

INSTITUTO DE ESTUDOS DE POLÍTICA ECONÔMICA

Casa das Garças

TEXTO PARA DISCUSSÃO
Nº 8

MECANISMOS COMPULSÓRIOS E MERCADOS DE CAPITAIS:
PROPOSTAS DE POLÍTICA ECONÔMICA

PERSIO ARIDA

MAIO DE 2005

Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica.

Persio Arida

Maio 2005.

As propostas apresentadas para fortalecer o mercado de capitais no Brasil têm corretamente enfatizado a importância tanto da preservação da estabilidade macroeconômica obtida desde o Plano Real quanto da construção de instituições que protejam adequadamente os interesses de acionistas minoritários e investidores. A correção de distorções fiscais e o respeito aos contratos, tópicos de várias considerações recentes, também têm relevo em políticas que busquem ativamente incentivar o florescimento do mercado de capitais no Brasil.

Em vez de repisar temas já bastante explorados, meu objetivo neste texto é explorar a questão da funcionalidade dos mecanismos compulsórios de financiamento ao investimento no Brasil atual. Tais mecanismos foram introduzidos nas décadas de 1960 a 1980 com o objetivo de suprir uma lacuna no mercado de capitais. Partiu-se do princípio de que inexistia poupança doméstica disponível para lastrear empréstimos de longo prazo. Tratava-se, assim, de arregimentar compulsoriamente a poupança para evitar que, diante da falta de sua disponibilidade voluntária, o investimento fosse prejudicado.

O diagnóstico de uma lacuna no mercado de capitais foi questionado recentemente. É verdade que o mercado de capitais doméstico é predominantemente de curto prazo, mas empresas de porte e o Tesouro Nacional têm acesso a outros mercados de capitais de longo prazo situados no exterior. A diferença no perfil de financiamento não decorre nem do tipo de poupador – os mesmos agentes, residentes e não residentes, atuam nas duas jurisdições, doméstica e estrangeira – nem da moeda de referência de contratos – há emissões atreladas a moedas estrangeiras e à moeda doméstica em ambas as jurisdições. Tudo se passa como se a estrutura a termo da taxa de juros fosse truncada no plano doméstico, mas não fora do país.

A extensão do prazo de financiamento no mercado de capitais doméstico passa necessariamente pela plena conversibilidade (e seu conseqüente efeito sinalizador sobre a

qualidade do padrão monetário nacional) e pela erradicação da incerteza jurisdicional decorrente do viés antipoupador e do poder arbitrário do Príncipe (Arida 2005; Arida, Bacha e Lara-Resende 2005). Em outras palavras, a lacuna no mercado de capitais subsiste, mas não resulta mais, como se pensava, de limitações do sistema de mercado, e sim de políticas econômicas e formas de funcionamento das instituições.

É nesse contexto que busco explorar a questão da funcionalidade dos mecanismos compulsórios de financiamento ao investimento, materializados atualmente nos seguintes fundos: Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS), Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-PASEP) e Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND). Esses fundos sofreram, ao longo de sua história, uma série complexa de mutações nos planos legal e institucional. Várias das circunstâncias de sua criação não mais subsistem. Fazem sentido no Brasil atual? E, caso não façam, como promover a transição para um sistema mais eficiente?

Um tratamento exaustivo dessas questões ultrapassa os limites deste artigo. Com o propósito de estimular a reflexão, sugirirei um conjunto de modificações nos mecanismos compulsórios que aumentariam o potencial de crescimento da economia brasileira e que me parecem factíveis, posto que não requerem alterações constitucionais ou supressão de direitos já consagrados.

Início por uma breve apresentação dos fundos relevantes para nossa discussão.

Os dois de maior relevo, posto que constantemente alimentados pela própria atividade econômica, são o FGTS e o FAT. O FGTS tem a natureza típica de um fundo de poupança compulsória. Suas cotas são de titularidade de agentes do setor privado e sujeitas a regras restritivas de resgate que asseguram sua utilização para lastrear empréstimos de longo prazo.¹ O FAT, instituído pela Constituição de 1988, substituiu um fundo de natureza macroeconômica similar ao FGTS, o antigo fundo PIS-PASEP, sustentado pelos impostos de mesmo nome e que também se materializava como ativo do setor privado por meio de depósitos em contas individuais específicas dos trabalhadores. Os recursos do FAT, no entanto, não mais se materializam em contas individuais; a propriedade de suas cotas ou mesmo o direito aos seus rendimentos deixou de ser, direta ou indiretamente, do setor privado. A Constituição estipulou que o FAT tem obrigações de caráter assistencial² e

¹ Ao longo deste trabalho, ignorarei a parcela dos depósitos do FGTS convertida, por conta e risco do proprietário das cotas, em ações de companhias abertas privatizadas ou sob controle do Tesouro Nacional.

