PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – PUCSP
Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política

RENATA MOURA SENA

FGTS: Análise das Propostas de Flexibilização

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

São Paulo
2009

RENATA MOURA SENA

FGTS: Análise das Propostas de Flexibilização

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada ao Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como requisito para obtenção de título de mestre em Economia sob orientação do Prof., Doutor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho.

São Paulo
2009

Banca Examinadora

_____

_____

_____

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação só foi possível com o auxílio de pessoas fundamentais em todo o processo de desenvolvimento desse projeto. Agradeço aos meus pais e meus irmãos pelo apoio durante o mestrado. Aos professores do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUC-SP, pelos incentivos, debates, sugestões, críticas e apoio deste o ingresso no mestrado até sua conclusão. Em especial, agradeço aos professores Carlos Eduardo, João Machado, Antônio Moraes, Rosa Marques, Nelson Carvalheiro e Otília.

Agradecimento especial ao Carlos Eduardo Carvalho, meu orientador por me ajudar a construir um trabalho interessante e por não me deixar desistir quando achei este trabalho maior do que eu. Sou grata a os amigos que fiz no curso, principalmente ao Cláudio Dittício e Sérgio Tormin por todas as conversas (divertidas e sérias) que tivemos além de um agradecimento muitíssimo especial à Mariana Jansen pelos ombros e pela leitura de todas as versões deste trabalho.

Agradeço ao Leandro pela leitura das versões, pela correção e, principalmente, pelo apoio e carinho em todos os momentos e em todas as decisões que tomei nesse período. Por fim, agradeço a paciência de minha filha, Giovanna, por deixar sua mãe dar atenção à “outra filha”. Vocês são muito especiais.

“Somente a realização do conhecimento destrói a ignorância”.

Paramahansa Yogananda

RESUMO

A dissertação analisa as propostas de liberalização do FGTS e seus possíveis impactos sobre o governo, as empresas e os trabalhadores. O FGTS é um importante instrumento de poupança compulsória capaz de direcionar recursos para as áreas de habitação, saneamento básico e infra-estrutura. Ao mesmo tempo, é um pecúlio do trabalhador com o intuito de indenizá-lo quando de sua demissão ou em outras circunstâncias que a lei permite. Acrescente-se que, as empresas o consideram um custo adicional à contratação de trabalhadores pelo mercado formal. Assim, são estudadas as características e aplicações do Fundo, o gerenciamento dos recursos de modo a verificar as aplicações e os retornos financeiros. A conclusão é que, apesar da baixa remuneração ao trabalhador e dos custos para as empresas, o FGTS é um importante instrumento de *funding* que se torna ainda mais relevante em situações em que há redução do crédito privado.

Palavras-Chave: Fundos de Poupança Compulsória; FGTS; Liberalização de Fundos Públicos; Mercado de Capitais

ABSTRACT

This thesis concerns about proposals were made in order to make flexible the use or application of the FGTS. It includes impact analysis over the government, firms and employees. The FGTS is an important device of public saving and it is able to led resources toward habitation, sewer and infrastructure areas. It is also a sort of “contingency reserve” available to the workers to use when them got fired or in others specific moments, according to the law. The enterprises face them like an extra cost related to the hiring process. So, it was studied features related to this fund - including management issues - to check the application possibilities and financials outcomes. In the conclusion we realized that FGTS is an important tool, it is not so simple to make its use flexible because the proposals are not complete enough to cover the impacts. And finally, its relevance increases in periods that private credits are reduced.

Key-words: Compulsory Public Savings; FGTS; Liberate Public Savings; Capital Market.

SUMÁRIO

Lista de Tabelas 3
Lista de Gráficos e Quadros 3
Lista de Abreviaturas e Siglas 5
INTRODUÇÃO 6
1. Fundamentos teóricos ao financiamento do investimento no Brasil 9
1.1. Poupança e Investimento: Visão Convencional 9
1.2. Poupança e Investimento: Keynes e os Pós-Keynesianos 11
1.2.1. O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* 14
1.2.2. O Papel dos Preços no Nível de Produção 17
1.3. A Estratégia do Brasil no Financiamento do Investimento 19
1.4. Fundos Públicos e Crédito Direcionado 21
1.4.1. Fundos Públicos e Crédito Direcionado no Brasil 23
2. O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço 26
2.1. Proteção ao Trabalhador 26
2.2. A Instituição do FGTS: Lei nº 5.107 de 1966 30
2.2.1. A “Opção” do Trabalhador e a Preferência das Empresas 31
2.2.2. O FGTS e a Lei de Estabilidade 33
2.2.3. Aspectos Gerais do FGTS 33
2.2.3.1. Alterações na Lei do FGTS 36
2.3. A Gerência do FGTS 39
2.4. O Desempenho do Fundo 43
3. Críticas sobre o FGTS 52
3.1. Interesses 53
3.1.1. Governo 53
3.1.2. Empresas 55
3.1.3. Trabalhadores 57
3.2. Os depósitos no FGTS 58
3.3. Rentabilidade das Contas do FGTS e o Salário do Trabalhador 60
3.4. Críticas ao FGTS 62
3.4.1. Baixa Remuneração do Trabalhador 62
3.4.2. Trabalhadores com Rendimentos Distintos 69
3.4.3. Impedimento à Ampliação do Mercado de Capitais 69

4. Análise das Propostas de Alteração do FGTS 71
4.1. Propostas de Alteração do FGTS 73
4.1.1. Proposta Arida 75
4.1.2. Proposta Teixeira 82
4.1.3. Proposta Carvalho Filho 85
4.1.4. Proposta Pinheiro 86
4.1.5. Proposta Cantidiano 90
4.1.6. Proposta Franco 90
4.1.7. Proposta Zylberstajn 92
4.2. Flexibilização da Aplicação dos Recursos do FGTS: Medidas Concretas 94
4.2.1. Fundos Mútuos de Privatização do FGTS (FMP-FGTS) 94
4.2.1.1. Sobre Fundos Mútuos de Privatização do FGTS (FMP-FGTS) 98
4.2.2. Fundos de Investimento do FGTS (FI-FGTS) 101
4.3. Críticas às Propostas de Liberalização 102
CONCLUSÃO 106
BIBLIOGRAFIA 116

Lista de Tabelas

Capítulo 2
FGTS: Contas Selecionadas do Ativo: Arrecadações - 2001 a 2007 44
FGTS: Saques por Modalidade – 2001 a 2007 45
FGTS: Operações de Crédito – 2001 a 2007 50
FGTS: Empregos gerados e população beneficiada – 2004 a 2007 51

Capítulo 4
FGTS: TJLP e SELIC - 1998 a 2008 80
FGTS: Remuneração do Fundo de Privatização Petrobrás com Recursos do FGTS x TR + 3% 96
Remuneração do Fundo de Privatização Vale com Recursos do FGTS x TR + 3% .97

Lista de Gráficos e Quadros

Capítulo 2
FGTS: Balanço Patrimonial de 31 de Dezembro de 2007 e 2006.....43
FGTS: Comparação entre PIB, Depósitos e Saques das Contas Vinculadas (em %) – 2001 a 2007 46
FGTS: Correlação entre PIB e Depósitos (R$ mil) – 2001 a 2007 47
FGTS: Correlação entre PIB e Saques (R$ mil) – 2001 a 2007.....49

Capítulo 3
FGTS: Depósitos Realizados na CEF (R$ mil) – 1998 a 2007.....59
FGTS: Comparação entre os índices do CDI e TR – 1995 a 2007 63
CDI: Variação anual do índice (%) – 1995 a 2007 64
TR: Variação anula do índice (%) – 1995 a 2007.....65
FGTS: Comparação entre os índices CDI e INPC (em %) – 1995 a 2007 65
FGTS: Comparação entre os índices TR e INPC (em %) – 1995 a 2007 66
FGTS: Comparação entre os índices TR e IPCA (em %) – 1995 a 2007.....67

Capítulo 4

FGTS: Financiamentos Realizados por Setor com os Recursos do FGTS (R$ milhões) – 2002 a 2007 72
Operações de Crédito Direcionados à Habitação (R$ milhões) – 2002 a 2007 72
FGTS: Comparação entre as Propostas de Alteração do Fundo 74
TJLP: Variação anual do índice (%) – 1998 a 2007 78
SELIC: Variação anual do índice (%) – 1998 a 2007 79
IBOVESPA: Variação anual do índice (%) – 1998 a 2008 85

Lista de Abreviaturas e Siglas

FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
CEF	Caixa Econômica Federal
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
FNE	Fundo Constitucional do Nordeste
FNO	Fundo Constitucional da Amazônia
FCO	Fundo Constitucional do Centro-Oeste
BNH	Banco Nacional de Habitação
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
FIT	Fundo de Indenizações Trabalhistas
ORTNs	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
FAD	Fundo de Assistência ao Desempregado
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
OIT	Organização Internacional do Trabalho
CVS	Compensação de Variações Salariais
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
TR	Taxa Referencial
CDI	Certificados de Depósitos Interbancários
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
IPO	*Initial Public Offering*
PGBL	Plano Geral de Benefícios Livres
PIS	Programa de Integração Social
PASEP	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
FMP	Fundo Mútuo de Privatização
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
PIBB	Papéis Índice Brasil Bovespa
BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros
ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimentos
PPP	Parcerias Público-Privadas
FIFGTS	Fundo de Investimento do FGTS
PIB	Produto Interno Bruto

INTRODUÇÃO

A dissertação analisa as propostas de liberalização do FGTS e seus possíveis impactos sobre os principais agentes econômicos envolvidos: governo, empresas e trabalhadores. O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS foi criado em 1966 com o intuito de fazer com que as empresas realizassem uma poupança, com depósitos mensais, em contas vinculadas ao trabalhador de forma que, caso se aposentasse na empresa, receberia todo o montante acumulado, caso fosse demitido, receberia os recursos depositados até então ou poderia fazer uso do dinheiro para financiar sua habitação.

O FGTS tornou-se, simultaneamente, importante instrumento de *funding* para o financiamento do setor de infra-estrutura urbana, saneamento-básico e habitação popular. No que se refere ao setor habitacional, opera em duas frentes: por meio do financiamento das construções e pelo crédito direcionado às famílias. Para que possamos discorrer sobre este assunto, a dissertação apresenta quatro capítulos, além desta introdução e da conclusão ao final.

O primeiro capítulo apresenta a visão pós-keynesiana do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* para explicar o financiamento de longo prazo, veremos que esta análise se aplica a economias desenvolvidas. Analisaremos uma estratégia alternativa à obtenção de recursos por meio do setor privado que é a criação dos fundos de poupança compulsória. Esses fundos e seu direcionamento realizado pelo Estado participam de forma significativa do financiamento de setores que geram empregos e elevam o bem-estar social. São mecanismos públicos de fomento ao desenvolvimento econômico (CINTRA, 2007, p. 43).

No Brasil, os fundos de poupança compulsória são direcionados às diversas áreas tais como projetos de infra-estrutura, saneamento-básico (água e esgoto) e habitações populares. De forma indireta, fomentam a atividade econômica por meio da geração de emprego e renda, principalmente, com o financiamento de pequenas e médias empresas, agricultura familiar, dentre outros setores (PINHEIRO, M. M. S., 1997, p. 09).

Os principais dispositivos de poupança compulsória no país são o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) gerido pela Caixa Econômica Federal (CEF) e voltado ao financiamento imobiliário e ao saneamento urbano; o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), gerido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com destinação predominante ao investimento em máquinas e equipamentos industriais e em infra-estrutura econômica e; aos fundos de desenvolvimento regional (o Fundo Constitucional do Nordeste – FNE - administrado pelo Banco do Nordeste do Brasil, o Fundo Constitucional da Amazônia – FNO - gerido pelo Banco da Amazônia e o Fundo Constitucional do Centro-Oeste – FCO - administrado pelo Banco do Brasil) (CINTRA, 2007, p. 43) 1.

O segundo capítulo mostra a origem do FGTS e seu antecessor, a lei de estabilidade - forma de proteção ao trabalhador e que coexistiu com o FGTS até a Constituição de 1988. Para isso, faz-se necessário o estudo de sua a lei de criação, histórico e as alterações efetuadas nesta lei ao longo de sua existência. Além disso, a elucidação da forma de gerenciamento dos recursos é necessária de modo a visualizar suas aplicações e retornos financeiros. Também veremos as críticas direcionadas ao Fundo de forma a compreendermos a origens das propostas de liberalização. Esse estudo se justifica, pois há necessidade de detalharmos suas funções e as regras de direcionamento dos recursos depositados.

O terceiro capítulo apresenta as críticas sobre a existência do FGTS, isso porque a manutenção de fundos compulsórios abriu espaço para diferentes análises sobre suas atividades, gerência, eficiência no atendimento aos propósitos e sobre a conveniência de sua conservação. Desse modo, ao longo do capítulo analisamos a relação entre os efeitos do Fundo para o Governo, os trabalhadores e as empresas.

Veremos que, do ponto de vista do governo, a necessidade de poupança doméstica disponível para lastrear empréstimos de longo prazo que o Estado garante por meio dos recursos das poupanças compulsórias pode restringir o desenvolvimento do mercado de capitais. Sob a ótica dos trabalhadores, o estudo se dará na

[1] O FAT, o FNO, o FNE e o FCO não são focos deste estudo.

remuneração dos depósitos do Fundo que são considerados baixos, inferiores à aplicação mais básica da economia que é a caderneta de poupança; e pelas empresas, veremos a percepção de que a existência do FGTS aumenta os custos de se manter um trabalhador formal.

O quarto capítulo apresenta as atuais propostas de mudanças no FGTS que serão apresentadas de forma a evidenciar os possíveis resultados e conseqüências de cada uma delas. As sugestões indicam tanto a aplicação dos recursos para o desenvolvimento do mercado de capitais no país quanto na transformação do FGTS em uma espécie de fundo previdenciário que estaria disponível apenas quando da aposentadoria do trabalhador. Verificaremos que todas as propostas estudadas foram apresentadas em um período de crescimento econômico que não foram consideradas as oscilações pelas quais a economia passa. Desse modo, os testes das propostas apontarão suas deficiências e de que forma os agentes interessados serão afetados.

Diante disso, temos que em situações como redução do crescimento econômico e restrição no crédito leva o governo a atuar de forma anticíclica de modo a evitar que ocorra uma recessão ou que, se já existir, que se acentue. Para isso, disporá de quaisquer recursos, dentre eles os fundos de poupança compulsória para financiar os setores estratégicos que passem por dificuldades na obtenção de crédito. Isso ocorre para que haja o investimento e a geração de empregos no país. Assim, vemos que o FGTS além de uma importante fonte de recursos para o financiamento da habitação, saneamento e infra-estrutura, também auxilia, em momentos de crise, no fomento a investimentos por meio da CEF.

1. Fundamentos teóricos ao financiamento do investimento no Brasil

O capítulo tem por objetivo mostrar como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS – pode ser visto a partir da leitura pós-keynesiana do ponto de vista dos clássicos e das teses de Keynes sobre poupança e investimento. Também veremos o conceito de *finance*-investimento-poupança-*funding* como forma de financiamento das economias. Além disso, temos a estratégia utilizada pelo Brasil no sentido de suprir falhas de mercado e fomentar o crescimento econômico.

Isso porque, quando se analisa a literatura econômica relacionada a esses conceitos, temos uma apresentação clara do mercado desenvolvido que prevê que o investimento privado pode resultar em uma poupança privada. No caso do Brasil, veremos que os mecanismos privados são insuficientes para fomentar os investimentos necessários, havendo a necessidade de o Estado fazer o papel de promover o desenvolvimento.

1.1. Poupança e Investimento: Visão Convencional

Uma síntese pós-keynesiana feita por Studart (1993) mostra que de acordo com os economistas clássicos (como, por exemplo) o financiamento do investimento estava diretamente vinculado com as poupanças individuais. Nesse ponto, o crédito correspondia à transferência de saldos de moeda-mercadoria de agentes superavitários para agentes deficitários tanto de forma direta como por meio do mercado financeiro (STUDART, p.102).

Do ponto de vista do sistema bancário moderno, o crédito é uma operação contábil onde há a criação de um ativo (empréstimo) e, concomitantemente, de um passivo (depósito). Assim, mesmo tendo a moeda bancária uma representação da maior parte dos meios de pagamento, o crédito permanece como se ainda estivesse em um sistema de moeda-mercadoria.

Segundo Studart (1993), a teoria dos fundos emprestáveis restabelece a visão convencional no que se refere à posição do sistema financeiro, isto é, como

intermediador de poupanças. Dessa forma, o autor coloca que o mercado de capitais é representado por meio de duas curvas: “a função poupança que reflete as preferências intertemporais das unidades familiares; e a curva de investimento, como uma função direta do retorno sobre o capital. O equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis é alcançado quando a taxa de juros de mercado se iguala à taxa natural de juros, que equilibra poupança e investimentos desejados” (STUDART, p.103).

Sob essa concepção, tanto o investimento quanto o crescimento seriam determinados pela tecnologia e pelas preferências dos consumidores. Considerando a teoria, mesmo com a moeda, a visão que se tem sobre o mercado financeiro permanece como sendo um intermediador de poupança. Além disso, o sistema financeiro também é visto como um mero provedor de meios de pagamento e, portanto, se destaca pela alocação de recursos poupados entre as oportunidades de investimento produtivo. Já o volume desses recursos é determinado de forma exógena (STUDART, 1993, p.103-104).

A contenção do sistema financeiro que ocorre devido à carência de poupança levaria a efeitos adversos em relação ao investimento e, conseqüentemente, do crescimento deixando-os abaixo do potencial. Desse modo, segundo levantado por Studart (1993), “os países em desenvolvimento sofrem de uma carência crônica de poupança interna, o que criaria a necessidade artificial de políticas de crédito seletivo na alocação dos escassos recursos poupados” (STUDART, p.105).

Assim, o baixo crescimento dos países em desenvolvimento se deve, segundo essa teoria, a um nível de investimento baixo, a alocação ineficiente dos recursos direcionados para tais investimentos e das pressões inflacionárias. Desse modo, a proposta apresentada é que a liberalização financeira aumentaria a produtividade do investimento, aceleraria o crescimento e reduziria a inflação (STUDART, 1993, p.105).

1.2. Poupança e Investimento: Keynes e os Pós-Keynesianos

Keynes define poupança como sendo o “excedente do rendimento sobre os gastos de consumo”. Já a renda do empresário pode ser definida como “a diferença entre o valor de sua produção acabada, vendida durante o período, e o seu custo primário”, entendendo o custo primário como sendo o pagamento aos fatores de produção correspondentes aos serviços prestados (KEYNES, 1992, p. 58).

Outra definição importante apresentada por Keynes é a demanda efetiva que, segundo ele, “é simplesmente a renda agregada (ou produto) que os empresários esperam receber, incluídas as rendas que fazem passar às mãos dos outros fatores de produção, por meio do volume de emprego corrente que resolvem conceder” (KEYNES, 1992, p. 59).

Keynes acrescenta a definição de investimento corrente, em que afirma que este é a “adição corrente ao valor do equipamento de capital que resultou da atividade produtiva do período” (KEYNES, 1992, p. 64). Ao subtrair do investimento a depreciação normal independente do uso do equipamento, tem-se o investimento líquido do período.

Keynes também afirma que os empresários trabalham com os riscos que os investimentos apresentam até que seu resultado se torne a renda do empresário e estes riscos ocorrem independentemente às suas decisões. Isso gera mudanças nos valores de mercado da empresa, de suas ações e do preço de seus produtos, o que afeta o lucro. O lucro é a renda do empresário a qual se desmembrará a poupança (KEYNES, 1992, p. 59).

Os conceitos acima apresentados representam “as decisões voluntárias tomadas pelo empresário a fim de conseguir o lucro máximo” (KEYNES, 1992, p. 59). Dessa forma, o empresário toma suas decisões de investimento com o intuito de conseguir fazer com que seu lucro (ou parte dele) fomente novos investimentos futuros com intuito de ampliar sua empresa e sua participação no mercado.

Assim, Keynes afirma que “(...) embora o montante da poupança seja o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o montante do investimento resulte do comportamento coletivo dos empresários, estes dois montantes são, necessariamente, iguais, visto que qualquer deles é igual ao excedente da renda sobre o consumo” (KEYNES, 1992, p. 64).

No entanto, a premissa para que esta condição seja verdadeira é admitir que a renda seja equivalente ao valor da produção corrente, também precisamos aceitar que o investimento corrente seja igual à parte da produção corrente não consumida e, finalmente, que a poupança seja igual ao excedente da renda sobre o consumo. Desse modo, de acordo com Keynes, a igualdade entre poupança e investimento é uma conseqüência natural (KEYNES, 1992, p. 64).

Assim, Keynes conclui que:

> Renda = Valor da Produção = Consumo + Investimento
> Poupança = Renda – Consumo
> Portanto, Poupança = Investimento (KEYNES, 1992, p. 64).

Dos resultados das transações entre produtor e consumidor (ou comprador do bem de capital), tem-se que a poupança surge da renda, que sob a ótica do empresário, corresponde ao lucro. Desse modo, o investimento de cada empresário equivale ao custo de uso do equipamento que adquiriu de outros empresários. Assim, o excedente da renda frente ao consumo, isto é, a poupança deve ser igual ao acréscimo do equipamento de capital, ou seja, do investimento (KEYNES, 1992, p. 65).

Porém, Keynes completa sua análise ponderando que a diferença entre poupança e investimento é explicada por uma ilusão, isto é, ao supor que a relação entre um depositante individual e o banco for considerada unilateral. Keynes justifica que quem poupa adquire um ativo (seja dinheiro, débito ou bens de capital) e para que isso aconteça é necessário que outro bem de valor correspondente se crie ou que alguém se desfaça de um bem de valor correspondente. Na primeira situação, há um novo investimento; na segunda, alguém abre mão de uma poupança igual, pois a

venda desse bem decorre de um excesso de consumo sobre a sua renda (KEYNES, 1992, p. 77).

Assim, a idéia de que o crédito bancário permite realizar investimentos sem que nenhuma poupança tenha sido criada, resulta da concessão de um crédito adicional a créditos já existentes no setor bancário que permite ao empresário efetuar uma adição ao seu investimento corrente, que de outro modo não poderia ocorrer. Como conseqüência, a concessão de crédito bancário leva ao surgimento de três derivações: (i) elevação da produção; (ii) aumento dos salários como conseqüência da adição no valor da produção marginal; e (iii) acréscimo das unidades salariais em termos monetários devido à melhoria nos níveis de emprego (KEYNES, 1992, p. 77).

Estas conseqüências podem afetar a distribuição de renda desde que sejam tendências de um estado de produção crescentes. Keynes ainda complementa afirmando que a visão de que a "poupança sempre supõe investimento, embora incompleto e enganoso, é certamente mais justo do que a idéia segundo a qual pode haver poupança sem investimento ou investimento sem poupança" (KEYNES, 1992, p. 78).

No entanto, Possas (2001, p.108), apresenta a visão sob a ótica de Kalecki, e este afirma que "a poupança não financia o investimento em nenhum sentido teoricamente inteligível. Primeiro porque ela não precede, nem temporal nem logicamente, o investimento (...); ela é por definição um fluxo de rendimentos simultâneo ao investimento e por ele determinado. Segundo porque quem financia o investimento é o crédito, este sim, um estoque – de poder de compra criado pelo sistema bancário – que precede lógica e temporalmente o investimento" (POSSAS, 2001, p.108).

Kalecki argumenta que aqueles que afirmam que a poupança é importante para a formação de um *funding* na economia que ocorre por meio do alongamento dos prazos de financiamento, incorrem em um erro. Isso porque o investimento "financia a si próprio" no sentido que (i) a poupança não financia o investimento e (ii) que o gasto realizado na compra de bens de investimentos gera lucros e, com eles,

poupança e, como resultado, libera um montante de liquidez que fica disponível ao sistema bancário (POSSAS, 2001, p. 109).

Há ainda a visão de que a poupança não é resultado de decisões voluntárias dos agentes econômicos, pois é variável da renda e por isso completamente residual por ser determinada pelo gasto. Partindo desse princípio, sendo a poupança involuntária não financia nenhum gasto justamente por ser resíduo deste. Isto porque, em conjunto ao investimento, há o déficit do governo e o saldo do comércio exterior que seriam co-determinantes à poupança privada (POSSAS, 2001, p. 111).

De acordo com Possas (2001), uma redução na poupança privada não poderia ser complementada pela poupança pública ou pela poupança externa, visto que uma vez ocorrido o investimento, o resultado seria necessariamente a redução da poupança privada (pelo gasto incorrido no investimento). Deste modo, a poupança privada é determinada pelo investimento e pelas despoupanças do setor externo e do governo que variam inversamente entre eles (POSSAS, p.111).

Sob essa ótica, a poupança não precisa de nenhuma noção de equilíbrio. Assim, "não se trata apenas da notória rejeição da (neo)clássica noção de que igualdade entre poupança-investimento se daria mediante o ajustamento da taxa de juros a uma posição de equilíbrio (...) o que foi feito explicitamente por Keynes e Kalecki" (POSSAS, 2001, p. 112). Desse modo, a poupança não é função da taxa de juros, pois simplesmente a poupança é determinada pelo investimento.

1.2.1. O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*

Em escritos posteriores à Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes desenvolve um espectro alternativo à visão convencional com base no circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*. Para tanto, o sistema financeiro é desenvolvido, tanto no que concerne aos instrumentos utilizados por esse sistema, quanto pelo volume de recursos geridos, e existem mercados organizados de ativos financeiros (FERREIRA, 1995, p. 13).

Este circuito foi apresentado como tendo sido originalmente formulado para economias fechadas. O investimento antecede a poupança que, por sua vez, é resultado do crescimento econômico. A poupança consolida (e não financia) a acumulação de capital de forma a sustentar o crescimento econômico (RESENDE, 2007, p. 136).

De acordo com Resende (2007), Keynes elaborou o financiamento do investimento em duas partes: a primeira se dá com o investimento planejado na qual a poupança ainda não ocorre por meio do multiplicador. Esse investimento decorre do crédito de curto prazo que foi demandado pelas empresas com o objetivo de financiar a produção de bens de capital. Esse seria o que Keynes denominou de *finance* motive. A segunda ocorre com o investimento em si o qual, este sim, é correspondente a uma poupança agregada que surge por meio do efeito multiplicador (RESENDE, p. 137).

Studart (1993) detalha a avaliação de Keynes por meio de três pontos: a participação do sistema bancário no processo de financiamento da acumulação; a determinação e o papel das taxas de juros; e o papel do mercado de capitais na alocação das poupanças individuais. A participação do sistema bancário no processo de financiamento da acumulação: onde o sistema bancário é desenvolvido, o financiamento ocorre independentemente de poupança prévia. Isto é, o financiamento do investimento é que torna possível a criação da renda pelo efeito e a poupança agregada seria um subproduto deste multiplicador (STUDART, p. 106).

A taxa de juros não é considerada uma variável de ajuste entre poupança e investimento, mas resultante da relação entre a oferta e a demanda por moeda (por meio da preferência pela liquidez e pelas decisões dos bancos) e pelas expectativas dos empresários. E acresce que o investimento é inversamente relacionado à taxa de juros (STUDART, 1993, p.106).

O papel do mercado de capitais na alocação das poupanças individuais mostra que essa alocação é determinante para a disponibilidade de fundos para os dos passivos das empresas e do sistema bancário. Esse *funding* é um possível redutor da

debilidade financeira o que afeta de forma positiva economias cujo financiamento do investimento é feito com base no crédito bancário (STUDART, 1993, p.106).

Na visão de Keynes, quando o empresário decide investir o faz previamente à criação de renda. Apesar de haver um autofinanciamento, pelo reinvestimento dos lucros, o financiamento do investimento é independente de poupanças prévias, pois depende essencialmente da capacidade de o setor financeiro fornecer crédito (STUDART,1993, p.108).

Em resumo, o crédito que está associado ao *finance* encontra sua oferta no financiamento de curto prazo e é utilizado como estímulo à atividade de bens de investimento gerando renda por meio do multiplicador. Parte desta renda volta ao sistema financeiro, pois não foi utilizada para consumo, sendo, portanto, poupança. Essa poupança (resultante do investimento) é utilizada para converter a dívida de curto prazo dos investidores junto aos bancos em passivo de longo prazo (RESENDE, 2007, p. 137-138).

Este sistema de consolidação de dívida de curto prazo em passivos de longo prazo ocorre por meio de emissão de ações e títulos e corresponde ao *funding*. Desse modo, não há confusão entre a poupança e o financiamento do investimento. Partindo desse princípio, a taxa de juros não depende da poupança, mas sim da renúncia da liquidez (RESENDE, 2007, p. 138).

Assim, o juro é determinado por meio da preferência pela liquidez e pela oferta de moeda que, por sua vez, ocorre pelas políticas monetárias e pelas estratégias de crédito dos bancos. Além disso, o conceito de preferência pela liquidez está diretamente associado à idéia de incerteza, sendo assim, o investimento é sensível ao grau de incerteza e às expectativas dos agentes que, por sua vez, dependerão das condições de *finance* e *funding* do sistema (RESENDE, 2007, p. 138).

Desta forma, a disponibilidade dos bancos e dos agentes econômicos em optar por menor liquidez, para que haja a oferta de *finance*, representa que o investimento independe da poupança para sua realização. No entanto, Keynes apresenta a

necessidade de que haja uma estrutura de ativos de longo prazo, *funding*, e que seja ajustado em ternos de prazo e custos (FERREIRA, 1995, p. 15).

No entanto, a existência de *finance* não é condição suficiente para garantir o investimento. Isso porque pode haver racionamento na emissão de títulos caso haja incertezas tanto do ponto de vista dos empresários como dos bancos. Desse modo, o financiamento do investimento seria impedido por falta de *funding* (FERREIRA, 1995, p. 17).

Nesta análise, faz-se necessário mencionar que Keynes desenvolveu os conceitos de *finance* e *funding* considerando a economia inglesa, na qual o mercado de capitais sempre teve papel preponderante na geração do *funding*. Este não é o caso de diversos países, inclusive o Brasil (FERREIRA, 1995, p. 17).

1.2.2. O Papel dos Preços no Nível de Produção

Para que o investimento ocorra, faz-se necessário que o empresário tenha confiança e expectativas positivas em relação à economia. Desse modo a estabilidade de preços torna-se um fator importante no processo decisório. Além disso, o país deve contar com formas de financiamento de modo a apoiar os investimentos.

Segundo Ferreira (1995), a estabilidade econômica é fundamentada em dois índices de preços. O primeiro é o da produção corrente, o qual deve exceder os custos de forma a garantir o fluxo de pagamentos dos juros e dividendos do financiamento. O segundo é o que mede o comportamento dos ativos de capital e dos dispositivos financeiros de forma a trazer ao valor presente, os fluxos futuros de renda (FERREIRA, p. 19).

O comportamento dos preços torna-se importante, pois possuem variações independentes. Isto é, quando há acréscimo no preço dos ativos de capital em relação à produção atual, tem-se um aviso positivo no que se refere à produção de bens de capital, dado que as expectativas de renda futura estão elevadas. Por outro lado, quando esses preços estão em queda, há a possibilidade de aquisição de bens

de capital já existentes ou de títulos que financiem esses bens (FERREIRA, 1995, p. 19).

Neste caso, os mercados financeiros aportam recursos sob a forma de capital ou de dívidas na determinação do preço dos ativos. Assim, os bancos de investimento avaliam o valor dos ativos de capital e financeiros da empresa e determinam seu valor patrimonial comparando esses resultados aos passivos que esta possuir. No entanto, o valor patrimonial dessas ações pode ser diferente do seu valor na bolsa. Se o primeiro for inferior ao segundo, a empresa tem sua capacidade de financiamento reduzida (FERREIRA, 1995, p. 20).

Ferreira (1995, p. 21) apresenta o argumento de Minsk na preocupação de que os mercados financeiros entrem em colapso. Nesta situação ocorre um processo de liquidação dos ativos devido à procura pela recuperação a liquidez há, também, redução do crédito bancário. Assim, forma-se uma “espiral de queda no preço dos ativos, lucros, produção corrente e emprego que não possui ponto automático de reversão (FERREIRA, 1995, p. 21).

Para que essa circunstância se reverta, Ferreira (1995) se utiliza novamente de Minsk ao colocar que apenas a ação do Estado pode reduzir essa espiral. Quando opera em déficit, o governo suaviza a redução dos lucros, isso porque, sendo os bancos possuidores de títulos da dívida pública fazem com que a redução do crédito seja menos traumática. O banco central opera no sentido de garantir a liquidez, como emprestador de última instância e, com isso, o Estado impede que haja uma crise deflacionária de liquidação de ativos e faz com que as empresas recuperem sua margem de lucros e gera efeito inflacionário (FERREIRA, p. 21).

Se este efeito inflacionário se tornar crescente e instável, haverá um “efeito destrutivo sobre o alongamento das expectativas empresariais, as finanças públicas e a distribuição de renda. Em tal cenário, não é possível imaginar uma estrutura financeira que apóie eficientemente a acumulação de capital. Mas é preciso observar que o simples controle da inflação é condição necessária, mas não

suficiente para a reconstituição dos financiamentos de longo prazo (FERREIRA, 1995, p. 107).

Assim, Ferreira (1995) acrescenta que duas características se destacam no apoio financeiro aos bancos e aos projetos industriais. A primeira é o vínculo patrimonial entre empresas e bancos; e a segunda, uma política de crédito com base na liquidez monetária, no qual há a política de redesconto aos bancos comerciais e o emprego de recursos especiais por meio de instituições de fomento (FERREIRA, p. 108).

Estas instituições de fomento direcionam recursos para as empresas com o intuito de financiar investimentos. Isso porque, de acordo com Cintra (2007), as instituições privadas de crédito dificilmente atendem à demanda por financiamento dos setores de alto risco, longo prazo de maturação, elevado retorno social e relativamente baixo retorno econômico. Desse modo, o Estado regula e dirige o crédito, por meio dessas instituições, e atua como agente mobilizador de recursos a áreas consideradas prioritárias (CINTRA, p.11).

1.3. A Estratégia do Brasil no Financiamento do Investimento

O projeto nacional de industrialização do Brasil ganhou força durante o período ditatorial conhecido por “Estado Novo” (1937-1945), no qual o governo apresenta um projeto nacional de desenvolvimento em que o Estado assume a posição de indutor do desenvolvimento industrial por meio de empresas estatais e agências reguladoras. Após a Segunda Guerra, há a expansão das empresas multinacionais no país (que entram no país em volume significativo no governo Juscelino). As empresas de capital nacional, predominantemente familiares, possuíam capital frágil para atender às necessidades de investimentos do país (LACERDA, 2003, p.81).

Como forma de garantir o financiamento estatal a projetos de infra-estrutura e à implementação industrial, em 1952, Getúlio Vargas cria o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, formado com recursos de um adicional no imposto de renda. Apesar disso, o governo Vargas não possuía sustentação política ampla e havia limitações na acumulação financeira nacional, pois o país dependia

substancialmente do financiamento externo e da importação de tecnologia. Isso resultou em uma limitação da estrutura produtiva no país (LACERDA, 2003, p.88).

Posteriormente, já ao final do governo Juscelino Kubitschek, o crescimento industrial brasileiro foi estruturado sobre um tripé formado por empresas estatais, pelo capital privado estrangeiro (por meio de multinacionais) e pelo capital privado nacional (LACERDA, 2003, p.99). Assim, o financiamento dessa estrutura vinha do próprio Estado e de financiamentos externos (basicamente por meio das empresas multinacionais; os empréstimos eram relativamente baixos e tornam-se significativos apenas a partir da década de 1960) [2].

Desse modo, de acordo com Ferreira (1995) "o padrão de financiamento brasileiro nunca teve uma base sólida no mercado de capitais, sua principal lacuna. Tampouco apresentou uma articulação entre a indústria emergente e os grupos financeiros privados, pela própria natureza do modelo tripartite, com grande peso para o capital internacional e do setor produtivo estatal (FERREIRA, p. 108) [3].

Assim, o país depende ainda do Estado para financiar projetos de longo prazo. Durante os anos 1970, a expansão monetária fruto dos empréstimos externos não gerou uma política análoga à de redesconto. Isso porque, o contraponto à entrada de recursos externos foi a expansão da dívida mobiliária por meio de uma política de "*open market*". Desse modo, o acúmulo da dívida externa e, posteriormente, sua estatização, que ocorreu de forma simultânea à expansão da dívida mobiliária interna, levou o país a uma crise do setor público, o que prejudicou os financiamentos estatais (FERREIRA, 1995, p. 109) [4].

[2] Para mais detalhes sobre o processo de industrialização brasileiro ver LACERDA, Antonio Corrêa et al. Economia Brasileira. Saraiva, 2003.
[3] Para mais detalhes sobre a falta de articulação entre indústria a grupos financeiros privados ver TAVARES, Maria da Conceição. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro: Ensaios sobre a Economia Brasileira. Rio de Janeiro. Zahar, 1983.
[4] Para mais detalhes sobre a crise dos anos 1980 ver FERREIRA, Carlos Kawall Leal. O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais. 1995.

A busca de uma estrutura financeira própria levou o governo à criação de fundos fiscais e parafiscais[5] (poupança compulsória) e impostos vinculados para financiar setores específicos, tais como construção civil (por meio da habitação, saneamento básico e infra-estrutura urbana) via FGTS; e indústria (por meio do BNDES) via FAT (FERREIRA, 1995, p. 109).

1.4. Fundos Públicos e Crédito Direcionado

Os fundos públicos de poupança compulsória foram criados para auxiliar o financiamento de diversas atividades de fomento àqueles setores cujo investimento ao de alto risco, longo prazo de maturação e com retorno social elevado (PINHEIRO, M. M. S., 1997, p. 09). Assim, o padrão de financiamento elaborado com as reformas financeiras dos anos de 1964 e 1966 constituiu os fundos de poupança compulsória, com destaque para o FGTS, envolvendo contribuições patronais sobre a folha de pagamentos (FERREIRA, 1995, p. 116).

Essas áreas devem englobar investimentos que privilegiem o desenvolvimento do país. São: (i) os investimentos sociais, que tenham por objetivo a geração de emprego e renda (financiamento de micro, pequenas e médias empresas, agricultura familiar, crédito popular para trabalhadores autônomos etc.), projetos de infra-estrutura urbana, saneamento básico (água e esgoto) e habitações populares; (ii) os investimentos em alta tecnologia, isso porque a geração de conhecimento é considerada um bem público devido às externalidades positivas que ocasionam, como aumentos de produtividade e do bem-estar social; e (iii) investimentos em setores voltados à exportação, devido à estratégia do setor exportador para a manutenção da estabilidade de longo prazo (no sentido de evitar crises cambiais) e o crescimento da competitividade industrial (CINTRA, 2007, p.12).

O Estado pode fomentar o crédito direcionado aos setores de formas distintas. Uma delas é direcionar a poupança pública, o que demanda a geração de receita disponível para financiar o investimento público e privado, por meio de um ajuste

[5] Fundos fiscais: seus recursos advém diretamente da arrecadação de impostos por meio da vinculação de certos percentuais. Fundos parafiscais: têm recursos originados em cobranças de taxas ou contribuições especialmente criadas para alimentá-los (PINHEIRO, M. M. S., 1997, p. 09).

fiscal sustentado. Esse ajuste e a recuperação da poupança pública deveriam ser baseados no corte dos gastos públicos com o intuito de reduzir impactos sobre a atividade econômica com a possível redução na carga tributária. Outra forma de intervenção do Estado é criar instituições financeiras de fomento (ou de desenvolvimento) para direcionar o crédito. No Brasil, essas instituições exibem diferentes formas: banco de desenvolvimento (o BNDES), caixa econômica (a CEF) e agências financeiras (CINTRA, 2007, p.13).

Por fim, o Estado pode estabelecer formas especiais de captação de recursos (fiscais ou parafiscais) para gerar *funding* para essas instituições que são fontes privilegiadas de recursos para o financiamento. Isso porque a característica compulsória da formação desses recursos, garantido por lei devido à vinculação de receitas fiscais ou parafiscais, possibilita a estabilidade aos fluxos de captação, beneficiando o financiamento dos setores (CINTRA, 2007, p.13).

Além disso, a vinculação de receitas fiscais e parafiscais implicam um aval do Tesouro Nacional, o que tende a reduzir o risco da instituição de fomento, colocando-a em posição favorável para captar recursos nos mercados interno e externo (CINTRA, 2007, p.13). Ferreira (1995) argumenta que, em um ambiente financeiro globalizado e com instituições privadas que podem vir a financiar determinados setores (como o mercado de capitais, por exemplo), as instituições de fomento criadas pelo governo continuam com grande importância. Isso porque, importantes setores do mercado ainda não são atendidos de forma eficiente pelo mercado (FERREIRA, p. 115).

Cintra (2007) complementa afirmando que, diante das falhas dos mercados financeiros privados, abre-se espaço para a intervenção do Estado como elemento fornecedor e direcionador de crédito. Isso porque os fundos públicos de poupança compulsória são, sob a ótica de financiamento da economia, mecanismos de mobilização de crédito de fomento. “Sua atuação, se bem conduzida, pode melhorar a alocação de recursos da sociedade, provendo crédito subsidiado a certos setores e atividades com elevado retorno social, mas para os quais tende a ser escasso o financiamento privado” (Pinheiro, 1999: p.172 in CINTRA, p. 14).

Desse modo, a alegação para a criação e estabilidade das instituições financeiras de fomento e dos fundos de poupança compulsória, de quaisquer naturezas, é a existência de lacunas de financiamento. Isso porque esses hiatos em setores considerados fundamentais devem ser completados por iniciativas externas ao desenvolvimento do sistema financeiro privado (CINTRA, 2007, p. 14). Daí a necessidade de interferência do Estado.

1.4.1. Fundos Públicos e Crédito Direcionado no Brasil

Certo consenso que existe na economia é o fato de que o modelo de estruturação financeira por meio do mercado de capitais pouco se desenvolveu no país. Um agravante é que na base desse sistema financeiro não houve o desenvolvimento de relações entre o sistema bancário e as empresas. Desse modo, o modelo de crédito no Brasil se desenvolveu sob forte participação do Estado, tanto na administração de taxas de juros e condições de crédito, quanto no fornecimento direto de financiamento (CINTRA, 2007, p.29).

Historicamente, de acordo com Cintra (2007), durante os anos 1960, acreditava-se que os baixos níveis de financiamento privado ao investimento decorriam de uma ineficiência na geração e na alocação de poupança no país, dados os altos níveis de inflação e à limitação das taxas de juros devido à Lei de Usura que limitava os juros a 12% ao ano. As taxas de retorno de longo prazo sob esse contexto eram baixas (ou até mesmo negativas) e isso desestimulava a formação de poupança (CINTRA, p. 32-33).

Essa análise respaldou uma transformação no sistema financeiro brasileiro: em agosto de 1964, foi criada a Lei nº 4.380 que “instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, criou o Banco Nacional da Habitação (BNH) e institucionalizou o sistema financeiro da habitação (SFH)”; em dezembro de 1964, a Lei nº 4.595, “estabeleceu as bases para a segmentação do sistema bancário, cuja intenção era criar um sistema financeiro nos moldes dos Estados Unidos, onde supostamente o investimento produtivo privado de longo prazo era

financiado pelos bancos de investimento com apoio dos mercados de capitais. Os bancos de investimentos foram autorizados a emitir títulos de longo prazo com correção monetária no mercado interno e captações no mercado externo (Resolução no. 63/1967), foram ainda definidos incentivos fiscais para as operações no mercado de capitais e no mercado aberto (títulos públicos indexados)" (CINTRA, 2007, p. 32-33).

No entanto, apesar da criação dessas leis, o funcionamento desse novo sistema financeiro permaneceu como antes. Isto é, o mercado de capitais do país não financiava no longo prazo e os bancos de investimento captavam em moeda externa o que ocasionou a ampliação do endividamento externo. Os mecanismos de correção monetária, que seriam aceitos apenas para títulos públicos, passou a corrigir ativos de curto e de longo prazos de forma indistinta. Além disso, pressões políticas fizeram com que os bancos de investimento pudessem operar nos mercados de curto prazo (CINTRA, 2007, p. 33).

De acordo com Cintra (2007), a flexibilização dos limites de atuação dos bancos de investimentos levou a uma alteração significativa na estrutura patrimonial desses bancos por meio de um encurtamento do passivo. Assim, os bancos harmonizaram seu patrimônio por meio dos ativos com a emissão créditos de curto prazo, o que era permitido apenas às financeiras e aos bancos comerciais (Crocco & Santos, 2006: p.48 in CINTRA, 2007, p. 33) [6].

O mercado de capitais brasileiro se mostrou pouco expressivo ao longo dos anos. O autofinanciamento das empresas se limitou devido ao baixo grau de internacionalização e pelo tamanho reduzido de boa parte das empresas nacionais. Esses fatores convergiram em restrições ao crescimento do país. Assim, a participação do governo se fez altamente necessária para que houvesse um estímulo ao crescimento econômico. (CINTRA, 2007, p. 39).

Desse modo, Cintra (2007, p.40) complementa que o "predomínio da intervenção estatal decorreu da pouca relevância do mercado de capitais e dos bancos privados

[6] Para mais detalhes sobre a evolução histórica do mercado de financiamento brasileiro, ver CINTRA, Marcos Antonio Macedo, 2007.

no financiamento empresarial, sobretudo, ao financiamento de médio e longo prazo. Persistiu ainda o direcionamento de crédito em termos de prazo mais amplo e taxas de juros mais baixas do que as praticadas no mercado, favorecendo determinados setores".

2. O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

Neste capítulo, veremos o surgimento do FGTS, a partir de iniciativas de proteção ao trabalhador brasileiro e da necessidade da criação de um *funding* para financiamentos em infra-estrutura. Também analisaremos seu desempenho. De acordo com Martins (2006), o FGTS é um depósito realizado em conta vinculada ao trabalhador que pode ser percebida como uma espécie de poupança forçada, ou então, como um prêmio pelo número de anos dedicados à empresa (MARTINS, p. 37).

Assim, o FGTS é compulsório e os depósitos têm os trabalhadores como titulares – sendo os saques sujeitos as restrições - e as empresas como depositantes. Além disso, parte dos recursos que a Caixa Econômica Federal (CEF) utiliza para financiar habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura urbana advêm desse fundo.

2.1. Proteção ao Trabalhador

O nascimento da proteção ao trabalhador no Brasil ocorre com a criação da Lei Eloy Chaves, em 1923, que versa sobre a estabilidade do empregado. Inicialmente, essa proteção se restringia ao funcionalismo público, sendo posteriormente ampliado aos trabalhadores das estradas de ferro e, por fim, aos do setor privado (MARTINS, 2006, p.06).

O regime da estabilidade decenal afirma que após dez anos de permanência no mesmo emprego, o trabalhador não poderia ser demitido, exceto se houvesse consentimento, se a empresa encerrasse suas atividades ou se o empregado cometesse falta grave. Nos dois primeiros casos, a empresa deveria indenizar o funcionário com montante igual a dois salários por ano de serviço. Contudo, não havia garantias de que a indenização fosse paga levando a disputas na Justiça do Trabalho (VASQUES, 2005, p. 09).

Em 1934, os constituintes consideraram a criação de um fundo de reserva cujo objetivo era assegurar o equivalente ao salário de um ano do trabalhador caso a

empresa desaparecesse por alguma razão. A idéia era estabelecer uma espécie de garantia do tempo de serviço do trabalhador, contudo esse projeto não foi inserido à Constituição de 1934 (MARTINS, 2006, p.07).

Em 1935, a Lei nº 32 determinou que o benefício da estabilidade fosse ampliado a todos os trabalhadores. Então, por meio do Decreto-lei nº 5.452 de 1º de Maio de 1943 que aprova a Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, esse direito foi ratificado, garantido e, ainda, instituiu-se a indenização por rescisão de contrato (dispensa) do trabalhador:

> "Art. 477 - É assegurado a todo empregado, não existindo prazo estipulado para a terminação do respectivo contrato, e quando não haja ele dado motivo para cessação das relações de trabalho, o direto de haver do empregador uma indenização, paga na base da maior remuneração que tenha percebido na mesma empresa".
> "Art. 492 - O empregado que contar mais de 10 (dez) anos de serviço na mesma empresa não poderá ser despedido senão por motivo de falta grave ou circunstância de força maior, devidamente comprovadas".
> "Parágrafo único - Considera-se como de serviço todo o tempo em que o empregado esteja à disposição do empregador".
> "Art. 494 - O empregado acusado de falta grave poderá ser suspenso de suas funções, mas a sua despedida só se tornará efetiva após o inquérito e que se verifique a procedência da acusação".
> "Art. 497 - Extinguindo-se a empresa, sem a ocorrência de motivo de força maior, ao empregado estável despedido é garantida a indenização por rescisão do contrato por prazo indeterminado, paga em dobro" (BRASIL, 1943, p.69; 73-74).

O artigo dizia ainda que o trabalhador teria direito a indenização pela dispensa sem justa causa, sendo este valor igual ao do último salário por ele recebido multiplicado pelo número de anos trabalhados. Caso o empregado tivesse 10 anos ou mais de empresa, a indenização deveria ser paga em dobro e, ainda, neste caso, o trabalhador só poderia ter seu contrato rescindido por motivo de falta grave ou de força maior, desde que, comprovado pela justiça do trabalho (BRASIL, 1943, p. 69-70).

A indenização por dispensa em conjunto com a estabilidade tinha por objetivo equilibrar a relação entre empregadores e empregados, por meio da proteção ao trabalhador. Contudo, esse novo procedimento afetou negativamente os

funcionários, pois causou distorções no mercado de trabalho. Isso porque, cerca de apenas 1% dos trabalhadores conseguiam chegar à estabilidade e, quando atingiam, as empresas não pagavam as indenizações devidas por conta da ausência de reserva de recursos direcionados para a cobertura dessas indenizações. Além disso, havia interesse, por parte das empresas, no adiamento do pagamento de modo que essa questão fosse para a esfera judicial (ZAMBONI, 1994, p. 05).

Ainda assim, o recurso mais usado era a dispensa do trabalhador antes que ele completasse o período que lhe daria o direito à estabilidade. Isso chegou a afetar a produtividade das empresas, principalmente, daquelas que dependiam de força de trabalho qualificada (ZAMBONI, 1994, p. 05).

A Lei nº 3.470 sobre o imposto de renda, de 1958, no artigo 46, proporcionou às empresas o direito de obter isenção fiscal às reservas efetuadas para garantir a indenização de seu empregado. O objetivo da lei era incentivar as empresas a fazer um fundo de reserva para seus trabalhadores de forma voluntária, tendo como benefício a isenção fiscal. Além disso, estabelecia um limite máximo de valores:

> “Art. 46. (...) Regulamento do Imposto de Renda aprovado pelo Decreto nº 40.702, de 31 de dezembro de 1956, os seguintes dispositivos: (...)
> h) as quantias destinadas à constituição de fundo de reserva para indenizações previstas na legislação do trabalho, desde que aplicadas em títulos da dívida pública de emissão especial, cujo resgate imediato ficará assegurado para o pagamento efetivo das indenizações. (...)
> § 6º As quantias correspondentes ao fundo de reserva de que trata a letra "h" deste artigo somente poderão ser utilizadas em sua finalidade específica”. (BRASIL, 1958, p.11).

Em 16 de Julho de 1964, a obrigatoriedade do depósito foi instituída por meio do Fundo de Indenizações Trabalhistas (FIT) na Lei nº 4.357, Art. 2º. Nela, torna-se obrigatório o depósito de 3% do valor da folha de pagamento das empresas em títulos públicos do Governo Federal (ORTNs). A Lei abrange as deduções do imposto de renda e sugere a rede bancária onde as empresas poderiam fazer essas reservas. Além disso, apresenta as penalidades para aquelas empresas que deixassem de contribuir para o Fundo.

> “Art. 2º Os recursos do Fundo de Indenizações Trabalhistas a que se refere o art. 46 da Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, será obrigatòriamente, aplicados na aquisição de Obrigações da emissão referida no artigo anterior, no Tesouro Nacional ou na Bolsa de Valores. (...)
> § 2º Os contribuintes do Imposto de Renda, como pessoas jurídicas, são obrigados a constituir o Fundo de Indenizações Trabalhistas a fim de assegurar a sua responsabilidade eventual pela indenização por dispensa dos seus empregados (...).
> § 14 A falta de aquisição das Obrigações, nos termos deste artigo e seus parágrafos, sujeitará a pessoa jurídica à multa de 10% (dez por cento), por semestre ou fração de semestre, de atraso, além dos juros de mora de 1% (um por cento) ao mês, ambos calculados sobre a importância devida, corrigida nos termos do artigo 7º”. (BRASIL, 1964, p.2).

Em 23 de Dezembro de 1965, a Lei nº 4.923 alterou a composição da Lei 4.357, ao exigir que uma parcela dos recursos do FIT (Fundo de Indenizações Trabalhistas) fosse direcionada ao Fundo de Assistência ao Desempregado – FAD. Este Fundo foi idealizado com o intuito de garantir um pecúlio aos trabalhadores demitidos de empresas com dificuldades financeiras (OLIVEIRA; BELTRÃO; PASINATO; FERREIRA, 1999, p.03).

Segundo Martins (2006), em um discurso na Assembléia Legislativa de Belo Horizonte em fevereiro de 1966, o Presidente Castello Branco fez a seguinte declaração: “(...) O instituto da estabilidade tornou-se um autêntico instituto de inquietação. A situação atual estimula o empregador a usar artifícios e a buscar, de qualquer modo, a dispensa por justa causa, a fim de se livrar do ônus (...)” (MARTINS, p.09).

Além disso, o presidente discursou sobre a criação de um novo Fundo que beneficiaria o trabalhador e ainda criaria um *funding* para o setor habitacional brasileiro. “(...) criação de um fundo de estabilidade e habitação combinado com um sistema de seguro contra desemprego. Por meio desse Fundo, a obrigação de indenizar converter-se-ia num depósito mensal, em conta vinculada, em nome do empregado, em estabelecimento bancário de sua escolha, para transferência ulterior ao Banco Nacional de Habitação” – BNH (MARTINS, 2006, p.09).

O objetivo desse projeto de lei apresentado pelo Presidente da República era estabelecer o depósito obrigatório de 8% da remuneração mensal do trabalhador em

conta bancária, cuja titularidade seria do trabalhador. Caso o empregado fosse demitido, o empregador pagaria ainda indenização no montante de 10% sobre os depósitos. Esse regime disporia também que as possibilidades de saque seriam restritas. Esse projeto foi denominado Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS.

2.2. A Instituição do FGTS: Lei nº 5.107 de 1966

O FGTS foi apresentado com o propósito de corrigir as distorções no mercado de trabalho, que surgiram por meio da lei da estabilidade, tais como a demissão do trabalhador antes que este completasse o período de 10 anos, ou a demissão colocada como justa causa. Além disso, diferentemente das leis anteriores, visava levantar recursos para financiar o setor habitacional.

Quando de sua introdução, a resposta dos trabalhadores foi de repúdio a esse novo sistema. Pois havia a percepção de que a estabilidade seria extinta e esse Fundo levaria a uma insegurança maior, pois não garantia o emprego. Já do ponto de vista do empregador, este dispensava o empregado pagando a indenização exigida pela CLT o que, por sua vez, também gerava rotatividade de mão de obra (MARTINS, 2006, p.10).

Ainda que houvesse o repúdio, de acordo com Martins (2006) “em estudo feito pelos respectivos ministérios da época, constante da exposição de motivos da Lei do FGTS, verificava que apenas 15% dos empregados eram estáveis, nos 30 anos de funcionamento do sistema. Nas empresas mais novas, com menos de 15 anos, constava-se a porcentagem de 1% de estáveis. Observava-se que a estabilidade, em vez de proteger o empregado, prejudicava-o, pois normalmente ele era dispensado antes de atingir os 10 anos de empresa, justamente para não adquiri-la” (MARTINS, p.10).

2.2.1. A “Opção” do Trabalhador e a Preferência das Empresas

De acordo com sua lei de criação, o FGTS era opcional, isto é, o trabalhador, ao entrar na empresa, poderia escolher qual regime gostaria para si: se o antigo – estabilidade garantida acima de 10 anos de trabalho na mesma empresa – ou o novo. O FGTS era, então, uma escolha do trabalhador. Para aqueles trabalhadores que optassem pela estabilidade, posteriormente poderiam alterar o regime para o FGTS a qualquer tempo, desde que declarasse sua escolha à Justiça do Trabalho.

Lei nº 5.107, em 1966, que criou o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço:

> “Art. 1º Para garantia do tempo de serviço ficam mantidos os Capítulos V e VII do Título IV da Consolidação das Leis do Trabalho, assegurado, porém, aos empregados o direito de optarem pelo regime instituído na presente Lei.
> § 1º O prazo para a opção é de 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias, contados da vigência desta Lei para os atuais empregados, e da data da admissão ao emprego quanto aos admitidos a partir daquela vigência.
> § 2º A preferência do empregado pelo regime desta Lei deve ser manifestada em declaração escrita, e, em seguida anotada em sua Carteira Profissional, bem como no respectivo livro ou ficha de registro” (BRASIL, 1966, p.01).

Esse mesmo artigo, ao colocar a opção, fez com que esse novo sistema fosse paralelo ao sistema de estabilidade decenal. No entanto, o que se percebia na prática é que as empresas não admitiam o empregado que não optasse pelo FGTS. Desse modo, a empresa estava livre do ônus da estabilidade, pois para que um estável fosse demitido, havia a necessidade de inquérito para apurar a possível falta e, caso nada fosse provado, o trabalhador voltaria ao emprego ou então receberia uma indenização que seria o dobro do recebido no período trabalhado (MARTINS, 2006, p.11).

Após a opção do trabalhador pelo regime do FGTS, as empresas que operavam sob a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) tornaram-se obrigadas a depositar um montante correspondente a 8% da remuneração paga no mês anterior a cada empregado, independente da opção que este tivesse feito, em uma conta bancária vinculada e individual, ou seja, em nome de cada trabalhador.

Dessa forma, quando houvesse a rescisão do contrato de trabalho sem justa causa por parte da empresa, era obrigatório que ela depositasse uma importância igual a 10% de todo valor depositado, com a correção monetária e juros, na conta vinculada do empregado, correspondentes ao período trabalhado na empresa, no dia em que ocorresse a dispensa do trabalhador (ZAMBONI, 1994, p.07).

Contudo, caso a rescisão do contrato de trabalho ocorresse por justa causa, o empregado teria direito ao valor dos depósitos feitos em seu nome, porém perderia, a favor do Fundo, a parte de sua conta vinculada correspondente à correção monetária e aos juros durante o tempo de serviço prestado (ZAMBONI, 1994, p.07).

As empresas elegeram esse sistema, pois proporcionava uma maior rotatividade dos trabalhadores. Isso porque o empregador dispensa seu funcionário com intuito de substituí-lo por outro, de forma que este último receba um salário inferior e ainda "opte" pelo FGTS. Assim, o empregador não necessita de uma justificativa para demitir, o que levou a um aumento na rotatividade principalmente nas áreas em que a força de trabalho era menos qualificada (MARTINS, 2006, p. 11).

Os empregadores também preferiram o novo sistema, pois, para eles, a estabilidade influenciava negativamente a produtividade dos trabalhadores tanto daqueles que estavam próximos a adquiri-la quanto para aqueles que já gozavam de seu benefício. Isso se tornou um pesado ônus para a empresa cujo reflexo se dava na elevação dos custos de produção (MACEDO; CHAHAD, 1985, p. 31).

A ampliação das demissões pelas empresas impedia a realização de um dos principais objetivos do fundo: a formação de um pecúlio de forma a auxiliar o trabalhador em caso de rescisão do contrato. Isso porque, devido à baixa qualificação, os empregados recebiam salários baixos, cujo montante, mesmo corrigido monetariamente, acrescido de juros e com a multa rescisória, era insuficiente para proporcionar-lhe uma indenização relevante até que encontrassem uma nova ocupação (ZAMBONI, 1994, p.15).

2.2.2. O FGTS e a Lei de Estabilidade

Sob a condição de coexistência das duas possibilidades de benefício aos trabalhadores, FGTS e estabilidade, passou a existir a discussão a respeito da equivalência entre ambas. Os depósitos que as empresas efetuavam para indenizar o empregado optante pela estabilidade eram diferentes dos depósitos efetuados para o FGTS.

O trabalhador cujo salário era baixo recebia uma indenização menor do que se o empregador tivesse depositado os recursos no FGTS e incorrido em juros e correção monetária. Já o trabalhador que tivesse um salário elevado poderia ter a indenização maior que o saldo do FGTS com os juros e as correções. No entanto, os trabalhadores não poderiam beneficiar-se de ambas as situações visto que os sistemas eram excludentes (MARTINS, 2006, p. 12).

Os regimes tinham estruturas diferentes, mas deveriam ser equivalentes em seus fins. A interpretação jurídica ocorrida à época era a de que ambos os regimes eram equivalentes apenas em termos jurídicos, mas não em termos econômicos e, assim, seria indevida qualquer liberação de valores como forma de repor as diferenças. Também se tornou comum fazer com que trabalhadores fossem demitidos e readmitidos em seguida para que não atingissem a estabilidade e para que, no novo contrato de trabalho, “optassem” pelo FGTS (MARTINS, 2006, p. 12).

2.2.3. Aspectos Gerais do FGTS

As empresas buscavam maior flexibilidade com os trabalhadores por meio de sua opção pelo FGTS, mas havia a contrapartida da obrigatoriedade dos depósitos de parte da remuneração dos empregados devido à necessidade de se garantir tanto o recurso caso o trabalhador fosse dispensado, como para abastecer o Fundo com esses montantes. Essa segunda razão foi o que garantiu ao Governo a formação de um *funding* abastecido periodicamente.

De acordo com Oliveira (1999), a taxa de juros era proporcional ao tempo de serviço do indivíduo. Assim, correspondiam a: “3% ao ano sobre os saldos corrigidos das contas de empregados com até 2 anos de serviço na mesma empresa; 4% ao ano para aqueles com permanência no mesmo emprego entre 3 a 5 anos; 5% ao ano para os empregados com tempo de serviço entre 6 e 10 anos; e 6% ao ano para os trabalhadores com mais de 10 anos de serviços prestados à mesma empresa” (OLIVEIRA; BELTRÃO; PASINATO; FERREIRA, p. 04).

Além da capitalização ocorrida durante os anos em que os recursos permanecessem aplicados, em caso de demissão sem justa causa, os trabalhadores receberiam, ainda, importância igual a 10% dos valores dos depósitos, com a devida correção monetária e juros em sua conta. Esse montante era calculado de acordo com o período em que o indivíduo trabalhou na empresa.

O Banco Nacional de Habitação (BNH) era o gestor dos recursos e remunerava as contas vinculadas de acordo com as aplicações realizadas. Assim, essas remunerações dependiam de correção monetária, cuja rentabilidade deveria estar acima dos custos dos recursos depositados pelas empresas e da garantia real fixada pelo Governo Federal de que não ocorreriam perdas dos montantes aplicados.

Os cálculos de juros sobre os saldos eram feitos com base nos critérios das operações do Sistema Financeiro de Habitação. Os créditos eram feitos trimestralmente na conta vinculada do trabalhador pelo BNH. No entanto, a partir de 1971, a remuneração passou a ser uma taxa única de 3% ao ano. O objetivo dessa redução era diminuir os custos dos programas habitacionais para a população de baixa renda. Os créditos passaram de trimestrais para anuais até o ano de 1976. A partir de então, os créditos de juros e correção monetária voltaram a ser trimestrais e a taxa de juros foi mantida em 3% ao ano (OLIVEIRA; BELTRÃO; PASINATO; FERREIRA, 1999, p. 04).

Essas contas vinculadas tinham por agente operador a rede bancária geral, que era responsável pela arrecadação das contribuições, pagamento dos saques e controle dessas contas. No entanto, a rede seria diretamente supervisionada pelo BNH,

sendo incumbida à Previdência Social a fiscalização dos depósitos efetuados pelas empresas (ZAMBONI, 1994, P. 07).

A Lei de criação do Fundo determinava, ainda, que a gestão do FGTS pelo BNH seria realizada de acordo com o planejamento e as normas gerais de um Conselho Curador. Este seria composto por representantes do Ministério Extraordinário para o Planejamento e Coordenação Econômica, das categorias profissionais e do Presidente do BNH (na posição de Presidente do Conselho) (BRASIL, 1966, p. 03).

Após a introdução do FGTS, percebe-se o interesse das empresas em contratar seus trabalhadores sob esse regime de forma a facilitar a rotatividade de mão-de-obra. Do ponto de vista dos trabalhadores, percebe-se a diferença entre o montante de recursos através das diferenças entre o Fundo e a estabilidade. A terceira parte do FGTS foi pouco expressiva, isto é, as retiradas para pagamento de moradia foram pouco expressivas até a alteração da Lei em 1989.

Segundo Zamboni (1994), em termos relativos, as retiradas, durante a vigência da Lei 5.107, ficaram próximas a 10% da arrecadação bruta do Fundo. Devido a isso e também aos acréscimos de recursos disponíveis nesse período de sua existência, o FGTS passou a operar com linhas de financiamento específicas para a produção habitacional, saneamento básico e infra-estrutura urbana dos conjuntos habitacionais (ZAMBONI, p. 08).

Entre sua criação e a alteração significativa da Lei em 1989 ocorreram pequenas alterações na Lei original que versavam principalmente no pagamento do Fundo a dependentes e sucessores, às empresas estenderem os benefícios do Fundo para seus diretores, ampliação das modalidades de saques considerando os portadores do vírus da AIDS (MARTINS, 2006, p. 13).

Do ponto de vista dos recursos depositados no FGTS como *funding*, Carvalho e Pinheiro (1999) sublinham que entre as décadas de 1960 e 1970 a provisão estatal de infra-estrutura e insumos básicos para a população precisava de um sistema eficiente de financiamento. Aqui, o conceito de eficiência refere-se a assegurar um

fluxo de recursos estável e de montante elevado. Assim, o FGTS e os demais fundos públicos de poupança compulsória[7] eram mecanismos úteis e fundamentais para o financiamento da habitação, da infra-estrutura e de diversos investimentos estatais (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 05).

De acordo com Zamboni (1994), em 1986 houve dificuldade nos financiamentos nas áreas de habitação e saneamento, devido ao processo de incorporação do Banco Nacional de Habitação – BNH - à Caixa Econômica Federal. Isso ocorreu, principalmente, nos primeiros anos de transição dos recursos e das responsabilidades. Realizou-se, também, a alteração da área de planejamento, desarticulada quando da incorporação e a completa mudança de gestão, o que dificultou o direcionamento dos recursos do Fundo. Isso causou uma espécie de lacuna nas atividades financiadoras do FGTS (ZAMBONI, p. 09).

2.2.3.1. Alterações na Lei do FGTS

Em 1988, a promulgação da nova Constituição da República Federativa do Brasil fez com que o FGTS deixasse de ser uma opção do trabalhador na contratação, assegurando que o Fundo seria um direito do trabalhador. Desse modo, desapareceu o sistema alternativo, isto é, a estabilidade deixa de existir para os empregados contratados a partir de então, sendo considerado apenas direito adquirido dos trabalhadores anteriormente optantes. O artigo 7º da lei maior atesta que o Fundo passou a ser uma obrigação que as empresas deveriam cumprir.

Martins (2006) acrescenta ainda que, além do montante de recursos do Fundo formado pelas contribuições mensais efetuadas pelos empregadores há o pagamento de multa rescisória de não mais 10% mas sim de 40% do saldo da conta do empregado acrescidos de juros e correções devidas. E no caso de dispensa por força maior ou culpa recíproca, a multa seria de 20% (MARTINS, p.14).

Em 1989, houve a revogação da Lei de criação do FGTS de 1966. A nova Lei nº 7.839/89 colocava o aperfeiçoamento do controle das contas por meio da

[7] Os demais fundos de poupança compulsória não são contemplados neste estudo. Para mais detalhes ver PINHEIRO, M.M.S., IPEA, 1997.

centralização dos recursos na CEF, isto é, o gestor deixa de ser o BNH e os depósitos deixam de ocorrer na rede bancária em geral. Além disso, preconizava o aprimoramento da fiscalização da arrecadação, os parâmetros para aplicação dos recursos, redução das modalidades de saques entre outros. Em 1990, a lei foi novamente modificada, Lei nº 8.036, mas não alterou os aspectos essenciais da lei de 1989 (ZAMBONI, 1994, p. 11).

Após a Constituição de 1988, os trabalhadores que têm direitos sobre o FGTS são aqueles regidos pela CLT. Além disso, a empresa pode recolher o FGTS para o diretor não empregado e os trabalhadores avulsos, isto é, aqueles que não estão contratados sob o regime da CLT. Posteriormente, a Lei nº 10.208/2001 sugeriu, ainda, a inclusão de empregado doméstico no sistema FGTS, de acordo com vontade do empregador. Normalmente, este trabalhador é incluso quando há vínculo empregatício, ou seja, a carteira assinada.

Contudo, as principais alterações na Lei entre 1989 e 1990 estavam relacionadas ao montante de recursos destinados à habitação, infra-estrutura e saneamento e a centralização de recursos na CEF. Sobre a distribuição dos recursos do FGTS foi colocado que, no mínimo, 60% deles seriam aplicados nas áreas de habitação, saneamento e infra-estrutura. Também foi especificada a distribuição dos recursos por Unidades de Federação. Da mesma forma, foi regulamentada a distribuição de financiamentos habitacionais por faixas de valor a fim de garantir maior atendimento à população de menor poder aquisitivo (ZAMBONI, 1994, p. 11).

A transferência de recursos do FGTS para a CEF ocorreu devido, entre outros fatores, a acusação de que o BNH havia sido negligente no que se refere ao controle das contas vinculadas dos trabalhadores na rede bancária do país. Assim houve a alteração do gestor do Fundo, sendo direcionado à Caixa Econômica Federal. A centralização dos recursos na CEF e a separação contábil do FGTS favoreceram a transparência das contas do Fundo (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 02).

A relevância dessa transferência se deve à redução de tempo nos serviços prestados, visto que não havia a necessidade de transferência da rede bancária.

Também se pôde ter uma visão completa de todas as contas existentes em nome de um trabalhador; redução nos custos de manutenção da conta vinculada. Esses fatores levaram a uma melhora na administração do Fundo (ZAMBONI, 1994, p. 11).

Havia o problema, também, da transferência de contas de um banco a outro quando da mudança de emprego do trabalhador. Diversas contas foram consideradas inativas pela sua não localização na rede bancária. O trabalhador sabia da existência da conta vinculada, a empresa comprovava o depósito, porém a conta não era encontrada, gerando problemas ao trabalhador (MARTINS, 2006, p. 77).

Outro fator que gerou problemas em relação aos recursos depositados no Fundo foi a aceleração inflacionária, principalmente durante a década de 1980, e conseqüentemente, as diversas tentativas de planos de estabilização. Esses desequilíbrios macroeconômicos levaram a alterações nas regras de correção monetária, isso porque a taxa de juros e os índices de correção monetária do Fundo não refletiram a inflação (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 02).

Isso porque, neste período, o montante de depósitos direcionados às contas vinculadas era operado pela rede bancária que recebia as contribuições, efetuava o pagamento dos saques e controlava essas contas. A supervisão era feita pelo BHN e a Previdência Social fiscalizava a arrecadação. Além disso, entre o recolhimento dos recursos das contribuições pelas empresas levava um período de, cerca de, 30 dias. Havia, também, o acréscimo de 42 dias entre as datas dos depósitos das empresas e os repasses dos recursos da rede bancária às contas vinculadas (ZAMBONI, 1994, p. 16-17).

Isso gerava uma longa permanência dos recursos na rede bancária sem que houvesse remuneração no período. Esse fato ocasionou desequilíbrios e fortes desvalorizações dos montantes depositados no Fundo. Além disso, os desequilíbrios inflacionários que ocorreram na década de 1980 e os planos de estabilização aumentaram as perdas do FGTS (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 1-2).

De acordo com Zamboni (1994), a defasagem do FGTS no período de 1967 a 1993 ocorreu devido aos índices de correção das contas vinculadas não refletirem historicamente a inflação. Assim, as perdas decorrentes dessas variações de inflação e dos planos econômicos foram amplamente discutidas e questionadas judicialmente (ZAMBONI, p. 16).

Como forma de suprir as perdas ocasionadas pela inflação, o Governo editou diversas normas de indexação monetária. Essas foram soluções temporárias cujos objetivos eram minimizar a perda do poder de compra até que fosse, de vez, controlado. Uma das soluções foi alterar o índice de correção monetária que seria calculado de acordo com a taxa de inflação do período anterior (três meses). Desse modo, “a correção monetária não é um *plus* que se acrescenta ao capital; é o próprio capital, na sua projeção atualizada por força da inflação” (WALD, 2002, p. 310).

Apesar das críticas que surgiram quando da criação do Fundo no sentido de que tenha sido um sistema que flexibilizava o mercado de trabalho, ou seja, que facilitava a demissão do trabalhador, o FGTS tornou-se direito do empregado, obrigação da empresa em manter os depósitos e gerador de *funding* para o Governo aplicar no setor de habitação. A respeito de todas as alterações ocorridas no Fundo durante sua existência, tanto no que se refere aos planos econômicos que ocorreram quanto nas mudanças na Lei, sua essência permaneceu a mesma.

2.3. A Gerência do FGTS

Como vimos anteriormente, o FGTS era gerido pelo Banco Nacional de Habitação – BNH; quando de sua extinção, a administração do Fundo passou à Caixa Econômica Federal. De acordo com Martins (2006), a Lei de nº 8.036 diz que o FGTS é regido por normas e diretrizes estabelecidas por meio de um Conselho Curador, um órgão com representantes de trabalhadores, empregadores e órgãos governamentais. Essa definição de órgão tripartite foi colocada em respeito à orientação da Organização Internacional do Trabalho – OIT (MARTINS, p. 72).

Esse órgão tripartite, o Conselho Curador, é composto por representantes dos trabalhadores, dos empregadores e do governo. São os representantes do Governo: Ministério do Trabalho e do Emprego, Ministério das Cidades, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Ministério da Fazenda, Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, CEF e Banco Central do Brasil (FGTS, 2007, p.07).

A presidência do Conselho Curador é exercida pelo Ministério do Trabalho e Emprego e a vice-presidência e a gestão do fundo são de responsabilidade do Ministério das Cidades e a CEF é o agente operador. Os representantes dos trabalhadores e empregadores são indicados pelas centrais sindicais e confederações nacionais, sendo que o mandato tem duração de dois anos (FGTS, 2007, p.07).

As atribuições do Conselho Curador são: i) estabelecer as diretrizes e os programas de aplicação dos recursos do Fundo de acordo com a Lei nº 8.036; ii) avaliar e acompanhar a gestão financeira dos recursos, assim como o desempenho dos programas relacionados; iii) aprovar os planos plurianuais; iv) pronunciar-se sobre as contas do Fundo; v) corrigir atos dos agentes gestores e operadores que prejudiquem o Fundo; vi) esclarecer dívidas quanto às normas do Fundo; vii) aprovar o regimento interno; viii) fixar as normas e valores de remuneração do agente operador; ix) fixar critérios para recolhimento dos recolhimentos em atraso; x) fixar critérios e valor de remuneração para o exercício de fiscalização do Ministério do Trabalho; xi) divulgar no Diário Oficial da União todas as decisões do Conselho; e xii) fixar critérios e condições para compensação entre créditos do empregador e daqueles não optantes com contratos extintos (MARTINS, 2006, p. 74).

Dentre as funções do Ministério Planejamento e Orçamento, agente gestor do Fundo, estão: i) praticar os atos necessários à gestão do FGTS; ii) expedir atos normativos para a alocação dos recursos do Fundo para a implementação dos programas; iii) definir as metas a serem alcançadas pelos programas de habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura urbana; iv) estabelecer os critérios, procedimentos e parâmetros básicos para análise, seleção, contratação,

acompanhamento e avaliação dos projetos a serem financiados pelo Fundo; v) definir as prioridades, a metodologia e os parâmetros básicos para a elaboração dos orçamentos e planos plurianuais; vi) acompanhar a execução dos programas de habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura urbana decorrentes da aplicação dos recursos; vii) subsidiar o Conselho Curador com estudos técnicos necessários ao aprimoramento dos programas; viii) submeter as contas do FGTS ao Conselho Curador; ix) firmar acordos e convênios com os governos estaduais e municipais para hierarquizar e selecionar operações de crédito com os recursos do Fundo (MARTINS, 2006, p. 74 - 75).

Como agente operador, a CEF tem as seguintes atribuições: i) centralizar os recursos do FGTS, manter e controlar as contas vinculadas; ii) expedir atos normativos referentes a procedimentos administrativos de todos os integrantes do sistema do FGTS; iii) definir procedimentos operacionais necessários à execução dos programas do Fundo estabelecidos pelo Conselho Curador; iv) elaborar as análises jurídicas e econômico-financeira dos projetos a serem financiados com os recursos; v) emitir certificado de regularidade do FGTS; vi) elaborar as contas do FGTS; vii) implementar os atos relativos à alocação dos recursos (MARTINS, 2006, p. 75 - 76).

Além da legislação vista e das atribuições mencionadas, cabe salientar que as aplicações dos recursos do FGTS são realizadas diretamente pela CEF e pelos órgãos integrantes ao Sistema Financeiro de Habitação. A rentabilidade dessas aplicações deverá ser suficiente para cobrir todos os custos incorridos pelo Fundo e para a formação de reservas para gastos eventuais não previstos - sendo o risco de crédito da CEF (MARTINS, 2006, p. 76).

As disponibilidades financeiras do FGTS são mostradas por meio dos fluxos de movimentação dos recursos nas contas vinculadas. Os mais importantes são: depósitos nas contas vinculadas; empréstimos; repasses; financiamentos; retornos das aplicações; e saques.

Os depósitos dos empregadores nas contas vinculadas dos empregados são as principais fontes de receita do Fundo. Os empréstimos foram definidos pela Resolução 200/95 do Conselho Curador como a “operação de crédito entre o agente operador e o agente financeiro” (FGTS, 1995, p. 02). Nesta fase, o fluxo se divide: os empréstimos podem ser destinados tanto à CEF quanto a outras instituições financeiras (tais como os bancos estaduais e outros agentes financeiros ligados ao SFH). Isso só é possível porque a CEF também é um banco “de varejo”.

Os repasses ocorrem quando os recursos são direcionados ao agente promotor ou mutuário pessoa jurídica (Cohab[8], incorporadoras e outras instituições responsáveis por promover as construções das unidades e por financiá-las às pessoas físicas). Por meio dos agentes financeiros, os recursos também podem ser alocados diretamente para a pessoa física, o que constitui o financiamento.

Os retornos das aplicações ocorrem paralelamente aos financiamentos, repasses e empréstimos. Isto é, os mutuários (pessoas físicas ou jurídicas) pagam juros, amortizações e outros encargos aos agentes financeiros que, por sua vez, reembolsam o agente operador. Os riscos das operações de crédito junto aos mutuários são de total responsabilidade da CEF, na qualidade de agente operador.

Os saques constituem um dos mais importantes fluxos de saída e condicionam diretamente a capacidade de aplicação e de investimento do FGTS. Os saques são autorizados e executados pela CEF, isto é, a autorização ocorre pela CEF Agente Operador e é executado pela CEF Agente Financeiro.

O quadro 1 apresenta o Balanço Patrimonial do FGTS para os anos de 2006 e 2007. Nele, temos uma visão geral das contas do Fundo e observamos, também, seu tamanho. Analisaremos o desempenho e os estudos realizados por meio de contas selecionadas ao longo do capítulo.

8 Cohab - Conjuntos Habitacionais: edifícios populares, cujos apartamentos são voltados para a população de baixa renda.

Quadro 1 – FGTS: Balanço Patrimonial de 31 de Dezembro de 2007 e 2006

2.4. O Desempenho do Fundo

O desempenho do FGTS difere de acordo com o agente com o qual se relaciona. Do ponto de vista do trabalhador, o FGTS é a indenização caso haja a ruptura unilateral do contrato de trabalho pelo empregador (desde que não seja caracterizada como demissão por justa causa). Nesse caso, o saldo da conta vinculada é o pecúlio individual. Na visão da empresa, os recursos que abastecem o Fundo são formados por contribuições compulsórias dos empregadores.

Na análise do ativo do FGTS, vemos a posição patrimonial do Fundo - depósitos, multas, correções monetárias e juros pagos pelos empregadores e depositados nas contas vinculados dos empregados. Além disso, tem-se o recebimento dos empréstimos realizados, ou seja, as amortizações dos contratos de financiamento; as receitas financeiras obtidas através das aplicações financeiras dos recursos remanescentes.

Na tabela 1, vemos as contas selecionadas do ativo que apresentam os depósitos e o resultado das aplicações realizadas em títulos e valores mobiliários. O item "outros" corresponde ao retorno das aplicações financeiras de liquidez e das operações de crédito. Essas aplicações são direcionadas à manutenção da liquidez do Fundo que, de acordo com o Relatório de Gestão do FGTS, compreende o retorno da aplicação sobre "o percentual de TR + 6% acrescida do diferencial de taxa obtido no mercado" (BRASÍLIA, 2008, p.31).

O recebimento de juros CVS (Compensação de Variações Salariais), isto é, créditos formados por títulos públicos federais com o intuito de contribuir para a rentabilidade dos ativos; e os resgates de CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários), onde a CEF adquire títulos de créditos imobiliários, têm por objetivo ampliar a rentabilidade do FGTS (BRASÍLIA, 2008, p.31).

Tabela 1 – FGTS: Contas Selecionadas do Ativo: Arrecadações - 2001 a 2007

Ativo - Arrecadações - R$ mil							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Depósitos na CEF	2.526.198	1.073.929	3.127.268	3.257.728	4.058.098	5.115.518	6.965.822
Títulos e valores mobiliários	42.863.756	38.803.911	42.393.695	42.851.655	33.271.002	19.874.387	28.445.246
Outros	5.445.761	5.560.835	9.236.362	8.873.101	10.326.145	9.292.423	10.285.012
Total	50.835.715	45.438.675	54.757.325	54.982.483	47.655.245	34.282.328	45.696.080

Fonte: DOU. FGTS - Demosntrações Contábeis. Relatório de Administração - Exercícios 2002 a 2008
Defacionado a valores de 2007

Do ponto de vista do governo, este deve garantir o patrimônio acumulado e garantir a liquidez das contas vinculadas quando dos saques. A liquidez do fundo é necessária, pois há grande expectativa de resgates no curto prazo devido à grande rotatividade da força de trabalho. O objetivo das aplicações do ativo do FGTS é manter o poder de compra do Fundo e evitar perdas inflacionárias e de alterações na política econômica do país. Ainda assim, deve-se considerar que as saídas, ou retiradas, do Fundo variam de acordo com a situação do emprego e, por conseguinte, pela situação macroeconômica do país.

A rotatividade do trabalho pode ser mensurada nas fases de expansão econômica, analisando se as admissões superam os desligamentos - essa idéia representa a expansão do emprego. Se a economia estiver em recessão, os desligamentos

superam as admissões e entende-se que as admissões ocorreram apenas para substituir parte dos trabalhadores desligados (MACEDO; CHAHAD, 1985, p. 17).

Por outro lado, mesmo a rotatividade, relacionando-se ao fluxo de entrada e saída de trabalhadores das empresas, não pode ser responsabilizada sozinha pelas arrecadações e saques do FGTS. Isso porque, no que tange aos saques, a variação de recursos do Fundo depende também do quanto foi acumulado enquanto o indivíduo esteve empregado. O mesmo princípio se aplica a arrecadação que também pode ser medida por meio do emprego, mas deve ser ponderada pelo valor do salário do empregado (MACEDO; CHAHAD, 1985, p. 56-57).

As contribuições feitas pelos empregadores e as contas vinculadas em nome dos trabalhadores são disponibilizadas para uso e saque dos recursos apenas em casos especiais, de acordo com a Lei 8.036/1990. Os saques são retiradas das contas vinculadas pelos seus titulares por quaisquer razões previstas na Lei do FGTS. Dentre as principais modalidades de saques das contas estão: demissão sem justa causa, aposentadoria, moradia, inatividade da conta (cujos recursos, caso existam, passam ao Fundo) e relacionados a tratamentos de saúde (casos de neoplasia maligna – câncer – e HIV) (BRASÍLIA, 2008, p. 24).

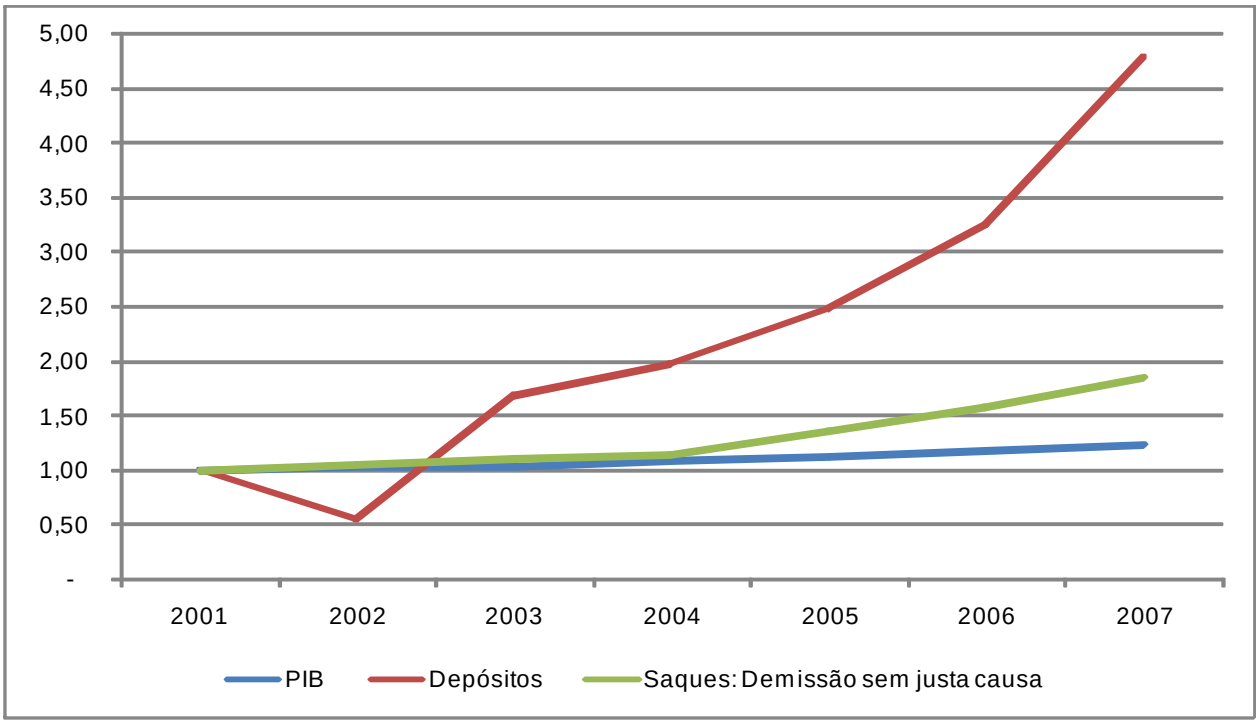
Tabela 2 – FGTS: Saques por Modalidade – 2001 a 2007

Saques por Modalidade - R$ mil							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Demissão sem justa causa	21.865.289	17.914.989	17.716.233	16.494.798	19.193.344	21.593.570	23.242.435
Aposentadoria	2.719.092	2.227.846	2.066.690	2.221.901	2.430.338	2.689.352	6.709.323
Moradia	4.557.512	3.734.127	3.467.317	3.367.461	4.514.419	4.682.350	4.911.401
Inatividade da conta	1.053.751	863.375	714.424	681.520	684.370	648.848	634.696
Neoplasia maligna / HIV	217.698	178.367	215.981	246.448	286.127	297.114	316.864
Outras	2.194.753	1.798.236	1.739.085	2.108.676	1.990.806	2.204.282	2.564.476
Total	32.608.095	26.716.940	25.919.730	25.120.804	29.099.404	32.115.516	38.379.195

Fonte: DOU. FGTS - Demosntrações Contábeis. Relatório de Administração - Exercícios 2002 a 2008
Deflacionado a valores de 2007

Ao comparar o PIB com os depósitos das empresas no FGTS, percebemos uma relação direta, isto é, quando há crescimento do produto, há aumento no fluxo de arrecadação do Fundo. Também há uma relação positiva quando analisamos o PIB e os saques realizados por meio de demissões sem justa causa.

Gráfico 1 – FGTS: Comparação entre PIB, Depósitos e Saques das Contas Vinculadas (em %) – 2001 a 2007



O que se percebe, no entanto, é que quando a economia cresce, os depósitos aumentam em uma proporção maior que os saques. Para que a análise fosse efetuada, o ano de 2001 foi considerado como base em razão de que as informações disponibilizadas sobre depósitos e saques - pelo motivo de demissão sem justa causa - se referiam a este ano.

Para a confirmação dessas comparações, foi realizada uma análise de regressão na qual foram colocados o PIB e os depósitos efetuados pelas empresas no FGTS e o PIB e os saques efetuados por demissão sem justa causa. O PIB foi considerado a variável explicativa e os depósitos e saques as variáveis respostas.

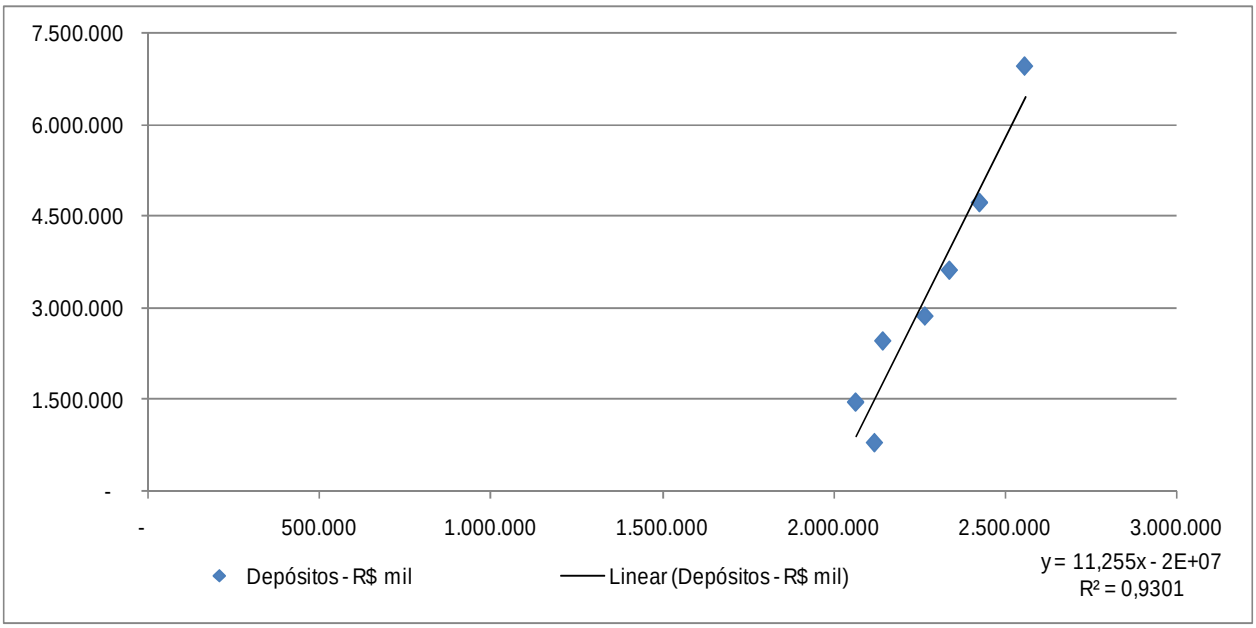
Quando observamos o PIB e os depósitos, a correlação (R-múltiplo) foi de 0,9644 e o coeficiente de explicação (R-quadrado) de 0,93006, para um nível de confiança de 95% - como descrito no gráfico abaixo.

[redacted]

	Coeficientes	*Erro padrão*	*Stat t*	*valor-P*	*95% inferiores*	*95% superiores*	*Inferior 95,0%*	*Superior 95,0%*
Interseção	-22338610	3148532,12	-7,0949284	0,00086	-30432169,45	-14245050,48	-30432169,45	-14245050,48
PIB - em milhões 2007	11,2552564	1,38024099	8,1545589	0,00045	7,707234013	14,80327883	7,707234013	14,80327883

Assim, com um aumento do PIB verificamos um acréscimo da arrecadação por parte do FGTS. Isso porque, em períodos de crescimento econômico ampliam-se as ofertas de empregos formais no mercado, assim, o número de trabalhadores com carteira assinada e contribuindo para o FGTS também aumenta.

Gráfico 2 – FGTS: Correlação entre PIB e Depósitos (R$ mil) – 2001 a 2007



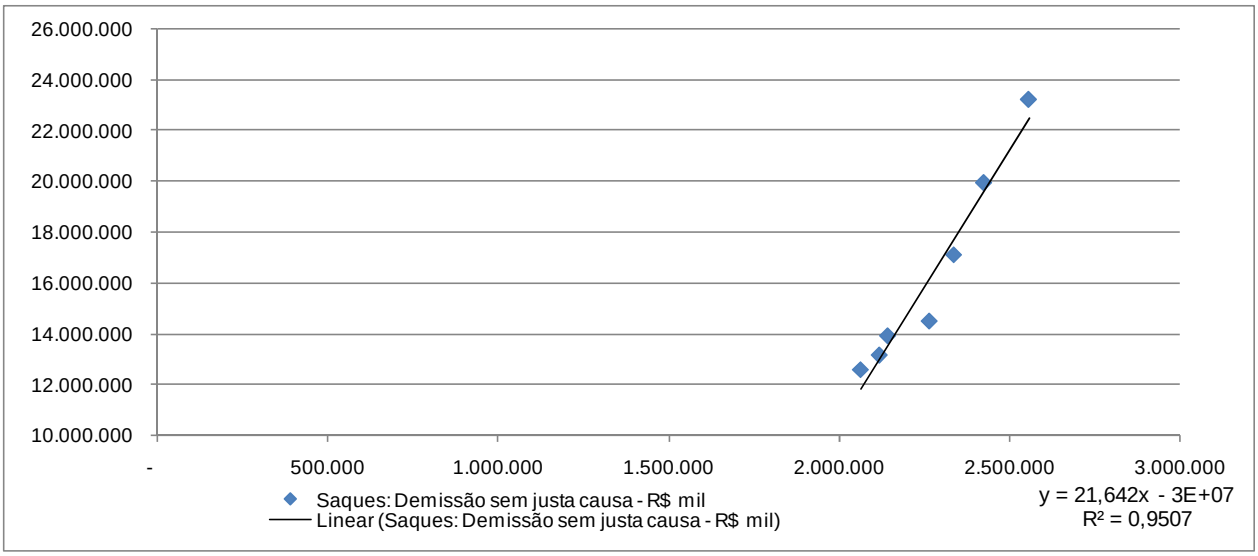
Ao considerarmos o PIB e os saques pela demissão sem justa causa, a correlação é positiva em 0,9750 e o coeficiente de explicação 0,9507 também para um nível de

confiança de 95%. Essas informações comprovam a forte correlação existente entre os depósitos, os saques e o PIB.

Nesta análise, percebe-se que há uma relação positiva entre crescimento do PIB e volume de saques. Isso se dá devido ao aumento na rotatividade do trabalho em momentos de crescimento econômico. Quando a economia está aquecida, há mais contratações e no mercado formal (o que, como vimos, aumenta o volume de depósitos) e, com isso, os trabalhadores procuram recolocações melhores com salários maiores. Além disso, as empresas podem demitir atuais empregados para contratar outros mais qualificados, ou então, pessoas não tão qualificadas, mas dispostas a trabalhar por um salário inferior. Isso leva ao aumento dos saques em função da rotatividade no mercado de trabalho.

De acordo com Camargo (1996), o FGTS é uma gratificação pela demissão e quanto menor for o salário real do trabalhador, ou seja, quanto menos qualificado o trabalhador, maior será sua percepção do montante depositado no Fundo. Isso faz com que a demissão seja desejada por esse indivíduo, principalmente se a economia estiver em crescimento. Isso porque esta é a oportunidade que tem de ter acesso ao dinheiro depositado no Fundo acrescido da multa rescisória (40% do montante depositado no FGTS) e obter uma rápida recolocação (CAMARGO, p. 23).

Gráfico 3 – FGTS: Correlação entre PIB e Saques (R$ mil) – 2001 a 2007



Dessa forma, este trabalhador obtém um ganho monetário presente e tende a não investir em treinamento para melhorar sua produtividade e seu salário futuro. Assim, é esperado que forcem ou negociem sua demissão com o empregador. O empresário, sabendo que essa situação ocorre em períodos de crescimento, não investe em treinamento e qualificação de sua força de trabalho, pois o risco de perder este investimento em função do desligamento do empregado é alto. Assim, as relações de trabalho ocorrem no curto prazo (CAMARGO, 1996, p. 23) [9].

De acordo com informações obtidas com o Ministério do Trabalho, não há disponibilidade de dados sobre o Fundo anterior a 2001. Ainda assim, pela análise de correlação, podemos afirmar que, caso a economia esteja em recessão ou estagnada, a relação entre a situação macroeconômica, depósitos e saques ainda será relevante.

No o gráfico 1 tem-se no intervalo entre 2001 e 2002 uma situação de baixo crescimento do PIB[10] onde os saques pela demissão sem justa causa estiveram equivalentes ao PIB e os depósitos ficaram abaixo tanto do PIB quanto dos saques. Percebemos então que, como afirmam Macedo e Chahad (1985), os saques

[9] Para mais detalhes sobre o estudo da flexibilidade e produtividade no mercado de trabalho brasileiro, ver Camargo, José Márcio. Flexibilidade do Mercado de Trabalho no Brasil. Fundação Getúlio Vargas Editora,1996.

[10] Sobre a situação econômica do país em 2002 ver SAMUELS, David. A economia política da reforma macroeconômica no Brasil, 1995-2002. *Dados*, 2003, vol.46, no.4, p.805-835.

movimentam-se mais rapidamente que os depósitos em razão das empresas demitirem seus trabalhadores (MACEDO; CHAHAD, p.55).

O pecúlio formado pelo Fundo serve não apenas para as atribuições mencionadas na Lei, mas também, do ponto de vista social, para amenizar a perda temporária do posto de trabalho do indivíduo. Em alguns casos, os recursos são utilizados para que o trabalhador se torne um empreendedor e crie seu próprio negócio. Por outro lado, do ponto de vista de trabalhadores menos qualificados, às vezes sem conseguir crédito ou, até mesmo, tendo necessidade de quitá-lo, o FGTS pode funcionar como alternativa visto que o empregado negocia sua demissão para ter acesso aos recursos do Fundo (MACEDO; CHAHAD, 1985, p. 58).

Além das contribuições, são considerados recursos do Fundo: dotações orçamentárias específicas; resultados das aplicações dos recursos do FGTS; multas, correção monetária e juros devidos; receitas oriundas da Lei Complementar nº 110/2001, que versa sobre a instituição das contribuições sociais, autorização créditos de atualização monetária em contas vinculadas FGTS; e outras receitas patrimoniais e financeiras (BRASIL, 1990, p.01).

De acordo com as demonstrações contábeis do FGTS, as operações de crédito correspondem principalmente a financiamentos imobiliários, financiamentos de saneamento básico, infra-estrutura e desenvolvimento. Além disso, inclui operações refinanciadas que correspondem aos contratos de refinanciamento de dívidas dos governos estaduais e municiais relacionados com as áreas de interesse do Fundo (BRASÍLIA, 2008, p. 33).

Tabela 3 – FGTS: Operações de Crédito – 2001 a 2007

Ativo- Operações de Crédito - R$ mil							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Operacoes de Credito	114.022.481	92.798.313	91.581.149	85.265.783	89.221.819	89.905.552	84.731.238
Setor Publico	3.392.255	6.675.778	9.798.581	11.772.107	78.876.425	79.431.858	64.671.730
Setor Privado	56.940.127	43.856.012	40.519.579	34.604.062	4.807.466	4.485.433	743.657
Outros Creditos	53.690.100	42.266.523	41.262.989	38.889.614	5.537.927	5.988.261	19.315.851

Fonte: DOU. FGTS - Demosntrações Contábeis. Relatório de Administração - Exercícios 2002 a 2008
Defacionado a valores de 2007

Ainda sob a ótica do ativo, o Fundo é fonte de recursos para habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura urbana, sendo, assim, instrumento de fomento destinando crédito a setores e atividades geradoras de emprego e bem-estar social. Desse modo, o FGTS é um importante elemento de *funding* (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 10). A partir dos dados de 2004, podemos observar a quantidade de pessoas beneficiadas pelos recursos do Fundo no que se refere aos empregos gerados e à população beneficiada com as operações de crédito.

Tabela 4 – FGTS: Empregos gerados e população beneficiada – 2004 a 2007

Podemos concluir que o FGTS não é, simplesmente, um Fundo destinado a auxiliar o trabalhador quando de sua demissão, ou, então, em uma necessidade maior como a compra da casa própria ou uma doença grave. Mas também é uma fonte de recursos capaz de beneficiar a população tanto no que se refere ao direcionamento dos recursos para habitação, saneamento e infra-estrutura, quanto nos empregos gerados por essas atividades. Assim, o FGTS contribui para estimular a economia por meio de seus três agentes mais importantes: o trabalhador, o empresário e o Governo.

3. Críticas sobre o FGTS

O foco deste capítulo é analisar os interesses diferenciados em torno do Fundo, para o Governo, os trabalhadores e as empresas: do ponto de vista do governo, trata-se de poupança doméstica disponível para lastrear empréstimos de longo prazo; para os trabalhadores, interessa a remuneração e o uso dos depósitos do Fundo; para as empresas, há o custo e o acesso a financiamento oferecido por bancos públicos, principalmente a CEF.

As críticas acerca da existência do FGTS fundamentam-se, basicamente, em três pontos: baixa remuneração dos saldos das contas dos trabalhadores; a consideração de um “monopólio” de bancos públicos no que se refere aos financiamentos de longo prazo; e o terceiro, o não desenvolvimento completo do mercado de capitais devido aos dois primeiros fatores. Além da consideração do estímulo à informalidade no mercado de trabalho.

Apesar dos argumentos apresentados, o FGTS proporcionou às empresas uma maior flexibilização em casos de demissão, fazendo com que não houvesse justificativas para o desligamento do trabalhador. Acrescentamos, também, que do ponto de vista do trabalhador, saber da existência desses recursos em seu nome proporciona certo conforto em relação ao seu trabalho, principalmente, quando a economia cresce. E o governo controla o montante do Fundo e o direciona à área de infra-estrutura.

Temos, então, uma relação de agentes beneficiados pelos recursos do Fundo, na qual todos possuem interesses distintos. Assim, alguns economistas propuseram formas de alteração do FGTS, que sugerem mudanças nas características estatais de administração do FGTS, no fomento para as empresas e na remuneração do trabalhador.

3.1. Interesses

O FGTS é foco de diferentes interesses de agentes distintos: governo, empresas e trabalhadores. O governo, por meio do Conselho Tripartite do Fundo, gerencia os recursos depositados nas contas vinculadas dos trabalhadores e os direciona aos setores de habitação, saneamento-básico e infra-estrutura urbana. Já as empresas consideram o FGTS como um custo adicional na folha de salários e na demissão; no entanto, como vimos, o Fundo flexibilizou a demissão fazendo com que aumentasse a rotatividade de trabalhadores e as empresas reduzissem investimentos em treinamento. Por fim, do ponto de vista dos trabalhadores, o FGTS é um pecúlio que o auxilia em diversas situações.

3.1.1. Governo

O período de expansão da economia brasileira pós Juscelino baseou-se no tripé capital público, capital estrangeiro e capital privado doméstico (CARVALHO, F. J. C., 2003, p.1). Como apresentado no capítulo 1, dada a necessidade de financiamento e de poupança no país, o Estado se coloca como agente mobilizador de recursos para fomentar setores ou atividades consideradas prioritárias. Isso porque as instituições privadas não atendem totalmente à demanda por financiamentos dos setores de alto risco, longo prazo de maturação do investimento, alto retorno social e relativamente baixo retorno privado (PINHEIRO, M. M. S., 1998, p. 09). Assim, o Estado cria o FGTS, “fruto não de uma decisão deliberada, e sim de uma constatação de que só se podia contar com a poupança compulsória e que o Estado seria, inevitavelmente, o grande intermediário financeiro para recursos de longo prazo para o desenvolvimento” (CARNEIRO, 2005, p.164).

No Brasil, os fundos públicos vinculam-se à necessidade de instrumentos de poupança compulsória para viabilizar a oferta de financiamento de longo prazo. Além disso, proporcionam crédito às empresas e à população. De acordo com Teixeira (2005), o setor público é responsável pelo crédito de longo prazo devido à baixa previsibilidade da economia, que leva a restrições na oferta de crédito de longo prazo pelo setor privado (TEIXEIRA, p. 116).

O Estado partiu da convicção de que seria indispensável estruturar fontes de *funding* durante a inflação elevada e nos períodos de instabilidade econômica do país. Essa instabilidade impedia o desenvolvimento financeiro e, além disso, dificultava a obtenção de recursos de longo prazo no exterior.

De acordo com Coutinho e Borges (2007), o FGTS transferia compulsoriamente recursos que, de outro modo, financiariam uma parte do consumo e do investimento dos agentes econômicos privados (COUTINHO; BORGES, p. 360). Os autores entendem que, caso não existisse a obrigatoriedade dos depósitos, os teriam como destino o consumo e ao investimento.

Assim, o FGTS surgiu como uma forma de financiamento dos gastos do governo em habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura (COUTINHO; BORGES, 2007, p. 360). Essa intervenção governamental gerava recursos para viabilizar investimentos nas áreas de construção civil (habitação popular) e saneamento básico, além de atingir o seu propósito de formar pecúlio ao trabalhador e de ser uma fonte de crédito para que este comprasse a "casa própria"[11]. Além do *funding*, o governo zela pela gestão e direcionamentos dos recursos do Fundo. Desse modo, cuida do patrimônio do FGTS e assegura as condições de liquidez das contas quando dos saques pelos seus titulares (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 04 - 05).

A criação do Fundo foi uma forma de o governo transferir a decisão intertemporal entre o consumo e a poupança das famílias para o setor público, bem como de aumentar a poupança compulsória. Essa instituição visava aumentar o investimento de longo prazo, em habitação popular e saneamento básico, e incorporava o conceito de que o setor público aloca os recursos de maneira mais eficiente que o setor privado (TEIXEIRA, 2005, p. 151).

[11] No período de 1960 e 1970, o papel do Estado no suprimento de infra-estrutura e insumos básicos pedia um sistema de financiamento eficiente, de modo a garantir um fluxo de recursos estável e em grande volume. Desse modo, a mudança financeira do Estado decorrente da reforma tributária de 1966 foi fundamental para que o governo fosse capaz de garantir esses investimentos. Os fundos públicos de poupança compulsória — como o FGTS — tornaram-se extremamente úteis para financiar a habitação, a infra-estrutura e os investimentos das estatais (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 05).

3.1.2. Empresas

Do ponto de vista das empresas, o FGTS é visto como um custo adicional que o empregador tem ao contratar trabalhadores no mercado formal. Por outro lado, se comparado com o benefício da estabilidade, o FGTS foi um facilitador da demissão dos trabalhadores. As empresas criticavam a estabilidade, pois exercia forte influência sobre a produtividade da mão de obra tanto por aqueles que estavam próximos a adquirir o benefício, quanto por aqueles que já eram estáveis, o que elevava os custos de produção da empresa (MACEDO; CHAHAD, 1985, p. 31). Assim, o próprio FGTS reforça a idéia de flexibilização do mercado de trabalho.

O empresário tem uma visão negativa dos 8% de contribuição mensal sobre os salários. Além dos depósitos mensais, ainda arca com multa de 40% sobre o saldo da conta do empregado em caso de demissão sem justa causa (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 01). Segundo Macedo (1985), os 8% de depósitos realizados pelas empresas, em termos reais da época, correspondem a um aumento dos custos de contratação para as empresas que chegou a 2,8% da folha de pagamento (considerado um aumento líquido dos encargos), isso porque com a introdução do FGTS vários encargos foram eliminados[12] (MACEDO; CHAHAD, p. 37).

A partir de 2001, a Lei Complementar n.º 110/01 acrescentou novas contribuições para as empresas que passaram a recolher mensalmente 8,5% do salário e a multa por demissão é de 50% do valor dos depósitos (ZYLBERSTAJN, 2007, p.84). Esse aumento tem por objetivo arrecadar fundos para cobrir parcialmente o ônus financeiro relativo à correção monetária dos planos Bresser e Collor. Além disto, as empresas que demitirem sem justa causa também têm um custo adicional na multa rescisória, que passa de 40% para 50% sobre o saldo do FGTS depositado. Essas mudanças representam um grande impacto para as empresas intensivas em mão-de-obra (MUDANÇAS, 2001, p. 02).

[12] Os encargos eliminados foram: Fundo de Indenizações Trabalhistas (2%); Fundo de Assistência ao Desemprego (1%); Contribuição para Constituição do Capital do BNH (1,2%); Constituição para a LBS (0,5%) e contribições devidas ao SESC e SESI. De acordo com a Lei nº 40.910 de 26/07/1962, as empresas foram isentadas de pagar 1,2% de imposto sobre o 13º salário (MACEDO; CHAHAD, 1985, p. 37).

Assim, de acordo com Carvalho e Pinheiro (1999), há pressões das empresas pela desoneração da folha de pagamentos devido à dificuldade de realocar esses encargos financeiros que o governo acrescentou para que seja garantida a indenização do trabalhador demitido. Isso ocorre, pois os empregadores atribuem aos encargos da folha salarial um inibidor do emprego formal e de enrijecimento do mercado de trabalho (CARVALHO; PINHEIRO, p. 02).

As empresas argumentam que a contribuição compulsória é considerada como encargo trabalhista adicional ao salário do trabalhador e atribuem a isso a redução da competitividade externa da economia. Assim, o peso dos encargos adiciona o estímulo à informalização das relações do trabalho (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 20).

Por outro lado, a existência da multa faz com que a empresa seja mais cautelosa quanto às demissões que pretende realizar após o período de experiência. Além disso, a multa pode impactar, também, nas admissões. Isso porque, à medida que as empresas considerarem o período de experiência insuficiente para observar o desempenho do trabalhador, elas tenderão a investir mais no processo de recrutamento. O resultado seria um aumento no custo das admissões, talvez acima do que seria eficiente, uma vez que as empresas procurarão identificar e antecipar características do trabalhador, mais facilmente observáveis (PAES DE BARROS; CORSEUIL; FOGUEL, 2001, p.06), de forma a fazer com que esse processo reduza os custos com demissões.

Desse modo, os empregadores consideram que uma forma de estimular o emprego formal seria reduzir o percentual de depósitos do FGTS, pois assim os custos para contratação diminuiriam. Em 1998, houve uma proposta de redução dos depósitos de 8% para 2% como medida para o combate ao desemprego buscando uma flexibilização do mercado de trabalho. No entanto, o Fundo surgiu justamente como forma de flexibilizar o mercado de trabalho, assim, essa proposta foi retirada da pauta de discussões do Governo (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p.20).

3.1.3. Trabalhadores

De acordo com Martins (2006), o FGTS pode ser considerado “um salário adquirido no presente que será utilizado no futuro, uma poupança diferida”. Isso porque o Fundo surge quando o trabalhador entra na empresa por meio do mercado formal de trabalho. Dessa forma, parte do salário do empregado não é paga de forma direta, mas destinada ao FGTS (MARTINS, p. 31).

O Fundo é uma poupança compulsória em nome do trabalhador, que é isenta de tributação e tem remuneração a taxas inferiores às do mercado. A multa rescisória, em caso de demissão sem justa causa, é calculada em função dos depósitos realizados na conta vinculada do trabalhador (VASQUES, 2005, p. 08). Assim, o objetivo do Fundo do ponto de vista dos trabalhadores é a formação de um pecúlio que será resgatado em situações restritas.

Dessa forma, o Fundo é considerado parte da renda do empregado e poupança que poderá ser resgatada, dentre outras formas, para a compra – ou reforma - de seu imóvel residencial. Além disso, quando está empregado o trabalhador pode “forçar” sua demissão ou negociá-la com o empregador com o objetivo de levantar os recursos para outros fins (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 01). À medida que o FGTS se acumula, cresce o incentivo para o trabalhador ser demitido ou simular uma demissão, uma vez que essa é uma das principais formas de tornar líquido o seu FGTS e obter o controle do seu fundo, de forma que possa garantir a ele um rendimento financeiro a taxas de mercado (PAES DE BARROS; CORSEUIL; FOGUEL, 2001, p. 04).

Assim, o FGTS é considerado como salário indireto do trabalhador e que, por isso, faz parte de sua remuneração. Isso porque quando negocia um novo emprego, o trabalhador negocia o salário nominal acrescido dos salários indiretos que receberá. Dentre esses, férias, 13º salário e FGTS.

É impróprio o questionamento de que o FGTS beneficia pouco o trabalhador mais pobre, pois uma das metas do FGTS é garantir uma indenização aos trabalhadores

do setor formal e os benefícios são determinados independentemente da renda familiar per capita. Assim, nada garante que esses benefícios estejam focalizados nos segmentos mais pobres. Na verdade, Paes de Barros et. al. (2001) coloca que é provável que uma parcela significativa dos beneficiários não seja de pobres e, portanto, que uma parcela significativa dos recursos não alcance famílias com renda acima da linha de pobreza (PAES DE BARROS; CORSEUIL; FOGUEL, p. 12).

Assim, os trabalhadores que mais precisam dessa poupança são aqueles que estão nas camadas mais pobres da população e são justamente esses que acumulam pouco, pois há maior rotatividade e instabilidade nas relações de trabalho (OLIVEIRA; BELTRÃO; PASINATO; FERREIRA, 1999, p. 01). Segundo Paes de Barros et al. (2001), 51% dos desempregados que retiram o FGTS a cada mês vivem em famílias pobres. Quando a análise foca nos mais pobres entre os pobres (isto é, os indigentes), a situação mostra-se preocupante, pois apenas 29% dos desempregados que retiram o FGTS a cada mês vivem nessas famílias (PAES DE BARROS; CORSEUIL; FOGUEL, p. 24).

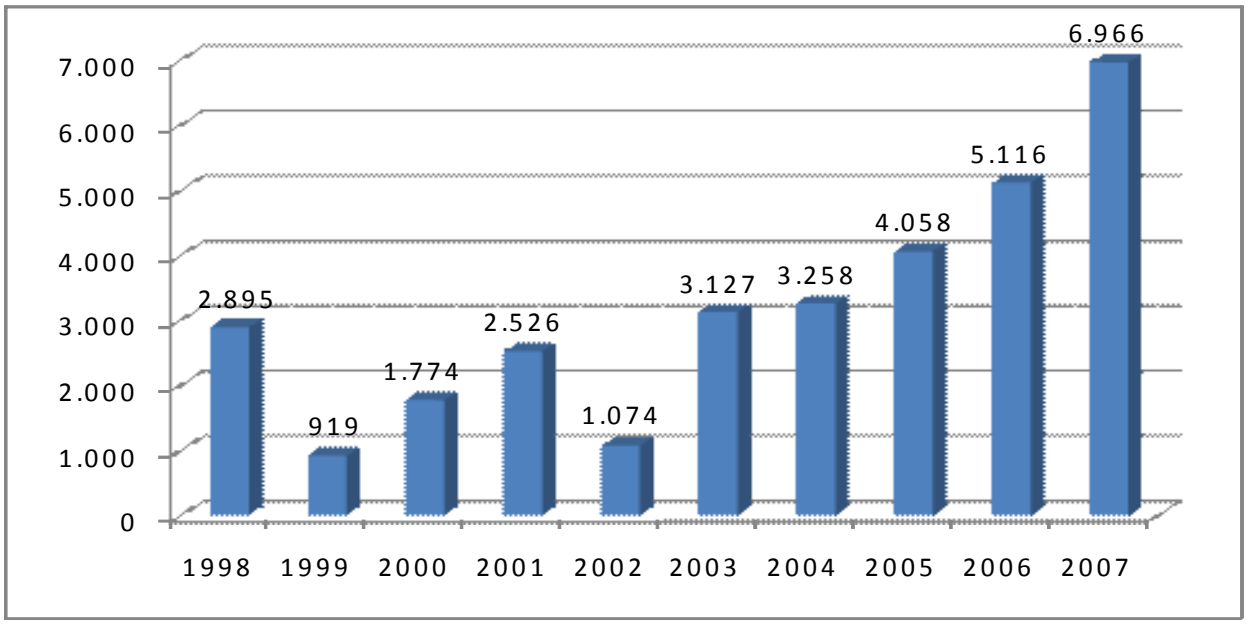
No entanto, ainda de acordo com Paes de Barros et al. (2001), o objetivo do Fundo não é reduzir a pobreza e, portanto, atingir as famílias mais pobres, mas sim beneficiar os trabalhadores mais afetados negativamente pela transformação econômica. Como esses agentes não são, necessariamente, os originalmente mais pobres, não existe razão para que os recursos sejam focalizados nos grupos mais pobres. Além disso, pode-se utilizar uma argumentação keynesiana, de que o consumo dos trabalhadores formais representa uma parcela importante da demanda agregada, e que, portanto, uma queda abrupta na sua renda poderia trazer quedas adicionais no nível de produção e emprego, gerando mais desemprego e pobreza (PAES DE BARROS; CORSEUIL; FOGUEL, p. 23).

3.2. Os depósitos no FGTS

Um dos objetivos do FGTS é viabilizar recursos para atividades cujos investimentos são considerados de alto risco, de longo prazo de maturação e retorno social (PINHEIRO. M. M. S., 1997, p. 12). Os depósitos são a principal fonte de recursos

correntes do Fundo, e são indispensáveis para seu equilíbrio financeiro (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 01).

Gráfico 4 – FGTS: Depósitos Realizados na CEF (R$ mil) – 1998 a 2007



Fonte: CEF/IPEADATA. Elaboração própria.
Os depósitos estão deflacionados a valores de 2007.

No que se referem ao Fundo propriamente, os desequilíbrios macroeconômicos caracterizados pela alta inflação e pelas crises culminaram em problemas graves com o FGTS na década de 1980. Isso porque o governo executou diversas mudanças nas regras de correção monetária das operações ativas e passivas na área habitacional, gerando desequilíbrios atuariais significativos (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 02).

A cada plano econômico introduzido, os recursos das contas eram recalculados e atualizados sendo que, em muitos casos, houve um hiato temporal que levou o trabalhador a perder parte de seus recursos. Além disso, ainda devido à inflação elevada, a longa permanência dos recursos nas contas provocava forte desvalorização dos montantes (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 02).

Caso o Estado não interviesse e criasse o Fundo, considerando a existência da inflação alta, não haveria estímulo para que indivíduos e empresas poupassem seus

recursos. Não se pode desconsiderar que, afora a questão inflacionária, a maioria da população brasileira não tem rendimento suficiente para que possua elevada propensão a poupar. Dessa forma, seria errônea a afirmação de que os mecanismos de poupança compulsória – dentre eles o FGTS – foram entraves para o completo desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro (COUTINHO; BORGES, 2007, p. 360).

No instante em que a economia deixa de conviver com a alta inflação, passa-se a ter necessidade de modernização das instituições e, conseqüentemente, as defesas criadas para coexistir e proteger os agentes da inflação não são mais necessárias (CARNEIRO, 2005, p. 162).

3.3. Rentabilidade das Contas do FGTS e o Salário do Trabalhador

De acordo com a lei de 1990 do FGTS, no artigo nono, a rentabilidade média das aplicações deverá ser suficiente para a cobertura de todos os custos incorridos pelo Fundo e ainda para a formação de reserva para o atendimento de gastos eventuais não previstos, sendo da Caixa Econômica Federal o risco de crédito (BRASIL, 1990, p. 06).

Além disso, as disponibilidades financeiras devem ser mantidas em volume que satisfaça as condições de liquidez e remuneração mínima necessária à preservação do poder aquisitivo das contas. Essa remuneração necessária se dá pela taxa de juros média mínima de 3% ao ano (BRASIL, 1990, p. 06).

Assim, o indivíduo tem o benefício de receber os recursos de seu FGTS quando é demitido, ou em outra circunstância em que a Lei permite. No entanto, o rendimento dessa aplicação é inferior às taxas de mercado. A caderneta de poupança, por exemplo, é remunerada pela TR + 6% ao ano, mas tem característica líquida, diferentemente do que ocorre com os recursos do Fundo.

Dessa forma, a baixa liquidez e a reduzida remuneração financeira recebida pelo cotista reduzem o valor que cada trabalhador atribui ao seu fundo. Essa

subvaloração tem duas conseqüências importantes: por um lado, faz com que cada R$ 1 depositado pela empresa no FGTS seja percebido como valendo algo inferior a R$ 1 pelo trabalhador. Segundo Paes de Barros et al. (2001), a percepção do Fundo como benefício para o trabalhador é inferior ao custo para a empresa, fazendo com que o FGTS seja fonte de ineficiência e de elevação do custo do trabalho (PAES DE BARROS; CORSEUIL; FOGUEL, p.04).

O mesmo argumento é utilizado por Arida (2005), enfatizando que as condições restritivas de saque e a remuneração de TR + 3% são inferiores a quaisquer aplicações financeiras de risco equivalente, o que faz com que o valor presente dos recursos para o trabalhador seja inferior ao custo para a empresa. Dessa forma, para a empresa, o impacto do Fundo é imediato e para o trabalhador há perdas, já que a remuneração é menor do que se houvesse a liberdade dispor seus recursos no mercado (ARIDA, p. 212).

Essa ineficiência estimula a informalidade, uma vez que empregados e empregadores têm preferência por um contrato no qual, em vez de depositar recursos no FGTS do empregado, o empresário lhe faz uma transferência direta. No entanto, cumpre ressaltar que o aumento no custo do trabalho não é uma decorrência do FGTS em si, mas sim da existência de uma diferença entre o benefício para o trabalhador e o custo para a empresa (PAES DE BARROS; CORSEUIL; FOGUEL, 2001, p.04).

Vasques (2005) elaborou uma análise na qual apresenta o impacto do FGTS nos salários dos trabalhadores. O modelo elaborado[13] demonstra que apesar dos 8% de depósitos do fundo reduzir o salário do trabalhador, a multa traz a possibilidade de aumento dos rendimentos - o autor diferencia o salário, como sendo o montante recebido periodicamente pelo trabalhador; e rendimentos, que corresponde a salários e verbas rescisórias (VASQUES, p. 16).

[13] Para detalhamento do modelo, ver VASQUES, Daniel Strauss. Os Efeitos do FGTS nos Rendimentos do Trabalhador Formal. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós Graduação em Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

Dessa forma, segundo Oliveira et al. (1999), o FGTS é considerado uma poupança forçada, de modo que, se não existisse, as empresas remunerariam melhor seus funcionários ou contratariam mais empregados, elevando a renda disponível dos assalariados (OLIVEIRA; BELTRÃO; PASINATO; FERREIRA, p. 08). O interessante é verificar que, em todas as considerações sobre o Fundo, há sua comparação com a caderneta de poupança, dada sua semelhança com o FGTS.

3.4. Críticas ao FGTS

As críticas acerca da existência do Fundo destacam a baixa remuneração dos saldos das contas dos trabalhadores e a distinção entre os montantes acumulados por empregados com salários maiores e menores. Também considera o não desenvolvimento completo do mercado de capitais, devido ao "monopólio" de bancos estatais no financiamento de longo prazo.

3.4.1. Baixa Remuneração do Trabalhador

As críticas acerca do FGTS referem-se à baixa remuneração, por gerar perdas para o trabalhador, e o fato de que a CEF atua como agente financeiro das operações de longo prazo. A justificativa é que os fundos compulsórios, tais como o FGTS, foram criados para que esses bancos sejam os únicos capazes de oferecer linhas de empréstimos de longo prazo em moeda doméstica (ARIDA, 2007, p. 13).

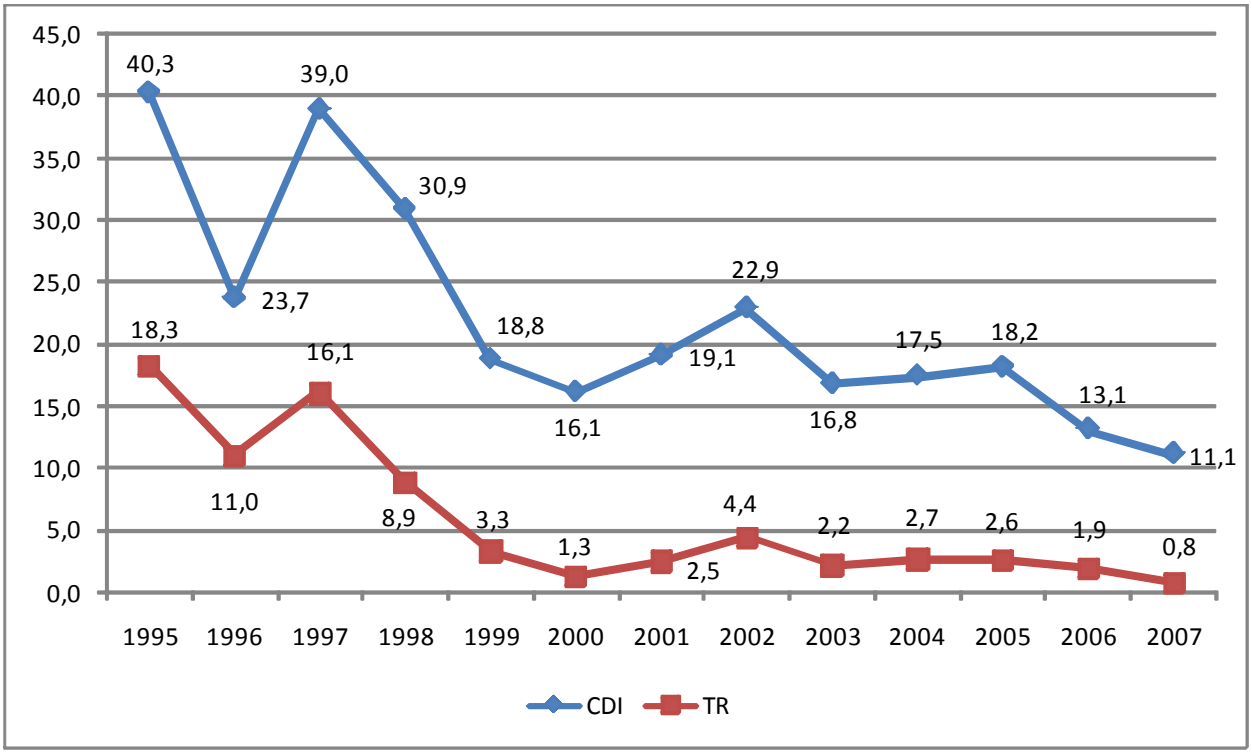
Desde o fim de 2007, os bancos privados intensificaram o uso de recursos do FGTS para o financiamento habitacional de longo prazo. De acordo com Izaguirre (2007), os bancos privados demandaram R$ 3 bilhões cujo objetivo é o financiamento habitacional, isso porque, há indicação de uma escassez de recursos oriundos da caderneta de poupança, diante do crescimento da demanda por crédito imobiliário (IZAGUIRRE, p. 01).

Em referência à baixa remuneração, o indivíduo tem o benefício de receber os recursos de seu FGTS quando é demitido, todavia o rendimento desse montante é inferior às taxas de mercado. Assim, a caderneta de poupança, por exemplo, é

remunerada pela TR + 6% ao ano, mas essa tem característica líquida, diferentemente do que ocorre com os recursos do FGTS. Desse modo, o trabalhador perde até mesmo para a aplicação mais básica do mercado.

No ano de 2005, o rendimento do índice da TR foi de 2,6% frente a 18,2% do CDI[14] (Gráfico 5). Esse resultado demonstra que os cotistas do FGTS subsidiaram as aplicações do Fundo de acordo com a diferença entre o CDI e a TR, isto é, aproximadamente 15 pontos percentuais (AMADEO, 2007, p. 368).

Gráfico 5 – FGTS: Comparação entre os índices do CDI e TR – 1995 a 2007



Fonte: BCB-DEPEC. Elaboração Própria

Entre 1995 e 2007 a tendência tanto da TR quanto do CDI é decrescente. No entanto, percebe-se grande diferença entre os dois índices sendo 22 pontos em 1995 reduzindo a cerca de 10 pontos em 2007 (Gráfico 5). Ainda assim, a diferença é substancial e a crítica de que a remuneração dos recursos depositados no FGTS é

[14] Os Certificados de Depósito Interbancário (CDI) são os títulos de emissão das instituições financeiras, que lastreiam as operações do mercado interbancário. Suas características são idênticas às de um CDB, mas sua negociação é restrita ao mercado interbancário. Sua função é, portanto, transferir recursos de uma instituição financeira para outra. Em outras palavras, para que o sistema seja mais fluido, quem tem dinheiro sobrando empresta para quem não tem (PORTALBRASIL.NET, 2007).

baixa torna-se visível se o compararmos com o CDI. Os dados referem-se ao mês de dezembro dos anos mencionados.

Ao se analisar as médias móveis tanto do CDI quanto da TR tem-se a confirmação da tendência de queda de ambas as taxas nos últimos anos. Isto é, mesmo considerando taxas distintas (com a possível alteração da TR pelo CDI) há redução da remuneração dos recursos dos trabalhadores. No entanto, a TR ainda é inferior ao CDI.

Gráfico 6 – CDI: Variação anual do índice (%) – 1995 a 2007

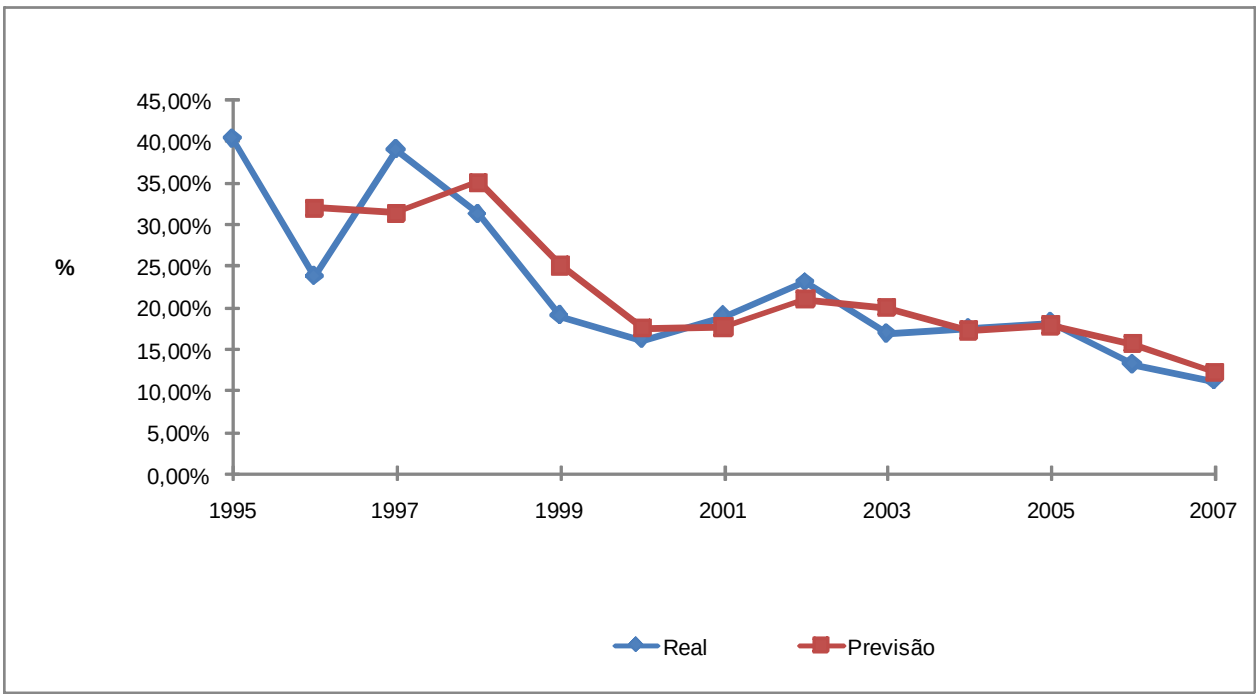
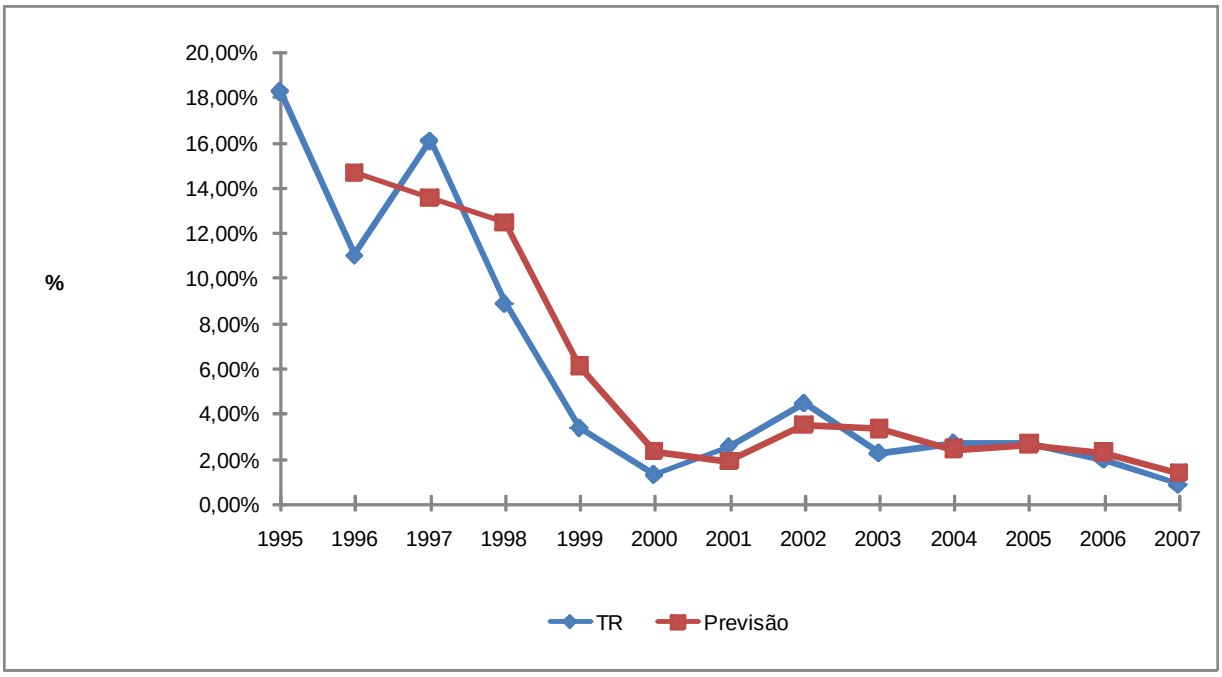
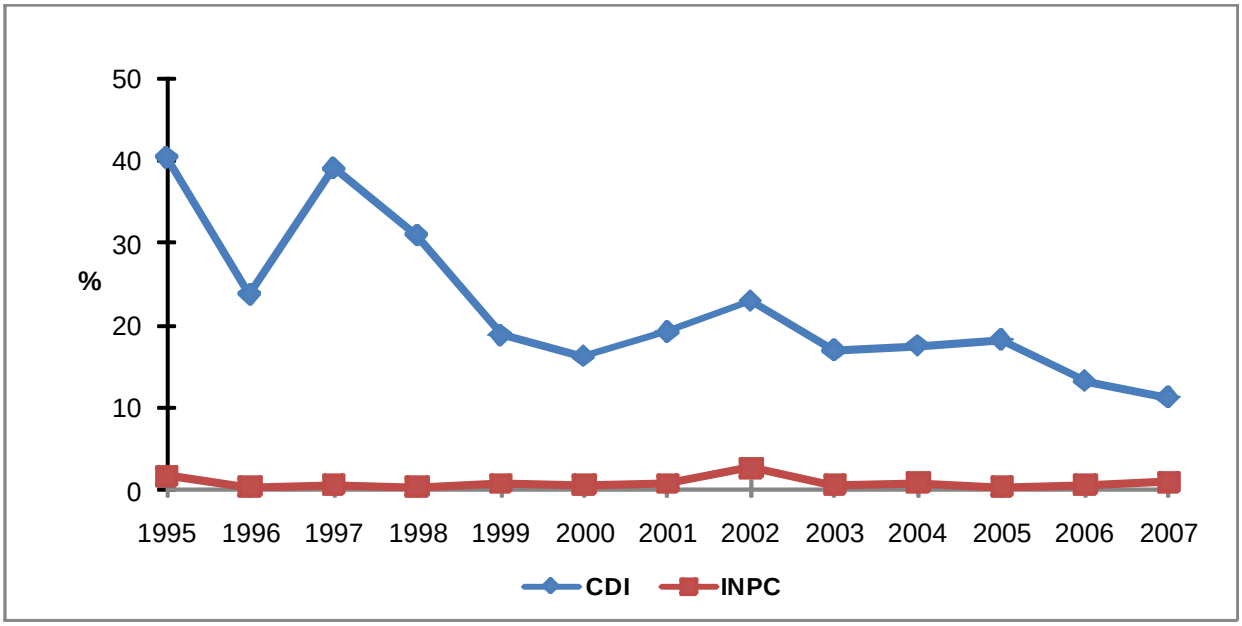


Gráfico 7 – TR: Variação anula do índice (%) – 1995 a 2007



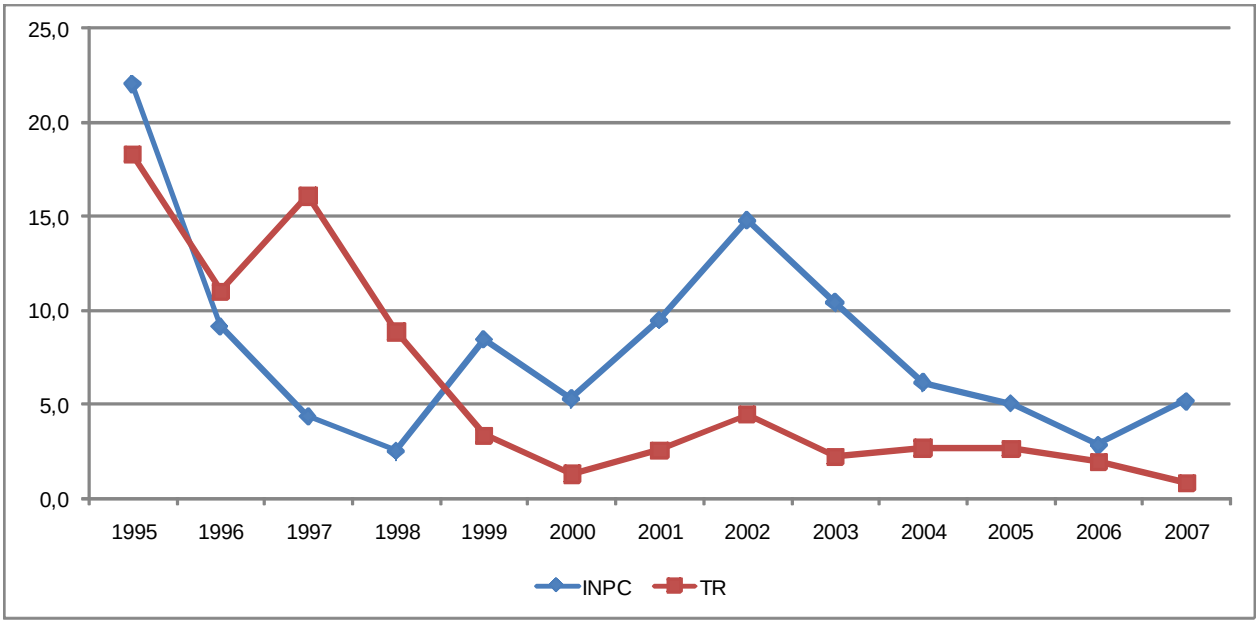
Se compararmos o CDI ao INPC vê-se que o CDI está acima da inflação. Temos, então, ganhos superiores ao INPC dos valores remunerados pelo CDI, diferentemente do que veremos com a TR.

Gráfico 8 – Comparação entre os índices CDI e INPC (em %) – 1995 a 2007



De acordo com o gráfico 9, a TR está acima do índice Nacional de Preços ao Consumidor apenas nos anos de 1996 a 1998. Desde então, o INPC está acima da TR, dessa forma, mesmo com a remuneração das contas vinculadas do FGTS pela taxa referencial, a partir de 1999, há perda no poder de compra dos depósitos devidos à inflação.

Gráfico 9 – FGTS: Comparação entre os índices TR e INPC (em %) – 1995 a 2007



Fonte: BCB-DEPEC/IBGE. Elaboração Própria

As discussões sobre o rendimento do Fundo ocorrem porque, segundo Nunes (2008), cálculos mostram que a inflação supera os ganhos dos trabalhadores. De acordo com o Instituto FGTS Fácil, desde 1999, a atualização monetária do FGTS não está cumprindo com seu propósito que é corrigir as perdas com a inflação. Conforme informou o presidente do Instituto FGTS Fácil, Mario Avelino, a TR começou a ser aplicada em 1991, desde então, a rentabilidade do fundo ficou acumulada em 32,42%. O INPC, por sua vez, ficou em 41,75%, o que mostra a perda de 28,77% na possibilidade de ganhos dos trabalhadores (NUNES, 2008).

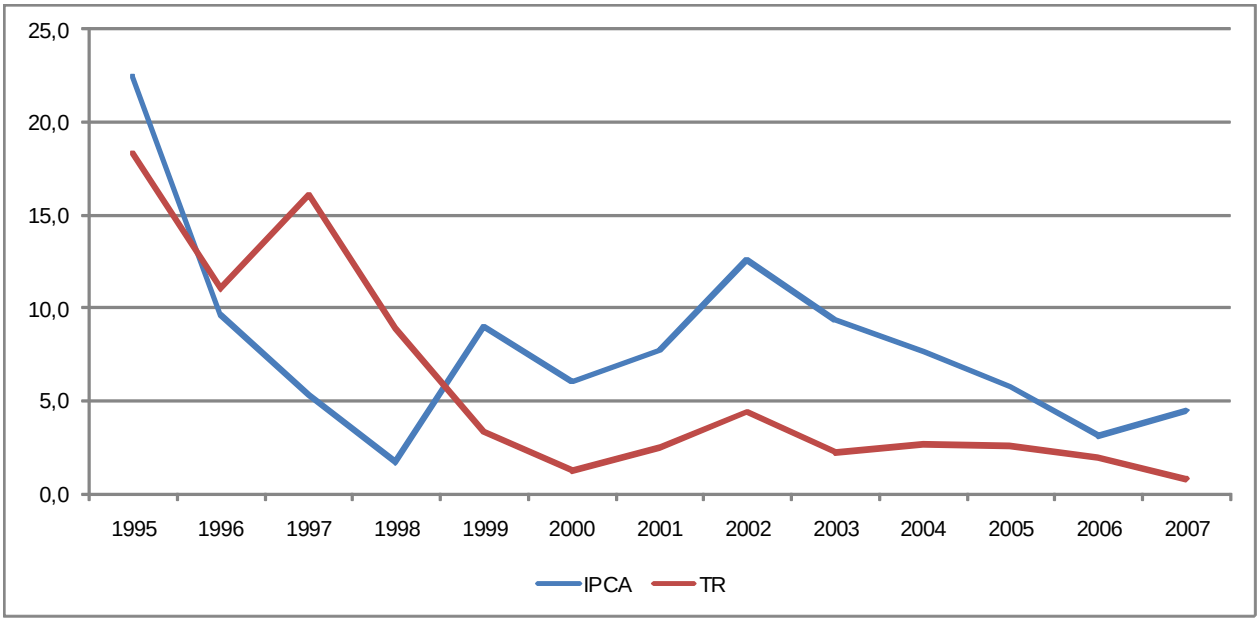
Uma alternativa para aumentar o ganho do FGTS seria a substituição da TR por outro índice, como o INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor), como alguns representantes de centrais sindicais desejam. No acumulado do ano até julho, o

INPC está em 7,5%. Contudo, para José Dutra Vieira Sobrinho, vice-presidente da Ordem dos Economistas do Brasil, o problema de substituir a TR é que o trabalhador que vai pedir empréstimo habitacional poderá pagar mais caro pelo financiamento. 'Hoje, ele obtém empréstimo com base na TR, que é baixa' (CAIXA, 2008).

Segundo divulgação pela imprensa das informações sobre as perdas na rentabilidade, A CEF tem discutido com o Conselho Curador do FGTS a possibilidade de diminuir as perdas do Fundo. Isso porque seu rendimento vem perdendo constantemente para a inflação. Segundo a Caixa, enquanto o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) subiu 4,81% de dezembro a junho de 2008, o rendimento do FGTS no mesmo período foi de 2,58% (CAIXA, 2008).

Observando o gráfico 10, percebemos a mesma relação entre TR e IPCA com a comparação entre TR e INPC. No qual a TR encontra-se abaixo do IPCA que significa que mesmo com a remuneração dos depósitos do Fundo pela taxa referencial há perda no poder de compra dos montantes devidos à inflação.

Gráfico 10 – FGTS: Comparação entre os índices TR e IPCA (em %) – 1995 a 2007



Fonte: BCB-DEPEC/IBGE. Elaboração Própria

Por esse ponto de vista, a liberação dos recursos do FGTS, para que os titulares das contas vinculadas os administrem, é necessária do ponto de vista da rentabilidade para o trabalhador visto que, dessa forma, o Fundo cumpriria sua função de pecúlio que pode ser direcionado à sua subsistência até encontrar outro trabalho, ou então, à abertura de um negócio próprio e até mesmo sua aposentadoria. No entanto, deve-se considerar que essa liberação não prejudique os demais propósitos do FGTS que continuariam a ser desempenhados.

Considerando que essa mesma TR é utilizada tanto para a remuneração da caderneta de poupança (acrescida de 6% ao ano) e, também, para o financiamento habitacional, onde se tem TR + 12% ao ano acrescido das taxas de seguros. Com sua variação abaixo do IPCA, temos que a TR constitui um subsídio à aquisição da casa própria e, que mesmo assim, o Brasil tem déficit habitacional de cerca de 7,9 milhões de domicílios[15].

Assim, se no FGTS temos uma remuneração de TR + 3% ao ano, essa captação por parte da CEF explica o porquê do custo do dinheiro para esta instituição ser o menor quando comparado com o custo de captação para o mercado financeiro (bancos particulares). Isso ocorre porque os recursos da CEF apresentam spreads menores em relação ao mercado. Por outro lado, a remuneração de TR + 3% ao ano representa prejuízo aos trabalhadores.

No entanto, ficamos com a pergunta: como o governo conseguiria o *funding* para financiamento imobiliário se remunerasse o FGTS pela variação de taxas superiores, de modo a melhorar o poder aquisitivo dos trabalhadores? Teríamos como resposta dois fatores, o primeiro é que nada mudaria para as empresas e estas continuariam efetuando os depósitos nas contas vinculadas dos trabalhadores; o outro fator é que a remuneração do FGTS pela variação de taxas mais altas, provocaria o encarecimento do custo de financiamento para a habitação.

[15] Para mais informações sobre o déficit habitacional brasileiro, ver FJP, Fundação João Pinheiro; PNUD. Déficit habitacional no Brasil. Minas Gerais, 2006.

3.4.2. Trabalhadores com Rendimentos Distintos

Outra crítica se refere ao impacto do FGTS para o trabalhador de baixa renda e para o de renda mais elevada. Assim, de acordo com Lisboa (2005), os trabalhadores de baixa renda permanecem pouco tempo em seus empregos ao longo da vida, assim os recursos depositados no FGTS resultam em renda real para um prazo muito curto (LISBOA, p. 318).

A cunha fiscal[16] correspondente, neste caso, ao diferencial de juros entre a taxa de retorno do FGTS e a taxa de juros do mercado que o trabalhador teria direito caso administrasse seus recursos e os colocasse em uma aplicação de baixo risco, estimula a informalidade para os trabalhadores de baixa renda. Já para os trabalhadores de maior renda, o FGTS tem maior custo e menor taxa de retorno, pois esses trabalhadores têm maior tempo de contribuição, assim, o custo de oportunidade da aplicação do Fundo é maior para esses funcionários (LISBOA, 2005, p. 318).

Ainda no que se refere ao FGTS, o autor acrescenta que a justificativa da manutenção do Fundo como garantia de financiamentos de longo prazo é inválida, pois os depósitos em caderneta de poupança também são utilizados para financiamento imobiliário, no entanto, os depositantes podem sacar seus recursos a qualquer momento ainda que a instituição tenha fornecido financiamento de longo prazo (LISBOA, 2005, p. 344).

3.4.3. Impedimento à Ampliação do Mercado de Capitais

Outro argumento é que a existência do Fundo impede o desenvolvimento do mercado de capitais e a formação de bancos de investimento. No entanto, dadas as características de nosso país, podemos verificar que tanto os bancos de investimento dos países desenvolvidos, quanto os bancos públicos de

[16] A expressão “cunha fiscal” é utilizada por Lisboa (2005) para diferenciar a taxa de juros entre a remuneração do FGTS e a taxa de retorno do mercado (LISBOA, p. 318). Por cunha fiscal ou cunha tributária entende-se que é a expressão que indica a presença de impostos, taxas e demais cobranças sobre aplicações financeiras, tendo como resultado, um aumento em suas taxas de juros (Sandroni, Paulo. Novíssimo Dicionário de Economia.São Paulo: Best Seller. 2004, p. 144).

desenvolvimento, como no caso do Brasil, têm basicamente as mesmas funções. Mas os primeiros concentram os retornos em recursos privados, enquanto os segundo direcionam os recursos a retornos sociais.

De acordo com Pinheiro (2005), a expansão das operações dos bancos públicos lastreadas em poupança compulsória pode ser um fator inibidor do desenvolvimento do mercado de capitais, por concorrerem pelos melhores clientes e oferecerem condições que as instituições privadas não conseguem (PINHEIRO, A. C., p. 287).

Por outro lado, as empresas são dependentes do governo para obter financiamentos e, ao serem atendidas, reduzem a demanda por instrumentos de financiamento privado. Isso porque o governo concentra a poupança e restringe a oferta de crédito privado. Assim, essa concentração leva a mais intervencionismo estatal e ampliam as justificativas para a manutenção de bancos oficiais, como a CEF e o BNDES (HADDAD, 2007, p. 274).

Segundo Arida (2005), várias das circunstâncias da criação do FGTS não mais subsistem, como por exemplo, a ausência completa de poupança voluntária. O autor ainda coloca o questionamento sobre a manutenção dos fundos compulsórios, como o FGTS, faz sentido no Brasil atual, e caso a resposta seja manter o Fundo, a questão passa a ser como transformá-lo em um sistema mais eficiente (ARIDA, p. 206).

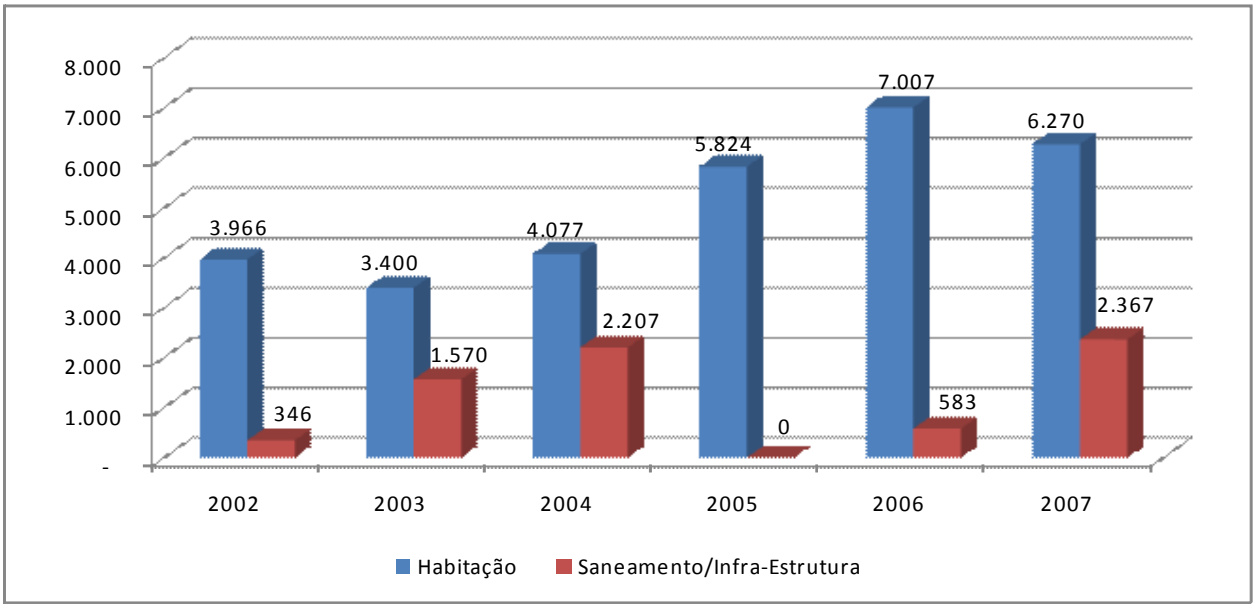
4. Análise das Propostas de Alteração do FGTS

Neste capítulo estudaremos as propostas de liberalização do FGTS. Para isso, analisaremos o patrimônio líquido e os direcionamentos de crédito do Fundo, pois as propostas consideram alteração na remuneração dos trabalhadores com o intuito de direcionar os recursos para o fortalecimento do mercado de capitais, mas os autores não apresentam a comprovação de que, de fato, o mercado será ampliando e desenvolvido de modo a garantir financiamentos de longo prazo para as empresas. Das propostas que serão apresentadas, apenas Zylberstajn não apresenta sua sugestão como forma de fortalecer, ampliar e desenvolver o mercado de capitais.

No ano de 2007, o patrimônio líquido do FGTS foi de R$22,9 bilhões. Já o montante de contratações, isto é, de financiamentos realizados pelo Fundo, nos setores de habitação, saneamento básico e infra-estrutura, no mesmo ano foi de R$ R$9,2 bilhões. A principal área de financiamento do FGTS, a habitação, apresentou um montante de R$6,3 bilhões em créditos destinados à compra da casa própria.

Ao observarmos o total de recursos destinados aos créditos habitacionais existentes no país, temos para o mesmo ano, o valor de R$489,9 bilhões de recursos. Assim, o total de financiamentos em habitação do FGTS corresponde a cerca de 1,3% do total de financiamentos habitacionais existentes na economia brasileira (Gráfico 11). No entanto, devido à falta de detalhamento, não sabemos o quanto do crédito habitacional total é direcionado apenas à habitação popular, justamente o foco do FGTS.

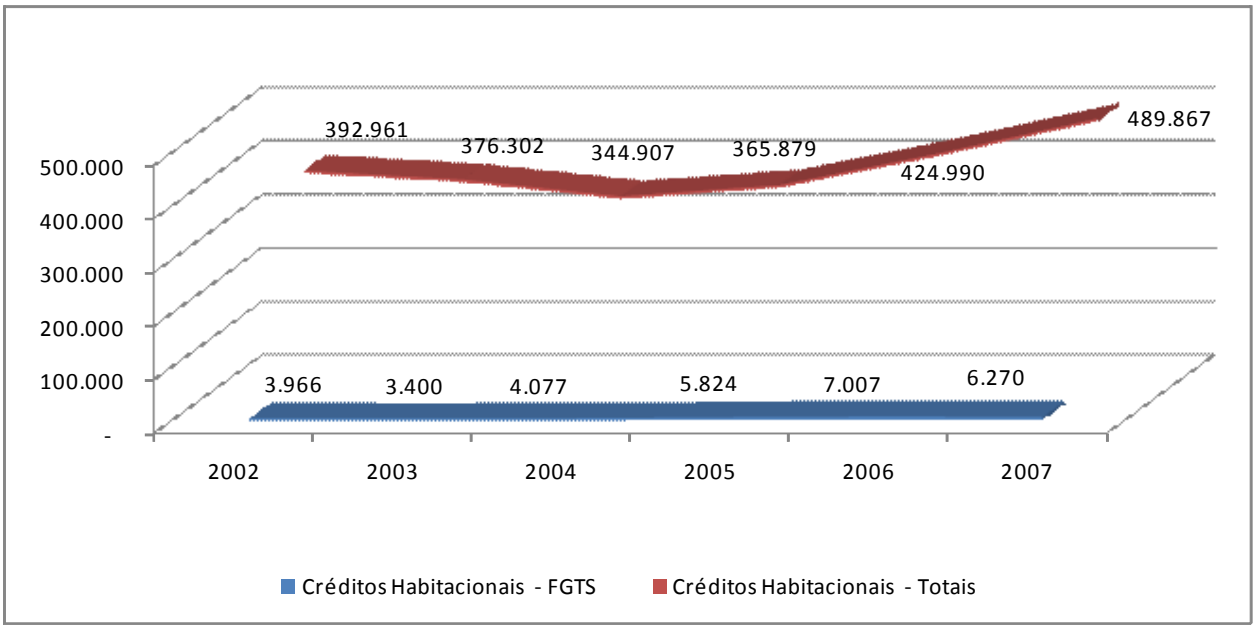
Gráfico 11 – FGTS: Financiamentos Realizados por Setor com os Recursos do FGTS (R$ milhões) – 2002 a 2007



Fonte: FGTS – Demonstrações Financeiras. Elaboração própria.

Montantes deflacionados a valores de 2007.

Gráfico 12 – FGTS: Operações de Crédito Direcionados à Habitação – 2002 a 2007 em R$ milhões



Fonte: FGTS - Demonstrações Financeiras/BCB-DEPEC/IPEADATA. Elaboração Própria

Montantes deflacionados a valores de 2007.

Com análises do volume de recursos do Fundo, juntamente com o montante de crédito financiado pelo FGTS, foram formuladas algumas propostas para alteração em seu escopo, de forma que o montante de recursos destinados ao Fundo seja direcionado para áreas distintas. O objetivo colocado pelas propostas que veremos a seguir é o desenvolvimento de alguns setores.

4.1. Propostas de Alteração do FGTS

O quadro 2 apresenta uma síntese com as propostas de liberalização que serão analisadas neste capítulo. Como dissemos, dos autores apresentados, apenas Zylberstajn apresenta uma sugestão distinta do mercado de capitais. Para análise dos argumentos propostos pelos autores, trabalharemos com estudos econométricos e de matemática financeira.

