

A MACROECONOMIA DA PREVIDÊNCIA SOCIAL *

Bouzid Izerrougene^{**}

RESUMO Busca-se mostrar neste sucinto trabalho que, contrariamente a uma presunção amplamente aceita, a substituição do regime de repartição pelo regime de capitalização não é necessariamente vantajosa do ponto de vista macroeconômico.

Palavras-chave: aposentadoria; repartição; capitalização; poupança; crescimento econômico.

Código JEL: H55 – Social Security and Public Pensions; E20 – Macroeconomics: Consumption, Saving, Production, Employment, and Investment

THE MACROECONOMY OF PENSION SYSTEM

ABSTRACT The main purpose of this succinct paper consists on bringing to discussion some arguments that oppose to the idea that the capitalization pension system is advantageous under macroeconomic aspect.

Key words: pension; repartition; capitalization; saving; economic growth

* Artigo recebido em 28 de novembro de 2006 e aprovado em 9 de março de 2009.

** Pós-doutor em Economia pela Universidade Paris-Dauphine, professor associado no Curso de Mestrado em Economia da Universidade Federal da Bahia, e-mail: bouzid@ufba.br

INTRODUÇÃO

Com a crise econômica e financeira atual, volta à tona o espectro do déficit da Previdência Social. Muitos dos que pensam o problema das aposentadorias preconizam reformas que substituem o regime de repartição (RR) pelo regime de capitalização (RC). As dificuldades de financiamento da Previdência Social incentivam o desenvolvimento deste último regime — baseado nos fundos de pensão —, que deveria não somente resolver o problema financeiro das aposentadorias, como também melhorar o financiamento da economia. Os fundos de pensão, por seus fluxos regulares e de longo prazo, constituiriam uma grande fonte de financiamento das empresas e contribuiriam para o crescimento econômico em geral.

Esses argumentos exercem efeitos mobilizadores junto aos numerosos atores econômicos, principalmente as empresas (que esperam aumentar o seu capital) e as instituições financeiras (que almejam administrar os fundos), e merecem uma análise mais apurada, pois não são tão evidentes quanto parecem e não dão totalmente respaldo de uma realidade mais complexa.

Este trabalho inverte os termos do problema da Previdência Social: não busca analisar as condições de crescimento econômico que manteriam as contas previdenciárias em equilíbrio, como se costuma fazer, mas procura entender qual é o regime de aposentadoria que ofereceria melhores condições ao incremento do produto. Tenta-se mostrar, depois de uma breve comparação dos regimes de Previdência por repartição e por capitalização (capítulo 1), que a poupança pode ser considerada um mero resíduo contábil definido posteriormente ao investimento e, conseqüentemente, o aumento de poupança que seria gerado pelo RC não implica necessariamente crescimento econômico (capítulo 2). A variação do produto depende mais substantivamente de outros fatores, que são a eficiência dos investimentos, a acumulação do capital humano e as inovações tecnológicas.

1. OS REGIMES DE REPARTIÇÃO E DE CAPITALIZAÇÃO — UMA BREVE COMPARAÇÃO

Na realidade, qualquer sistema de aposentadoria procede por repartição, consistindo essencialmente em distribuir parte da renda de um período entre os ativos e os aposentados. Todos são influenciados pela taxa de reposi-

ção, isto é, a relação entre, de um lado, o valor do benefício — no caso do RR — ou o rendimento dos ativos — no caso do RC —, e, do outro, os respectivos salários de contribuição ou de poupança individual. O RR é particularmente exposto à evolução da razão de dependência previdenciária, isto é, a relação entre o número de beneficiários e o de contribuintes, enquanto o RC é submetido às veleidades do mercado financeiro.

No RR, viver mais tempo constitui um empecilho porque gerações mais numerosas de aposentados ficam à carga de uma geração cada vez mais reduzida de contribuintes. No RC, quanto mais houver afiliados e quanto mais estes viverem para poupar, maior será o volume do pecúlio e maiores serão as condições de financiar o investimento e o potencial do crescimento econômico, desde que não haja idade obrigatória para se aposentar. No plano macroeconômico, uma recessão afeta ambos os regimes, enquanto uma estagnação da massa salarial ou uma elevação da inflação os atingem diferentemente: a primeira ameaça a sustentabilidade financeira e atuarial do regime contributivo e reduz a capacidade de poupança no conjunto dos assalariados, e a segunda corrói os valores reais dos ativos e desencoraja a capitalização individual.