² Pagamento do seguro-desemprego e 14º salário. Os recursos do FAT sustentam também vasta gama de programas do Ministério do Trabalho, como o Programa de Formação Profissional (PLANFOR), o

destinou um percentual mínimo de 40% de seus recursos ao BNDES. Como resultado, transformou um fundo de poupança compulsória do setor privado em um fundo de natureza fiscal com cotas que não são resgatáveis e cujos recursos são despendidos sem transitar pelo orçamento da União.

Ao contrário do FAT e do FGTS, os dois outros fundos que atuam como mecanismos de financiamento de longo prazo no mercado doméstico refletem exclusivamente o efeito de patrimônios acumulados no passado. As contribuições acumuladas no fundo PIS-PASEP até o advento da Constituição de 1988 não foram incorporadas ao FAT e são mantidas à parte.³ O FND, por sua vez, resultou de um empréstimo compulsório que incidiu uma única vez. Um e outro são fundos estanques, não alimentados por novas contribuições.

Passarei aqui ao largo das complexas alterações sofridas ao longo do tempo pelos vários fundos. Cada um deles, ao ser criado, possuía um objetivo específico, como substituir o sistema de indenização por tempo de serviço, no caso do FGTS, ou reduzir o excesso de demanda agregada, no caso do FND; variaram as regras de saque e as formas de uso dos recursos arregimentados; mas todos ainda hoje compartilham o aspecto de mecanismos compulsórios de financiamento de longo prazo.

Há quatro áreas em que se pode buscar mais eficiência nos mecanismos compulsórios: governança, gestão estatal, precificação e eliminação de distorções alocativas.⁴ O desafio consiste, de um lado, em escapar do imobilismo e do aprisionamento em modelos ultrapassados e, do outro, em evitar a tentação de reinventar o sistema, como se o país não tivesse história e mudanças legais e constitucionais fossem facilmente implementadas.

A primeira área de aprimoramento diz respeito à governança, em especial à dos fundos de maior relevo, o FAT e o FGTS. Tais fundos são administrados por Conselhos Curadores tripartites, compostos por representantes dos trabalhadores, dos empregadores e do governo. A composição desses Conselhos, de inspiração getulista, deveria ser modificada. A razão é que, mesmo deixando-se de lado as questões pertinentes à compatibilidade entre a representação classista e processos democráticos de decisão, a

Programa de Geração de Emprego e Renda (PROGER), em suas modalidades urbano e rural, e o Programa de Expansão do Emprego e Melhoria da Qualidade de Vida do Trabalhador (Proemprego) etc.

³ Tratarei aqui, simplificada, das contribuições acumuladas como fundo PIS-PASEP. A rigor, os patrimônios acumulados são mantidos em separado. Cabe ao Banco do Brasil o pagamento do abono relativo ao antigo PASEP e à CEF o pagamento relativo ao PIS.

⁴ Uma quinta área, não discutida aqui, diz respeito a aspectos de engenharia financeira, como as recorrentes propostas de capitalizar o saldo do FAT no BNDES, fazendo crescer sua base de capital e seu potencial de empréstimo, ou de vender a mercado as obrigações que hoje constam dos ativos do FND.

discrepância de interesses e responsabilidades entre as partes faz com que a representação classista contrarie o interesse público.

Tome-se o FGTS como exemplo. Uma das partes tem a responsabilidade de avalista – posto que os depósitos do FGTS na CEF contam com a garantia do Tesouro Nacional – mas as demais não. Como podem se posicionar de forma equânime? No FAT, representantes dos trabalhadores e dos empregadores, como a Central Única dos Trabalhadores (CUT) e a Confederação Nacional da Indústria (CNI), opinam sobre a composição dos programas do Ministério do Trabalho e as aplicações do fundo. Mas sendo o fundo oriundo de impostos coletados da sociedade, o interesse público seria mais bem atendido nos trâmites do processo orçamentário usual. Essa situação equivale, por exemplo, a apartar recursos que integram o orçamento da União, reduzir o orçamento público para educação e transferir a decisão sobre o uso dos recursos apartados para um conselho com representantes do sindicato de professores e do sindicato de escolas particulares.