Quadro 2 – FGTS: Comparação entre as Propostas de Alteração do Fundo

PROPOSTAS FGTS				
Autores	**Objetivos**	**Propostas**	**Impactos**	**Resultados Previstos pelos Autores**
ARIDA	Fortalecimento do Mercado de Capitais	Igualar a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) à Selic: os depósitos do FGTS seriam remunerados pela TJLP de forma a harmonizar a precificação dos créditos, afetando de forma positiva a remuneração dos recursos para os trabalhadores.	O autor considera que essa precificação aumentaria tanto a remuneração dos recursos do FGTS quanto o custo dos empréstimos da CEF. Desse modo a mudança deveria ser aplicada apenas aos novos depósitos e aos novos financiamentos.	Redução da informalidade no mercado de trabalho, redução da carga tributária, redução da Selic necessária ao cumprimento das metas inflacionárias, melhora na distribuição de renda, equalização dos custos dos empréstimos da CEF e do BNDES e aumento da eficiência na alocação de recursos de longo prazo. Isso porque a taxa de juros de curto prazo diminuiria e faria com que a formação de capital com base em poupança voluntária aumentasse.
TEIXEIRA	Fortalecimento do Mercado de Capitais	Gestão compartilhada entre o governo, por meio da CEF, e o mercado de capitais. O mercado criaria fundos de longo prazo com aplicações similares às de fundos de private equity, capazes de aplicar recursos em atividades de longo prazo.	Manutenção das condições atuais de saque para garantir a permanência dos recursos no mercado de capitais. Haveria transporte dos saldos, ou sseja, migrariam para diferentes administradores de modo a eliminar o monopólio da CEF.	Com a maior previsibilidade da economia brasileira, o incremento ao mercado de capitais feitos com o montante do FGTS fará com que haja preferência dos agentes econômicos por investimentos de longo prazo.
CARVALHO FILHO	Fortalecimento do Mercado de Capitais	Co-financiamento entre Governo, via CEF, e mercado de capitais com objetivo de desenvolver um mercado secundário com recursos do FGTS.	Seria necessário que 5% dos depósitos do Fundo fossem geridos pelos titulares das contas vinculadas em instituições de livre escolha para futura compra de ações no mercado.	Dessa forma, haveria incentivo ao mercado de capitais, maior remuneração dos depósitos e a estrutura de ativos e passivos Fundo não seria desequilibrada, tampouco, haveria redução do financiamento para saneamento e habitação.
PINHEIRO	Fortalecimento do Mercado de Capitais	Redução gradual do volume de poupança compulsória por meio da eliminação dos tributos que a alimenta ou pela flexibilização de seu uso. Essa flexibilidade se daria no sentido de permitir que o trabalhador administre seus recursos por meio do mercado de capitais.	Sendo o FGTS livre para ser aplicado de acordo com a preferência do trabalhador poderiam garantir seus recursos por meio do Tesouro Nacional, mas para isso, devem aplicar o montante, obrigatoriamente, em títulos do próprio Tesouro. O que reduziria o risco de perda das aplicações em caso de queda acentuada no mercado de capitais.	Desafio político, pois o controle da intermediação da poupança e do investimento dá poder e flexibilidade ao governo. Por outro lado, elevaria a remuneração dos depósitos dos trabalhadores.
CANTIDIANO	Fortalecimento do Mercado de Capitais	Aquisição de ações de empresas listadas no Novo Mercado.	Melhorar a remuneração dos trabalhadores.	Melhorar a remuneração dos trabalhadores.
FRANCO	Fortalecimento do Mercado de Capitais	Aproximar o FGTS de um PGBL (Plano Geral de Benefícios Livres), reduzindo o montante de depósitos e melhorando a utilização dos recursos. Outra sugestão seria criar um novo FGTS na qual a contribuição das empresas seja menor, de 4%, mas que a remuneração dos depósitos fosse variável.	Os recursos deveriam se transformar em cotas de fundos privados, com portabilidade, de forma que o trabalhador os aplicasse como quisesse. Impacto direto na desoneração das empresas e na remuneração ao trabalhador.	Incentivo ao emprego formal devido a redução do depósito compulsório. Maior rentabilidade ao trabalhador para sua aposentadoria. O "velho" FGTS seria transformado em um grande fundo de pensão, enquanto que o novo funcionaria mais como um incentivador para o mercado de capitais, para onde iriam os recursos. O "velho" continuaria financiando o setor público, o "novo" focaria o investimento privado em infra-estrutura".
ZYLBERSTAJN	Fundo de Previdência e Substituição do Seguro Desemprego	Criar o Benefício do FGTS – o BFGTS – que permaneceria sob gestão da CEF e remunerada a taxas reais e competitivas, similares às taxas de outros títulos públicos.	Remuneração dos depósitos com taxas equivalentes aos títulos públicos e restrições maiores para os saques: demissão, aposentadoria e morte.	O Fundo substituiria o seguro-desemprego e assim liberaria os recursos do PIS-PASEP e permitiria que as contribuições compulsórias reforçassem a receita do INSS.

4.1.1. Proposta Arida

De acordo com Arida (2005), a proposta de alteração dos mecanismos de poupança compulsória no país[17] é para que os recursos fortaleçam o mercado de capitais. Isso porque, o mercado de capitais brasileiro é predominantemente de curto prazo. Contudo, as grandes empresas e o Tesouro Nacional têm acesso a outros mercados de capitais de longo prazo situados no exterior (ARIDA, p 206).

Sendo assim, o tamanho reduzido do mercado de capitais brasileiro subsiste não mais como resultado do não desenvolvimento desse mercado, mas sim pela falta de percepção de que a estabilidade econômica é sustentável e do modo de funcionamento das instituições públicas. Além disso, quando há a análise das aplicações de curto prazo no mercado de capitais e a sua operacionalização, percebe-se que é extremamente sofisticado. No entanto, sua capacidade de gerar e transferir recursos para investimentos de longo prazo ainda precisa de auxílio e progresso (ARIDA, p 206).

Segundo Arida (2005), "há quatro áreas em que se pode buscar mais eficiência nos mecanismos compulsórios: governança, gestão estatal, precificação e eliminação de distorções alocativas". A idéia é alterar modelos considerados ultrapassados no que se refere à única fonte de geração de poupança de longo prazo e evitar que o sistema seja reinventado (ARIDA, p. 208).

A primeira área se refere à governança corporativa. Teixeira (2005) destaca que "o conceito de governança corporativa é muito abrangente e busca lidar com problemas relacionados a conflitos de interesses tanto entre gestores e acionistas quanto entre acionistas controladores e minoritários". No Brasil, a entrada de novos investidores internacionais, as privatizações e os processos de abertura de capitais de empresas nacionais na Bolsa de Valores têm estimulado o desenvolvimento de práticas de governança mais apuradas nas empresas do setor privado (TEIXEIRA, p. 135).

[17] Arida apresenta propostas relativas ao Fundo de Garantia por Tempo de Serviço e ao Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT. Este último não faz parte do escopo deste trabalho.

Nesse sentido, observa-se que o FGTS é administrado por um Conselho Curador composto por representantes dos trabalhadores, das empresas e do governo. A proposta de Arida (2005) é que a natureza do Conselho devesse ser alterada, visto que cada membro possui interesses distintos que podem alterar os resultados do Fundo, principalmente do ponto de vista do Governo, que possui o maior número de representantes (ARIDA, p. 209).

O Tesouro Nacional atua como avalista, visto que os recursos depositados nas contas individuais têm sua garantia de manutenção. As empresas têm como interesse a redução dos depósitos no Fundo de modo a minimizar o custo de contratação de trabalhadores; e os empregados visam o aumento da remuneração dos depósitos e maior flexibilidade dos saques. Sendo assim, os três membros não se posicionariam de forma equânime de forma a buscar melhores resultados na administração do FGTS (ARIDA, 2005, p. 209).

A segunda proposta se refere à gestão estatal do Fundo, em que os recursos são administrados pela CEF, que é controlada pelo Estado. Segundo Arida (2005), o sistema seria melhorado se os trabalhadores tivessem liberdade de escolha dos administradores de seus recursos do FGTS (ARIDA, p. 209).

Para isso, seria necessário que as instituições financeiras privadas concorressem pela aplicação dos recursos do Fundo e oferecessem aplicações em setores ou atividades pré-definidas relacionadas às áreas de infra-estrutura, o que manteria a área de destino dos recursos. Caso essa alteração fosse executada, reduziria a atuação monopolista exercida pela CEF e minimizaria a pressão de grupos de interesse que pudessem influenciar as decisões da CEF (ARIDA, 2005, p. 209).

Essa mudança seria feita de forma gradual para evitar possíveis perdas em sua transição. Enquanto isso, a gestão governamental do fundo passaria por auditorias independentes que fizessem revisões e análises críticas ao processo de administração do Fundo. O intuito é examinar detalhadamente o desempenho dos vários programas de gastos empreendidos com recursos do FGTS. No entanto, as auditorias não devem participar de quaisquer processos decisórios, contudo suas

análises deverão ser compartilhadas com a sociedade de forma que a gestão fosse o mais transparente possível (ARIDA, 2005, p. 209).

A terceira área de aperfeiçoamento é a precificação, isso porque não há integração nos custos de financiamentos de longo prazo. Por exemplo, “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” (ARIDA, 2005, p. 209).

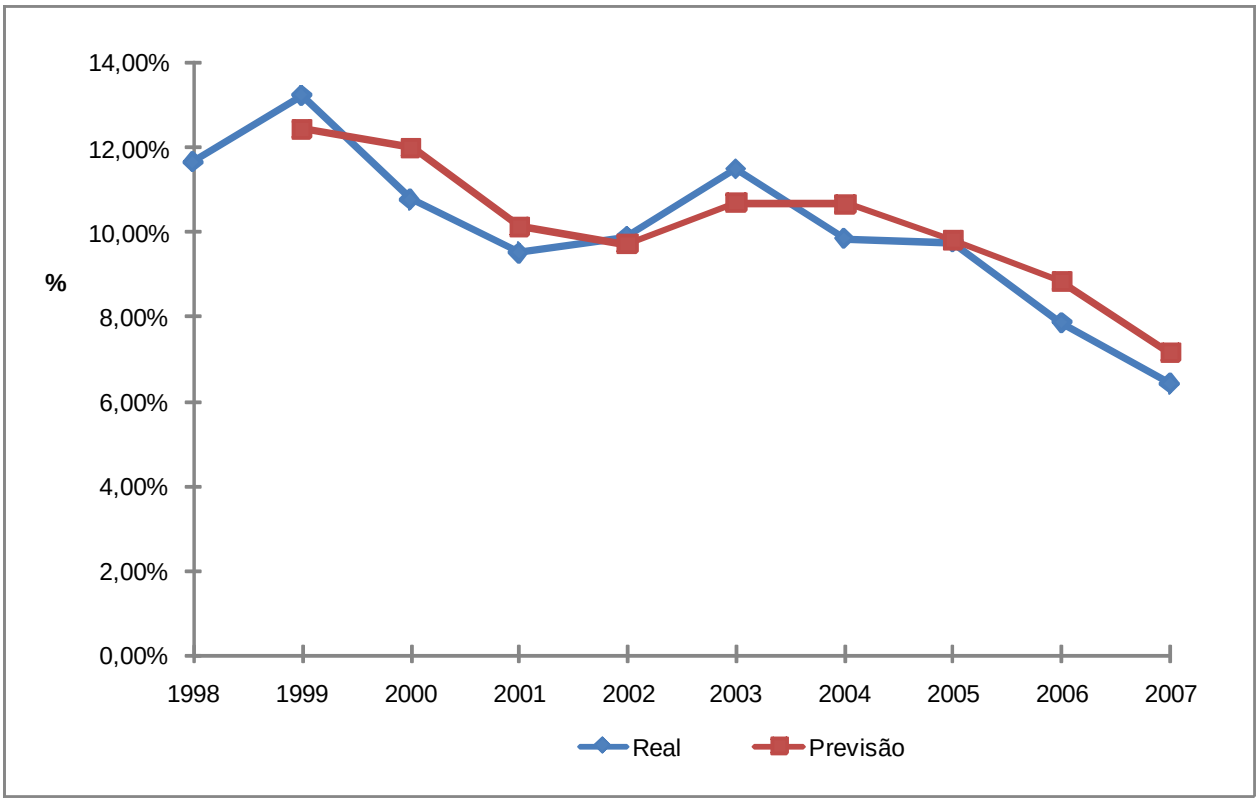
Atualmente, os índices são fixados em valores inferiores ao custo de oportunidade dos recursos. Isso porque o pecúlio dos trabalhadores depositados no FGTS tem rendimento inferior a uma aplicação financeira de risco equivalente, no caso, a caderneta de poupança. Assim, o trabalhador incorre em prejuízo e o tomador de empréstimo da CEF é beneficiado por essa taxa de juros baixa. Além disso, os custos dos empréstimos concedidos tanto pelo BNDES quanto pela CEF são inferiores à taxa Selic ou ao custo do dinheiro no curto prazo. Isso faz com que a política monetária tenha seu efeito reduzido se compararmos à situação em que as taxas de juros cobradas pelas instituições fossem equivalentes à taxa básica de juros (ARIDA, 2005, p. 210).

A proposta elaborada por Arida (2005) sugere que uma forma de alterar e melhorar o atual processo de precificação é igualar a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) à Selic, isto é, gerar a TJLP a partir de uma média móvel de taxas Selic em um período de tempo relevante para a aquisição do empréstimo. Para fortalecer o argumento, seria necessário que os depósitos do FGTS fossem remunerados pela TJLP de forma a harmonizar a precificação dos créditos e afetando de forma positiva a remuneração dos recursos para os trabalhadores (ARIDA, 2005, p. 210).

A média móvel para a TJLP (gráfico 13) apresenta tendência de queda em função de uma política do BNDES de oferta de recursos para os setores da economia brasileira em geral, principalmente as fabricantes de bens de capital. O objetivo

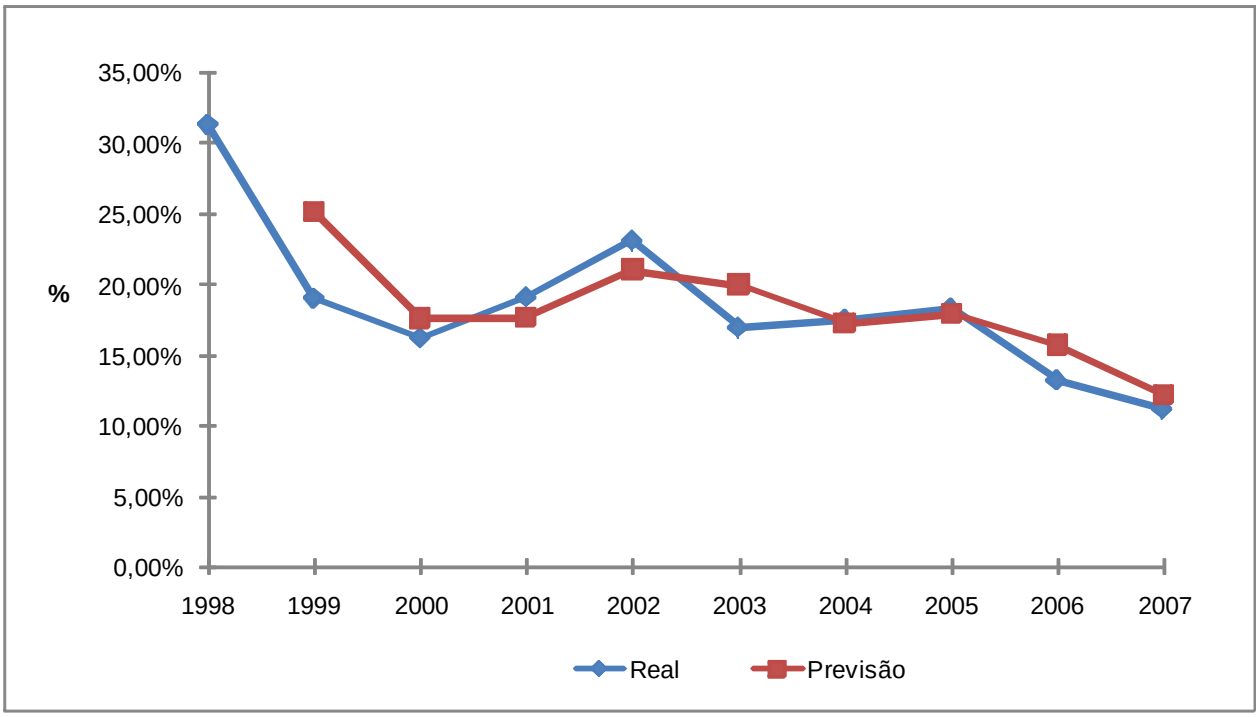
neste caso é constituir a formação bruta de capital fixo para as empresas com intuito de tornar as empresas brasileiras mais competitivas no mercado externo.

Gráfico 13 – TJLP: Variação anual do índice (%) – 1998 a 2007



No entanto, ao observarmos a média móvel da SELIC (gráfico 14) também mostra uma tendência de queda. A SELIC é responsável pelo pagamento dos juros da dívida pública interna, sendo assim sensível às oscilações da conjuntura econômica internacional, ou seja, quando surgem sinais de turbulência no mercado internacional a taxa de juros futura no Brasil é elástica a esse processo, fazendo com que o Banco Central precifique a SELIC para aumentos.

Gráfico 14 – SELIC: Variação anual do índice (%) – 1998 a 2007



Na proposta de Arida, ao considerarmos uma média entre a TJLP e a taxa SELIC, teríamos um aumento significativo para a TJLP que passaria a variar de acordo a oscilação da SELIC (até 2008, a TJLP não varia na mesma proporção que a SELIC) e da conjuntura econômica internacional. Isso provocaria um encarecimento da TJLP (tabela 5) inviabilizando a política de juros baixos por parte do BNDES. Isso porque, caso a TJLP seguisse a mesma tendência que a SELIC, a taxa para dezembro de 2008 deveria estar em 9,07% e a SELIC em 13,75%. A SELIC está, realmente, em 13,75%, mas a TJLP atual se encontra em 6,25%.

Tabela 5 – FGTS: TJLP e SELIC - 1998 a 2008

Encontramos essa diferença por meio de análise de regressão efetuada com essas duas taxas de juros:

A partir dos resultados, chegamos à seguinte equação:

$$TJLP = 0{,}062821878+0{,}0202572485SELIC$$

Desse modo, houve a aproximação das taxas de forma a apresentar como a TJLP estaria maior (tabela 1 – dez/08) caso a proposta de aproximação fosse realizada. Isso levaria ao encarecimento do crédito tanto via BNDES, quanto via CEF, isso porque, seu custo de captação seria maior por essa nova média.

Contudo, Arida (2005) considera que se essa precificação ocorresse aumentaria tanto a remuneração dos recursos do FGTS quanto o custo dos empréstimos da CEF. Assim, caso realmente ocorresse a mudança, esta deveria ser aplicada apenas aos novos depósitos e aos novos financiamentos (ARIDA, p. 212).

Por fim, a quarta área considera as distorções alocativas causadas pelos mecanismos de poupança compulsória. A remuneração das contas individuais é feita pela TR + 3% e os saques são restritos. Assim, o efeito sobre a remuneração seria atenuado com a reprecificação, em que os depósitos são remunerados pela TJLP e a simplificação das regras de resgate (ARIDA, 2005, p. 213).

Para Arida (2005), as alterações trazem vantagens "óbvias", pois diminuem a informalidade no mercado de trabalho, reduzem a carga tributária, reduzem a Selic necessária ao cumprimento das metas inflacionárias, melhoram a distribuição de renda, equalizam os custos dos empréstimos, marginalmente, da CEF e do BNDES e aumentam a eficiência da alocação de recursos de longo prazo. As propostas reduziriam a taxa de juros de curto prazo, aumentariam a eficiência da economia e fariam com que a formação de capital com base em poupança voluntária aumentasse (ARIDA, 2005, p. 214).

Torres Filho (2005) analisou detalhadamente e criticou as propostas de Arida, em um texto dedicado exclusivamente ao sistema FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador[18]. No entanto, o estudo pode ser estendido ao sistema FGTS devido às características de ambos serem Fundos de poupança compulsória destinados ao financiamento de longo prazo e ao auxílio ao trabalhador demitido.

Segundo Torres Filho (2005), a alteração da taxa base de juros para a remuneração de empréstimos teria como efeito um substancial aumento da taxa de juros do sistema FAT. Vimos, também, que com a remuneração por meio da TJLP, levaria a um aumento no custo de captação da CEF e, conseqüentemente, na taxa de juros dos financiamentos com os recursos do FGTS. Além disso, o fim do monopólio dos

[18] O Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT - é a principal fonte de recursos para financiamento de longo prazo do BNDES. Além de ser a origem do pagamento ao seguro-desemprego. O montante advém de 40% do pagamento do PIS-PASEP pelas empresas.

bancos públicos na administração dos recursos se daria sob a forma de leilões, no entanto, Arida não especifica como esses leilões procederiam (TORRES FILHO, 2005, p.34).

Por outro lado, nesse sentido, vimos no capítulo dois que os recursos do FGTS já estiveram descentralizados e espalhados pela rede bancária. Isso gerou problemas quanto a administração das contas vinculadas, pois muitos trabalhadores perderam suas contas ao mudar de emprego ou de banco. A empresa comprovava os depósitos, os funcionários tinham suas contas, no entanto, o sistema não as encontrava[19].

Pode-se argumentar que a existência de sistemas informatizados minimize ou elimine esse problema. Por outro lado, há a questão da visualização global das contas em nome do trabalhador. Para isso, seria necessário que houvesse alteração no sentido de haver liberdade do empregado transferir seus recursos de forma a manter o montante em uma ou poucas contas.

4.1.2. Proposta Teixeira

Teixeira (2005), assim como Arida, propõe alterações no FGTS de forma que venha a ampliar o mercado de capitais. Segundo Teixeira (2005), um mercado de capitais desenvolvido que atenda a demanda por financiamentos de longo prazo precisa de mecanismo de transferência de poupança. Também considera que o mercado de capitais de curto prazo brasileiro é altamente sofisticado devido a sua estrutura operacional e a movimentação de recursos financeiros. No entanto, deixa a desejar no que se refere ao longo prazo (TEIXEIRA, 2005, p. 113).

O Estado brasileiro instituiu formas de transferência de recursos da sociedade para o setor público e tomou para si a responsabilidade de alocar a poupança privada. Esses sistemas tinham por objetivo garantir financiamentos de longo prazo. No entanto, o mercado de capitais está maduro o bastante para gerir esses recursos não havendo mais razões para que a gestão da poupança compulsória permanecesse com o Governo (TEIXEIRA, 2005, p. 116).

[19] Ver capítulo 2, pág. 12 - 13.

Dessa forma, de acordo com a análise de Teixeira (2005), a responsabilidade pela gestão do FGTS passaria ao mercado de capitais de curto prazo, pois o setor privado tenderia a aumentar a transparência dos retornos esperados e permitir melhor acompanhamento dos resultados, o que seria um importante incentivo ao fortalecimento do mecanismo de longo prazo (TEIXEIRA, p. 117). Apesar da afirmação de Teixeira sobre a transparência do mercado, devemos lembrar que muitas empresas operam de modo a não informar o investidor (principalmente o minoritário) de suas ações. A BOVESPA desenvolveu o conceito de "Novo Mercado" com o intuito de estimular o monitoramento das sociedades anônimas[20].

No que se refere especificamente ao financiamento à construção civil, foco do direcionamento de crédito do FGTS, Teixeira (2005) afirma que, em 2005, 8% do PIB correspondia ao mercado de construção civil. A expansão desse setor elevaria o nível da população ocupada (por ser mão de obra intensiva) e favoreceria o crescimento econômico. Segundo o autor, a maior previsibilidade da economia e a criação de instrumentos e operações financeiras mais sofisticadas aprimorariam o financiamento imobiliário (TEIXEIRA, 2005, p. 143).

A proposta para a alocação de recursos para a construção civil no longo prazo é a gestão compartilhada entre o governo, por meio da CEF, e o mercado de capitais, pelo menos em um momento inicial. O mercado criaria fundos de longo prazo com aplicações similares às de fundos de *private equity*[21] capazes de aplicar recursos em atividades de longo prazo. Como forma de garantir a permanência dos recursos, o direito aos saques seria mantido nas atuais circunstâncias previstas, no entanto, os saldos seriam transportáveis, ou seja, migrariam de forma simples entre diferentes administradores (TEIXEIRA, 2005, p. 151).

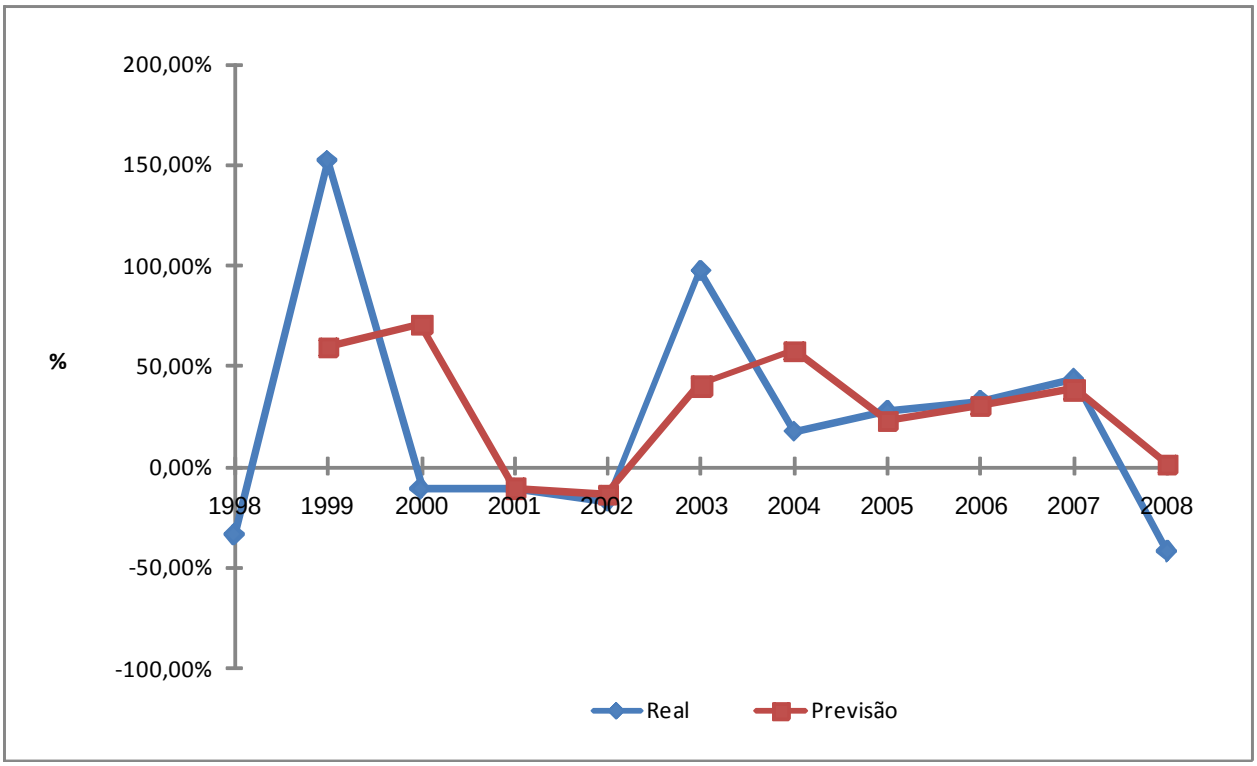
[20] Para detalhamento do Novo Mercado e os princípios de Governança Corporativa, ver site BM&FBOVESPA, http://www.bovespa.com.br/Principal.asp.

[21] Private equity: "colocação privada de recursos. O private equity é uma forma de alavancar empresas de bom potencial de crescimento a partir da (...) compra de participação acionária da empresa" (Apimec, 2006, p.01). O intuito é obter um rápido crescimento juntamente com a profissionalização da gestão da empresa.

O contraponto à proposta é observar que a evolução do índice Ibovespa apresenta dependência de investimentos estrangeiros. Isso porque, com a saída de capitais estrangeiros do país, o índice vem apresentando quedas significativas dificultando a captação para as empresas que abriram ações na Bolsa. Assim, a criação de Fundos alavancados pelo mercado de capitais estaria sujeita à volatilidade do mercado agravada em momentos de crise. A conseqüência seria uma queda significativa na remuneração do Fundo de Garantia. Nesse caso, a proposta acima estaria expondo os trabalhadores a essas turbulências o que poderia levar a com graves prejuízos para os detentores dos recursos.

A média móvel para o Ibovespa no período 1998-2008 apresenta tendência de queda no período (gráfico 15). Em 2008, devido às turbulências internacionais, houve um repatriamento de capitais fazendo capitais estrangeiros saírem da Bolsa. Com isso o índice vem apresentando significativas quedas, nessa situação, caso a proposta tivesse sido aplicada, os trabalhadores estariam prejudicados com as perdas que ocorreriam em seus recursos. Desse modo, a remuneração do FGTS estaria exposta a riscos desnecessários, já que, historicamente, as bolsas tendem a quedas significativas em momentos de crise internacional e a incerteza em relação ao futuro do índice exporia os trabalhadores aos mesmos riscos.

Gráfico 15 – IBOVESPA: Variação anual do índice (%) – 1998 a 2008



Fonte: Bovespa. Elaboração Própria.

Contudo, Teixeira (2005) acrescenta que o mercado de capitais não terá o perfil de alocação de recursos de longo prazo enquanto a preferência dos agentes econômicos por investimentos de curto prazo se mantiver elevado. Assim, mais importante que o incremento ao mercado de capitais é garantir maior previsibilidade na economia brasileira (TEIXEIRA, 2005, p. 117 e 157). Isso porque com a economia estável, o cenário macroeconômico torna-se mais previsível quando se analisa o retorno do investimento. Assim, as análises tornam-se mais assertivas, o que leva o empresário a considerar o investimento a longo termo.

4.1.3. Proposta Carvalho Filho

Carvalho Filho (2005) sugere algo um pouco diferente das propostas anteriores, mas ainda com o intuito de ampliar e desenvolver o mercado de capitais. Mesmo afirmando que apesar de o governo ter instrumentos que incentivem o mercado de capitais, também representa o maior entrave ao seu desenvolvimento (CARVALHO FILHO, 2005, p. 271). Isso porque o autor acredita que os recursos das poupanças compulsórias devem ser direcionados ao mercado de capitais.

Segundo Carvalho Filho (2005), agentes do governo podem estimular o co-financiamento e o desenvolvimento de um mercado secundário dos recursos dos fundos, incluindo o FGTS. Dessa forma, os agentes públicos, cujo horizonte de investimentos é mais longo, manteriam a disciplina de complementar o investimento privado e não concorrer com ele (CARVALHO FILHO, 2005, p. 272).

Apesar da sugestão, para Carvalho Filho (2005), o direcionamento do FGTS para o setor privado é polêmica, mesmo acreditando que a concorrência na gestão e administração do Fundo seja benéfica. Assim, acrescenta que, por exemplo, 5% do FGTS poderiam ser geridos pelos titulares das contas vinculadas em instituições de livre escolha para futura compra de ações no mercado. Dessa forma, a estrutura de ativos e passivos Fundo não seria desequilibrada e, tampouco, haveria redução do financiamento para saneamento e habitação (CARVALHO FILHO, 2005, p. 269).

4.1.4. Proposta Pinheiro

Assim como os demais, Pinheiro (2005) também relaciona o surgimento dos fundos de poupança compulsória com o período de alta inflação no país e considera que esses fundos e os bancos públicos inibem o desenvolvimento do mercado de capitais. Em sua visão, deveria haver redução gradual do volume de poupança compulsória por meio da eliminação dos tributos que a alimenta ou pela flexibilização de seu uso (PINHEIRO, A. C., 2005, p. 287-288). Essa flexibilidade se daria no sentido de permitir que o trabalhador administre seus recursos por meio do mercado de capitais.

De acordo com Pinheiro (2005), a macroeconomia afeta substancialmente o mercado de capitais devido ao seu impacto sobre a demanda de recursos pelas empresas. Quando a economia não cresce, as empresas reduzem seus investimentos e, conseqüentemente, têm menos necessidade de contar com recursos de terceiros para financiá-los. Dessa forma, o volume de crédito bancário para o setor privado torna-se baixo e o mercado de capitais, limitado. Assim, é necessário que os emissores privados sejam estimulados a emitir no mercado doméstico (PINHEIRO, A. C., p. 278). Esse estímulo se daria por meio da ampliação

de pessoas que aplicariam os recursos de seu Fundo de Garantia no mercado de capitais.

Dessa forma, o autor propõe duas alternativas. A primeira consiste na criação de mecanismos que dêem transparência à utilização da poupança compulsória para concessão de subsídios pelos bancos, exigindo que esses montantes constem no orçamento público e que sejam aprovados pelo Congresso Nacional, assim como as demais despesas do Governo. Também coloca que deverá haver uma avaliação independente que mostre o impacto desses subsídios no desenvolvimento do país (PINHEIRO, A. C., 2005, p. 288).

A segunda sugestão é a de que, segundo ele, não é papel do Estado administrar a poupança compulsória (privada) e, acredita que essa função pode ser feita de modo mais eficiente pelo mercado de capitais. O grande desafio seria eliminar o sistema atual de forma leiloar o direito de administração dos novos fluxos de poupança. Assim, o FGTS poderia se tornar livre de forma a ser aplicado de acordo com a preferência do trabalhador de modo que, se ainda quisessem a garantia do Tesouro Nacional, deveriam aplicar os recursos, obrigatoriamente, em títulos do próprio Tesouro. Por outro lado, o autor considera que o maior desafio é de ordem política, pois o controle da intermediação da poupança e do investimento dá poder e flexibilidade ao Governo (PINHEIRO, A. C., 2005, p. 289).

Pinheiro propõe a aplicação em títulos do Tesouro Nacional. Do modo semelhante ao que ocorre com o mercado acionário, no entanto, nos momentos de turbulência, há oscilação nas taxas futuras de juros, o que contribui para o aumento das taxas pré-fixadas. Assim, pode haver inversão da curva de juros nos momentos de estabilidade da economia, com quedas acentuadas das taxas de juros futuras e conseqüentemente das taxas pré-fixadas.

Essas oscilações também exporiam os trabalhadores às variações do mercado de renda variável, sem contar as possibilidades de que o ritmo crescente da dívida pública interna poderia, no limite, forçar o governo a adotar políticas de alongamento dos débitos (moratórias). Essa possibilidade de rolagem da dívida pública interna

provocaria deságio nos títulos do Tesouro Nacional, expondo mais uma vez os trabalhadores a riscos desnecessários de perdas em seus recursos.

