

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS

Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais

Ciências Econômicas

Rodrigo Alcântara Silva

**ECONOMIA COMPORTAMENTAL: fundamentos básicos da tomada de decisão  
no mercado financeiro nacional**

Belo Horizonte

2017

Rodrigo Alcântara Silva

**ECONOMIA COMPORTAMENTAL: fundamentos básicos da tomada de decisão  
no mercado financeiro nacional**

Trabalho apresentado à disciplina  
Monografia II, do Instituto de  
Ciências Econômicas e Gerenciais  
da Pontifícia Universidade Católica  
de Minas Gerais.

Orientador: Ario Maro de Andrade

Belo Horizonte

2017

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	9
<b>2. SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL E A IMPORTÂNCIA DO MERCADO FINANCEIRO</b>	15
2.1. Padrão Ouro (1816 – 1933)	16
2.2. Sistema de Bretton Woods (1944 – 1973)	17
<b>3. ECONOMIA COMPORTAMENTAL</b>	25
3.1. Escolha Racional	25
3.2. Teoria do Sistema Dual	26
3.3. Teoria da Perspectiva (Teoria dos Prospectos)	28
3.4. Racionalidade Limitada	30
3.5. Efeito Manada	32
3.6. Neurociência	33
<b>4. CONSIDERAÇÕES SOBRE A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO VÍS-A-VÍS O CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA</b>	36
4.1. