudança de produto, necessidade de diversificação dos negócios e/ou em resposta à mudança de tecnologia.

No tocante à relação com a capacidade instalada, as evidências no Brasil apontam claramente que a taxa de investimento aumenta (diminui) somente após a queda (aumento) da ociosidade. Ou seja, a exaustão da capacidade instalada antecipa, em aproximadamente um ano, os novos investimentos. O segundo fator de estímulo ao investimento privado é a rentabilidade do capital, e neste aspecto as evidências confirmam que a rentabilidade do capital e o investimento fixo estão positivamente associados, também com defasagem de um ano. Seria esperado que os impostos incidentes sobre lucro desestimulassem os investimentos privados,¹⁴ mas estudos para o Brasil não confirmaram esta hipótese.

No tocante aos juros reais como custo de oportunidade do capital e fator de desestímulo aos investimentos fixos, a análise requer alguns cuidados. A taxa básica Selic não serve como *proxy* para o custo do capital, uma vez que existe uma cunha variável no tempo entre os juros efetivamente pagos pelos mutuários e a taxa do Banco Central, sendo o “spread” explicado pelos impostos, custos de intermediação e o prêmio para risco. Porém, os juros reais em capital de giro têm correlação mais forte com os investimentos privados do que a taxa de desconto de duplicatas, sendo ambas as correlações negativas e mais elevadas com defasagem de um ano.

¹³ KOENIG, Evan F. “Capacity utilization and the evolution of manufacturing output: a closer look at the ‘bounce-back effect’”, Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department. **Working Paper** 94-02, 1994. Koenig estima que o pico de 83,5% na utilização da capacidade instalada da Indústria nos EUA serve para induzir novos investimentos fixos.

¹⁴ EVANS, Owen. “Tax policy, the interest elasticity of savings and capital accumulation: numerical analysis of the theoretical models”. **American Economic Review**, June 1983.

Como um fator final para compor o quadro de comportamento dos investimentos provados, resta discutir se os investimentos públicos e privados são complementares ou substitutos entre si. Para uma dada oferta global de poupanças, um aumento do investimento público reduz necessariamente (*crowding-out*) os recursos para os investimentos privados. Entretanto, os investimentos públicos em infraestrutura abrem espaço para o setor privado e, sendo complementares, aumentam o retorno do capital privado. Ou seja, no período corrente, o aumento do investimento público reduz o investimento privado, uma vez que a definição contábil poupança-investimento força necessariamente o *crowding-out*, mas no longo prazo, os investimentos públicos e privados podem ser complementares. Considerando os efeitos distribuídos no tempo, não é possível afirmar que o efeito *crowding-out* negativo de curto prazo seja maior ou menor do que o efeito da complementaridade. Portanto, no longo prazo, o sentido do efeito dos investimentos públicos nos privados é indefinido a priori, e torna-se uma questão empírica. Por um estudo recente para o Brasil, o investimento público corrente reduz o investimento privado no curto prazo, porém o seu efeito, no longo prazo, é praticamente nulo e não significativamente diferente de zero. Este resultado conflita com as evidências fornecidas por Cruz e Teixeira, de que o investimento público desloca o investimento privado no curto prazo, mas estimula no longo prazo.¹⁵

Em resumo, podemos estabelecer os seguintes requisitos para o aumento das intenções privadas de investimento em capacidade produtiva :

- um aumento prévio do retorno sobre o capital das empresas e/ou do custo do capital;
- redução igualmente prévia da ociosidade do capital fixo e instalações disponíveis;
- o investimento público reduz o investimento privado no período corrente, e não é possível afirmar que a substituição não seja na mesma magnitude; e
- no longo prazo, os investimentos privados independem dos investimentos públicos. Esta conclusão rejeita o argumento de que os investimentos públicos são importantes para abrir caminho e estimular os investimentos privados.

Como nenhuma das condições acima foi atendida, o que podemos esperar no curto prazo – digamos para 2003 – na taxa de investimentos fixos? Ou seja, enquanto a capacidade ociosa não diminui por exaustão natural gerada pelo crescimento da demanda agregada, os retornos sobre capital não aumentam, e/ou os juros não caem, quais são as perspectivas da formação de investimentos fixos? As projeções com a técnica dos indicadores antecedentes apontam que a taxa de investimento fixo se mantém em queda em 2002 e início de 2003.¹⁶ Esta perspectiva é uma ducha fria nas promessas de crescimento mais intenso em 2003 e nos sonhos de iniciar uma gestão com recuperação do emprego

¹⁵ CRUZ, Bruno de Oliveira; TEIXEIRA, Joaílino R. “Relação entre investimento público e privado no Brasil: 1947-1990”. **Revista da CEPAL**, abril de 1999.

¹⁶ Esta questão é examinada com um indicador antecedente em base trimestral, onde a variável-referência é a taxa trimestral de investimento fixo (em preços reais), divulgada pelo IBGE e pelo IPEA. O indicador antecedente é formado por seis variáveis-insumo trimestrais e tem avanço médio de três trimestres. As variáveis-insumo que formam o indicador antecedente são a previsão de demanda futura, a situação atual dos negócios, e a previsão de negócios em seis meses, extraídas das Sondagens Conjunturais da Fundação Getúlio Vargas; a taxa de crescimento do PIB; os juros reais em descontos de duplicatas; e a variação da taxa de investimento fixo passada. Para detalhes da metodologia consulte CONTADOR, C.R. e FERRAZ, C.B. **Previsão com indicadores antecedentes**. 5. ed. Rio de Janeiro: SILCON, 2001.

e de crescimento econômico sustentado no curto prazo. Resta portanto a recuperação dos investimentos no médio e longo prazos, o que exige uma mudança na política econômica, basicamente a implantação de reformas.

As Reformas

Enquanto perdurar a fragilidade da economia brasileira ao ingresso de capitais externos para o financiamento do déficit em conta corrente, o crescimento da demanda agregada estará à mercê das turbulências do mercado internacional de capital, e dos humores, racionais ou não, das agências de financiamento. Num ambiente de mobilidade de capitais e de integração de mercados, a política de juros assume uma importância fundamental como instrumento de política em qualquer economia globalizada. A mobilidade internacional dos investimentos força as economias emergentes a adotarem condições de rentabilidade, risco e tratamento fiscal, que replicam as condições dos países desenvolvidos.¹⁷ Mas os países emergentes, em particular da América Latina, não reúnem estas condições, a não ser de forma artificial e momentânea, como o regime cambial da Argentina, ou com as condições de rentabilidade generosa, via juros, do Brasil. Daí a sensibilidade à taxa de juros. No caso brasileiro, esta importância é exacerbada pela necessidade de atrair poupanças externas para substituir a despoupanca pública, e como instrumento para administrar a demanda agregada no sistema de metas inflacionárias. Esta é a essência da chamada “armadilha de juros”.

O capital fixo é o fator escasso no Brasil, com preço social mais elevado do que nos países mais desenvolvidos, e, portanto, o estoque existente e os seus acréscimos devem ser aproveitados da forma mais eficiente possível. Não tem sentido a ociosidade disponível hoje em máquinas e equipamentos. O custo social da ociosidade do capital, em termos de mão de obra não ocupada, produção não realizada, impostos não recolhidos etc é elevado, e um desperdício que o Brasil não pode tolerar. Além disto, a ociosidade acima da média inibe novos investimentos fixos para ampliação da capacidade de produção, como mostrou a análise empírica.

Esta é a razão fundamental para a implantação de medidas e políticas complementares ao capital, no sentido de aumentar a sua produtividade. As reformas podem ser distribuídas em sete grupos, todas relacionadas com o mercado financeiro. O mercado financeiro tem o papel fundamental de canalizar as poupanças em investimentos fixos, através dos mecanismos indiretos de instituições financeiras. Os canais diretos estão restritos basicamente na transformação dos lucros retidos em investimentos nas próprias empresas, mas ainda assim, enquanto o investimento não se realiza, os lucros retidos são aplicados no mercado financeiro e atendem a outros projetos de investimentos. O desenvolvimento do mercado financeiro desencadeia uma série de efeitos macroeconômicos¹⁸: ganho de eficiência em termos de produção para um mesmo nível de formação de capital fixo; incremento

¹⁷ BUCKBERG, Elaine. “Emerging stock markets and international asset pricing”. *The World Bank Economic Review*, v.9, n.1, p.51-74, Jan. 1995.

¹⁸ CONTADOR, Cláudio R. **O Mercado de ativos financeiros no Brasil**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974, Cap. II.

na formação bruta de capital fixo através de maior incentivo à poupança individual; queda na taxa de juros, do risco e no custo de oportunidade do capital; melhoria na distribuição fatorial de renda propiciada pelo funcionamento competitivo da intermediação financeira etc. Todos estes efeitos são carentes nas condições atuais da economia brasileira.

Podemos listar algumas medidas – não exaustivas – para restaurar o papel do mercado financeiro e alavancar os investimentos fixos:

Mercado de Crédito

É fundamental restaurar as fontes privadas de crédito a médio e longo prazos. Existem evidências de que o crédito de longo prazo gera aumento na produtividade, desde que sem o uso de subsídios e de intervenção na formação das taxas de juros.¹⁹

O volume de crédito do sistema financeiro ao setor privado atinge hoje 27% do PIB, sendo pouco menos de 21% para as empresas, e os 6% restantes, sob a forma de crédito pessoal a famílias. Em valor isto significa um crédito total de R\$ 325 bilhões em 2001, com R\$ 245 bilhões para as empresas. Neste total, estão incluídas as operações de financiamento a capital de giro, arrendamento mercantil e demais itens de curto prazo. Apenas uma parte menor é destinada a operações de médio e longo prazos. Em comparação, nos anos 70, a participação do crédito ao setor privado no PIB era superior a 60%.

Pelos padrões internacionais, o volume de crédito no Brasil é baixo. As economias mais desenvolvidas têm uma alavancagem financeira maior do que o próprio PIB, com um prazo médio de vencimento superior a cinco anos. No Brasil, são poucos as operações de crédito com vencimento superior a dois anos, em geral concentradas nas grandes empresas.

Mercado de Títulos Públicos

O principal requisito para a reforma do mercado financeiro é a reforma do mercado de títulos públicos. Considerado como percentual do PIB, o endividamento público, em torno de 50% do PIB, é pequeno no Brasil, comparado com outros países, porém, o perfil é concentrado no curto prazo, o que pressiona a taxa de juros. A necessidade de rolagem da dívida pública reduz o espaço para colocação de títulos privados. Os títulos primários emitidos pelas empresas privadas compreendem basicamente ações, *commercial papers* e debêntures, num total de US\$ 10 bilhões em 2001. Como o investimento é um fluxo, a reforma do sistema financeiro deve começar com a fonte do problema: o déficit público. A zeragem do déficit público já não é uma preocupação apenas para contentar o FMI, ou como ingrediente importante para o combate à inflação.

¹⁹ CAPRIO JR., Gerard; DEMIURGUC-KUNT, Ash. "The role of long-term finance: theory and evidence". **The World Bank Research Observer**, v.13, n.2, p.171-189, Aug. 1998.

Capital Acionário e Impostos

Tradicionalmente, a captação de recursos para investimento através de lançamento primário em ações é modesta no Brasil. Em 1999, as emissões primárias de ações foram de apenas US\$ 1,5 bilhões, contra US\$ 3,6 bilhões em emissão de debêntures e US\$ 4,4 bilhões em *commercial papers*. No rol das explicações consta desde a cultura do capital fechado, sob controle familiar, mas também as distorções criadas pela legislação fiscal e regulação. A CPMF foi uma cunha indesejável nas operações do mercado acionário no Brasil, felizmente suspensa em 2001. Ainda assim, persiste um viés fiscal contra as operações financeiras. A liberdade e integração dos mercados financeiros internacionais provocaram uma reestruturação dos mecanismos de capitalização. O já pequeno mercado acionário da América Latina teve as grandes operações transferidas para as Bolsas de New York e de Madrid. A internacionalização das operações das Bolsas de Valores melhora a eficiência dos mercados, mas torna instável o fluxo de capitais para investimentos fixos de maturação de longo prazo. Os mercados domésticos de capitais perdem um dos canais, e voltam-se para os mecanismos oficiais, nem sempre eficientes e caracterizados pela burocracia, quando não pela corrupção.

No caso do Brasil, a perda de importância do mercado acionário como fonte de financiamento primário das empresas privadas foi agravada por distorções internas,²⁰ desde a bitributação de dividendos até a distinção entre ações ordinárias e preferenciais, com possibilidade de controle da empresa com apenas 17% do capital social. O número de empresas listadas nas Bolsas no Brasil está diminuindo, atualmente umas 470 companhias (contra quase 600 empresas listadas em 1986), sendo que apenas um terço tem ações com liquidez. Não só a CPMF aumentou o custo das operações acionárias no Brasil, mas o próprio custo operacional, causado pela baixa escala, e informação incompleta, deslocou as operações de diversas empresas brasileiras para a Bolsa de New York (NYSE). Os custos de manutenção de abertura do capital em Bolsa no Brasil compreendem as auditorias externas, publicações, anuidades cobradas pelas Bolsas, taxa de fiscalização, departamento para atendimento ao acionista, e custos indiretos, e ao todo variam entre R\$ 38 mil a R\$ 4,1 milhões por ano. Literalmente, estes custos excluem as médias empresas de buscar diretamente recursos via abertura de capital em Bolsa.²¹ A colocação de ações nas Bolsas internacionais, por outro lado, através dos ADRs (*American Depositary Receipts*) e GDRs (*Global Depositary Receipts*) é extremamente simples, sem a exigência burocrática das Bolsas no Brasil. Em 2000, foi formalizado um acordo entre as Bolsas brasileiras para centralização das operações na Bolsa de São Paulo, com o objetivo de reduzir custos e otimizar os recursos operacionais. Ainda assim, os custos de manutenção são muito elevados no Brasil, o que reduz a competitividade *vis-à-vis* as Bolsas no exterior.²²

²⁰ MELLO, Pedro Carvalho de, **Domestic capital markets as a complementary source of capital for countries facing borrowing problems**, Latin American Shadow Financial Regulatory Committee, submetido na reunião de Buenos Aires, May 2002.

²¹ RIBEIRO NETO, Ramon M.; FAMÁ, Rubens. "Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o Novo Mercado". **Revista de Administração**, v.37, n. 1, p.29-38, jan./mar. de 2002,.

²² A diferença de escala é substancial. A Bolsa Nasdaq tem um volume diário de transações de quase US\$ 42 bilhões; NYSE, US\$ 35 bilhões; Londres, US\$ 13,5 bilhões, enquanto a Bovespa, pouco mais de US\$ 400 milhões. A Bovespa tem um volume diário inferior às Bolsas de Taiwan (US\$ 3,5 bilhões), Coréia (US\$ 3 bilhões), Hong Kong (US\$ 900 milhões) e Istanbul (US\$ 800 milhões) para citar os mercados acionários de alguns países emergentes.

A composição dos tributos é perversa no Brasil, baseada em impostos cumulativos, incidentes sobre a produção e menos sobre o consumo, e a própria carga é exagerada e inibidora dos investimentos privados, como vimos na seção anterior. O sistema tributário deve ser compatível com a alocação de longo prazo dos recursos para investimento. A distorção mais fragrantemente é a dupla taxação sobre os dividendos (a empresa paga imposto de renda sobre o lucro, que quando distribuído como dividendo recebe nova tributação). A reforma fiscal é importante para dar mais liberdade ao mercado de capitais e restaurar o papel da capitalização popular como fonte de investimento.²³

Como reforma fundamental, é urgente a aprovação do projeto substitutivo da nova Lei das Sociedades Anônimas. A legislação atual foi instituída em 1976, já com vícios de origem. Considerando as novas exigências de capitalização da economia brasileira e as mudanças observadas nas demais economias, a Lei 6.404/1976 é um fator de empecilho ao desenvolvimento saudável do mercado de capitais no Brasil.

Governança Corporativa

Os acionistas – principalmente os minoritários – são discriminados no Brasil pelo sistema legal e de regulação. Felizmente, em dezembro de 2000 foi lançado no Brasil um projeto interessante a este respeito, chamado de “Novo Mercado” (seguindo o exemplo do *Neue Markt* da Alemanha, criado em 1997), com as empresas listadas classificadas pelo seu grau de atendimento às regras de governança corporativa, transparência de informações, e qualidade de atendimento nas relações entre a empresa e seus acionistas, em particular dos minoritários.²⁴ Mas é fundamental restaurar as fontes privadas de crédito a médio e longo prazos. Existem evidências de que o crédito de longo prazo gera aumento na produtividade, desde que sem o uso de subsídios e de intervenção na formação das taxas de juros.²⁵

Ingerência Política na Administração de Instituições Financeiras

O papel dos Fundos de Pensão e outros investidores institucionais em geral tem sido desvirtuado no Brasil devido a dois tipos de medidas. Primeiro, devido à necessidade de gerar demanda pelos títulos públicos (e assim favorecer o financiamento do déficit público), os investidores institucionais são forçados pela agência reguladora a aumentar a parcela de títulos públicos nas suas reservas técnicas. Como o retorno nos títulos públicos é baixo, a rentabilidade das reservas é afetada, e com ela a viabilidade técnica de honrar os seus compromissos a longo prazo. A segunda medida é específica para as instituições financeiras com participação do governo ou sob controle ou ingerência pública. A gestão destas instituições é marcada por decisões de favorecimento político e de falta de transparência, quando não por um nível de corrupção acima daquela encontrada nas instituições privadas. Os sucessivos

²³ HENRY, Peter Blair. **Do stock market liberalizations cause investment booms?** Washington: International Monetary Fund, Oct. 1997. Mimeo.

²⁴ RIBEIRO NETO e FAMÁ, *op.cit.*

²⁵ CAPRIO JR., Gerard; DEMIRGUC-KUNT, Ash. “The role of long-term finance: theory and evidence”. **The World Bank Research Observer**, v.13, n.2, p.171-189, Aug. 1998.

casos de dificuldades de solvência de Fundos de Pensão de empresas estatais, causados por decisões erradas ou dolosas, mostra a importância de evitar a ingerência política em questões eminentemente técnicas.²⁶

As oportunidades abertas aos investidores institucionais, com a abertura do mercado de Previdência Privada e a expansão do mercado de seguros, com o lançamento de inúmeros produtos, favorecem um aporte substancial de novos investimentos em empresas, participação acionária, investimentos imobiliários etc. Cálculos apontam que em 2010, o volume de novos investimentos da Previdência Privada aberta pode atingir entre R\$ 250 e 300 bilhões a preços de 2001, e os Fundos de Pensão (Previdência Privada Fechada), outros R\$ 400-470 bilhões. Um total de reservas e patrimônios de 50% do PIB em 2010 contra apenas 4% em 1990. Um aporte de capital de semelhante magnitude vai transformar radicalmente os mecanismos de financiamento de projetos no Brasil e pode eliminar muitos constrangimentos à formação de capital fixo. A exigência de solvência do sistema implica que o mercado financeiro e a estrutura de impostos terão que se adequar às novas condições.

Participação nos Resultados e o Capitalismo Popular

O Programa de Privatização do Brasil foi saudado como um dos fatores de diferenciação em comparação com outras economias, na atração de capitais externos. É de fato, a privatização garantiu ou ajudou o fechamento das contas externas enquanto havia um patrimônio público à venda. Uma das moedas utilizadas nos leilões foram os títulos públicos em poder do mercado financeiro com baixo valor de mercado, chamados de “moeda podre”. Lamentavelmente, os trabalhadores em geral não puderam participar dos leilões, embora tivessem em seu poder os certificados de FGTS. Seria um mecanismo inteligente de reconciliar o capital e o trabalho, ampliar o mercado de capitais e suas instituições, animar as Bolsas de Valores, além de valorizar o próprio patrimônio à venda. Apenas no final do Programa de Privatizações em 2000 foi concedido o direito de utilizar o FGTS para aquisição de ações da Petrobras e da Cia Vale do Rio Doce. Existe ainda um potencial de privatização das concessões de serviços de utilidade pública, que não pode ser desperdiçado novamente.

A participação dos trabalhadores nos resultados das empresas – através do Programa de Privatizações – teria o efeito saudável de reduzir preconceitos contra o capital, além de ampliar a base do próprio mercado acionário.

Previdência Privada

O modelo de previdência é fundamental para a formação da poupança. Pelo princípio do modelo de ciclo de vida, os indivíduos extraem uma parte da sua renda durante a sua fase produtiva em favor de um fluxo de renda na fase não produtiva (aposentadoria). Portanto, a previdência desloca consumo

²⁶ Os efeitos podem ser ainda mais sérios em circunstâncias de fragilidade macroeconômica. A recente crise da Argentina teve como um dos ingredientes a qualidade dos ativos do banco de La Nación, que gerou a crise de desconfiança e a reação desastrosa do governo em implantar o “corralito”. Outros exemplos podem ser encontrados no caso dos ativos podres do sistema financeiro do Japão.

presente para o futuro, e amplia a poupança corrente. Dependendo do modelo de previdência, o efeito de transferência de renda ao longo do tempo pode ser mais ou menos intenso. No modelo de repartição (*pay-as-you-go*), as contribuições dos ativos servem para o financiamento dos inativos, e os ativos de hoje esperam que a sua aposentadoria futura seja financiada pelas contribuições dos futuros ativos. A transferência de renda é intergerações, e o sistema de previdência é em geral público, de caráter universal e compulsório. A sustentabilidade do sistema de repartição ao longo do tempo depende da relação ativos/inativos, do crescimento dos salários reais, do crescimento da força de trabalho, e da relação entre número médio de anos de contribuição dos ativos e o de recebimento de aposentadoria pelos inativos.²⁷

No modelo de capitalização, as contribuições dos ativos servem para formar um fundo de capitalização para financiar a sua própria aposentadoria, e a transferência de renda é intertemporal para o mesmo indivíduo. No modelo de capitalização, as contribuições podem ser compulsórias ou voluntárias, administradas por entidades públicas ou privadas, abertas por adesão voluntária ou fechadas a um grupo restrito, como em fundos de pensão. Entre estes sistemas, existem combinações diferenciadas, que são utilizados nos sistemas de previdência adotados no mundo.

Embora o tema ainda seja inconclusivo sob o ponto de vista empírico, as evidências mais fortes apontam para um aumento da poupança com a passagem do sistema de repartição para o de capitalização.²⁸ Edwards encontrou num estudo *cross-section* entre países uma relação negativa entre os gastos de seguridade social e a poupança privada, significando que, quanto maior a importância do sistema de repartição *vis-à-vis* o de capitalização, menor a taxa de poupança.²⁹ Outros autores, como Barro e MacDonald³⁰ argumentam que os estudos empíricos que concluem em favor do aumento da poupança com a mudança de sistema não consideram a transferência de patrimônios através das heranças, o que tornaria nulo o efeito da mudança de sistema.

No caso do Brasil, a reforma da Previdência, com a adoção do mecanismo de capitalização, terá como efeito principal a redução do déficit público, e indiretamente, a partir de taxas de juros mais

²⁷ Ver a respeito os textos clássicos de BELTRÃO, Kaizô Iwakami e OLIVEIRA, Francisco Barreto de. Como fontes mais próximas ao enfoque deste artigo, temos PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério Boueri; SILVA, Marly Matias. **Os fundos de pensão como geradores de poupança interna**, *op.cit.*; OLIVEIRA, Francisco Barreto de; BELTRÃO, Kaizô Iwakami; DAVID, Antonio Carlos de Albuquerque. **Previdência, poupança e crescimento econômico...**, *op.cit.*

²⁸ Sob ponto de vista da teoria a resposta é inconclusiva. No argumento tradicional, o sistema de capitalização gera um aumento da poupança. Nos modelos de altruísmo, se os trabalhadores ativos correntes incorporam na sua função de utilidade o bem-estar dos seus descendentes, o resultado não é claro. Se valorizarem o consumo de seus descendentes ao mesmo preço que o seu próprio, a mudança tem um efeito nulo e a taxa de poupança será constante (“equivalência ricardiana”). Se valorizarem o consumo dos descendentes a um preço maior do que o seu próprio, a mudança para o sistema de capitalização pode reduzir a oferta de poupança.

²⁹ EDWARDS, Sebastian. “Why are Latin America’s savings rates so low? An international comparative analysis”. **Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean**, Rio de Janeiro, 1995.

³⁰ BARRO, Robert J.; MAC DONALD, G.M. “Social security and consumer spending in a international cross section”. **Journal of Public Economics**, v. 11, p.275-289, 1979. Ver FELDSTEIN, Martin, “Social security and saving”. **National Tax Journal**, v.49, n.2, p.151-164, 1966; MUNNELL, A. H. “Private pensions and saving: new evidence”. **Journal of Political Economy**, v. 84, p.1013-1032, 1976; REISEN, Helmut. **Pensions, savings and capital flows: from ageing to emerging markets**, Massachusetts: Edward Elgar Pub. Inc, 2000.

baixas, o aumento dos investimentos fixos. Um aspecto crucial é a carência de ativos privados para compor as reservas técnicas da previdência privada – os chamados ativos garantidores. Hoje, a formação das carteiras seria encaminhada naturalmente para os títulos públicos, um estímulo conveniente ao governo, que teria espaço para ampliar o endividamento, mas que introduziria um elemento de fragilidade e de risco na previdência privada. Daí a importância de convergência da reforma da previdência com a reativação do mercado de capitais privados.

Conclusões

O crescimento econômico em bases sustentadas exige algo mais do que o aumento da poupança global e de belos discursos dos governantes. Exige, sem dúvida, o aumento da oferta de poupanças e, também, pré-requisitos importantes: como regras claras e estáveis, não agressivas ao setor privado; tributação menor sobre lucros; juros civilizados; melhor distribuição da renda; disponibilidade de fatores de produção; um mercado financeiro eficiente e diversificado; e perspectiva favorável sobre o futuro.

Este ensaio discutiu a formação dos investimentos fixos, os seus determinantes, e propôs um elenco de reformas como pré-requisito para a retomada do crescimento econômico. No curto prazo, as restrições existentes na formação do investimento fixo e nas condições complementares – em termos da carga de impostos, funcionamento do mercado financeiro, juros elevados, e desorganização das contas públicas não favorecem a retomada do crescimento econômico sustentado. No longo prazo, as perspectivas podem ser róseas se soubermos aproveitar as oportunidades, e principalmente implantar as condições estruturais complementares.

Enfim, hoje dispomos de mais informação e tecnologia para exploração dos recursos naturais; a população cresce em ritmo menor, aliviando as pressões sociais sobre as cidades; a mentalidade e capacidade gerencial urbana estão se instalando também no campo; a sociedade incorporou a estabilidade de preços no seu cotidiano e as administrações públicas estão sendo forçadas ao compromisso com vertentes estratégicas modernas. O setor privado e a sociedade civil já perceberam que não podem contar com o paternalismo do Estado para resolver suas dificuldades. Em resumo, as condições básicas para a retomada sadia do crescimento econômico estão fortalecidas. Faltam um pouco mais de vontade e persistência política, acelerar a competência administrativa do setor público, a afirmação da liberdade econômica, e implantar as reformas enunciadas neste artigo.

Bibliografia

- ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. **Aumento do investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil**. Rio de Janeiro: BNDES, de 1997. (Textos para Discussão n. 60) (dezembro).
- BARRO, Robert J.; MAC DONALD, G.M. Social security and consumer spending in a international cross section. **Journal of Public Economics**, v.11, p.275-289, 1979.
- BUCKBERG, Elaine. Emerging stock markets and international asset pricing, **The World Bank Economic Review**, v.9, n.1, p.51-74, Jan. 1995.
- CANDIDO JR., José Oswaldo. **Poupança doméstica no Brasil: evolução recente e perspectivas**. Brasília: IPEA, 1998. (Texto para Discussão n. 589) (setembro).
- CAPRIO JR., Gerard; DEMIRGUC-KUNT, Ash. The role of long-term finance: theory and evidence. **The World Bank Research Observer**, v.13, n.2, p.171-189, Aug. 1998.
- CARROLL, Christopher; WEIL, David. Saving and growth: a reinterpretation. **Working Paper 4470**, National Bureau of Economic Research, September 1993.
- CLAAF, **Los mercados de capitales em America Latina: tendências, perspectivas y recomendaciones de políticas**, Declaracion n.8, Santiago, Chile, abril de 2003.
- CONTADOR, Claudio R. La crisis de los anos 80 y la formación del ahorro en Brasil. In: CONFERENCIA INTERNACIONAL SOBRE EL DESARROLLO FINANCIERO DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE, CARABALLEDA, LA GUAIRA, 1-3 março, 1985, Venezuela. **Anais...** Venezuela, 1985.
- CONTADOR, C.R.; FERRAZ, C.B. **Previsão com indicadores antecedentes**. 5. ed. Rio de Janeiro: SILCON, 2001.
- CONTADOR, Cláudio R. **O Mercado de ativos financeiros no Brasil**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974. Cap. II.
- CONTADOR, Cláudio R. O financiamento da retomada: desafios e oportunidades. In: LEITE, Antonio Dias; VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). **O novo governo e os desafios do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2002. p. 733-760. (Estudos e artigos apresentados no Fórum Nacional, 2002, Rio de Janeiro).
- CORBO, Vittorio; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. Public policies and saving in developing countries. **Journal of Development Economics**, v.36, n. 1, July 1991.
- CRUZ, Bruno de Oliveira; TEIXEIRA, Joanílio R. Relação entre investimento público e privado no Brasil: 1947-1990. **Revista da CEPAL**, abril de 1999.
- DAYAL-GULATI, A.; THIMANN, C. Saving in Southeast Asia and Latin America compared: searching for policy lessons. **Working Paper** n.110, Washington: International Monetary Fund, 1997.
- EDWARDS, Sebastian. Why are Latin America's savings rates so low? An international comparative analysis, In: CONFERENCE ON DEVELOPMENT IN LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN. Rio de Janeiro: Annual World Bank, 1995.
- EVANS, Owen. Tax policy, the interest elasticity of savings and capital accumulation: numerical analysis of the theoretical models. **American Economic Review**, June 1983.

FELDSTEIN, Martin. Social security and saving. **National Tax Journal**, v.49, n.2, p.151-164, 1966

GIOVANNI, A. The interest elasticity of savings in developing countries: the existing evidence. **Journal of Developing Economies**, v.18, Aug. 1985.

GLEIZER, Daniel Luiz. Saving and real interest rates in Brazil. **Revista de Econometria**, v.11, n.1, p.63-92, abr. 1991.

GLEIZER, Daniel Luiz. Government saving and private saving in Brazil. **Revista Brasileira de Economia**, v.46, n.3, p.291-318, jul./set. 1992.

HAUSMANN, Ricardo *et al.* **Saving Behavior in Latin América**: overview and policy issues, Interamerican Development Bank, December 1996.

HELD, Gunther; UTHOFF, Andras. Indicators and determinants of savings for Latin America and the Caribbean, **Working Paper** 25, CEPAL, April 1995.

HENRY, Peter Blair. **Do stock market liberalizations cause investment booms?** Washington: International Monetary Fund, Oct. 1997. Mimeo.

KOENIG, Evan F. Capacity utilization and the evolution of manufacturing output: a closer look at the 'bounce-back effect'. **Working Paper** 94-02. Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department, 1994.