Em geral, os que defendem o RC argumentam que a poupança compulsória possui efeitos negativos em termos de eficiência econômica, pois reduz o grau de liberdade do consumidor. No caso em que a capitalização esteja voluntária, muitos autores opõem o argumento de que alguns indivíduos, sobretudo os mais jovens, optam pelo consumo presente, na expectativa de terem tempo no futuro para acumular o suficiente e cobrir suas futuras necessidades. Trata-se do conceito de “miopia”, em que o indivíduo não tem noção exata do tempo, da precariedade da vida e da saúde, sem capacidade de fazer avaliações de longo prazo (Feldstein, 1974; Barro, 1974; Oliveira et al., 1992).

Também, a população de baixa renda não tem, mesmo que o deseje, condições de poupar o suficiente para a sua inatividade; não conta com maiores incentivos a formar poupança para a velhice ou para os infortúnios da vida, deixando-se buscar cobertura na assistência social, e não na Previdência. O desestímulo se observa também nas camadas médias, porém, por outro motivo, que é a desconfiança nas regras previdenciárias e financeiras, cujas mudanças inesperadas podem inviabilizar a conversão do seu pecúlio em renda permanente garantida ou postergar as aposentadorias.

Se a adesão a um sistema de Previdência fosse de caráter voluntário, provavelmente ocorreria um fenômeno conhecido como “seleção adversa”: aqueles cujos riscos são maiores são justamente os que mais adeririam ao sistema, havendo, portanto, uma elevação de custos e consequente desestímulo a novas filiações (Oliveira, 1982).

Em uma situação de consumo reprimido, a transição do RR para o RC pode levar os indivíduos em geral a trocarem somente uma parte da poupança compulsória por poupança voluntária, o que contrai a poupança agregada. Nesse caso, surge um efeito de *crowding-out* da poupança que provoca distorções nos preços relativos, assim como retração do poder de compra das famílias (Oliveira et al., 1992). Ainda, no longo prazo, segundo Caccomo:

A ampliação da poupança é limitada pelo fato de que, após um período de crescimento dos fundos de pensão, chega o momento em que os participantes se aposentam e começam a sacar seus recursos. A partir daí toda a expansão da poupança relativa ao sistema previdenciário decorrerá essencialmente do crescimento demográfico (Caccomo, 2004, p. 22).

Finalmente, a compulsoriedade das prestações no RC pode equacionar parte dos problemas mencionados, principalmente a que se refere ao fenômeno de “miopia”. Mas não resolve os problemas associados às oportunidades de investimento e à taxa mínima de retorno, que podem induzir a retirada precoce ou antecipada da força de trabalho mais velha do mercado. Persiste também a questão da cobertura real dos riscos relativos aos acidentes e às taxas de reposição, assim como o fenômeno do custo de oportunidade da poupança em termos de consumo.

Para muitos autores, todas as deficiências de informação, de desigualdades de renda, de alocação dos recursos e de falhas de mercado que influenciam a Previdência implicam a necessidade da intervenção pública como agente regulador.¹ O estado se apresenta como garantia para o sistema em caso de crise ou ainda se a taxa mínima de retorno não for alcançada. Alguns autores sustentam que na prática não pode haver privatização total do sistema de seguridade social, posto que o estado é imprescindível para viabilizar a compulsoriedade, regular os fundos de pensão e financiar parte das pensões e da seguridade social não cobertas por poupança privada (Uthoff, 1997). Em síntese, os que defendem a intervenção pública entendem que o

estado pode criar mecanismos institucionais para que a alocação dos recursos seja eficiente.²

No contexto atual de déficits crescentes nos sistemas previdenciários em vigor, a intervenção do estado consiste fundamentalmente em arbitrar entre a manutenção de um nível satisfatório das aposentadorias e a estabilidade das taxas de contribuição. Para além da restrição puramente contábil, a escolha da sociedade é entre gastar mais para educar e formar os jovens ou para garantir vida digna aos velhos. Diante do envelhecimento das populações e da correspondente contração da população ativa, as projeções atestam a necessidade de aumentar as taxas de contribuição previdenciária em grandes proporções e/ou reduzir drasticamente os benefícios para poder preservar o RR.

Praticamente todos os países desenvolvidos tomaram medidas nos últimos anos que reduzem o desequilíbrio atuarial da Previdência. A opção predominante nessas medidas foi o contingenciamento das despesas previdenciárias através da redução da base do cálculo das aposentadorias (em quase todos os países desenvolvidos) e do aumento da idade de elegibilidade para aposentadoria (Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha).

Vale ressaltar que as dificuldades de sustentabilidade financeira e atuarial da Previdência podem ser causadas por fatores tanto endógenos (elegibilidade, concessão e importância dos benefícios, compulsoriedade), quanto exógenos ao sistema (nível de emprego, grau de formalidade, salário, produtividade, juro e dinâmica demográfica). Desses fatores, os mais apontados pela literatura especializada são a elegibilidade e a dinâmica demográfica.³ Os desequilíbrios atuariais são o resultado de um sistema em que os indivíduos usufruem da aposentadoria mais do que aportam durante os anos de trabalho. Ora, isso não é verdade, pois uma pessoa que trabalha formalmente da idade de 25 até 65 anos passaria 40 anos contribuindo, ao passo que são pouquíssimas as suas chances de atingir uma idade superior a 105 anos, de forma a passar mais tempo na aposentadoria do que na ativa.

Pode-se alegar que em geral os benefícios concedidos são maiores que as médias de contribuições e isso gera necessariamente uma transferência intergeracional e, a termo, necessidades de financiamento, devido à evolução demográfica desfavorável. Nesse quesito, deve-se introduzir a questão dos ganhos de produtividade, que crescem de uma geração para outra e que, nas palavras de Oliveira (1982, p. 23):

não somente colaboram para o equilíbrio da Previdência como também justificam até certo ponto um esquema de transferência de renda intergeracional, dentro do pressuposto de que gerações mais novas e “mais ricas” de trabalhadores deveriam partilhar esses ganhos com as gerações mais antigas e “mais pobres”. O argumento ficaria mais reforçado se supusermos que alguma parcela dos ganhos de produtividade auferidos pelos trabalhadores do presente poderia ser atribuída ao esforço das gerações passadas, hoje na inatividade.

Os desequilíbrios na Previdência Social podem persistir mesmo que se resolvam todas as questões apontadas como causas do fenômeno, que são a informalidade do trabalho, a concessão de benefícios assistenciais, a sonegação, as dívidas não cobradas e as renúncias de contribuição. Isso só não aconteceria, mesmo no RC, se houvesse crescimento contínuo do número de contribuintes e poupadores, sem alterações na estrutura demográfica ou nos tempos de vida. Mas a realidade aponta para a queda da fecundidade e o aumento da longevidade, de modo que faz crescer a proporção dos aposentados na população. No Brasil, por exemplo, as projeções do IBGE assinalam um crescimento substancial da proporção da população com mais de 60 anos, passando dos 9,8% atuais para 17% em 2025 e 25% em 2050, data a partir da qual estagnaria e depois começaria a cair.

Todavia, no plano demográfico, o fato de que o percentual dos ativos potenciais, isto é, a população entre 20 e 60 anos de idade se mantém constante ou em crescimento nos últimos anos — em praticamente todos os países — permite imaginar que o número dos ativos será suficiente para amparar os inativos, desde que os primeiros aceitem que uma parte do seu produto adicional sirva a financiar aposentados e que o crescimento econômico se mantenha positivo. No caso do Brasil, especificamente, a proporção da população entre 20 e 60 anos, segundo os dados do IBGE, passou de 34,54% em 1980 para 41,94% em 2000, e está projetada em 56,60% para 2020 (IBGE, 2008). Assim, a questão previdenciária deixa de ser um problema fundamentalmente demográfico, uma vez que a razão de dependência demográfica dos idosos — a relação entre a população de 65 anos de idade ou mais e a população entre 15 e 64 anos de idade — não compromete a sustentabilidade do sistema. A propósito desse quociente, o Brasil apresenta uma razão de dependência de 9,1%, três pontos e meio abaixo da média dos países desenvolvidos.

Ainda no caso brasileiro, não há consenso quanto ao déficit da Previdência Social. Oficialmente, a necessidade de financiamento se eleva a R\$ 36,2 bilhões em 2008, contra 44,8 bilhões em 2007 e 56 bilhões em 2006 (*Valor*, 21.1.2009). Essa queda se deve ao ciclo de crescimento econômico dos últimos anos, que permitiu uma elevação sistemática expressiva do emprego e da formalização, com impactos positivos na arrecadação. As receitas para o custeio previdenciário vêm da contribuição dos trabalhadores e empresários e de outras contribuições, como a Cofins e a CSLL. O valor total das duas últimas contribuições, para o ano 2008, é de R\$ 168,5 bilhões (Siafi, 2009). A diferença desse montante com o déficit do mesmo ano nas contas da Previdência dá um superávit de R\$ 132,3 bilhões, suficiente para cobrir as outras obrigações da seguridade social (Filgueiras et al., 2003, p. 727).

É importante sublinhar que não há evidências de que a sociedade gaste mais no RR do que no RC para garantir o poder de compra das aposentadorias. Os estudos empíricos (Tabellini, 1990; Mulligan, et al., 2002) não conseguem provar o contrário. Mulligan, Gill e Sala-I-Martin mostram que a relação entre as despesas previdenciárias e as variáveis demográficas e econômicas é essencialmente a mesma em ambos os regimes.

Outros estudos examinam os custos de transição do RR para o RC. Durante a transição, não haverá contribuições coletivas para assegurar os benefícios dos inativos que contribuíram durante a vida ativa. O estado será obrigado a honrar seus compromissos, recorrendo à emissão de títulos e/ou à elevação dos impostos, e isso pode provocar expectativas desfavoráveis e gerar instabilidade econômica, sobretudo em um contexto de incerteza. No caso em que aumenta a dívida pública, não haverá nenhum efeito positivo sobre o nível geral de poupança (Rondanelli, 1996). Se a transição for financiada por um aumento dos impostos, pode haver um efeito positivo sobre a acumulação de capital. No entanto, teoricamente o impacto fiscal sobre o crescimento é um assunto bastante controverso. Para Lucas (1990), esse impacto é ínfimo, enquanto para outros autores, como Jones, Manuelli e Rossi (1993), os efeitos são consideráveis. Muitos estudos tentaram reconciliar esses resultados extremos, pondo em evidência um conjunto de parâmetros que podem condicionar a dimensão dos impactos, tais como a elasticidade de substituição entre os fatores na função de produção ou a importância do investimento em capital humano.

Por fim, os impactos da substituição do RR pelo RC sobre a poupança agregada parecem ser ambíguos e sua comprovação empírica difícil. Diversos autores (Beattie e McGillivray, 1995; Singh, 1995) sustentam que os efeitos do sistema de seguridade sobre o nível de poupança são reduzidos e se dão essencialmente no longo prazo, contrariando a expectativa de que o RC aumenta o nível de poupança e favorece a acumulação do capital. Pode-se argumentar que, mesmo que haja aumento da poupança, não haveria necessariamente maior disponibilidade de recursos para ativos produtivos. O caso brasileiro ilustra bem essa situação, quando se sabe que mais de 65% dos fundos de pensão no país estão investidos em renda fixa (títulos públicos), o que não contribui para a acumulação de capital (Secretaria de Previdência Complementar, 2009). Para isso, a poupança acumulada deve estar aplicada nas ações de empresas, financiando diretamente as atividades econômicas.

Embora exista uma correlação entre poupança e crescimento econômico, a identificação dos laços precisos de causalidade entre eles apresenta sérias dificuldades. Na teoria heterodoxa, como se sabe, o crescimento do produto não depende essencialmente da poupança prévia, mas de uma série de fatores, como a eficiência dos investimentos, a performance do capital humano, as inovações tecnológicas e a demanda agregada.

