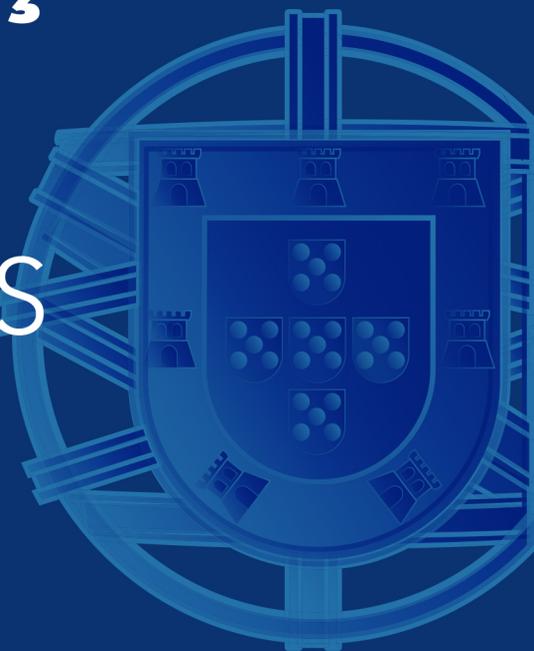


CONSELHO ECONÓMICO E SOCIAL



SEGURANÇA SOCIAL MODELOS E DESAFIOS



Conselho Económico e Social
PORTUGAL

Segurança Social: Modelos e Desafios

Segurança Social: Modelos e Desafios

2018

Conselho Económico e Social

SEGURANÇA SOCIAL: MODELOS E DESAFIOS

COORDENAÇÃO EDITORIAL

Diogo Martins

EDITOR

Conselho Económico e Social

DESIGN DE CAPA

FBA.

PRÉ-IMPRESSÃO

João Jegundo

IMPRESSÃO E ACABAMENTO

Janeiro, 2018

DEPÓSITO LEGAL

Esta publicação encontra-se reproduzida integralmente, em acesso livre, no endereço eletrónico: <http://www.ces.pt/atividade/publicacoes>

Os dados e as opiniões inseridos na presente publicação são da exclusiva responsabilidade do(s) seu(s) autor(es).

Toda a reprodução desta obra, por fotocópia ou outro qualquer processo, sem prévia autorização escrita do Editor, é ilícita e passível de procedimento judicial contra o infrator.

BIBLIOTECA NACIONAL DE PORTUGAL – CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

PORTUGAL. Conselho Económico e Social

Segurança social : modelos e desafios

ISBN 978-972-40- 7341-5

CDU 364

ÍNDICE

PREÂMBULO

Segurança Social: Modelos e Desafios ANTÓNIO CORREIA DE CAMPOS	7
---	---

SUMÁRIO EXECUTIVO	11
-------------------	----

Pensions at Glance EDWARD WHITEHOUSE	21
---	----

Swedish Pensions System OLE SETTERGREN	29
---	----

Desafios do sistema de pensões em Portugal: reflexões em torno da sustentabilidade financeira e social, dos modelos organizativos e das formas de financiamento SÉRGIO LAGOA e RICARDO BARRADAS	39
--	----

Segurança Social: a difícil equação MARIA MARGARIDA CORRÊA DE AGUIAR	67
---	----

Financeirização e Segurança Social JOÃO RODRIGUES, ANA CORDEIRO SANTOS e NUNO TELES	95
--	----

Posição da Confederação Geral dos Trabalhadores Portugueses – Intersindical Nacional JOSÉ AUGUSTO OLIVEIRA	117
---	-----

Posição da União Geral dos Trabalhadores SÉRGIO MONTE	133
Posição da Confederação Empresarial de Portugal GREGÓRIO ROCHA NOVO	139
Posição da Confederação do Comércio e Serviços de Portugal – Para uma Reforma do Modelo de Financiamento da Segurança Social ARMINDO SILVA	145

Financeirização e Segurança Social¹

JOÃO RODRIGUES²
ANA CORDEIRO SANTOS³
NUNO TELES⁴

1. Introdução

O envelhecimento da população e subsequente pressão financeira sobre os sistemas Segurança Social têm servido de mote, um pouco por toda a Europa, para reformas que procuram controlar os gastos públicos (Dixon e Sorsa, 2009; Ebbinghaus, 2015). Os sistemas de repartição têm sido, assim, alvo de mudanças que erodem o valor futuro das pensões pagas pelos sistemas públicos e promovem a responsabilização individual pelo seu rendimento futuro através da aquisição voluntária de produtos financeiros, mobilizando e investindo a poupança individual nos mercados financeiros. Produtos como seguros de vida e fundos de pensões têm ganho peso nos balanços das famílias europeias, confirmando a natureza internacional destas tendências. O progressivo envolvimento das famílias com os mercados financeiros enquanto detentoras de activos denota pois que a financeirização das famílias não tem sido só feita através do seu endividamento, característica mais notória e notada pela literatura.

Este capítulo procura escrutinar as transformações ocorridas em Portugal no campo das pensões, enquadrando-as através das especificidades

¹ Este texto é um versão resumida e revista de um capítulo do livro *Financeirização do Capitalismo em Portugal*, Ed. Actual, 2016.

² Professor Auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra; Investigador do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra.

³ Investigadora do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra.

⁴ Investigador pós-doutoral do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra.

nacionais do processo de financeirização da economia, tido como semi-periférico (Lapavitsas, 2013; Rodrigues et al., 2016). O sistema de provisão de pensões no nosso país tem vindo a ser atravessado por mudanças intensas nos últimos anos, em linha com tendências fortes promovidas por políticas europeias e mundiais. Esta tendência internacional começou a manifestar-se nacionalmente ainda antes do programa de ajustamento de 2011, tendo tido na reforma de 2007 um dos seus marcos. Maria Clara Murteira tem chamado a atenção para a lógica destas reformas ditas paramétricas, mas com efeitos paradigmáticos e que terão de ser escrutinados: trata-se de promover a progressiva redução do valor das pensões do sistema público, contendo a despesa, ao mesmo tempo que a lógica de arrecadação de receitas também vai sendo modificada (Murteira, 2011, 2013). Estas modificações, em articulação com um permanente discurso legitimador, centrado na ameaça que impenderia estruturalmente sobre as pensões, alimentam uma crescente desconfiança em relação ao sistema público. Estaria assim criada uma oportunidade para os esquemas privados poderem continuar a prosperar entre os segmentos mais abonados e politicamente influentes da sociedade portuguesa. Este processo configuraria uma privatização furtiva, que muito poderia contribuir para dar um novo fôlego a um sistema financeiro carente de renovadas fontes de negócio. No entanto, como veremos, a financeirização das pensões encontra obstáculos de monta, devido à estrutura socioeconómica nacional e às dificuldades económicas continuadas, que de resto poderá aprofundar. Esta é uma das hipóteses deste capítulo: a crise induzida no sistema público de pensões oferece uma oportunidade, ainda que confinada, a um sistema financeirizado inviável.

2. Tendências internacionais

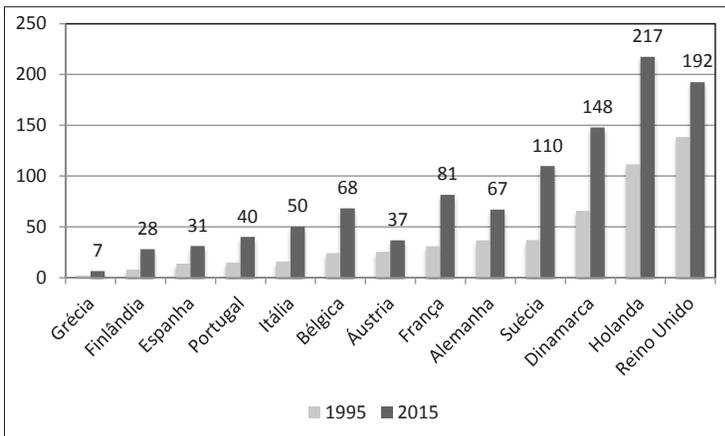
Na época da financeirização, entendida em sentido lato como o aumento do peso na economia dos mercados, agentes e motivos financeiros (Epstein, 2005), a relação dos indivíduos com o sistema financeiro aprofundou-se por via do recurso ao crédito, e correspondente acumulação de dívidas, mas também por via da crescente aquisição e posse de ativos financeiros, uma das componentes essenciais da riqueza das famílias onde se destacam também os ativos imobiliários. Esta última tendência ocorreu cada vez mais através da canalização das poupanças, em geral oriundas de rendimentos salariais, para fundos de pensões, seguros e outras aplicações financeiras,

com vista a garantir um rendimento no futuro, sobretudo para efeitos de reforma, seja esta complementar ou não a outras fontes.

Este tipo de envolvimento das famílias com o sector financeiro foi materialmente estimulado, entre o início da década de oitenta e as vésperas da última grande crise financeira, por processos de privatização parcial ou total da segurança social. À medida que os sistemas públicos de repartição foram sendo substituídos, total ou parcialmente, por sistemas privados por capitalização em várias partes do mundo desenvolvido e em vias de desenvolvimento, a finança privada foi assumindo uma importância crescente na provisão de pensões, constituindo-se como parte integrante de um novo modelo de provisão (Orenstein, 2011).

Embora estes processos de privatização tenham tido uma dimensão global, é apenas em alguns dos países mais desenvolvidos, particularmente nos anglo-saxónicos, que os sistemas privados de pensões por capitalização assumem maior relevância. De facto, em 2013, os fundos de pensões encontram-se concentrados em três dos países mais ricos integrados na OCDE: 56.3% destes são Norte-americanos, 10.8% são Britânicos e 5.9% Australianos (OCDE, 2014). Não se julgue, no entanto, que este fenómeno é puramente oriundo do mais financeirizado capitalismo anglo-saxónico, já que a quase totalidade dos países da UE assistiu de forma consistente a um crescimento do peso dos fundos de pensões e dos seguros de vida relativamente ao Produto Interno Bruto (PIB) (Figura 1).

Figura 1 – Fundos de pensões e seguros de vida das famílias, 1995 versus 2015 (Eurostat, % do PIB)



Constituindo-se como principais investidores nos mercados financeiros e detendo, em 2013, 26.7% de todos os ativos financeiros (ações de empresas, títulos de dívida pública e privada, depósitos, etc.), os fundos de pensões e outros investidores institucionais beneficiam de uma posição de enorme poder. A busca por parte destes agentes de rendibilidades elevadas no curto prazo, associada à necessidade manter carteiras diversificadas e líquidas, ou seja, facilmente reversíveis, torna-os promotores de uma cultura financeira muito agressiva.

A tendência internacional para o aumento do peso das pensões privadas por capitalização foi ideologicamente suportada por algumas das principais organizações internacionais, veiculando os diagnósticos e as prescrições da economia convencional de matriz neoliberal, onde se destacou, pelo seu papel pioneiro, o Banco Mundial. Através do seu famoso relatório sobre pensões de 1994, esta organização marcou o debate internacional sobre segurança social neste período com a sua formulação de um sistema de provisão de pensões de reforma organizado idealmente em três pilares: um pilar público obrigatório, com funções redistributivas limitadas, assente no combate à pobreza numa lógica de pensão de subsistência; um segundo pilar, igualmente obrigatório, de base individual ou profissional, gerido por privados numa lógica de mercado; e, finalmente, um terceiro pilar, voluntário, também assente na poupança privada e na capitalização (Banco Mundial, 1994).

Este modelo reduz a esfera da provisão pública para promover um sistema privado, onde a acumulação de ativos financeiros, numa lógica patrimonial, garantiria o essencial dos rendimentos aquando da reforma numa relação estreita com as contribuições individuais ao longo da carreira (Murteira, 2011). Pressupõe que os mercados financeiros liberalizados garantem uma afetação eficiente de recursos e estão em melhores condições para gerirem os mais variados riscos sociais, nomeadamente os demográficos, pelo incentivo que dariam à poupança e ao investimento, contribuindo, por esta via, para níveis mais elevados de crescimento económico. O argumento da mobilização da poupança e o seu contributo para o crescimento económico foi particularmente acolhido nos países em vias de desenvolvimento e nos países do leste europeu na década de 1990, num contexto de enorme escassez de capital e pressão por parte das principais instituições internacionais no quadro dos programas de ajustamento estrutural em curso.

Para lá das funções assistencialistas, que não deixariam de garantir uma pensão de subsistência, considerava-se que o sistema público de pensões numa lógica de repartição, baseada na solidariedade intergeracional, seria não só insustentável do ponto de vista financeiro, mas também indutor de ineficiência económica e de iniquidade social. Desincentivaria a poupança, sobrecarregando fiscalmente trabalhadores e empresas, distorceria e tolheria o mercado de trabalho e de capitais, representando um fardo para as gerações mais jovens já que estas teriam de garantir o financiamento das pensões de uma população inativa cada vez mais numerosa, sendo cada vez mais duvidosa a possibilidade de virem a beneficiar de idêntica solidariedade no futuro.

Esta posição favorável à privatização do sistema de provisão de pensões é partilhada por outras instituições internacionais para lá do Banco Mundial, incluindo o Fundo Monetário Internacional (FMI), a OCDE ou mesmo a Comissão Europeia (CE), que também se constituíram como forças relevantes para a transmissão ideológica inerente a estes processos de transformação institucional (Santos e Teles, 2014).

Particularmente interessante neste contexto internacional tem sido a experiência europeia, não só por estarmos perante os sistemas de provisão pública de pensões mais robustos a nível mundial, no quadro de Estados Providência, mas também porque a União Europeia é a experiência de integração internacional mais intensa.

Aparentemente, a integração europeia tem uma relação ténue com os sistemas de provisão de pensões dos diferentes países, de resto bastante heterogéneos no seu desenho. No entanto, a reforma dos sistemas de pensões tem sido um tema recorrente nos debates de política económica à escala europeia desde os anos noventa, onde o diagnóstico da “euro-esclerose” pode ser visto como a tradução continental da visão do chamado “Consenso de Washington”, de que a influente posição do Banco Mundial, já referida, é parte. Tratava-se aqui de identificar o elevado peso das contribuições sociais como um dos fatores que estaria a tolher a competitividade das economias nacionais europeias num contexto de globalização crescente.

A oportunidade institucional para introduzir novas reformas foi crucialmente reforçada com o aprofundamento do processo de integração económica através da criação da União Económica e Monetária instituída em Maastricht. A perda de instrumentos de política económica por parte dos

Estados, quer diretamente por via do caminho para a moeda única, quer indiretamente por via dos limites orçamentais e de dívida impostos para gerir este processo de integração no quadro do Pacto de Estabilidade e Crescimento, gerou um quadro de regulação dita assimétrica (Holman, 2004). Se, por um lado, a União Europeia, em geral, e a Zona Euro, em particular, tornaram-se num grande mercado único com livre circulação de pessoas, bens e capitais, por outro lado, este processo cavou ainda mais as diferenças entre os estados-membros através de uma forte pressão sobre os seus já fragmentados quadros regulamentares, quer seja ao nível dos regimes fiscais, da legislação laboral ou da segurança social.

Esta regulação assimétrica cruza-se com um discurso e com um conjunto de prescrições de política, oriundos das instituições europeias, que têm sistematicamente transformado direitos laborais e sociais em variáveis de ajustamento. O ímpeto reformista europeu no campo da segurança social teve no Conselho Europeu de 2001, em Gotemburgo, um dos seus momentos fundadores, onde a necessidade de uma abordagem sistémica ao problema do envelhecimento da população foi sublinhada. A sustentabilidade financeira dos sistemas de pensões e a sua adequabilidade a uma sociedade em mudança passam a ser os principais objetivos de um “método aberto de coordenação” com objetivos e mecanismos de supervisão comuns, mas de implementação nacional diferenciada, dados os diferentes sistemas em presença. De facto, a provisão de pensões varia consideravelmente na UE, indo desde sistemas ditos liberais e de mercado, como acontece no Reino Unido, Holanda e vários países da Europa Central e de Leste, onde o fundamental das pensões já depende de esquemas privados, até aos sistemas da Europa do Sul, ainda dominados por sistema públicos operando numa lógica repartição (ditos *Pay-As-You-Go*) (Churchill, 2014).

Entretanto, o primeiro “Relatório Conjunto sobre Pensões Adequadas e Sustentáveis” vincava um diagnóstico pouco abonatório no que toca aos sistemas públicos de segurança social, considerando os “desafios financeiros como a principal força motora para as reformas” (CE, 2003: 9). Em 2006, num relatório de síntese, reconhecendo-se o progresso atingido desde 2003, reforça-se a necessidade de desenvolver esquemas privados que complementem ou substituam parcialmente o sistema público (CE, 2006).

Neste contexto, o discurso sobre as reformas paramétricas complementa esta última injunção. As reformas ditas paramétricas, ou seja, as reformas

que consistem em ajustamentos mais ou menos graduais na fórmula que liga as contribuições aos benefícios, têm consistido em três grandes linhas: (1) maior aproximação entre as contribuições feitas ao longo da vida ativa e a pensão recebida; (2) aumento da idade de reforma e remoção dos eventuais incentivos existentes para a antecipação da reforma; (3) adoção de mecanismos automáticos de ajustamento do valor das pensões, tais como (a) a inclusão de parâmetros demográficos e/ou económicos no cálculo da primeira pensão; (b) a mudança dos mecanismos de indexação da pensão ao longo do tempo. Articulada com as reformas paramétricas está a promoção de esquemas privados, de contribuição definida, voluntários ou não, dependendo da natureza do sistema de pensões.

O efeito paradigmático destas reformas é reconhecido pela própria Comissão Europeia: “a sustentabilidade dos sistemas públicos de pensões dos Estados-Membros tem sido, de forma significativa, conseguido através de reduções da sua adequabilidade” (CE, 2012: 10), reconhecendo que os pensionistas “terão de arcar com parte considerável dos riscos individuais e sistémicos das suas futuras pensões” (CE, 2012: 34).

A degradação dos sistemas de provisão pública de pensões naturalmente ajuda a gerar uma procura por esquemas privados. Como a própria Comissão Europeia (2015: 94) recentemente afirma no seu relatório sobre o envelhecimento da população:

(1) tornou-se prática comum em vários Estados-membros a deslocação das poupanças destinadas às pensões do primeiro pilar para o segundo e terceiro (...); (2) as pessoas são encorajadas a começarem a poupar individualmente para a sua reforma, de maneira a que parte do seu rendimento futuro seja fruto dos seus activos acumulados; (3) estando cada vez mais conscientes da diminuição das taxas de substituição, as pessoas podem vir a prolongar o seu período de vida activo e as suas contribuições de forma a aumentar as suas pensões futuras.

No entanto, organizar a passagem direta de regimes públicos de repartição para regimes privados de capitalização financeira, nomeadamente através do plafonamento de contribuições obrigatórias e pensões futuras, é reconhecidamente difícil. Para lá das dificuldades políticas em promover o processo de privatização dos sistemas de pensões, há que ter ainda em consideração os custos financeiros que são avultados. No período de transição, o Estado teria de arcar com a despesa das pensões sem a receita

das contribuições, agora destinadas aos mercados financeiros. Dadas as restrições ao endividamento, no contexto europeu, tal via encontrava-se fechada. Optou-se então por uma privatização furtiva, diluída no tempo, e baseada nos mecanismos discursivos e materiais atrás expostos.

Os programas de ajustamento desenhados para as periferias europeias pela CE, o Banco Central Europeu (BCE) e o FMI permitem-nos, como o caso português ilustra, confirmar a natureza da integração europeia no que à financeirização do sistema de pensões diz respeito. De facto, as políticas impostas, combinando austeridade orçamental e “reformas estruturais” atingiram os sistemas públicos de pensões de forma aberta e severa, já que esta é uma das principais fontes de despesa pública dos Estados-membros.

2. Tendências nacionais

O sistema de provisão de pensões de velhice é a principal componente do sistema público de segurança social nacional. Este sistema é uma das principais conquistas institucionais da revolução democrática do 25 de Abril. Em contraste com um regime subdesenvolvido e segmentado de seguros sociais, que não só não era capaz de garantir prestações adequadas como excluía vastos grupos da população, a Segurança Social é consagrada, no artigo 63º da Constituição da República Portuguesa de 1976, um direito social de pendor universal, uma vez que “todos têm direito à Segurança Social”. Esta inscrição legal, fruto da natureza revolucionária e socializante da transição democrática, deixou um legado progressista para os governos futuros, que teriam de integrar nas suas estratégias políticas a construção do Estado Providência (Chuliá e Asensio, 2007).

Assim, a Lei de Bases da Segurança Social consolida, dez anos depois da Revolução, em 1984, um consenso democrático para a efetivação dos direitos sociais. No que concerne às pensões, efetua-se um esforço democrático de progressiva institucionalização de um sistema previdencial público e obrigatório, assente numa lógica de repartição de benefício definido, vigorando, entre outros, um regime geral para os trabalhadores do sector privado e um sistema específico, um pouco mais generoso até certa altura, para os trabalhadores do sector público, a chamada Caixa Geral de Aposentações. Isto significou, em geral, que as pensões em pagamento seriam financiadas por contribuições de trabalhadores e de patrões no regime contributivo e por transferências do Orçamento de Estado para um regime não-contributivo dirigido aos que não tinham tido a oportunidade de efe-

tuar contribuições, funcionando assim o sistema numa lógica de solidariedade social intrageracional e intergeracional.

O alinhamento da sabedoria convencional sobre pensões com as tendências internacionais de matriz neoliberal começa a estar patente na constituição, em 1996, de uma Comissão encarregue de redigir um Livro Branco da Segurança Social com propostas de reforma substancial. As suas recomendações, que não reúnem o consenso de todos os membros, apontam (no livro verde) para alterações de natureza claramente paradigmática, em linha com o esforço para incrementar o papel dos mercados financeiros na provisão de pensões, introduzindo-se o plafonamento e propondo-se uma segunda pensão complementar, mas obrigatória, para rendimentos acima de cinco salários mínimos, em regime de capitalização de contribuição definida, eventualmente gerida por privados e eventualmente extensível a todos os beneficiários em regime de plafonamento vertical (MTS, 1998: 230). Estas propostas merecem viva contestação fora da Comissão e dentro dela. Aí uma minoria vocal, liderada por Boaventura de Sousa Santos, elabora uma visão alternativa (Santos e Ferreira, 1998), que recusa tanto o diagnóstico catastrofista da maioria sobre a sustentabilidade do sistema público, como a ideologia neoliberal subjacente à proposta de promoção de um regime de capitalização na lógica dos pilares do Banco Mundial.

Em 2000, é aprovada uma nova Lei de Bases da Segurança Social, onde estas propostas maioritárias e mais contestadas de alteração paradigmática não têm cabal acolhimento, embora se admita a possibilidade futura do plafonamento, se reconheça a importância da “capitalização pública de estabilização”, por via da ação de um fundo de reserva entretanto criado e financiado com uma parcela das cotizações laborais, ou a importância de estimular regimes complementares de capitalização pública ou privada de natureza voluntária. A natureza contestada do processo de reforma indicamos como as tendências internacionais não se transmitem mecânica e automaticamente aos vários contextos nacionais, mas se adaptam aos interesses e ações dos diferentes agentes presentes neste sistema de provisão (pensionistas, sindicatos, sistema financeiro, administração central, etc.).

Entretanto, em 2002, é aprovada uma nova Lei de Bases, num impulso de mudança que coloca simbolicamente o sistema dito complementar de capitalização dentro do sistema de segurança social. Este caminho de mudança terá um marco material considerado fundamental, por apoiantes e críticos do sistema público de provisão de pensões, na reforma de

2006-2007, culminando numa nova de Lei de Bases, em 2007. Esta reforma é claramente o produto da influência das instituições europeias, dos seus diagnósticos e das suas recomendações num contexto de uma intrusão cada vez maior na condução das políticas públicas, destinada a transformar o sistema de provisão de pensões numa das variáveis de ajustamento das economias europeias. No caso português, esta reforma é precedida de um diagnóstico, efetuado pela Comissão Europeia, muito pessimista sobre o sistema público de pensões, sendo Portugal classificado como um dos países com uma trajetória de crescimento dito insustentável das pensões nas próximas décadas (CE, 2006).

Em linha com as reformas recomendadas, o governo procede a várias modificações, entre as quais se destacam as seguintes: (1) introdução de um “fator de sustentabilidade”, que reduz a pensão à medida que a esperança de vida aumenta; (2) aceleração da transição para a fórmula de cálculo de pensões que tem em conta toda a carreira contributiva; (3) desindexação das pensões à evolução do salário mínimo, criando-se um “Indexante de Apoios Sociais” que só garante o poder de compra das pensões mais baixas, sendo que a manutenção do valor real das restantes pensões passa a estar dependente de certos níveis de crescimento económico.

Os apoiantes desta reforma, comprometidos com a defesa do sistema público, sublinham os efeitos de sustentabilidade financeira e, baseados em dados da Comissão Europeia (2012), elogiam o facto de Portugal, entre 2010 e 2060, ser, previsivelmente, dos países da OCDE onde a despesa com pensões menos cresce (0.2%), o que colocaria as pensões, em percentagem do PIB, em linha com a média lá para 2060 (Mendes e Albuquerque, 2014). No entanto, isto implica um claro sacrifício do nível de vida dos pensionistas, já que graças a esta reforma Portugal é um dos países onde a taxa de substituição mais iria cair, passando de perto de 90% para 53%, numa tendência que provavelmente não cessará de se aprofundar (Mendes, 2011).

Isto confirma a análise crítica de Murteira (2011, 2013), segundo a qual toda a reforma foi orientada por critérios financeiros estreitos, no quadro das prioridades europeias sobre as finanças públicas, sacrificando os rendimentos dos pensionistas dependentes da provisão pública, fazendo-os divergir dos do resto da sociedade e acabando com a lógica de salário indireto que era um dos pilares filosóficos do sistema. A transformação da pensão numa das variáveis de ajustamento numa economia com uma trajetória cada vez mais medíocre é confirmada pela crise económica a partir

de 2008 e pelas políticas de austeridade severa no quadro do memorando assinado com troika, a partir de 2011.

3. Um sector financeiro em expansão

Se as políticas públicas no que toca à Segurança Social têm sido marcadas, desde os anos noventa, por um recuo em nome da contenção das despesas, o contrário parece aplicar-se, desde os anos oitenta, à construção política de um mercado privado de pensões. De facto, como sublinham Chuliá e Asensio (2006), desde 1984 que a Lei de Bases prevê, sob a designação de “iniciativas individuais”, a existência de esquemas ditos complementares. Embora a articulação destes com a provisão pública estivesse longe de estar clara, a verdade é que desde 1985 que os sucessivos governos têm vindo a promovê-los no quadro da financeirização da economia portuguesa que se começa a encetar nesta altura.