A aplicação em titulo do Tesouro Nacional, com resgate antecipado em função do aumento da taxa de juros, como apresentado a seguir, pode ter uma rentabilidade real negativa em situações de crise, o que ratifica a critica. Para essa análise matemática, consideraremos como premissa uma aplicação única, no valor de R$1.000,00. Na seqüência, examinaremos um resgate antecipado, isso porque o trabalhador pode ser demitido nesse ínterim e ter que resgatar o saldo do Fundo, também consideraremos a taxa futura de juros (SWAP Pré DI), pois em momentos de crise, esta taxa torna-se cada vez maior e taxa de inflação (IGP-M) de 11,04%[22].

Assim, consideraremos um cálculo simples de matemática financeira para verificarmos o possível retorno dessa aplicação:

$$P = (1+i)\ n/q$$

Onde:

P = Principal

i = Taxa de Juros

n = Período

q = Base de cálculo em dias úteis

Atribuindo valores à fórmula, temos:

P ou Valor Aplicado = R$1.000,00

i = 13,75% (SELIC de novembro de 2008)

n = 126 dias úteis

q = 252 dias úteis.

Valor Aplicado	R$ 1.000,00
Taxa Juros Anual	13,75%
Base de Cálculo em Dias Úteis	252
Prazo da Aplicação em Dias Úteis	126
Valor Final de Resgate	R$ 1.066,54

[22] Projeções do Banco Central – Boletim Focus.

Analisando com o resgate antecipado, temos:

RESGATE ANTECIPADO	
Valor Resgate Final	R$ 1.066,54
PRAZO QUE FALTA PARA VENCIMENTO (dias úteis)	64
Taxa de Juros Anual de Renegociação	15,50%
Período da Taxa de Juros (ano útil)	252
Valor Bruto na Renegociação	R$ 1.028,21
TAXA BRUTA AO ANO	11,97%
Alíquota do Imp de Renda	22,50%
Imposto de Renda debitado ao cliente	R$ 6,35
Valor Líquido Recebido na Renegociação	R$ 1.021,86
CPMF	0,00%
Taxa de Juros Líquida Anual Auferida	9,19%
Deflator - IGP-M	11,04%
Taxa Real de Juros Anual Auferida	-1,67%

Onde:

O Valor Bruto na Renegociação (VBR) é calculado por:

$$VBR = P/(1+i)\ n/q$$

A Taxa Bruta ao Ano (TBA) é:

$$TBA = (VBR/P)\ (q/n-v)-1$$

Onde v = prazo que falta para o vencimento.

O Imposto de Renda debitado (IR) corresponde a:

$$IR = Alíquota(VBR-P)$$

O Valor Líquido da Aplicação (VLA) é:

$$VLA = VBR-IR$$

A Taxa de Juros Líquida (TJL) é calculada por:

$$TJL = (VLA/[P(1+CPMF)]\ (q/n-v)-1$$

E, por fim, temos que a Taxa Real de Juros (r), corresponde a:

$$r = (1+TJL)/(1+Deflator)-1.$$

Neste exercício, vemos que a taxa real de juros é negativa (-1,67%). Isso porque, a inflação anual projetada para o IGP-M ao final de 2008 é de 11,04%, fazendo com que a remuneração da aplicação perca para a inflação. Desse modo, o trabalhador também pode ter perdas de poder de compra mesmo operando com títulos do

Tesouro, para isso, basta que a conjuntura econômica passe por momentos de crise e de grandes oscilações.

4.1.5. Proposta Cantidiano

Para Cantidiano (2005), parte do fluxo de depósitos do FGTS poderia ser utilizada na aquisição de ações de empresas listadas no Novo Mercado[23] da Bovespa. Segundo ele, essa sugestão contribuiria para a educação do investidor e teria efeito multiplicador, pois mais empresas se interessariam em fazer parte desse segmento (CANTIDIANO, p. 223-224).

Ao observarmos a evolução recente do Mercado de Capitais, temos que, aproximadamente, 80 empresas fizeram *IPO*[24] (emissão de ações iniciais) na Bolsa e, passados um ano dessas emissões, observamos rentabilidade positiva para apenas três dessas empresas. Neste caso e mais uma vez, a volatilidade do mercado expõe os trabalhadores aos riscos econômicos de turbulências internacionais. Quem pagaria esse prejuízo dos trabalhadores? Novamente ficamos sem resposta, já que os riscos seriam totalmente bancados pelos próprios trabalhadores.

4.1.6. Proposta Franco

A proposta de Franco (2006) é aproximar o FGTS tanto quanto possível de um PGBL (Plano Geral de Benefícios Livres) [25], apenas reduzindo o montante (que o autor se refere como “mordida”) e melhorando a utilização dos recursos (FRANCO,

[23] “O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação (...). A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias, dentre outras” (BM&FBOVESPA, 2000?).

[24] *IPO*: Sigla em inglês para *Initial Public Offering* que corresponde à abertura de capital das empresas no mercado acionário.

[25] “PGBLs são programas de poupança individuais nos quais os recursos são investidos onde o indivíduo determina, geralmente fundos mútuos administrados por instituições financeiras privadas, e com rentabilidade de mercado” (Franco, 2006, p.170).

p. 170). Assim, se o trabalhador discordar da forma como o gestor dispõe de seus recursos, ele pode trocar de fundo ou de plano. No caso do PGBL e, caso o FGTS seja transformado em um fundo semelhante, seria necessária a flexibilização dos saques, pois o indivíduo requereria seus recursos quando considerar pertinente; todavia, perderia o direito à aposentadoria.

Nessa primeira proposta, devemos supor que a constituição de um Fundo como o PGBL teria de ser composto por títulos do governo, títulos privados, etc, como ocorre com os planos de previdência privados. Ou seja, a carteira teria que ser diversificada, o que leva aos mesmos riscos de variação das cotas em função das oscilações das taxas de juros futuras, principalmente nos momentos de turbulência internacional.

Uma segunda sugestão seria criar um novo FGTS na qual a contribuição das empresas seja menor, de 4%, mas que a remuneração fosse variável. Assim, os recursos poderiam ser transformados em cotas de novos fundos privados, com portabilidade, de forma que o trabalhador os aplicasse onde quisesse. Haveria a desoneração das empresas e, com isso, incentivo ao emprego formal (FRANCO, 2006, p. 170).

Os fundos autorizados a gerir recursos no âmbito do FGTS-N[26] deveriam voltar-se para determinados investimentos considerados de grande relevância para o país, como os de infra-estrutura. Ou então, seriam colocados no mercado de capitais de forma geral, cujo objetivo seria incentivar os gestores privados a investir e coordenar os recursos da “poupança compulsória” e das poupanças voluntárias dos agentes econômicos.

Ainda de acordo com o autor, o indivíduo optaria pelo FGTS “novo” ou “velho” quando de sua contratação pela empresa. O Fundo “velho” não deixaria de existir, porém correria o risco de contar com muitas contas “inativas”, até que finalizasse de vez. O que se apresenta é a modernização do FGTS, “que tenderia a se transformar

[26] Segundo Franco (2006), FGTS-N seria um fundo que gerenciaria o novo FGTS. Fundo esse que teria cotas de fundos privados e com portabilidade e o qual, o trabalhador optaria quando de sua contratação pela empresa (FRANCO, p. 170).

(o velho) em algo assemelhado a um grande fundo de pensão, enquanto que o novo funcionaria mais como um incentivador para o mercado de capitais, para onde iriam os recursos. O "velho" continuaria financiando o setor público, o "novo" focaria o investimento privado em infra-estrutura" (FRANCO, 2006, p.171).

Neste segundo caso, o ideal seria que uma instituição pública ou privada pudesse orientar o trabalhador dos riscos que o mercado oferece. Em momentos de crise internacional, com conseqüências no mercado interno o empregado estaria exposto aos riscos de redução da remuneração e, em muitos casos, a queda poderia afetar inclusive o principal, fazendo com que o trabalhador perca os recursos de seu pecúlio.

No que se refere à redução dos custos para as empresas, nada garante que haja o repasse dessa queda aos salários dos trabalhadores. Ao contrário, as empresas elevam seus lucros com o aumento da produtividade, demitem os trabalhadores "caros" e contratam outros com salários menores, dessa forma, essa redução não, necessariamente, beneficia os trabalhadores com um aumento no número de empregos[27].

Ao considerarmos a atual remuneração do Fundo, TR + 3% ao ano, também temos perdas devido à remuneração real negativa tanto quando as taxas futuras de juros são ascendentes quanto em situações de inflação mais elevada. No entanto, embora haja perdas na remuneração, não há perda do montante principal como acontece com aplicações em bolsa de valores.

4.1.7. Proposta Zylberstajn

Segundo Zylberstajn (2007), as empresas continuariam depositando os 8,5% do salário, no entanto as liberações para saques seriam ainda mais restritas do que hoje. Estas ocorreriam apenas em caso de desemprego, aposentadoria e morte. No caso de demissão, o trabalhador teria o direito de sacar parcelas mensais

[27] Sobre os rendimentos dos trabalhadores quando há aumento na rotatividade do mercado de trabalho ver HUERTAS NETO, Miguel. Impactos da Rotatividade na Renda dos Trabalhadores: Uma Análise do Período Atual. *SEPLA*, 2008.

equivalentes ao seu salário, limitados a um teto de R$750,00 por mês. Na aposentadoria, o funcionário poderia sacar todo o montante acumulado em sua conta vinculada como uma renda vitalícia. Nesse caso, mesmo sacando quando desempregado, o trabalhador acumularia montante capaz de proporcionar benefícios razoáveis. Em caso de morte, os dependentes sacariam o valor acumulado em parcelas mensais equivalentes ao último salário até esgotar todo capital do fundo (ZYLBERSTAJN, 2007, p. 84-85).

Essa nova proposta originaria o Benefício do FGTS – o BFGTS – que permaneceria sob gestão da CEF e remunerada a taxas reais e competitivas, similares às taxas de outros títulos públicos. Nessa sugestão, o Fundo substituiria do seguro-desemprego e assim liberaria os recursos do PIS-PASEP e permitiria que as contribuições compulsórias reforçassem a receita do INSS (ZYLBERSTAJN, 2007, p. 85-86).

Da mesma forma que as demais propostas, haveria o encarecimento dos custos de captação de recursos da CEF. Devemos lembrar, também, que os recursos do FGTS constituem *funding* para o financiamento da casa própria, o que com o aumento dos custos contribuiria para uma elevação dos juros de financiamento aos imóveis. Além disso, aos restringir os saques da forma proposta, os trabalhadores perderiam a linha de crédito com os recursos do Fundo. Esse financiamento é destinado especialmente à habitação popular, o que, com a execução da proposta, prejudicaria essa camada da população.

Além disso, a renda da classe média tem apresentado uma variação positiva pequena, também poderia apresentar dificuldades de pagamento das prestações fazendo crescer a inadimplência e inviabilizando também a solução para a habitação no Brasil. O déficit habitacional brasileiro é de aproximadamente, 7,9 milhões de domicílios, o que é considerado alto e o governo não poderia adotar políticas de juros competitivas de um lado, para a remuneração do FGTS, e políticas restritivas de outro lado, para os financiamentos habitacionais.

Todas as propostas apresentadas tiveram como principal argumento a flexibilização da aplicação dos recursos do FGTS, sendo administrado pelos próprios

trabalhadores. Também há o argumento de que o governo não aplica os recursos de forma eficiente, gerando obstáculos para o desenvolvimento do mercado de capitais.

No entanto, os autores não apresentam de forma clara como ocorreria, de fato, o desenvolvimento do mercado de capitais com a liberalização do FGTS. Também pouco consideraram o impacto dessa flexibilização no financiamento de infra-estrutura no país, coloca-se, apenas, que as empresas devem buscar seus recursos no mercado de capitais e os impactos para o trabalhador no que se refere aos seus recursos depositados no Fundo e como ficariam com as perdas inevitáveis do mercado de capitais.

4.2. Flexibilização da Aplicação dos Recursos do FGTS: Medidas Concretas

4.2.1. Fundos Mútuos de Privatização do FGTS (FMP-FGTS)

Com o objetivo de aplicar os recursos disponíveis no FGTS em "em ações de empresas privatizadas pelo Governo Federal ou pelos governos estaduais e municipais, ou que estejam procedendo a operações de venda de participações acionárias de propriedade da União, dos estados ou dos municípios, objetivando a pulverização da base acionária" foram criados os Fundos Mútuos de Privatização (FMP) (CVM, [2000?]).

De acordo com Pereira (2005), as ofertas mais relevantes em todo processo foram das ações ordinárias da Petrobrás em 2000, no valor de US$ 4,3 bilhões, das ações preferenciais da Petrobrás em 2001, que chegou a US$ 796 milhões, e das ações ordinárias da Vale do Rio Doce em 2002, com resultado de US$ 1,9 bilhão. O grande ponto positivo para o desenvolvimento do mercado foi promover a participação de pessoas físicas, isso porque houve incentivos através do uso dos recursos do FGTS e de descontos para aqueles que optassem por investir por períodos mais longos (PEREIRA, p.251).

Para muitos dos trabalhadores que participaram dessas operações, essas foram suas primeiras experiências no mercado acionário. Isso porque além da permissão de utilização do FGTS, houve ampla campanha publicitária. O governo, contudo, se

manteve atento no que se refere aos esclarecimentos dos riscos inerentes a essas aplicações, explicou que se tratava de um investimento de longo prazo e, o mais importante, não garantiu qualquer rendimento mínimo ou preservação do capital investido (CARVALHO FILHO, 2005, p. 268).

O bom desempenho das ações ofertadas, pela Petrobras e Vale, foi uma experiência positiva para os investidores, encorajando-os a ampliar o percentual de ações em suas carteiras de investimentos (PEREIRA, 2005, p. 251). Segundo Aguilar (2006), quando a Petrobrás colocou suas ações no mercado, em 2000, e o governo anunciou que elas poderiam ser compradas com o dinheiro do FGTS, cerca de 310 mil pessoas adquiriram cotas da empresa. A maioria nunca tinha investido em ações e ingressou no mercado de renda variável (AGUILAR, p. 02).

Uma aplicação no fundo de privatização da Petrobras, em agosto de 2000, gerou resultado cinco vezes maior no dia 31 de agosto de 2005. Ou seja, quem investiu R$2.000,00 teve seu patrimônio aumentado para R$10,5 mil, isto é, teve rendimento de cerca de 425%, de acordo com a CEF (AGUILAR, 2006, p. 02).

Se esses mesmos R$2.000,00 continuassem depositados na conta vinculada do FGTS, sendo remunerado pela TR + 3% ao ano, o resultado após o exato período de cinco anos seria de apenas R$2.664,00. Assim, entre agosto de 2000 e agosto de 2005, o montante de recursos dos trabalhadores rendeu 33,2%. Não podemos deixar de citar que, no mesmo período, a inflação calculada pelo IPCA foi de 51,22%. Desse modo, o rendimento do FGTS, em suas condições normais, perdeu valor em termos reais devido à inflação (AGUILAR, 2006, p. 02).

Ao elaborarmos um exercício considerando uma única aplicação inicial de R$1.000,00, isto é, desconsiderando os depósitos mensais existentes nas contas vinculadas, analisamos a variação entre esse montante direcionado à compra de ações da Petrobrás e a permanência na conta vinculada, ou seja, o mesmo período com a remuneração de TR + 3% tem-se o seguinte resultado:

Tabela 6 – FGTS: Remuneração do Fundo de Privatização Petrobrás com Recursos do FGTS x TR + 3%

A tabela 6 nos apresenta os preços e os resultados das aplicações realizadas considerando ambas as remunerações. A maior diferença ocorre em dezembro de 2007 quando a variação chega a 747%. Em 2008, há o impacto da crise financeira internacional que levou à queda no preço das commodities e ocasionou redução no preço das ações da Petrobras, assim, o trabalhador que fez essa aplicação viu o montante de seus recursos decrescer substancialmente. No entanto, apesar da queda, a diferença entre as aplicações é de 135%, ou seja, neste caso, mesmo com as variações no mercado acionário, o funcionário ainda tem remuneração melhor do que se deixasse sob a remuneração de TR + 3%.

Apesar dos ganhos, o trabalhador deve estar preparado para variações no mercado acionário. Isso porque, a queda da bolsa provocou, nos últimos cinco meses de 2008, perda de metade do rendimento acumulado até maio de 2008 pelos trabalhadores que investiram parte do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) nos fundos de ações da Petrobrás e da Companhia Vale do Rio Doce (SOBRAL,2008).

A compra de ações da Petrobras foi permitida em agosto de 2000. Até 21 de maio de 2008, os fundos FGTS-Petrobrás se valorizaram 1.346,31%. Até 14 de outubro de 2008, houve perda de 46%, mas o rendimento acumulado foi de 719,04%, ante 54,98% das cotas do FGTS. Ainda assim, a aplicação ganhou de longe do rendimento do fundo, corrigido pela TR + 3% ao ano (SOBRAL, 2008).

Já a compra de ações da Vale foi permitida em abril de 2002. Em 19 de maio de 2008, as ações da Vale atingiram seu valor mais alto, um rendimento acumulado de 1.464,94% desde abril de 2002, quando foi autorizado o uso do fundo na compra de ações. De maio até setembro, as cotações caíram 57%, restando um rendimento acumulado de 624,37% - muito superior ao obtido pelo FGTS desde abril de 2002, de 42,57%.

Fazendo um exercício considerando a mesma aplicação inicial de R$1.000,00, mas voltada à compra de ações da Vale com a comparação de permanência na conta vinculada, temos:

Tabela 7 – FGTS: Remuneração do Fundo de Privatização Vale com Recursos do FGTS x TR + 3%

A tabela 7 mostra os resultados das aplicações realizadas considerando as remunerações das ações da Vale e TR + 3%. A maior diferença também ocorre em dezembro de 2007 quando a variação chega a 1.300%. Em 2008, há o impacto da crise financeira internacional que derrubou preço das commodities o que reduziu o preço das ações da Vale. Mesmo assim, a diferença entre as aplicações em novembro de 2008 é de 310%. Neste caso, mesmo com as turbulências no mercado acionário a remuneração de quem aplicou na Vale é melhor tanto se deixasse sob a remuneração de TR + 3% quanto se tivesse aplicado na Petrobrás.

A remuneração por meio dos índices de variação para as ações da Vale ou Petrobrás vem sendo significativamente superior a TR + 3% ao ano no período entre 2000 e 2007. Uma proposta que considerasse um índice correlacionado a essas variações poderia apresentar um ganho significativo para os trabalhadores. Caberia ao governo constituir uma comissão de estudo para a substituição da TR + 3% ao ano que também vem prejudicando os trabalhadores, desde que foi constituída.

Como o mercado de capitais é suscetível a manipulações de agentes que especulam com o valor das ações, poderíamos ter uma valorização significativa em momentos de crescimento da economia, mas uma forte desvalorização em momentos de turbulência tem mostrado o comportamento do mercado entre o fim de 2008 e início de 2009.

Por outro lado, mesmo os trabalhadores, que aplicaram seus recursos no FMP-FGTS, auferirem ganhos consideráveis se comparados com a remuneração do Fundo, tanto o Presidente Lula quanto o Ministro da Fazenda Guido Mantega, negaram a possibilidade de uma utilização dos recursos do FGTS para novas aplicações na Petrobrás. O argumento utilizado por Lula é o de que esse tipo de notícia mexe com o mercado e prejudica o país (LULA, 2008).

4.2.1.1. Sobre Fundos Mútuos de Privatização do FGTS (FMP-FGTS)

Os recursos dos FMPs criados pelo governo foram constituídos apenas de montantes advindos dos saldos das contas vinculadas do FGTS, tendo sido aplicados por livre escolha do trabalhador, com o esclarecimento de que esses

fundos mútuos de investimento não eram garantidos pelo Governo (CVM, [2000?], p. 07).

Para que isso acontecesse, sem que o empregado se sentisse prejudicado em seus direitos, os administradores do fundo[28] tiveram de informar aos interessados os riscos envolvidos na sua opção de transferir os recursos do FGTS para o fundo, fazendo-o conhecer qualquer evento importante para avaliar a sua decisão de permanecer, ou não, no fundo. Aqueles que adquiriram as ações tinham limitação de resgate desses valores, isto é, apenas após seis meses da data de venda das ações, os detentores poderiam solicitar ao administrador possíveis alterações de suas aplicações para outro tipo de fundo, no qual também tenham a liberdade para aplicar os recursos disponíveis da forma que achassem mais conveniente (CVM, [2000?], p. 10).

Nesses casos, os detentores foram informados de que a rentabilidade de cada fundo constituído seria alterada de acordo com essas aplicações realizadas pelo seu administrador. Além disso, tinha de se esclarecer que a rentabilidade poderia ser superior ou não à rentabilidade das contas no FGTS, mesmo esta sendo uma aplicação típica de renda fixa. Isso porque os FMP-FGTS geram sua rentabilidade em função das aplicações executadas no mercado de renda variável, isto é, sem garantia de mínima remuneração aos seus participantes. Sendo assim, os saldos poderiam apresentar tanto rentabilidade superior a das contas do FGTS, como rentabilidade inferior e até mesmo negativa. Visto que se trata de um mercado de risco (CVM, [2000?], p. 06).

Para aqueles que optaram por aplicar no FMP-FGTS, o limite mínimo para o investimento seria R$300,00 e o máximo seria 50% de todo saldo existente na conta vinculada. Ou seja, cada trabalhador aplicaria nas cotas do FMP-FGTS limitando-se a 50% do saldo de sua conta no FGTS. A aplicação ocorreria em diferentes fundos e em diferentes privatizações, desde que permitidas pelo Governo, contudo o total das

[28] Os administradores dos FMP-FGTS seriam a CEF, bancos convencionais, corretoras ou distribuidoras de valores desde que autorizados pela CVM para atuar como administrador de carteira de valores mobiliários.

aplicações não poderia ultrapassar, sob nenhuma hipótese, os 50% de saldo da conta no FGTS (NÓBREGA; MOLAN, 2000, p.3).

Além da ausência de garantias de manutenção dos saldos, os trabalhadores que aplicaram seus recursos no Fundo arcam com taxas de administração, o que se tornou um relevante fator de escolha do administrador dos recursos. Isso porque, as taxas cobradas pelos administradores reduzem a rentabilidade das cotas e, assim, são custos para o investidor. Essas taxas incidem sobre todos os resgates e transferências de fundos que o indivíduo queira fazer (CVM, [2000?], p. 07).

Para que o trabalhador pudesse se habilitar a aplicar no FMP-FGTS deveria procurar um dos administradores existentes e autorizados a operar pela CVM, manifestando sua intenção. O detentor da conta vinculada deveria conhecer os riscos e os custos desse tipo de aplicação, além de ter consciência de que qualquer retorno dos valores aplicados, no Fundo ou no Clube, à conta do FGTS aconteceria apenas após 12 meses da data da aplicação (CVM, [2000?], p. 11).

Quando da solicitação de resgate, o cotista indica o montante em reais ou o número de cotas a serem resgatadas e, conforme o caso, o fundo ou clube para o qual pretende transferir os recursos correspondentes ou o retorno ao FGTS. Não se pode desconsiderar que, ao fazer essa solicitação, o trabalhador deverá arcar com 10% de Imposto de Renda a toda rentabilidade que ultrapassar TR + 3% ao ano (CVM, [2000?], p. 12).

A idéia original era que, se esse fundo pioneiro tivesse sucesso, deveria ser aplicado a outros programas de desestatização. No entanto, após essas duas oportunidades de aplicação do dinheiro da conta do FGTS em ações, para a Petrobras e para a Vale do Rio Doce, não houve mais aberturas equivalentes. Apenas o BNDES se envolveu no desenvolvimento de um Fundo direcionado para elevar a participação de pequenos investidores no mercado de capitais. Isso se deu através do Fundo PIBB (Papéis Índice Brasil Bovespa) (AGUILAR, 2006. p. 15).

O Comitê Executivo do Plano Diretor que reúne 19 entidades do mercado de capitais, dentre elas Bovespa, BM&F e Anbid, incluiu em seu Plano de Ação de 2005 a solicitação para que os recursos do FGTS possam ser usados na aquisição de ações pelos trabalhadores. Essa reivindicação foi levada ao Governo e a idéia é fazer isso pelos próximos anos até que haja uma posição mais flexível do Governo em relação a esse assunto.

4.2.2. Fundos de Investimento do FGTS (FI-FGTS)

Em dezembro de 2007, o Conselho Curador do FGTS criou o Fundo de Investimento do FGTS – FI-FGTS, destinado, exclusivamente, a receber recursos do Fundo com objetivo de investir em construção, reforma, ampliação ou implantação de empreendimentos em infra-estrutura nos setores de energia, rodovia, ferrovia, hidrovia, portos e saneamento. O FUNDO poderá participar de projetos contratados sob a forma de parceria público privadas (PPP) e administrado, gerido e representado pela CEF (FGTS, 2007, p. 1-2).

A participação pode ocorrer por meio de algumas modalidades de ativos financeiros. Tais como: a) participação societária; b) debêntures, notas promissórias e outros instrumentos de dívida; c) cotas de fundo de investimento imobiliário; d) cotas de fundo de investimento em direitos creditórios; e) cotas de fundo de investimento em participações; f) certificados de recebíveis imobiliários; g) contratos derivativos; e h) títulos públicos federais (FGTS, 2007, p. 3).

Segundo publicação na imprensa (folha online), a CEF fez o primeiro investimento desse fundo no setor ferroviário. Serão aplicados R$ 500 milhões na compra de debêntures de uma empresa privada que irá utilizar o dinheiro na expansão da malha ferroviária. O FI-FGTS, que utiliza o dinheiro que os trabalhadores possuem no fundo de garantia, já tem operações aprovadas de R$ 5 bilhões e poderá chegar a R$ 17 bilhões (CUCOLO, 2008).

Segundo o vice-presidente da Caixa Bolivar Tarragó, o próximo investimento do FI será na área portuária, no valor de cerca de R$ 700 milhões, que deve ser anunciado em setembro ou outubro de 2008. O vice-presidente afirmou que,

possivelmente em 2009, os trabalhadores poderão aplicar seus recursos individuais do FGTS nesse fundo, no entanto, isso dependerá da aprovação do Conselho Curador. Em caso de aprovação, serão criados fundos com cotas do FI-FGTS que terão rentabilidade mínima garantida de 3% ao ano mais TR, a mesma que já é verificada no FGTS. O trabalhador poderá investir até 10% do saldo que possui no FGTS (CUCOLO, 2008).

Analisando as propostas apresentadas neste capítulo e o que já foi feito com os recursos do FGTS, percebe-se que realmente quaisquer uma delas gera uma remuneração maior ao trabalhador, o que é interessante quando observamos os recursos como uma poupança que será utilizada em períodos de desemprego. No entanto, essa mesma melhora na remuneração dos recursos tem impacto negativo é que o encarecimento do financiamento habitacional.

4.3. Críticas às Propostas de Liberalização

Quando se analisa a existência de fundos de poupança compulsória no Brasil, há que se observar a razão de sua criação. Como vimos, a origem e a manutenção desses instrumentos derivaram da necessidade do Estado de fomentar fontes de *funding* durante os períodos de instabilidade econômica. Essa instabilidade interna impedia o desenvolvimento financeiro e a dificuldade de obter recursos de longo prazo no exterior.

Isso se relaciona tanto em sistema financeiro estruturado no crédito bancário, quanto em um sistema com base no mercado de capitais. No Brasil, o sistema financeiro é fortemente direcionado ao curto e curtíssimo prazo cuja liquidez está concentrada em poucos ativos e especializado em financiar o setor público (TEIXEIRA, 2005, p. 114).

Isso porque, em nosso país “longo prazo” representa o período de um ano ou pouco mais. Essa visão é altamente deturpadora principalmente no que se refere às decisões de investimento de empresas e famílias. Contudo, como apresentado

anteriormente, alguns economistas justificam essa falta de visão de longo prazo à ausência de desenvolvimento do mercado de capitais (TEIXEIRA, 2005, p. 114).

O desejo de se ampliar as aplicações e os financiamentos de longo prazo deve ser feita de forma a propiciar uma redução contínua da taxa de juros, que dependem da expectativa futura, juntamente com a gestão da dívida pública. Isso porque, a queda na taxa de juros promove diminuição acentuada da relação dívida/PIB, o que favorece a redução das despesas financeiras e incentiva o crescimento privado, que leva ao crescimento do produto (ROCCA, 2007, p. 21).

Assim, no que concernem as alterações do FGTS, deve-se destacar que, caso haja alterações relacionadas a alguma proposta, devem ocorrer de modo gradual para sejam evitados tanto desequilíbrios nas contas da CEF quanto uma elevação artificial nos preços dos ativos devido às de entradas expressivas de recursos no mercado.

De acordo com Coutinho (2007), “é preciso dizer que os mecanismos de poupança compulsória devem ser aprimorados. Esses mecanismos, em vez de funcionarem como fatores de distorção, deveriam se tornar instrumentos adicionais para o aprofundamento do crédito e do mercado de capitais doméstico”. No entanto, ao contrário dos que argumentam que a existência desse sistema foi o principal entrave ao desenvolvimento financeiro brasileiro, este não se desenvolveu fundamentalmente pela precariedade de nosso processo de estabilização (COUTINHO; BORGES, p. 361).

Rocca (2007), assim como Coutinho (2007), argumenta que o não desenvolvimento do mercado de capitais ocorre, principalmente, por questões macroeconômicas. Os argumentos baseiam-se na longa instabilidade que o país viveu, principalmente entre as décadas de 1970 e 1980, nas expectativas dos agentes e nos gastos do governo. Assim, percebemos que o volume de recursos do FGTS que, se liberalizados, podem entrar no mercado de capitais é coadjuvante à estabilidade e expectativas de longo prazo (ROCCA, p. 21).

De acordo com Carvalho e Pinheiro (1999), as propostas existentes não consideram os custos transacionais de uma redução do FGTS ou, até mesmo, sua extinção. Isso porque, poderia haver quebra de contratos ou direitos adquiridos dos atuais titulares e a interrupção e redução de recursos do Fundo demandaria elevados recursos para viabilizar o pagamento dos saques e para liquidar as operações de crédito (CARVALHO; PINHEIRO, p. 37).

Assim, se houvesse, em um extremo, a eliminação do FGTS, a CEF deverá estar preparada para uma enorme quantidade de saques que ocorreriam e se poderia fazer necessária a presença do Tesouro nacional para que não houvesse déficits a ponto de prejudicar a liquidez da Caixa. Além disso, todas as operações de crédito financiadas pelos recursos do Fundo deveriam ser suspensas tanto pela inexistência de recursos, que ocorreria se extinguisse o FGTS, quanto para alimentar os saques.

De acordo com Carvalho e Pinheiro (1999), a eliminação ou redução do patrimônio do FGTS é desaconselhável pelas seguintes razões: “Um primeiro motivo para tanto é que medidas dessa natureza implicariam a desativação de um instrumento de poupança compulsória capaz de aportar recursos em torno de 0,9% do PIB nos próximos anos para o financiamento da habitação e infra-estrutura. Não é aconselhável prescindir de recursos dessa magnitude, destinados a atividades fortemente geradoras de emprego” (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p. 35).

“Um segundo motivo é o elevado custo fiscal dessas medidas. Na hipótese de extinção do fundo, o Tesouro teria que aportar grande volume de recursos, da ordem de algumas dezenas de bilhões de reais, para financiar o atendimento das obrigações do FGTS nos primeiros anos após a extinção das contribuições” (CARVALHO; PINHEIRO, 1999, p.35).

Apesar de os recursos serem utilizados para melhorar a infra-estrutura do país e, além disso, atender a demanda de parte da população que precisa de moradia sabe-se que os recursos do Fundo não são o bastante para atender a procura de financiamento nessas áreas, contudo, o fato de existir o Fundo, não impede que

coexistam outras formas de financiamento como se podem observar atualmente, como consórcios e financiamentos em bancos privados, como vimos no gráfico 12.

O FGTS é uma importante fonte de recursos para o financiamento da habitação e infra-estrutura. Ao analisarmos considerando o cenário atual, de crescimento de postos formais de trabalho e, conseqüente, crescimento dos recursos depositados no Fundo, a proposta apresentada por Carvalho e Pinheiro (1999) considera “a melhoria administrativa no período mais recente, estimuladas pelas mudanças gerais na gestão dos fundos públicos. Essas melhorias de natureza administrativa e gerencial têm dificultado o retorno a práticas negativas do passado, em termos de ineficiência alocativa e de transferência de renda por subsídios a grupos sociais com maior poder de pressão” (CARVALHO; PINHEIRO, p. 37).

Ainda não se pode desconsiderar o fato de que o mercado de capitais não é, por si só, capaz de garantir um aporte suficiente de recursos em longo prazo. Sendo assim, o FGTS torna-se ainda mais fundamental no sentido de estimular a disponibilidade dos recursos de longo prazo para fomentar investimentos em infra-estrutura. Assim, é possível desenvolver outras de forma a auxiliar o do crédito de longo prazo, tais como redução da relação dívida/PIB e queda nas taxas de juros.

Teixeira (2005) faz um argumento crítico em seu texto quando considera que a gestão da poupança privada sem a intervenção direta do Estado pode se tornar um importante mecanismo de fortalecimento do mercado de longo prazo no país. No entanto, essa gestão deve ser devidamente acompanhada do fortalecimento de instituições para disciplinar, monitorar e tornar mais transparentes as decisões dos gestores privados (TEIXEIRA, p. 157).

CONCLUSÃO

O intuito deste trabalho foi analisar as propostas de liberalização do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS e como a aplicação destas sugestões poderia afetar os três principais agentes interessados no Fundo: o governo, as empresas e os trabalhadores.

Para realizarmos esse projeto, partimos do circuito pós-keynesiano de *finance*-investimento-poupança-*funding* para fundamentar a necessidade de haver instituições dedicadas ao financiamento do investimento de longo prazo. No caso de economias em desenvolvimento esse circuito apenas pôde ser completado com a presença do Estado.

No Brasil, os níveis de financiamento privado nos anos 1960 eram baixos devido à ineficiência tanto na geração como na alocação de poupança, pois a inflação e a limitação das taxas de juros limitavam as aplicações. Além disso, neste contexto, as taxas de retorno de longo prazo eram baixas, o que desestimulava, ainda mais, a formação de poupança privada (CINTRA, 2007, p. 32-33).

O mercado de capitais brasileiro não financiava no longo prazo e o financiamento das empresas se dava por meio de empréstimos externos, o que gerava outro problema, pois, para isso, havia a necessidade de que essas firmas tivessem um tamanho expressivo, o que não acontecia com boa parte das empresas nacionais.

Dessa forma, a participação estatal torna-se relevante dada a pequena participação do mercado de capitais e dos bancos privados nos investimentos de médio e longo prazos. Assim, o governo passou a direcionar crédito de forma a atender a demanda por financiamentos no longo prazo e a operar com taxas de juros inferiores às praticadas pelo mercado favorecendo as empresas (CINTRA, 2007, p. 40)

O FGTS surgiu como parte da ampliação do papel do Estado. A criação do FGTS tinha por objetivo atender duas necessidades: a primeira foi corrigir distorções no mercado de trabalho ocasionado pela lei da estabilidade; e a segunda, foi criar um

funding para direcionar recursos ao financiamento habitacional, de saneamento básico e infra-estrutura urbana. No primeiro caso, as distorções ocorriam devido à baixa produtividade do trabalhador que atingia o período de estabilidade e o fato de o mercado de trabalho ser rígido, isto é, as demissões deveriam ser justificadas e aceitas, caso contrário, o trabalhador retomaria suas atividades na empresa.

A partir da intervenção do Estado, apresentamos a origem do FGTS, que retoma a lei de estabilidade ao trabalhador de 1923, sua criação, história a as alterações que ocorreram ao longo de sua existência. Além disso, analisamos a origem e direcionamento dos recursos de forma a observar as aplicações e os retornos financeiros. Essa participação se deu por meio dos fundos de poupança compulsória e a razão da criação desses fundos se deve à necessidade de governo em obter recursos para o financiamento dos setores industriais.

A instituição do Fundo foi bem aceita pelas empresas, juntamente com a multa rescisória, pois facilitava as demissões dos trabalhadores. Isso porque, não havia mais a necessidade de justificativas para o desligamento, bastando apenas que as empresas recolhessem os depósitos e pagassem as multas. Inicialmente, os trabalhadores foram contrários ao FGTS, pois perdiam a estabilidade, no entanto, foram obrigados a aceitá-lo, inicialmente porque as empresas passaram a contratar apenas sob esse regime, posteriormente, porque a estabilidade foi excluída e o pagamento do FGTS ao trabalhador formal tornou-se obrigatório.

Os recursos depositados pelas empresas são geridos pelo governo que os direciona ao financiamento de setores específicos. Assim, o FGTS não é apenas um auxílio ao trabalhador quando de sua demissão, ou em algum outro caso que a lei permite o acesso ao montante depositado. O Fundo é, também, uma fonte de recursos capaz de beneficiar as empresas, por meio do financiamento de longo prazo nos setores de habitação, saneamento e infra-estrutura, bem como a população beneficiada pelos empreendimentos e pelos empregos gerados por essas atividades. Desse modo, o Fundo contribui para estimular a economia por meio de seus três agentes mais importantes: o trabalhador, o empresário e o Governo.

Mesmo com os benefícios apresentados no trabalho, o FGTS sofre críticas que se fundamentam na baixa remuneração dos montantes e na disparidade de saldos nas contas vinculadas quando comparamos os salários dos trabalhadores; nas empresas que vêem o Fundo como custo adicional à contratação de trabalhadores; e na criação de um monopólio estatal de financiamento do longo prazo o que se torna um desincentivo o desenvolvimento do mercado de capitais.

Sobre a disparidade de salários, temos que os trabalhadores de baixa renda que poderiam ser os maiores beneficiados pelos recursos do Fundo têm alta rotatividade no mercado de trabalho, o que faz com que o montante acumulado seja sempre baixo em oposição ao que ocorre com os empregados cujos salários são mais altos que tendem a permanecer mais tempo no emprego e conseguir um montante maior. No entanto, este não é o foco das propostas.

A baixa remuneração é apresentada por meio de uma comparação com a caderneta de poupança, considerada a aplicação com características próximas ao Fundo. O montante das contas vinculadas rende TR + 3% frente a TR + 6% da poupança, no entanto, esta última é líquida, ou seja, dispõe-se dos recursos imediatamente, diferente do que ocorre com o FGTS.

Sobre as empresas, que consideram os depósitos do FGTS dos trabalhadores em contas vinculadas como custos adicionais à contratação, são obrigadas a pagar a multa rescisória quando há o desligamento do funcionário. Isso, de acordo com as críticas, faz com que as empresas relacionem esses encargos como inibidor do emprego formal e fator de enrijecimento do mercado de trabalho. As empresas atribuem à contribuição compulsória uma redução da competitividade externa da economia.

Já o baixo desenvolvimento do mercado de capitais é justificado pela intervenção do governo. Caso não oferecesse financiamentos a taxas inferiores às do mercado este poderia crescer. Mas para que isso ocorra, faz-se necessário permitir que os recursos dos fundos parafiscais sejam direcionados a este mercado, de modo a ter mais recursos a oferecer.

No entanto, mesmo com as críticas, o FGTS proporcionou às empresas uma flexibilização em casos de demissão, fazendo com que não houvesse justificativas para o desligamento do trabalhador. Sob a ótica do trabalhador, há o pecúlio que pode ser acessado nas situações em que a lei permite; e o governo controla o montante do Fundo e o direciona à área de infra-estrutura.

Sob este ponto de vista, os três agentes econômicos diretamente beneficiados pelos recursos do Fundo possuem interesses distintos. Dessa forma, vimos as propostas alteração do FGTS e como cada uma delas afeta o governo, as empresas e os trabalhadores. Além disso, caso as sugestões fossem implementadas teríamos um impacto indireto que corresponde à população beneficiada pela infra-estrutura gerada, pelo financiamento habitacional e pelos empregos que são criados por meio do direcionamento dos recursos.

O foco da maioria das propostas está na liberalização do uso dos recursos, para que os titulares das contas possam administrá-los, função que é exercida pelo governo por meio da CEF. O objetivo seria permitir que houvesse melhor remuneração desses montantes e fizessem com que o pecúlio do trabalhador fosse maior. Assim, do ponto de vista do trabalhador as sugestões de aumento na remuneração são atrativas se comparado à remuneração atual. Quando fizemos as análises em relação às medidas já realizadas, comprovamos o aumento na rentabilidade dos depósitos o que faz com que os titulares das contas tenham expectativas positivas em relação à liberalização.

No entanto, vimos que o aumento da remuneração dos recursos impacta simultaneamente no trabalhador, de forma positiva, e no mutuário, de forma negativa. Ao aumentar a remuneração dos recursos, há também um crescimento nos custos dos empréstimos da CEF o que encarece o financiamento habitacional. Isso porque o custo de captação aumenta e, por conseqüência, crescem os juros do financiamento habitacional, prejudicando a população de menor renda.

A partir de 1971, a remuneração do Fundo foi fixada em 3% ao ano com o intuito de reduzir os custos dos programas habitacionais para a população de baixa renda. Assim, no caso de liberação da aplicação total dos recursos em fundos cujos rendimentos estejam acima da TR + 3% causaria danos ao financiamento habitacional e, assim, deslocaria o FGTS de seu foco principal que é o financiamento à habitação.

As propostas indicam que a liberalização dos recursos para a administração pelos trabalhadores deve ocorrer desde que o montante seja direcionado ao mercado de capitais. Assim, por um lado haveria a melhoria da remuneração do trabalhador e por outro o crescimento do mercado de capitais. De acordo com as medidas já adotadas pelo governo, o aumento da remuneração tornou-se verdadeiro quando vimos os exemplos da Petrobras e da Vale. No entanto, devemos considerar os riscos de perdas que um mercado de renda variável pode ocasionar.

Como vimos, a variação dos montantes é elevada e a remuneração do FGTS estaria exposta a riscos desnecessários, isso porque, as bolsas tendem à quedas significativas em momentos de crise internacional e a incertezas em relação ao futuro do índice exporia os trabalhadores aos mesmos riscos. Em caso de grandes perdas, os recursos da conta vinculada do empregado seriam reduzidos de tal forma que o FGTS deixaria de cumprir seu objetivo de ser um pecúlio ao trabalhador. Além desta perda, o trabalhador estaria arriscado a perder, também, o seu emprego e, desta forma, não teria o salário e o pecúlio que o auxiliaria em momentos de crise.

Outro ponto considerado é o de que haja a perda do “monopólio” estatal na administração dos recursos do FGTS pela CEF. Como o trabalhador passaria a administrar seus recursos de modo a conseguir melhores rendimentos, também escolheria em qual instituição bancária seriam depositados seus recursos. Assim, o argumento apresentado é o de que os bancos concorreriam entre si para atrair o montante.

No entanto, os recursos já estiveram distribuídos pela rede bancária, a Lei de criação do FGTS de 1966 permitia que os recursos fossem assim dispostos e a Lei

de 1989 revogou este procedimento fazendo com que os recursos fossem centralizados em um único banco, a CEF. Isso porque a centralização facilitou a fiscalização da arrecadação dos recursos, pois as empresas comprovavam os depósitos, mas a conta não era encontrada no sistema. Além disso, houve redução no tempo de transferência dos montantes pela rede bancária, a visualização única de todas as contas que o trabalhador tivesse em seu nome e diminuiu o volume de contas consideradas inativas que se “perdiam” pela rede bancária.

O contra-argumento é o de que os sistemas de informática são mais desenvolvidos do que anteriormente e que, por isso, não haveria problemas em encontrar as contas dos trabalhadores que poderão, por sua escolha, deixá-las em um mesmo banco. Mas nenhuma sugestão foi apresentada no sentido de mostrar como a fiscalização do governo se daria uma vez que os recursos estão dispersos pela rede bancária e controlados pelos trabalhadores. Se essa fiscalização tornar-se ineficiente, o trabalhador é prejudicado, pois nada garante que as empresas depositarão os montantes corretos.

Sobre o direcionamento dos recursos ao mercado de capitais, não há indícios de que este desenvolvimento ocorra e seja capaz de garantir um aporte suficiente de recursos no longo prazo. No entanto, é possível desenvolver outras de formas de auxiliar este mercado a ofertar crédito no longo prazo, tais como redução da relação dívida/PIB, queda nas taxas de juros e manutenção da estabilidade econômica.

Mesmo considerando os possíveis benefícios das propostas apresentadas, como o aumento da remuneração ao trabalhador, redução dos custos das empresas e desenvolvimento do mercado de capitais, devemos lembrar que o FGTS ainda é um dos principais instrumentos de *funding* da economia e, por isso, as possibilidades de mudanças devem ser consideradas de forma muito cuidadosa.

No entanto, em momentos de crise econômica, principalmente com restrição de crédito externo, o Estado intervém de forma mais abrangente. Essa participação ocorre por meio de ampliação da capacidade de financiamento dos bancos públicos

e da participação destes como sócios minoritários de empresas que necessitem de recursos.

Notícias recentes têm surgido devido à aplicação de recursos do Fundo em projetos distintos daqueles que o originaram, mas que são úteis em situações nas quais o crédito torna-se escasso. Em 27 de novembro de 2008, afirmou-se que O Conselho Curador do FGTS quer que o fundo deixe de financiar projetos de saneamento e passe a ser investidor direto, seja com participação minoritária em companhias do setor, seja por meio de outros instrumentos de mercado como debêntures. Isso porque, de acordo com a notícia, apenas sete companhias estaduais de saneamento possuem condições conseguir financiamento e isso tem reduzido o volume de investimentos no setor (MAIA, 2008, p.01).

A decisão em participar das empresas deste setor decorre que desde 2003, o FGTS disponibilizou R$18 milhões, mas conseguiu emprestar apenas R$8bilhões, dos quais foram desembolsados R$3 bilhões. No mesmo período, o Fundo recebeu o pagamento de R$17 bilhões como retorno de empréstimos passados. Assim, o argumento de que os recursos do FGTS são insuficientes para atender à demanda por financiamentos não se aplica neste caso, pois aqui o problema se encontra na gestão das empresas e não na indisponibilidade de recursos (MAIA, 2008, p.01).

Outra participação se deu no setor de transporte ferroviário por meio do FI-FGTS (Fundo de Investimento do FGTS) na qual se de utiliza parte dos recursos do Fundo. A CEF aplicou R$ 500 milhões na compra de debêntures de uma empresa privada que utilizará os recursos na expansão da malha ferroviária (CUCOLO, 2008).

Além disso, R$ 13 bilhões do orçamento de 2009 do BNDES vieram do FGTS, sendo R$ 6 bilhões de CVS (títulos públicos da carteira do FGTS) e R$ 7 bilhões do Fundo de Infra-Estrutura do FGTS. Isso porque o BNDES contava com R$ 46,5 bilhões em recursos próprios para financiar projetos, principalmente os relacionados à infra-estrutura e esse valor não era suficiente. Assim o governo autorizou aportes do Tesouro Nacional (R$ 27,5 bilhões) e do FGTS (DURÃO, 2009, p. 01).

Assim, vemos que o FGTS, além de uma importante fonte de recursos para o financiamento da habitação, saneamento e infra-estrutura, também auxilia, em momentos de crise, no fomento a investimentos via CEF e, em alguns casos, BNDES. Desse modo, qualquer sugestão de desvinculação de recursos a este Fundo é limitada, mesmo considerando que a liberalização com vistas a uma maior remuneração seja melhor para o trabalhador, a eliminação da função de *funding* ou o encarecimento dos financiamentos pode gerar problemas para o setor de infra-estrutura.

Dessa forma, de todas as propostas de liberalização do Fundo que foram analisadas, a que menos interfere na manutenção do *funding* para o financiamento dos setores de infra-estrutura, habitação e saneamento básico é a de Carvalho Filho (2005), que sugere que o governo pode estimular o co-financiamento e o desenvolvimento do mercado de capitais com recursos que incluam a utilização de parte do FGTS. Dessa forma, o governo, por meio dos bancos públicos, cujo horizonte de investimentos é mais longo, complementaria o investimento privado e seria seu concorrente (CARVALHO FILHO, 2005, p. 272).

Isso ocorreria se, por exemplo, 5% do FGTS pudessem ser geridos pelos titulares das contas vinculadas em instituições de livre escolha para futura compra de ações no mercado. Dessa forma, a estrutura de ativos e passivos Fundo não seria desequilibrada e, tampouco, haveria redução do financiamento para saneamento e habitação (CARVALHO FILHO, 2005, p. 269).

Essa proposta é muito próxima às aplicações que os trabalhadores fizeram de parte de seus recursos em aplicações da Petrobrás e da Vale. No entanto, a proposta de Carvalho Filho limita a utilização dos recursos em 5% e, no caso do FMP-FGTS os recursos estavam limitados a 50%. Os trabalhadores, que aplicaram seus recursos no FMP-FGTS, como apresentado, tiveram rendimentos superiores aos do Fundo, no entanto o Presidente Lula quanto o Ministro da Fazenda Guido Mantega, negaram a possibilidade de uma utilização dos recursos do FGTS para novas aplicações na Petrobrás, por exemplo.

Contudo, apesar dessa proposta não afetar as funções do FGTS, 5% do montante de recursos depositados é muito pouco para os trabalhadores de baixa renda. Isso porque, como vimos, sua rotatividade é maior e conseqüentemente, os recursos nas contas vinculadas é menor, o que faz com que o volume de dinheiro direcionado, como Carvalho Filho sugere, a aplicação em outras instituições bancárias, pode na verdade, ser direcionada ao consumo desses indivíduos.

Então, para que haja qualquer alteração no FGTS há a necessidade de profundas análises de forma a garantir que suas funções sejam cumpridas e que não haja prejuízo para nenhuma das partes. Mesmo com a sugestão de aplicação de uma das propostas que foi estudada, vemos que esta não abrange todos os agentes envolvidos com o Fundo. Assim, o ponto que temos é que as sugestões variam de acordo com a situação econômica pela qual o país passa no momento da formulação dessas propostas.

Todas as propostas estudadas foram apresentadas no período de 2005 a 2008, neste período, a situação brasileira era de crescimento econômico, aumento na contratação de trabalhadores, incremento nos investimentos com reaplicação de lucros, captação de recursos em Bolsa (lembremos que as negociações na Bolsa ultrapassaram 70.000 pontos em maio de 2008), e expectativas otimistas. Assim, as propostas podem afirmar altos ganhos aos trabalhadores e, também, que o mercado de capitais brasileiro tem condições de financiar no longo prazo.

Contudo, em situações de crise, como esta em 2009, temos redução no crédito, tanto para as empresas quanto para os indivíduos, queda nos investimentos, demissões, renegociações salariais devido à redução da jornada de trabalho, férias coletivas, além de queda nas negociações em Bolsa (em março de 2009 estamos com, aproximadamente, 40.000 pontos). Os governos dos países desenvolvidos intervêm no mercado de forma a tentar evitar um agravamento na recessão.

O FGTS é fundamental para que o governo permaneça incentivando a economia. Em notícia publicada em 24 de março de 2009, o Conselho Curador do Fundo permitiu a aplicação de R$ 12 bilhões para a construção casas populares. Parte

desses recursos (R$ 4 bilhões) serão subsídios e o restante é financiamento. De acordo com o artigo, a aplicação desse dinheiro deve gerar 532 mil de empregos formais e pode representar um crescimento 0,7% do PIB (CUCCOLO, 2009, p.01).

Além desse financiamento, o Conselho Curador também liberou aporte de R$ 3 bilhões para operações em fundos nas áreas de saneamento e mais R$ 1 bilhão para renovação de frotas de ônibus. O objetivo é elevar as vendas de ônibus, pois este mercado está em queda devido à falta de crédito no país (CUCCOLO, 2009, p.01).

Nesses momentos, os fundos de poupança compulsória se fazem necessários para que o Estado possa atuar fazendo com que as perdas econômicas com a crise sejam minoradas. Isso porque o objetivo de fomento do Fundo faz com que, muitas vezes, a concessão do financiamento ocorra para agentes com reduzida capacidade e/ou dificuldades de pagamento. Tornando esse crédito mais arriscado do que um crédito concedido pelo mercado. Por isso, em momentos de crise, a reação do mercado é reduzir o crédito (PINHEIRO, 1998, p. 26).

Por esse ponto de vista, o grande desafio da administração do Fundo é mantê-lo com boa capacidade de fornecer crédito e melhorar a rentabilidade das aplicações de forma que esta melhoria não afete a disponibilidade de recursos e, tampouco, encareça o financiamento. Assim, as propostas estudadas são incompletas no sentido de englobar toda complexidade do Fundo. Dessa forma, cabe ao governo, na qualidade de administrador, buscar eficiência na gestão dos recursos de forma a atender, da melhor forma possível, todos os agentes envolvidos com o FGTS.

BIBLIOGRAFIA

AGUILAR, Adriana. A Vida Como Ela É...Só Que Com Mais Dinheiro. São Paulo: Saraiva, 2006, Letras & Lucros, 2006, p. 02-15.

AMADEO, Edward. A Libertação da Poupança. In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Bancos Públicos – Análises e Experiências Comparadas. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2007, ANDIB, 2007, p. 367 – 370.

ARIDA, Pérsio. Mecanismos Compulsórios e Mercado de Capitais: Propostas de Política Econômica. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo de. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANBID, 2005, p. 205 – 214.

_____ Prefácio. In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo de. Mercado de Capitais e Bancos Públicos. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2007, ANBID, 2007, p. 11 – 16.

BM&FBOVESPA, A Nova Bolsa. Governança Corporativa – Novo Mercado - Apresentação. São Paulo: 2000?. Disponível em:
< http://www.bovespa.com.br/Principal.asp> Acesso em: 20 out. 2008.

BRASIL. Decreto-Lei nº 5.542, de 1º de maio de 1943. Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. Casa Civil, Brasília, DF. Disponível em:
<http://www.trt02.gov.br/geral/tribunal2/legis/CLT/INDICE.html> Acesso em: 14 out. 2008.

BRASIL. Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958. Altera a Legislação do Imposto de Renda e dá outras Providências. Casa Civil, Brasília, DF. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L3470.htm > Acesso em: 14 out. 2008.

BRASIL. Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964. Altera a Legislação do Imposto de Renda e dá outras Providências. Casa Civil, Brasília, DF. Disponível em:

< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4357.htm> Acesso em: 05 jul. 2007.

BRASIL. Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966. Cria o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências. Casa Civil, Brasília, DF. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5107.htm> Acesso em: 05 jul. 2007.

BRASIL. Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990. Dispõe sobre o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências. Casa Civil, Brasília, DF. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8036consol.htm>. Acesso em: 05 jul. 2007.

BRASÍLIA (Distrito Federal). Lei nº 11.102, de 29 de outubro de 1991. Demonstrações Contábeis. Relatório de Administração – Exercícios 2002 a 2007. Diário Oficial da União, Brasília, 28 abr. 2008. Seção 1, p. 24 - 33.

CAIXA Estuda Aumentar o Rendimento do FGTS. Folha de S. Paulo, 12 out. 2008. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u432401.shtml>. Acesso em: 20.10.2008.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos Regulatórios do Mercado de Capitais. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANDIB, 2005, p. 217 – 224.

CAMARGO, José Márcio. Flexibilidade e Produtividade do Mercado de Trabalho Brasileiro. Organizador: CAMARGO, José Márcio. Flexibilidade do Mercado de Trabalho no Brasil. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas Editora, 1996, p. 11 – 45.

CARNEIRO, Dionísio Dias. Origens e Conseqüências da Regulação e da Tributação das Transações Financeiras no Brasil. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições

Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANDIB, 2005, p. 161 – 167.

CARVALHO, Carlos Eduardo; PINHEIRO, Maurício Mota Saboya. FGTS: Avaliação das propostas de reforma e extinção. IPEA: Texto para discussão nº 671, Rio de Janeiro, 1999, 41p.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Sistema Financeiro, Crescimento e Inclusão. Seminário Financiamento e Desenvolvimento, da série Brasil em Desenvolvimento, promovido por IE/UFRJ, CEPAL e DDAS/UFRJ. 2003, 31 p.

CARVALHO FILHO, Eleazar de. Avanços e Desafios na Reforma do Mercado de Capitais Brasileiro. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANBID, 2005, p. 263 – 272.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Relatório 1. Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos. In: Projeto de Pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Subproduto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas, 2007, p. 09 – 58.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Fundo Mútuo de Privatização – FGTS. Caderno CVM. Rio de Janeiro: [2000?], CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinv/fgts.asp>. Acesso em: 15.01.2008.

COUTINHO, Luciano G.; BORGES, Bráulio Lima. A Consolidação da Estabilização e o Desenvolvimento Financeiro do Brasil. In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Bancos Públicos – Análises e Experiências Comparadas. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2007, ANDIB, 2007, p. 345 – 365.

CUCOLO, Eduardo. Caixa Fez o Primeiro Investimento do Fundo FI-FGTS no Setor de Ferrovias. FolhaOnline. Brasília: 05 set. 2008. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u441829.shtml>. Acesso em: 03.10.2008.

_____. FGTS vai destinar R$ 12 bilhões para programa habitacional do governo. FolhaOnline. Brasília: 24 mar. 2009. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u539754.shtml>. Acesso em: 25.03.2009.

DURÃO, Vera Saavedra. BNDES prevê desembolsar até R$ 130 bi este ano. Valoronline. Rio de Janeiro: 26 jan. 2009. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/ValorImpresso/MateriaImpresso.aspx?dtmateria=26-1-2009&codmateria=5381261&codcategoria=89&tp=12>. Acesso em: 31.01.2009.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal. O Financiamento da Indústria e Infra-Estrutura no Brasil: Crédito de Longo Prazo e Mercado de Capitais. 1995. 255 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 1995.

FRANCO, Gustavo H. B. Crônicas da Convergência – Ensaios Sobre Temas Já Não Tão Polêmicos. Rio de Janeiro: TopBooks, 2006, p. 166-171.

FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço. Resolução do Conselho Curador nº 200, de 12 de dezembro de 1995. Brasília, 1995.

_____. Resolução do Conselho Curador nº 533, de 20 de dezembro de 2007. Brasília, 2007.

_____. Relatório de Gestão – Exercício 2006. Brasília, 2007, 171 p.

HADDAD, Cláudio. Bancos Públicos no Brasil: Reflexões e Propostas. In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de

Capitais e Bancos Públicos – Análises e Experiências Comparadas. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2007, ANDIB, 2007, p. 271 – 276.

IZAGUIRRE, Monica. FGTS aumenta para R$ 14 bilhões o orçamento de 2008 para financiamentos. Valor Online. Brasília: 20 dez. 2007. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/285/primeirocaderno/brasil/FGTS+aumenta+para+R$+14+bilhoes+o+orcamento+de+2008+para+financiamentos,,,63,4699516.html >. Acesso em: 22.07.2008.

KEYNES, John Maynard. Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Atlas, 1992, 328 p.

LACERDA, Antônio Corrêa de et al. Economia brasileira. Organizadores: REGO, José Márcio; MARQUES, Rosa Maria. São Paulo: Saraiva, 2000. p. 69 – 135.

LISBOA, Marcos de Barros. Instituições, Conseqüências e Pragmatismo: Evolução e Desafios da Economia Brasileira. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo de. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANBID, 2005, p. 299 – 981.

LULA diz que não cogitou uso do FGTS para investimento na Petrobras. Agência Brasil, 22 set. 2008. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/ValorOnLine/MateriaCompleta.aspx?tit=Lula+diz+que+não+cogitou+uso+do+FGTS+para+investimento+na+Petrobras&codmateria=5163726&dtmateria=22+09+2008&codcategoria=5>. Acesso em: 22.09.2008.

MACEDO, Roberto Brás Matos; CHAHAD, José Paulo Z.. FGTS e a Rotatividade. São Paulo: Nobel, 1985, Ministério do Trabalho, 1985.

MAIA, Samantha. FGTS Pode Ser Sócio de Empresas de Saneamento. Valoronline. São Paulo: 27 nov. 2008. Disponível em:

<http://www.valoronline.com.br/ValorImpresso/MateriaImpresso.aspx?dtMateria=27/11/2008%200:00:00&codMateria=5288510&codCategoria=89>. Acesso em: 13.01.2009.

MARTINS, Sérgio Pinto. Manual do FGTS. São Paulo: Atlas, 2006.

MUDANÇAS no FGTS. (2001, dezembro). Informe Jurídico Leonardo Côelho Advocacia, Edição nº 6, p. 02.

NÓBREGA, Carlos Eduardo Fernandes de; MOLAN, Cristiano Kehidi. Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL) e Fundo Mútuo de Privatização (FGTS). São Paulo: IBMEC-SP, 2000, p 01-10.

NUNES, Flávia Furlan. FGTS Completa 42 Anos em Meio a Discussões sobre sua Rentabilidade. Info Money. 12 set. 2008. Disponível em: <http://web.infomoney.com.br/templates/news/view_rss.asp?codigo=1303193&path=/suasfinancas/>. Acesso em: 01.10.2008.

OLIVEIRA, Francisco E.B.; BELTRÃO, Kaizô I.; PASINATO, Maria de Tereza de M.; FERREIRA, Mônica Guerra. A Rentabilidade do FGTS. Texto para discussão nº 637, Rio de Janeiro, 1999, 12p.

PAES DE BARROS, Ricardo; CORSEUIL, Carlos Henrique; FOGUEL, Miguel Nathan. Os Incentivos Adversos e a Focalização dos Programas de Proteção ao Trabalhador no Brasil. IPEA: Texto para discussão nº 784, Rio de Janeiro, 2001, 31p.

PEREIRA, José Olympio. *Habemus* Mercado. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANBID, 2005, p. 249 – 258.

PINHEIRO, Armando Castelar. Em Direção a uma Agenda de Reforma. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANBID, 2005, p. 275 – 295.

PINHEIRO, Maurício Mota Saboya. O Papel dos Fundos Parafiscais no Fomento: FGTS e FAT. Texto para discussão nº485, 1997, 49p.

_____. Fundos de Poupança Compulsória e Financiamento da Economia: 1990/1997. Texto para discussão nº588, Brasília, 1998, 27p.

POSSAS, Mario Luiz. Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: A Atualidade de Kalecki para a Teoria Macroeconômica. Organizadores: POMERANZ, Lenina; MIGLIOLI, Jorge; LIMA, Gilberto Tadeu. Dinâmica Econômica do Capitalismo Contemporâneo: Homenagem a M. Kalecki. São Paulo: Edusp, 2001, FAPESP, 2001, p. 99 – 126.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* em economias abertas. Revista de Economia Política, vol 28, nº1, (109), 2007, p 136-154.

ROCCA, Carlos Antonio. Obstáculos ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais, Agenda de Reformas e Ajuste Fiscal de Longo Prazo. In: Organizador: ROCCA, Carlos Antonio. Mercado de Capitais, Agenda de Reformas e Ajuste Fiscal. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: IBMEC, 2007, p. 03 – 31.

SOBRAL, Isabel. Crise Afetou FGTS Aplicado em Ações, Mas Manteve Ganho. O Estado de S. Paulo. Brasília: 15 out. 2008. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20081015/not_imp260010,0.php>. Acesso em: 18.10.2008.

STUDARD, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. Revista de Economia Política, vol 13, nº1, (49), 1993, p 101-118.

TEIXEIRA, Nilson. O Mercado de Capitais Brasileiro à Luz de seus Avanços e Desafios. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chysostomo. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005, ANBID, 2005, p. 113 – 158.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A Reforma do Sistema FAT-BNDES: Críticas à Proposta Arida. Revista do BNDES, v.12, n. 24, Rio de janeiro, 2005, p 31 - 42.

VASQUES, Daniel Strauss. Os Efeitos do FGTS nos Rendimentos do Trabalhador Formal. 41 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós Graduação em Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

WALD, Arnoldo. O Novo Direito Monetário – Os Planos Econômicos, Os Contratos, O FGTS e a Justiça. São Paulo: Malheiros, 2002, p 303-329.

ZAMBONI, Roberto A. Subsídios para a análise dos limites dos FGTS enquanto instrumento para financiar políticas de proteção ao trabalhador e desenvolvimento urbano (versão preliminar). 1994, 57 p.

ZYLBERSTAJN, Hélio. Uma Nova Aposentadoria para os Novos Trabalhadores. In: Organizador: ROCCA, Carlos Antonio. Mercado de Capitais, Agenda de Reformas e Ajuste Fiscal. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: IBMEC, 2007, p. 67 – 117.