2. PREVIDÊNCIA, POUPANÇA E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Na teoria econômica ortodoxa, o investimento depende da poupança prévia e a taxa de juros é o preço que iguala a demanda e a oferta por recursos a investir, determinando os níveis de poupança e de acumulação do capital. Acredita-se em uma igualdade *ex ante* entre poupança e investimento, considerando o sistema bancário como simples repassador de poupança aos investidores (Chick, 1994). Assim, o estímulo à poupança implicaria uma aceleração do produto mesmo em contextos de pleno emprego.

Schumpeter foi um dos primeiros economistas a contestar a teoria convencional da poupança prévia, mostrando que o financiamento do investimento é criado *ad hoc*, sem necessidade de recursos acumulados em fases anteriores. Para o autor, o que importa para acelerar o crescimento econômico é que o sistema financeiro crie, a partir do nada, o poder de compra do

empresário, para que ele possa pôr em ação os meios de produção e realizar inovações. Essas realizações permitem posteriormente a liquidação dos financiamentos, e, conseqüentemente, a igualação da variação do produto e da poupança se efetua *ex post*.

Em Keynes, o juro não é mais uma “recompensa por não gastar”, mas uma “recompensa por não entesourar”. Passando a ser um fenômeno monetário definido pela oferta e demanda de moeda, a taxa de juros é confrontada à eficiência marginal do capital, impactando o investimento.⁴ Portanto, a poupança não determina a taxa de juros e tampouco as decisões de investir. Na teoria de Keynes, investimento e poupança são iguais *ex post*, invertendo a causalidade clássica. Então, o investimento varia independentemente da existência prévia de poupança e é financiado por um sistema bancário ativo que antecipa a acumulação do capital e que faz a renda futura depender do investimento corrente.

Para Keynes, um ato de poupança individual não significa necessariamente a substituição do consumo presente pelo consumo futuro. Ele não significa a substituição da demanda por consumo presente por uma demanda de consumo futuro, e sim a diminuição líquida da demanda. Tal diminuição afeta as expectativas e contrai o investimento.

Os estudos empíricos mostram que um aumento no nível de poupança não implica necessariamente uma retomada do crescimento econômico (Schmidt-Hebbel et al., 1996; Reis, 1996). Reis testa a inversão da causalidade entre poupança e investimento, confirmando a ideia de Keynes de que as variações nas taxas de crescimento econômico precedem as variações da poupança.

O modelo Solow-Swan admite que a poupança só afeta o crescimento na passagem de um estado estacionário para outro (Solow, 1956) e estipula que o crescimento econômico é determinado essencialmente pelas inovações tecnológicas e pela produtividade do trabalho. Estudos mais recentes incluíram na teoria neoclássica, a noção de capital humano (Schultz, 1973), que, juntamente com a acumulação física, determina a relação capital/produto e afeta as decisões de investir (Simonsen, 1991).

Outras contribuições sublinham o fato de que o investimento é influenciado pela incerteza quanto às taxas de retorno, as quais dependem de fatores subjetivos e institucionais (Knight, 1921). O grau de instabilidade ma-

croeconômica e institucional afeta o nível de investimento e, portanto, o crescimento econômico.

Em suma, a poupança por si só é insuficiente para garantir o crescimento a longo prazo, e, conseqüentemente, o RC, mesmo que aumente a poupança, não gera necessariamente crescimento econômico. Nesse regime, o maior esforço dos assalariados em aumentar a poupança em detrimento do consumo se traduz, *a priori*, por um déficit na demanda global, o qual pode provocar contração econômica.

Nos períodos de crise, os rendimentos são baixos e os agentes econômicos preferem entesourar seus ativos na espera de uma elevação dos juros, algo semelhante ao que ocorreu no Japão, na década de 1980, quando o governo baixou os juros para combater a recessão. Essa política aumentou a poupança naquele país, porque os japoneses que possuem ativos monetários consideravam que as taxas de juros estavam tão baixas que seria impossível baixá-las ainda mais. O Japão se afundou na sua pior crise do pós-guerra, pego em uma situação parecida com a que Keynes descreveu como “armadilha da liquidez”.

Segundo muitos analistas, a estagnação do Japão se deveu a um desequilíbrio estrutural entre o volume da poupança privada e as oportunidades de investimento com retorno positivo. As oportunidades de investimento estavam esgotadas devido ao ciclo anterior de grande expansão. A recessão gerou deflação e as taxas de juros não podiam cair abaixo do zero, configurando uma situação de “armadilha de liquidez” (Krugman, 2008).

De acordo com as ideias keynesianas, o estado deve sustentar a demanda via déficit fiscal. Assim, uma poupança adicional, que poderia ser gerada pelo RC, irá servir unicamente a acumular dívida pública, sem efeito favorável sobre o nível de atividade. A termo, a diferença nesse regime em relação ao de repartição é que os aposentados passariam a viver dos juros e dos reembolsos da dívida pública, enquanto os trabalhadores da ativa passariam a poupar individualmente e pagar mais impostos em vez de pagar contribuições.

Na teoria econômica há um princípio conhecido como *regra de ouro*, no qual o consumo é otimizado a longo prazo quando a taxa de juros tende a se igualar com a taxa do crescimento do PIB. Se a taxa de poupança é superior ou demasiadamente elevada, a taxa de juros se torna inferior à taxa de

crescimento da economia. Nesse caso, fala-se de uma situação de sobreacumulação, em que há desperdício de investimento, isto é, a produção adicional obtida é inferior ao investimento realizado. Inversamente, quando o estoque de capital se encontra em num nível relativamente baixo, com taxa de juros superior à taxa de crescimento da economia, o estímulo à poupança se torna benéfico e o sistema de capitalização pode se revelar mais útil para sustentar o crescimento a longo prazo. Nessa situação, a proporção da poupança-aposentadoria na massa salarial pode ser reduzida, em função do nível relativamente alto dos juros, e o consumo, incrementado. No entanto, a curto prazo, contraditoriamente, é preciso aumentar a poupança para exatamente acumular o capital necessário e, portanto, reduzir o consumo.

Enfim, um regime previdenciário é benéfico para o investimento quando aumenta o estoque de capital de equilíbrio, sem reduzir a taxa de lucro, isto é, quando mantém o rendimento do capital acima da soma da taxa de crescimento demográfico mais a taxa do progresso técnico. Ele beneficia o consumo se o estoque de capital e a taxa de juros estiverem fixos. A avaliação do benefício total fica definida pela elasticidade da demanda global em relação à taxa de juros. Mas não se dispõe ainda de elementos teóricos ou empíricos para determinar as variações induzidas do estoque de capital e da taxa de juros. Tudo que se sabe é que, no modelo do ciclo de vida, o perfil do consumo por faixa etária é muito sensível à taxa de juros.

CONCLUSÃO

Quando são considerados os complexos mecanismos que se inserem no processo de formação de poupança e suas relações com o crescimento econômico, vê-se que as expectativas quanto aos resultados da substituição do RR pelo RC são demasiadamente otimistas. O raciocínio de que o sistema de aposentadoria por capitalização é benéfico tanto para a sociedade como para o indivíduo parte da pressuposição de que o RC gera uma poupança adicional que serve a incrementar o produto. Essa causalidade se perde em uma realidade em que o investimento é induzido geralmente pela expansão da demanda, a qual pode ser incompatível com o incremento da poupança. Esta pode estar abundante e as taxas de juro real, negativas, sem que haja necessariamente crescimento econômico.

O estímulo à poupança se torna benéfico e o sistema de capitalização pode se revelar útil somente quando o estoque de capital se encontra em um nível relativamente baixo e com taxa de juros superior à taxa de crescimento da economia. A poupança ainda pode induzir ao investimento em uma economia dinâmica que utiliza plenamente as suas capacidades de produção, necessitando de novos recursos para mais investimento. Na ausência dessas condições, a suposta elevação da poupança pelo RC pode acarretar mais instabilidade econômica do que crescimento. Ficaria difícil e danoso para a economia estimular o crescimento da poupança em uma situação de subemprego, em que a demanda é oprimida e o seu nível muito aquém daquele que asseguraria o pleno emprego.