A segunda área de aprimoramento se refere à gestão. Os recursos dos fundos são administrados por instituições financeiras controladas pela União, mas o sistema poderia ser aprimorado se assegurasse ao trabalhador liberdade para escolher o administrador de seu FGTS e instituisse leilões em que instituições financeiras privadas competiriam pela aplicação dos recursos do FAT ou do FGTS em setores ou atividades pré-selecionados. Essas modificações atenuariam os efeitos do monopólio exercido pela CEF e pelo BNDES e reduziriam o escopo de pressão dos grupos de interesse.

A gestão governamental dos recursos também deve estar sujeita à revisão crítica independente. Esse tópico é pertinente aos problemas da governança pública, infelizmente negligenciados nas discussões sobre governança focadas em aspectos corporativos e nas companhias abertas. Minha sugestão é constituir comissões de especialistas que discutam criticamente o desempenho dos vários programas de gastos empreendidos com recursos dos fundos. A exemplo de outras sociedades, as comissões de avaliação não devem ter poder decisório, mas suas conclusões ficam disponíveis para a sociedade.

A terceira área de aprimoramento é a precificação. Não temos hoje coerência nos custos de financiamentos de longo prazo lastreados pelos mecanismos compulsórios. Dois empréstimos de mesmo prazo feitos pelo BNDES e pela CEF para tomadores de risco de crédito estritamente equivalentes têm custos diferentes, mesmo que o ganho no bem-estar da sociedade deles resultante seja o mesmo. É que um desses empréstimos é regido pela

Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e o outro pela Taxa Referencial (TR), e não há regra que compatibilize os dois índices.

Além da falta de coerência, ambos os índices têm sido fixados em valores inferiores ao custo de oportunidade dos recursos. De um lado, a poupança dos trabalhadores depositada no FGTS tem rendido menos que uma aplicação financeira de risco equivalente, prejudicando os trabalhadores em benefício dos tomadores de empréstimos da CEF. De outro, o custo dos empréstimos concedidos tanto pelo BNDES quanto pela CEF tem sido sistematicamente inferior à taxa Selic ou ao custo do dinheiro no curtíssimo prazo. Isso reduz a potência da política monetária em comparação com uma situação alternativa, em que a taxa Selic afetasse também os créditos oriundos da CEF e do BNDES. Como consequência, a taxa Selic necessária para viabilizar uma determinada meta inflacionária tem de ser maior do que seria se os créditos da CEF e do BNDES tivessem seu preço fixado de forma não subsidiada⁵.

Como melhorar a precificação atual? Uma idéia recorrente nos debates sobre o assunto é igualar TJLP e Selic – para ser preciso, fazer a TJLP coincidir com uma média móvel de taxas Selic no período de tempo relevante. Por coerência, o argumento exigiria que os depósitos do FGTS também fossem remunerados pela TJLP, harmonizando a precificação dos créditos lastreados em mecanismos compulsórios e eliminando o efeito negativo sobre a distribuição de renda decorrente da remuneração punitiva hoje em vigor.

A idéia é atrativa, mas ignora o fato de que há uma diferença fundamental entre os recursos remunerados pela Selic, que são de curtíssimo prazo, e os recursos dos fundos compulsórios, investidos no longo prazo. A solução correta consiste em levar a sério a idéia de construir um índice em reais que capte, da melhor forma possível, a TJLP pertinente à economia brasileira a cada momento. Tal foi a inspiração da TJLP quando de sua criação, evidente em seu próprio nome e na própria exposição de motivos da lei que a instituiu, mas ao longo do tempo a inspiração perdeu-se e seu valor passou a ser fixado de forma *ad hoc* e desprovida de coerência conceitual.⁶

Igualar a TJLP à Selic como freqüentemente sugerido seria um procedimento correto apenas se a estrutura a termo da taxa de juros fosse invariante, ou seja, se as taxas

⁵ O argumento é igualmente pertinente a outras formas de crédito dirigido como empréstimos habitacionais ou crédito rural.