Podemos então dizer que a emergência de fundos de pensões e seguros de vida em Portugal acompanhou desde cedo os esforços de liberalização financeira encetados em meados dos anos oitenta. A sua existência foi inicialmente prevista através do Decreto-Lei nº 325/85, limitado aos fundos geridos por companhias de seguros (o chamado ramo “vida”). O seu campo foi rapidamente alargado, em 1986, com a possibilidade de criação de sociedades gestoras de fundos de pensões (Garcia, 2003). Surgem, em 1989, os planos de poupança reforma (PPR) e os fundos de poupança reforma associados, promovidos pelo Estado pela via fiscal, através de deduções no Imposto sobre Rendimentos de Pessoas Singulares (IRS), no primeiro caso, e de isenção de Imposto sobre Rendimentos de Pessoas Coletivas (IRC), no segundo caso. Embora o seu crescimento inicial tenha sido espetacular – entre 1987 e 1988 são imediatamente criados 149 fundos (Pedras, 1999) –, os limites regulatórios colocados à sua gestão eram então bastante restritivos. Por exemplo, estes fundos estavam obrigados a deter pelo menos 50% dos seus ativos em títulos de dívida pública.

O sector dos fundos de pensões deveu o seu crescimento exponencial aos fundos de pensões de grandes empresas recém-privatizadas como a Portugal Telecom e, sobretudo, aos fundos de pensões da banca – estes últimos detinham 57% de todos os ativos de fundos de pensões em 1998 (Pedras, 1999). A esmagadora maioria consistia em fundos de benefício definido, decorrentes de acordos coletivos com os trabalhadores e que, por isso, tentavam replicar a lógica do sistema *pay-as-you-go* dos sistemas

de segurança social, embora a sua natureza fosse diferente, já que estamos em regime de capitalização, logo dependente dos mercados financeiros.

O novo milénio assistiu, no entanto, a uma redução da taxa de crescimento destes fundos, com uma abrupta queda a partir de 2010. Hoje a importância destes fundos não chega a atingir 10% do PIB. Tal queda é sobretudo explicada pela transferência de fundos da banca para a segurança social. Num contexto de estagnação, crise do mercado de capitais e redução do número de trabalhadores do sector, a banca transferiu as suas responsabilidades futuras (de benefício definido) perante os seus trabalhadores para o Estado, conseguindo este último um encaixe financeiro de curto-prazo que lhe permitiu uma redução do défice orçamental. O que esta operação contudo mostrou foi a falência de um modelo de capitalização privado, de benefício definido, cujos custos futuros tornavam estes instrumentos financeiros agora pouco atrativos para o sector bancário português.

Se os fundos de pensões não parecem ter resistido, em Portugal, a uma década de estagnação económica, seguida de crise, tal não implica a desvalorização da importância de produtos de poupança destinados à reforma. De facto, os PPR oferecidos por companhias seguradoras assistiram a um crescimento notável e têm hoje um peso considerável na economia nacional. Estes produtos, normalmente beneficiando de garantia do capital e rentabilidade mínima, são na verdade fundos de investimento, com um perfil de investimento que favorece a segurança de títulos de dívida públicos e privados. Ao contrário dos fundos de pensões atrás referidos, não existe aqui qualquer benefício definido durante a reforma. Os indivíduos têm à sua disposição a totalidade do seu investimento (agora capitalizado ao longo de anos) no momento da sua aposentação. Os PPR não são mais do que um produto financeiro, razoavelmente seguro quando comparado com outros fundos de investimento, cuja dinamização se deve, no caso português, aos decisivos benefícios fiscais associados. Ao isentar de IRS parte do rendimento aplicados nestes produtos, o Estado estava, na verdade, a garantir, à partida, uma determinada taxa de rentabilidade deste produto. Não admira, pois, que o seu valor tenha crescido exponencialmente de 2 000 milhões de euros em 1998 para 12 111 milhões em 2013 (ISP, 2000 e 2013).

O crescimento dos PPR, conquanto tenha sido defendido como mecanismo de mobilização e afetação eficiente de capital numa lógica de promo-

ção da capitalização dita voluntária, resultou, no entanto, numa formidável canalização de capital para fora do país, sobretudo para países da UE. De facto, em 2007, antes da crise financeira internacional, as seguradoras tinham 64.5% do seu investimento em PPR aplicado na UE, sendo apenas 14% deste realizado em Portugal (Tabela 1). Embora tal realidade possa ser explicada pela estreiteza dos mercados financeiros de uma economia semiperiférica como a portuguesa (este perfil extrovertido é replicado, por exemplo, nos países bálticos), o efeito negativo sobre o crescimento económico potencial da economia portuguesa é inegável, já que este investimento representa uma transferência de recursos financeiros para o exterior. Por outro lado, taxas de crescimento económico mais baixas, promovidas por esta transferência de capital, a que se associam níveis de emprego mais baixos e menores contribuições para o sistema público, afetam assim decisivamente a sustentabilidade futura deste último. É ainda de notar como parte não despiciante deste processo de transferência de recursos para o exterior, o facto de estes, sobretudo as obrigações e o papel comercial, se destinarem *off-shores*, praças financeiras conhecidas pela sua opacidade e quase ausência de fiscalidade. Embora o mercado dos PPR se encontre concentrado nas seguradoras, tal circunstância não deve esconder a influência da banca no sector já que as principais companhias seguradoras pertenceram até há pouco tempo a instituições bancárias.

Tabela 1 – Destino geográfico dos investimentos em PPR
(ISP, 2007)

	Seguros de vida	Fundos de pensões
Resto do Mundo	13,6%	5,3%
<i>Off-shores</i>	7,6%	5,2%
Portugal	14,3%	23,8%
UE (exceto Portugal)	64,5%	65,7%

Finalmente, de notar que o sistema público de segurança social também não ficou imune às lógicas de capitalização financeirizada. O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS), criado em 1989, com uma dotação inicial de 216 milhões de euros é disso exemplo. À semelhança de outros fundos de pensões públicos (Dixon, 2008), também o

FEFSS procurou mimetizar a estratégia de investimento dos fundos privados, cujo financiamento resulta da transferência de “dois a quatro pontos percentuais do valor percentual correspondente às quotizações dos trabalhadores por conta de outrem”, dependendo da “conjuntura económica do ano a que se refere ou à situação financeira do sistema previdencial”, o que poderá justificar a sua suspensão temporária, como veio a suceder em 2004/05 e 2012/2013 (IGFCSS, 2014: 5).

A carteira deste fundo tem crescido de forma consistente ao longo dos últimos vinte anos, atingindo o valor de 11 700 milhões de euros em 2013, equivalente a 7.1% do PIB e a cerca de 13 meses da atual despesa com pensões do Estado Português. Todavia, as regras de investimento deste fundo são consideravelmente mais restritivas do que as aplicadas a fundos privados, obrigando a um investimento mínimo em dívida pública portuguesa. A rentabilidade do fundo desde o seu início, embora aparentemente em linha com outros fundos nacionais e internacionais, tem sido modesta, tendo atingido uma taxa de real média de 2.0%. Para lá do seu discutível contributo para o desenvolvimento e dinamização dos mercados financeiros nacionais, o papel da capitalização para a estabilidade financeira da segurança social é, pois, limitado (IGFCSS, 2014).