Outro problema do sistema de capitalização, em que os fundos são administrados por instituições privadas, está nos elevados custos de gestão e nas falhas de regulação, como testemunham as irregularidades e falências observadas nos Estados Unidos e na Inglaterra, onde aposentadorias de muitos trabalhadores se transformam em cinzas. Ainda, o RC não preserva a Previdência dos riscos demográficos e do desempenho econômico, mas simplesmente transfere tais riscos para os particulares através da extinção dos benefícios prefixados.

NOTAS

1. Ver Browning (1974), Meltzer e Richard (1981), Tabellini (1990), Sala-I-Martin (1995), Mulligan e Sala-I-Martin (2003), Mulligan, Gill e Sala-I-Martin (2002).
2. Para a discussão entre estatizantes e privatizantes ver, entre outros, Mesa-Lago (1998), Muller (2000), Huber e Stephens (2000), Orzag e Stiglitz (2001), Crabbe e Giral (2005), Gill, Packard e Yermo (2005).
3. Ver Ferreira, 2007, p. 141-184.
4. Keynes define a eficiência marginal do capital como “a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas do capital (...) igual ao seu preço de oferta”, ou seja, a relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta. Keynes afirma que o investimento vai variar até o ponto em que a eficiência marginal do capital seja igual à taxa de juros (Keynes, 1936, p. 123).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARRO, R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p. 1.095-1.117, 1974.

- BEATTIE, R.; MCGILLIVRAY, W. A risky strategy: Reflections on the World Bank Report: averting the old age crisis. *International Social Security Review*, v. 48, n. 3-4, p. 5-22, 1995.
- BELAN, P.; PESTIEAU, P. Privatizing social security. *Core Discussion Paper*, nov. 1999.
- BROWNING. Why the social insurance budget is too large in a democracy? *Economic Inquiry*, v. 13, p. 373-388, 1975.
- CACCOMO, J. L. La retraite, la croissance et la finance. *Problèmes Economiques*, n. 2.493, nov. 2004.
- CHICK, V. A Evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros, *Ensaios FEE*, v. 15, n. 1, p. 9-23, 1994.
- CRABBE, C. A.; GIRAL, J. Lessons learned from pension reform in Latin America and the Caribbean. In: CRABBE, C. A. (Ed.). A quarter century of pension reform in Latin America and the Caribbean: *lessons learned and next steps*. [S.l.] Inter-American Development Bank, 2005.
- DAIMOND, P. A. A framework for social security analysis. *Journal of Public Economis*, n. 8, v. 3, 1977.
- FELDSTEIN, M. Social security, induced retirement and aggregate capital accumulation. *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 51, p. 905-926, 1974.
- ; SAMWICKM A. The economics of prefunding social security and medicare benefits. *NBER Working Paper*, n. 6.055, 1997.
- FERREIRA, S. G. Sistemas de previdência em países industrializados: a crise e suas soluções. In: TAFNER, P.; GIAMBIAGI, F. (Org.). *Previdência no Brasil: debates, dilemas e escolhas*, IPEA, 2007.
- FILGUEIRAS, L.; LOBO, B. Política econômica na reforma da previdência. *Bahia Análise e Dados*, v. 13, n. 3, dez. 2003.
- GILL, I. S.; PACKARD, T.; YERMO, J. Keeping the promise of social security. [S.l.] The World Bank, Stanford University Press, 2005.
- HUBER, E.; STEPHENS, J. D. *The political economy of pension reform. Latin America in comparative perspective*. *Unrisd Occasional Paper*, n. 7, 2000.
- IBGE. *Séries Históricas. População Brasileira*, 2008.
- JAEGER, C.; KACHENOURA, A. Les fonds de pensions: une aubaine pour les marchés des capitaux. *Reflets Perspectives*, v. 39. n. 2-3, 2000.
- JONES, L.; MANUELLI, R.; ROSSI, P. Optimal Taxation in Models of Endogenous Growth. *Journal of Political Economy*, n. 101, p. 485-517, 1993.
- KEYNES, J. M. (1936). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural, ed. 1983.
- KNIGHT, F. *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston: Houghton-Mifflin Co. Reeditado pela Escola de Economia de Londres. 1921, p. 20,.
- KRUGMAN, P. O que fazer, Nova York. *Review of Books*, nov. 2008.