⁶ A exposição de motivos que acompanhou a Medida Provisória que instituiu a TJLP deixou claro que a TJLP não deveria ser interpretada como subsídio ao investimento, e sim como forma correta de precificação do custo de oportunidade de empréstimos de longo prazo. Foi com essa intenção que o Conselho Monetário Nacional fixou a primeira TJLP levando em conta a rentabilidade oferecida por títulos de longo prazo do Tesouro Nacional emitidos no exterior, a melhor *proxy* que havia no momento

de longo prazo fossem iguais às taxas de curto prazo. É evidente que, na ausência de qualquer informação, é melhor pressupor uma estrutura a termo invariante do que fazer suposições arbitrárias. Dispomos hoje, no entanto, de uma indicação de mercado sobre a TJLP. O Tesouro Nacional emite obrigações longas, predominantemente de dez anos, indexadas ao IGPM e negociadas em volumes expressivos. É bem verdade que se tratam de títulos indexados a um índice conceitualmente confuso e que, por isso mesmo, não figura como meta inflacionária.⁷ As impropriedades do indexador, no entanto, não importam no caso. A rentabilidade dos títulos em IGPM sinaliza a taxa de mercado para o longo prazo, e certamente é preferível usar esta informação a pressupor a invariância da estrutura a termo da taxa de juros.

A proposta que emana dessas considerações consiste em remunerar os depósitos do FGTS de acordo com a TJLP, eliminando a incoerência entre os custos de financiamento oriundos do FAT e do FGTS⁸, bem como determinar a TJLP de acordo com o sinal enviado pelo mercado sobre a taxa de juros de longo prazo em reais vigente em títulos do Tesouro Nacional. Essa proposta, se implementada hoje, faria a TJLP refletir a rentabilidade dos títulos longos em IGPM emitidos pelo Tesouro. À medida em que a consolidação da estabilidade macroeconômica crie condições propícias à emissão de títulos de longo prazo pré-fixados ou indexados ao IPCA, o sinal dado pelo mercado passaria a depender da remuneração desses títulos.

A proposta eliminaria ainda a fixação da TJLP do rol das decisões suscetíveis à pressão de grupos de interesse. Acolhida, faria com que a TJLP passasse a se comportar de fato como uma taxa de longo prazo, refletindo a credibilidade do Banco Central e a confiança dos investidores na qualidade do crédito do Tesouro Nacional. Tanto a independência do Banco Central quanto reduções da dívida do Tesouro como proporção do PIB reduziriam a TJLP. Variações na taxa Selic, por sua vez, provocariam variações na TJLP, de acordo com o efeito que causassem na estrutura a termo da taxa de juros. O *spread* de um empréstimo de longo prazo feito pelo BNDES ou pela CEF refletiria o risco do

para a taxa de juros de mercado de longo prazo. A existência hoje de títulos de longo prazo emitidos no mercado nacional torna dispensável a referência a títulos emitidos em jurisdição estrangeira.

⁷ O IGPM, como se sabe, não reflete o custo de vida, nem o deflator implícito do Produto Interno Bruto. É um índice exageradamente sensível a variações na taxa de câmbio, e sua mensuração tem sido comprometida pelo uso de preços de lista. Há demanda voluntária pelos papéis em IGPM porque são indexados e corrigidos por um índice calculado por entidade não governamental, supostas virtudes que testemunham de forma eloqüente a desconfiança quanto à determinação do Banco Central no combate à inflação e o temor de manipulação de estatísticas por parte do governo.

⁸ A sugestão implica em distinguir o rendimento das cadernetas de poupança do rendimento das contas do FGTS. A TR continuaria em vigência para as cadernetas, instrumento de curto prazo e com características de liquidez imediata, ao passo que a remuneração dos depósitos do FGTS passaria a ser regida pela TJLP.

tomador em relação ao risco do Tesouro. A proposta também é coerente com o aval concedido pelo Tesouro aos depósitos do FGTS: a remuneração do trabalhador se tornaria idêntica àquela que ele obteria se adquirisse um título de longo prazo emitido pelo Tesouro.

A reprecificação aqui sugerida provavelmente demandará uma cuidadosa arquitetura de separação de fluxos e estoques. Implementada hoje, aumentaria tanto a remuneração dos recursos depositados no FGTS quanto o custo dos empréstimos da CEF e do BNDES. Para evitar desequilíbrios patrimoniais, talvez faça sentido limitar a mudança a novos depósitos referentes ao FGTS e a novos empréstimos feitos pelo BNDES ou pela CEF.