Em resumo, a erosão do sistema público de pensões tem sido acompanhada de um lento e por vezes contraditório crescimento dos esquemas privados. Portugal ocupa um lugar modesto, no quadro da OCDE, em termos da importância assumida pelos fundos de pensões na riqueza gerada. De facto, os ativos por estes controlados representavam em 2012, 8.8% do PIB, face a uma média de 35.5% para o conjunto da OCDE (OCDE, 2013). A verdade é que se espera um desenvolvimento acelerado dos esquemas privados à custa da erosão do sistema público. Contudo, a Comissão Europeia coloca água na fervura, prevendo que, até 2060, “os esquemas privados de pensão permaneçam limitados” em Portugal (CE, 2015: 82).

4. Tendências futuras

Não é difícil perceber o pessimismo da Comissão Europeia no que toca à evolução dos esquemas privados de pensões por capitalização. Como descrito acima, os fundos de pensões de benefício definido estão em crise. Além disso, a actual desigualdade na distribuição destes activos parece colocar obstáculos à expansão dos esquemas privados. Segundo o Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF), efetuado no quadro do pro-

jeto europeu *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), em 2013, 17,2% da população portuguesa tem algum tipo de esquema privado de pensões, o que poderia indicar uma larga margem de progressão futura para o desenvolvimento deste mercado (BP e INE, 2016). Contudo, refletindo a profunda desigualdade da sociedade portuguesa, estes activos financeiros estão concentrados no decil de rendimento mais alto da população portuguesa, onde a taxa de participação ronda os 42%, contra 23% no segundo, 14% no terceiro, 8% no quarto e, finalmente, 4% no quintil de rendimento inferior (ibid). O que estes dados nos indicam é, pois, um mercado limitado aos escalões de rendimento mais elevados, onde, mesmo assim, a capacidade de aforro das famílias é bastante reduzida, quando comparada com a de países de rendimento mais elevado. Se tivermos em conta o profundo empobrecimento da sociedade portuguesa desde 2011, bem como as perspectivas sombrias para a economia portuguesa decorrentes do pagamento do elevado nível da dívida pública aos nossos credores externos durante, pelo menos, as próximas duas décadas, somos levados a concluir que o potencial de crescimento de pensões privadas está fortemente condicionado.

Perante uma evolução das poupanças privadas fortemente condicionada, as recentes transformações dos sistemas públicos colocam sérias dúvidas quanto à adequação das pensões futuras. Embora os sistemas de pensões mínimas pareçam estar garantidos, ainda que numa lógica crescentemente assistencialista, o fortalecimento da ligação entre a carreira contributiva e a pensão futura, num contexto de altas taxas de desemprego e de crescente precarização dos vínculos laborais, assim como a sua maior vulnerabilidade ao andamento da economia, apontam para uma substancial redução do valor das pensões futuras. Nunca é demais relembrar que, como a própria Comissão Europeia admite, os pensionistas futuros “terão que suportar um peso crescente dos riscos particulares e sistémicos da sua pensão” (CE, 2012: 34).

Mesmo aqueles que aderem a esquemas privados voluntários dificilmente conseguirão um nível de proteção superior àquele anteriormente oferecido pelos sistemas públicos. Os esquemas privados de pensões por capitalização também dependem do retorno do capital investido, que por sua vez depende do crescimento económico e da repartição de rendimento entre trabalho e capital. Quer isto dizer que, se a taxa de retorno do capital for inferior ao crescimento económico, o sistema privado de pensões não

mostra qualquer superioridade relativamente aos sistemas de repartição pública. Mas se a rendibilidade do capital for superior ao crescimento económico, como muitas vezes se tem verificado no caso dos fundos de pensões, podem ocorrer duas situações distintas: primeira, a superioridade da taxa de retorno do capital pode advir da crescente desigualdade das sociedades capitalistas desenvolvidas, tal como foi popularizada na fórmula $r > g$ de Thomas Piketty (2014); segunda, a superioridade da taxa de retorno do capital pode dever-se à relativa infância destes fundos privados, beneficiando ainda de uma posição líquida positiva, dado que os recebimentos dos trabalhadores são largamente superiores aos pagamentos aos pensionistas, o que promove a valorização presente destes activos financeiros.

Os fundos de pensões não parecem pois prefigurar uma alternativa sustentável, do ponto de vista financeiro e social, aos problemas da segurança social, tendo em conta a aproximação à maturidade dos esquemas privados financeirizados, implicando o crescimento dos pagamentos aos reformados. Daqui decorre que o equilíbrio financeiro da segurança social não depende do desenho, público ou privado, da arquitetura do sistema de pensões. Como bem assinala Murteira (2011: 110-111):

O abrandamento do ritmo de crescimento económico e o desemprego constituem a maior ameaça ao equilíbrio financeiro da segurança social. (...) o financiamento da segurança social não deve ser discutido independentemente do modelo de regulação macroeconómica e do padrão de criação e distribuição do rendimento numa sociedade.

De facto, o mínimo que se pode dizer é que, ao contrário de certo discurso público, tanto o sistema de provisão de pensões por repartição como o de capitalização são afectados pelas mesmas variáveis económicas – evolução da produtividade e níveis de emprego – e demográficas – saldos natural e migratório. Isto é assim porque ambos os sistemas de provisão configuram modos de divisão da riqueza gerada, em cada momento do tempo, entre empregados e reformados. A diferença entre os dois sistemas de provisão é que no de repartição esta divisão é transparente porque politicamente determinada (as pensões em pagamento são genericamente financiadas pelas contribuições sociais presentes de patrões e trabalhadores), enquanto no de capitalização esta divisão é mediada pelos mercados financeiros (as pensões em pagamento são financiadas pelo valor extraído pelos agentes financeiros em cada momento).

Assim dito, a aparência é de uma neutralidade financeira entre estes dois modos de divisão da riqueza. Na verdade, estes não são socioeconomicamente idênticos. A realidade contemporânea dos mercados financeiros, onde os fundos de pensões, que fazem parte dos investidores institucionais conhecidos como “banca-sombra”, têm ganho peso relativo, mostra que estes novos agentes são em grande medida responsáveis pelo crescimento da instabilidade económica e financeira (McCulley, 2009).

Ainda antes da última grande crise internacional, iniciada em 2007-08, era reconhecido que número de crises financeiras mais do que tinha triplicado desde a década de setenta, quando comparado com o período dos “trinta gloriosos anos” do pós-guerra, frequentemente apelidados de anos de “repressão financeira” pela teoria económica convencional (Kaminsky e Reinhart, 1999). Esta evolução não pode deixar de estar vinculada ao incremento da liberdade de circulação internacional de capitais, fruto da liberalização financeira, geradora de fluxos cada vez mais maciços (Reinhart e Rogoff, 2011), sendo hoje também reconhecido que o crescimento do peso do sector financeiro nas últimas décadas pode estar associado ao declínio da produtividade registada nas economias capitalistas (Lapavistas, 2013).