- LUCAS, R. Supply-Side Economics: an Analytical Review. *Oxford Economic Papers*, n. 1, 42, p. 293-316, 1990.
- MELTZER, A.; RICHARD, S. A rational theory of the size of government. *Journal of Political Economy*, v. 89, p. 914-927, 1981.
- MESA-LAGO, C. La privatización de los sistemas de pensiones de la seguridad social en América Latina y el Caribe. Caracas: [s.n.], 1998.
- MULLER, K. Pension privatization in Latin America. *Journal of International Development*, v. 12, p. 507-518, 2000.
- MULLIGAN, C.; GILL, R.; SALA-I-MARTIN, X. *Social security and democracy*. Cambridge, M. A. NBER Working Paper, n. 8.958, 2002.
- MULLIGAN, C.; SALA-I-MARTIN, X. *Social security, retirement, and the single-mindedness of the electorate*. NBER Working Paper, Cambridge, M. A., n. 9.691, 2003.
- OLIVEIRA F. E. B. de. Alguns aspectos conceituais operacionais e estruturais da Previdência Social Brasileira. *Texto para Discussão Interna*, IPEA, n. 53, dez. 1982.
- OLIVEIRA, F. E. B. de; KAIZÔ, K. I. B.; ALBUQUERQUE, A. C. D. DE. Previdência, poupança e crescimento econômico: interações e perspectivas. *Texto para Discussão*, IPEA, n. 607, 1992.
- ORZAG, P.; STIGLITZ, J. Rethinking pension reform: 10 myths about social security systems. In: HOLZMANN, R.; STIGLITZ, J. (Eds.). *New ideas about social security: towards sustainable pension system in the 21st century*. Washington, D.C.: World Bank, 2001.
- REIS, E. J.; PONTA, A. F. *Poupança e crescimento: evidências macroeconômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro: BID/IPEA, 1996.
- RONDANELLI, E. *Chilean pension fund reform and its impact on saving*. Santiago de Chile: Universidad Gabriela Mistral, 1996.
- SALA-I-MARTIN, X. A positive theory of social security. *Discussion Paper*, Yale University, nov. 1995.
- SCHMIDT-HEBBEL, K.; SERVEN, L.; SOLIMANO, A. Savings and invest: paradigms, puzzles, policies. *The World Bank Research Observer*, 1996.
- SCHULTZ, T. *O capital humano*. Rio de Janeiro: Zahar, 1973.
- SCHUMPETER, J. A. *The theory of economic development*. Cambridge: Harvard University, 1957.
- SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (2009). Estatísticas dos Fundos de Pensão. http://www1.previdencia.gov.br/docs/pdf/ie_junho-2008.pdf Acesso 01/03/2009.
- SIAFI – SISTEMA INTEGRADO DE ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DO GOVERNO FEDERAL (2009). Execução Orçamentária e Financeira. *Orçamento da Seguridade Social*.
- SIMONSEN, M. H. *Poupança e crescimento econômico*. Rio de Janeiro: FGV, 1991, p. 39. (Ensaio Econômico, n. 178).
- SINGH, A. Pension reform, the stock market, capital formation and economic growth. *Issa Review*, v. 49, n. 3, 1995.

- SOLOW, R. M. A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, p. 65-94, fev. 1956.
- TABELLINI, G. *A positive theory of social security*. NBER Working Paper, Cambridge, M.A., n. 3.272, 1990.
- TEULADE, R. *L'Avenir des systemes de retraite*. Les Editions du Journal Officiel, 2000.
- UTHOFF, A. Reformas a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro. *Revista de la Cepal*, n. 63, 1997.
- VALOR. (21.1.2009)
- ZAOUTI, P. H. La gestion financière à long terme: spécificité de la gestion des fonds de retraites. *Revue d'Economie Financière*, mar. 2002.