A quarta área de aprimoramento diz respeito às distorções alocativas causadas pelos mecanismos de financiamento compulsório. Considere-se, inicialmente, o caso do FGTS. Como as condições de saque são restritivas e a remuneração atual de $TR + 3\%$ tem sido inferior a aplicações financeiras de risco equivalente, o valor presente dos recursos para o trabalhador é inferior ao custo para a empresa. Para o empregador, cada real gasto como contribuição ao FGTS é um real de custo; para o trabalhador, vale menos que um real no seu bolso. Evidentemente, ambas as avaliações estão corretas, pois para a empresa o impacto do custo é imediato, enquanto para o trabalhador há perda, já que a taxa de juros que incide sobre seus depósitos no FGTS é inferior àquela que poderia obter se dispusesse livremente de seus recursos.

Essa clivagem de percepções estimula a informalidade no mercado de trabalho. O arranjo informal parece conveniente às duas partes: reduz o custo para a empresa e aumenta o salário efetivo do trabalhador. O sistema funciona mal, e são precárias as formas freqüentemente usadas para driblar a legislação, como a contratação de mão-de-obra por meio de empresas de prestação de serviços ou o registro na carteira de trabalho com valores artificialmente reduzidos. A informalidade diminui a eficiência da economia, reduzindo a renda disponível e a taxa de crescimento.

O efeito adverso do FGTS sobre os fluxos de renda pode ser bastante atenuado com a reprecificação da remuneração dos depósitos. Se os novos depósitos forem corrigidos pela TJLP nos moldes aqui sugeridos, o valor presente dos depósitos para o trabalhador só apresentará desconto em relação ao valor de face em razão de os depósitos no FGTS serem ilíquidos. A simplificação de regras de resgate, especialmente nos pedidos de demissão, reduziria ainda mais esse desconto, maximizando assim os efeitos positivos da reprecificação.

Vejamos, agora, o impacto negativo causado pelo FAT sobre os fluxos de renda. Seus recursos são derivados do PIS, que é um imposto sobre faturamento e, portanto, uma das formas mais nocivas de tributação. O Tesouro Nacional se apropria do imposto arrecadado apenas de forma oblíqua, a saber, na proporção em que os dividendos pagos pelo BNDES ao seu único acionista decorrem dos lucros oriundos da administração dos recursos do FAT. Como todo imposto sobre faturamento, o PIS diminui a eficiência da economia e afeta a taxa de crescimento.

Minha sugestão a esse respeito é zerar a alíquota do PIS, de imediato ou conforme um cronograma previamente anunciado. Isso equivaleria a uma redução da carga fiscal sem perda da capacidade de custear as despesas da União. O efeito da proposta seria apenas fazer cessar novos aportes de recursos para o FAT, passando sua evolução patrimonial a depender da balança entre gastos e retornos dos depósitos anteriormente feitos no BNDES.⁹

As propostas aqui sugeridas têm vantagens óbvias: reduzem a informalidade no mercado de trabalho; reduzem a carga tributária; reduzem a taxa Selic necessária ao cumprimento de uma determinada meta inflacionária; melhoram a distribuição de renda; equalizam, na margem, os custos dos empréstimos do BNDES e da CEF; e aumentam a eficiência da alocação de empréstimos de longo prazo.

Resta examinar o efeito dessas propostas sobre a formação de capital. Na ótica estrita dos que se beneficiam do atual sistema, o efeito é negativo, pois as propostas reduziriam o montante dos recursos à disposição do BNDES e aumentariam o custo de novos empréstimos tanto da CEF quanto do BNDES. Em compensação, as propostas reduziriam a taxa de juros de curto prazo, aumentariam a eficiência da economia e fariam crescer a formação de capital lastreada nos mecanismos voluntários de poupança.

Vale a pena, então, implementar essas mudanças? Penso que sim. A resposta conclusiva, no entanto, pode surgir apenas de um amplo debate e do aprofundamento das considerações aqui feitas.

FIM.

⁹ Note-se que a sugestão em nada altera as responsabilidades constitucionalmente atribuídas ao FAT.

Referências bibliográficas

ARIDA, Persio

(2005) “Conversibilidade: o caso brasileiro”. Em: GLEIZER, Daniel (org.). *Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro*. São Paulo: BM&F.

ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa & LARA-RESENDE, André

(2005) “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”. Em: F. GIAVAZZI, I. GOLDFAJN e S. HERRERA (orgs.). *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press.