Os fundos de pensões têm contribuído ativamente para a aceleração da instabilidade e frequência das crises financeiras. A expansão geográfica da finança e a emergência de novos agentes – como os “hedge funds” ou as empresas de “private equity” – devem-se consideravelmente às estratégias de diversificação e internacionalização destes pujantes agentes financeiros (Corpataux et al., 2009). Contudo, o investimento promovido pelos fundos de pensões privilegia determinados espaços, os dos grandes centros financeiros internacionais (Londres, Frankfurt, Nova Iorque, etc.), e sectores (empresas cotadas em bolsa, imobiliário, Estados), o que resulta numa cada vez maior concentração geográfica do capital e na afetação de recursos menos diversificada relativamente a outros agentes financeiros (como a banca comercial), o que potencia a emergência de bolhas especulativas nestes mesmos sectores. De facto, os fundos de pensões têm sido apontados como parcialmente responsáveis pela última crise financeira internacional, já que foram agentes dinamizadores de uma procura de “retornos mais elevados do que aqueles fornecidos por títulos de dívida pública, enquanto as ações tinham perdido atratividade depois do colapso dos mercados bolsistas em 2000”. Neste contexto, “a reação do mercado foi produzir em massa produtos mais rentáveis com favoráveis, mas falsas, notações

de risco” (Wolf, 2014: 172). Por outro lado, num sector onde as economias de escala são consideráveis – devido não só aos custos fixos, mas sobretudo ao poder de mercado que decorre do aumento de dimensão – a pressão para a crescente concentração de capital é reforçada (Engelen, 2003).

No semiperiférico caso português, o impacto macroeconómico negativo da financeirização é agravado pelo Euro devido à consequente perda de competitividade e endividamento externo. Esta dependência externa culminou numa permanente, embora com graus de severidade variáveis, política de austeridade geradora de estagnação económica e desemprego. Não por caso, a Comissão Europeia vaticina nas próximas décadas um crescimento do produto potencial de 0.9% ao ano, um nível manifestamente incapaz de gerar os cerca de 350 mil empregos que desapareceram em Portugal só entre 2011 e 2013. Uma economia estagnada e obrigada a transferir para o exterior rendimentos avultados, o outro lado da dívida externa e do papel crescente do capital estrangeiro na economia nacional, contribui para gerar uma sociedade demograficamente deprimida pela baixa natalidade e pelos altos níveis de emigração.

Acresce aos riscos sistémicos deste regime, a sofisticação e opacidade de muitos dos instrumentos financeiros usados pelos agentes financeiros, tornando difícil a supervisão e praticamente impossível a sua inteligibilidade às famílias aforradoras, que se vêem incapazes de perceber os riscos e custos dos seus investimentos.⁵ Entre comissões e outros pagamentos, o corte na rendibilidade total de um fundo durante quarenta anos pode chegar aos 40% (Blackburn, 2004).

Portugal não foge à regra no que respeita a transparência das comissões pagas. Segundo a Autoridade de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), entidade regulatória deste sector, as comissões cobradas nos populares PPR podem ser de natureza diversa, incluindo comissões de subscrição, de transferência, de reembolso e de gestão anual. Os seus valores também variam consideravelmente de produto para produto. Por exemplo, as comissões de subscrição podem variar entre 0 e 6%, enquanto as taxas anuais de gestão variam entre 0 e 2.5%. Os custos totais destes produtos

⁵ Um estudo recente da OCDE, focado em dois países com sistemas de pensões ditos “maduros”, Chile e Polónia, revela que 63% dos polacos tinha um entendimento muito limitado das comissões pagas, enquanto 93% dos chilenos com pensões privadas desconhecia as comissões feitas na forma de percentagem sobre o seu rendimento (Tapia e Yermo, 2008).

de investimento, teoricamente de longo prazo, tornam-se assim opacos, de difícil comparação podendo reduzir significativamente a sua capitalização. Segundo os dados da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, tendo em conta unicamente a taxa anual de gestão dos PPR, a rentabilidade efetiva anual reduz-se entre 8% e 70% graças a esta taxa de gestão, com uma redução média de 38%.

Em suma, os fundos de pensões revelaram ser poderosos dispositivos de mobilização de “poupanças monetárias ociosas” das famílias, formadas fora dos circuitos de capital, que entretanto participam na expansão capitalista (Lapavitsas, 2013). Conquanto a distribuição destes ativos financeiros seja profundamente desigual, esta mobilização e transformação de poupança poderia ser entendida como uma proliferação de pequenos capitalistas. Contudo, a realidade da concentração de gestão destes fundos aliados aos elevados custos (regressivos) suportados pelas famílias, mostram sobretudo uma nova forma de extração de rendimentos dos trabalhadores por parte do sistema financeiro, naquilo que Lapavitsas (2013) identifica como expropriação financeira.

5. Conclusão

Os sistemas de provisão de pensões têm sido uma das esferas mais promotoras de expansão dos processos de financeirização das economias do centro capitalista. A finança tem beneficiado da progressiva erosão dos sistemas de repartição públicos, ditos insustentáveis. Com a crescente degradação do valor das pensões, as famílias têm progressivamente canalizado as suas poupanças para novos produtos financeiros, como os PPR, aliciadas por generosos incentivos fiscais e promessas de atraentes rendibilidades no futuro. Este processo, dada a sua escala, permitiu que os fundos de pensões se tenham afirmado como agentes relevantes da finança internacional, alimentando uma alocação de recursos disfuncional, promotora de bolhas especulativas e de instabilidade financeira endémica.

Tal como noutros sistemas de provisão, a influência da esfera financeira não se manifesta unicamente na emergência de uma esfera privada de provisão face à erosão da provisão pública. Os próprios sistemas de segurança social públicos seguem cada vez mais a lógica da capitalização privada, seja na forma de fundos de investimento formados com excedentes públicos, seja na criação de contas individuais virtuais de segurança social, como acontece hoje na Suécia. Por outro lado, a ação destes agentes participa ela

mesma nas causas para a futura insustentabilidade de qualquer sistema de provisão de pensões. Ao promoverem a racionalidade dos mercados financeiros, os fundos de pensões reforçam o colete-de-forças financeiro a que os Estados estão hoje sujeitos na sua política económica e social e contribuem para uma alocação de capital pouco eficiente, promotora de um crescimento económico potencial medíocre, de crises e de um desemprego de massas permanente, que é verdadeiramente a grande ameaça à sustentabilidade de qualquer sistema de segurança social.

Se Portugal não é exceção neste panorama, destacando-se o papel direto e indireto da União Europeia, o carácter semiperiférico do país coloca-o numa posição muito particular. É certo que assistimos ao crescimento de fundos de pensões e de PPR nas últimas duas décadas, tornados num poderoso mecanismo de exportação de capital de Portugal para o centro Europeu. Todavia, dificilmente se poderá falar de uma substituição, presente e futura, da esfera pública pela esfera privada. De facto, os esquemas privados por capitalização têm um papel reduzido na sociedade portuguesa, com níveis de participação baixos e valores aforrados relativamente medíocres. Acresce ainda a profunda desigualdade na distribuição destes ativos financeiros, dando saliência à ideia de que a progressiva privatização do sistema é uma realidade só para um franja pequena e abonada da sociedade portuguesa. A financeirização das pensões, na forma de seguros e fundos de pensões, tem assim um alcance muito limitado num país, desigual, de rendimentos baixos, com pouca capacidade de poupança e com um Estado financeiramente exaurido, incapaz de patrocinar estes esquemas em larga escala. A finança nacional, sobretudo na forma de seguradoras, hoje transferidas para as mãos de capital estrangeiro, captura um pequeno e lucrativo mercado que deixa de fora a grande maioria da população.