MATOS FILHO, José Coelho; CANDIDO JR., José Oswaldo. **Poupança privada e sistema financeiro**: possibilidades e limitações. Brasília: IPEA, 1997. (Texto para Discussão n. 488) (junho).

MASSON, Paul R.; BAYOUMI, Tamim; SAMIEI, Hossein. International evidence on the determinants of private saving. **World Bank Economic Review**, v.12, n.3, p.483-502, Sept. 1998.

MELLO, Pedro Carvalho de. **Domestic capital markets as a complementary source of capital for countries facing borrowing problems**. Latin American Shadow Financial Regulatory Committee, submetido na reunião de Buenos Aires, May 2002.

MUHLEISEN, Martin. Improving India's saving performance. **Working Paper** 97/4. Washington: International Monetary Fund, Jan. 1997.

MUNNELL, A. H. Private pensions and saving: new evidence. **Journal of Political Economy**, v. 84, p.1013-1032, 1976.

OLIVEIRA, Francisco Eduardo Barreto de; BELTRÃO, Kaizô Iwakami; DAVID, Antonio Carlos de Albuquerque. **Previdência, poupança e crescimento econômico**: interações e perspectivas. Brasília: IPEA, 1998. (Texto para Discussão n. 607) (novembro).

PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Roueri; SILVA, Marly Matias. **Os fundos de pensão como geradores de poupança interna**. Brasília: IPEA, 1997. (Texto para Discussão n. 480) (maio).

REIS, Eustáquio *et al.* **Evidências macroeconômicas**: os determinantes da poupança no Brasil, 1975/1995. Proyecto Red de Centros de Investigación, Determinantes del Ahorro Interno en América Latina, Banco Interamericano de Desenvolvimento, junho 1996.

REISEN, Helmut. **Pensions, Savings and Capital Flows**: from ageing to emerging markets, OECD. Massachusetts: Edward Elgar Pub, Inc., 2000.

RIBEIRO NETO, Ramon M.; FAMÁ, Rubens. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o Novo Mercado. **Revista de Administração**, v.37, n.1, p.29-38, jan./mar. 2002.

SCHMIDT-HEBBEL, Klaus; WEBB, Steven B.; CORSETTI, Giancarlo. Household saving in developing countries: first cross-country evidence. **World Bank Economic Review**, v.6, n.3, p.529-547, Sept. 1992.

THIRLWALL, A P. Inflation and the savings ratio across countries. **Journal of Development Studies**, v.10, n.2, p.154-174, Jan. 1974.

WEBER, Warren. The effect of interest rates in aggregate consumption. **American Economic Review**, v.60, p.591-600, Sept. 1970.

WILLIAMSON, Jeffrey G. Personal saving in developing nations: an intertemporal cross-section from Asia. **Economic Record**, v.44, n.106, p.194-209, June 1968.

Outros Títulos da série

“A Utilização de Derivativos na Composição das Reservas Técnicas de Seguradoras, Empresas de Previdência Privada e de Capitalização”, de José L. Carvalho – nº 1;

“Estimativa de Mortalidade para a População Coberta pelos Seguros Privados: Estatística e Comparação com Tábuas do Mercado”, de Kaizô Iwakami Beltrão e Sonoe Sugahara Pinheiro – nº 2;

“Os Princípios do Direito Securitário”, de Frank Larrúbia Shih – nº 3;

“Seguro de Responsabilidade Civil: Questões Controvertidas”, de Flávia Reis Pagnozzi – nº 4;

“Penetração do Seguro e Preço de Apólices”, de Claudio R. Contador e Clarisse B. Ferraz - nº 5;

“Os Mercados de Seguro e de Capitalização no Brasil: O Resgate da História”, de Claudio R. Contador e Clarisse B. Ferraz - nº 6.

Todos os títulos podem ser acessados e impressos através do link “publicações/livros técnicos” da página da Funenseg na internet: www.funenseg.org.br.



A Fundação Escola Nacional de Seguros – FUNENSEG, é uma instituição voltada para o ensino e pesquisa do seguro no Brasil. Dentro dessas frentes de atuação, oferece uma rede de produtos e serviços destinados a qualificação profissional, a evolução educacional e ao intercâmbio de experiências com as mais conceituadas instituições nacionais e internacionais da Área de Seguros. Presente em 13 unidades, localizadas estrategicamente pelo país, a FUNENSEG atua no treinamento e formação de profissionais para o Mercado de Seguros. Sua missão consiste em acompanhar as necessidades do setor, tornando-se pólo de produção e disseminação do conhecimento em todo o território nacional. Agora que você conhece um pouco mais nosso trabalho, nos procure e venha entender porque a FUNENSEG é a ESCOLA de SEGUROS do BRASIL!

www.funenseg.org.br