Neste contexto, a crise da financeirização na economia portuguesa gerou um regime de estagnação económica e de empobrecimento de amplos sectores, devido sobretudo ao desemprego e à pressão sobre os salários, constituindo, paradoxalmente, um obstáculo à expansão do sistema de provisão privado de pensões. O futuro, neste quadro monetário e financeiro, promete uma continuada erosão do valor das pensões do dominante sistema público, aproximando-o de um insuficiente sistema de pensador assistencialista que garante apenas pensões mínimas. Por outro lado, a minoria mais abastada poderá eventualmente participar do processo de punção financeira à escala internacional, no entanto, os benefícios aí gera-

dos serão duvidosos, dada a continuada instabilidade do ponto de vista individual e coletivo.

Bibliografia

- Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística (2016), “Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2013”, *Destaque do SEN*.
- Blackburn, R. (2003), *Banking on Death, Or Investing in Life: The History and Future of Pensions*, Londres: Verso.
- Chuliá, E. e Asensio, M. (2007), “Portugal: In Search of a Stable Framework”, in K. M. Anderson, E. M. Immergut e I. Schulze (coords.), *The Handbook of West European Pension Politics*, Oxford: Oxford University Press, pp. 499-554.
- Churchill, J. (2014), “Towards a framework for understanding the recent evolution of pension systems in the European Union”, in A.C. Santos e B. Fine (coords.), *Empirical report on cross-national comparative analysis of household financial behaviour – recent trends*, Leeds: FESSUD REPORT.
- Comissão Europeia [CE] (2003), *Adequate and Sustainable Pensions*, Luxemburgo: Office for Official Publications of the European Communities.
- Comissão Europeia [CE] (2006), *Adequate and Sustainable Pensions: Synthesis Report*, Luxemburgo: Office for Official Publications of the European Communities.
- Comissão Europeia [CE] (2012), *Pension Adequacy in the European Union 2010-2050*, Luxemburgo: Publications Office of the European Union.
- Comissão Europeia [CE] (2015), *The 2015 Ageing Report-Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)*, Luxemburgo: Publications Office of the European Union.
- Corpataux, J., Crevoisier, O. e Theurillat, T. (2009), “The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds”, *Economic Geography*, 85: 313-334.
- Dixon, A. e Sorsa, V. (2009), “Institutional change and the financialisation of pensions in Europe”, *Competition & Change* 13 (4): 347-367.
- Ebbinghaus, B. (2015), “The Privatization and Marketization of Pensions in Europe: A Double Transformation Facing the Crisis”, *European Policy Analysis*, 1 (1): 56-73.
- Engelen E. (2003), “The logic of funding European pension restructuring and the dangers of financialisation”, *Environment and Planning*, 35:1357-1372.
- Epstein, G. A. (coord.) (2005), *Financialization and the World Economy*, Aldershot: Edward Elgar.
- Garcia, M. T. (2003), *Economia e Gestão dos Fundos de Pensões*, Lisboa: Vida Económica.
- Holman, O. (2004), “Asymmetrical regulation and multidimensional governance in the European Union”, *Review of International Political Economy*, 11(4), 714-735
- Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social (IGFCSS) (2014), *Relatório de Gestão do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social 2013*, disponível em: http://www4.seg-social.pt/documents/10152/438902/Rel_Ativ_Contas_FEFSS_2013
- Instituto de Seguros de Portugal (ISP) (2003), *Relatórios do setor segurador e dos fundos de pensões*, disponíveis em: <http://www.asf.com.pt/>.

- Instituto de Seguros de Portugal (ISP) (2007), *Relatórios do setor segurador e dos fundos de pensões*, disponíveis em: <http://www.asf.com.pt/>.
- Instituto de Seguros de Portugal (ISP) (2013), *Relatórios do setor segurador e dos fundos de pensões*, disponíveis em: <http://www.asf.com.pt/>.
- Kaminsky, G. e Reinhart, C. (1999), “The Twin Crises: Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *American Economic Review*, 89(3): 473-500.
- Lapavitsas, C. (2013), *Profiting Without Production: How Finance Exploits Us All*, Londres: Verso.
- McCulley, P., (2009) “The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey”, in L. B. Siegel (coord.), *Insights into the Global Financial Crisis*, Charlottesville, VA, pp. 257–26
- Mendes, F. (2011), *Segurança Social – O Futuro* Hipotecado, Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Mendes, H. e Albuquerque, J.L. (2014), “Segurança Social: As pensões como Retribuição do trabalho e como responsabilidade solidária”, in A. Barata, e R. Carmo (coords.), *Estado Social: De todos para todos*, Lisboa: Tinta da China, pp. 135-166.
- Ministério do Trabalho e da Segurança Social [MTS] (1998), *O Livro Branco da Segurança Social*, Lisboa: MTS.
- Murteira, M. C. (2011), *A economia das pensões*, Coimbra: Angelus Novus Editora.
- Murteira, M. C. (2013), “La réforme des retraites par le Portugal en 2007: une réforme structurelle”, *Revue française des affaires sociales*, 3:126-147.
- OECD (2014), *OECD Pensions Outlook 2014*, Paris: OECD Publishing.
- Orenstein, M. (2011), “Pension privatization in crisis: Death or rebirth of a global policy trend?”, *International Social Security Review*, 64(3): 65–80
- Pedras, R. (1999), “A gestão dos fundos de pensões em Portugal”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 8, CMVM, disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/1e8e0059aa3844368ce9c0435f75dea9GestaoFundosPensoes.pdf>
- Piketty, T. (2014), *Capital in the Twenty-first Century*, Cambridge: Harvard University Press.
- Reinhart, C.M., e Rogoff, K. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press.
- Rodrigues, J., Santos, A.C. e Teles, N. (2016), “Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal”, *Review of International Political Economy*, 23(3): 480-510.
- Santos, A. C. e Teles, N. (2014), “Recent Trends in Household Financial Behaviour” in A.C. Santos e B. Fine (coords.), *FESSUD Empirical report on cross-national comparative analysis of household financial behaviour – recent trends*, Leeds: FESSUD REPORT.
- Santos, B. S. e Ferreira, S. (1998), “Para uma reforma solidária da Segurança Social”: *Sociedade e Trabalho*, nº especial, maio, pp. 50-57.
- Tapia, W. e Yermo, J. (2008), “Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison”, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, nº 27.
- Wolf, M. (2014), *The Shifts and the Shocks: What We’ve Learned-and Have Still to Learn-from the Financial Crisis*, Londres: Penguin.
- World Bank [Banco Mundial] (1994), *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Nova Iorque: Oxford University Press.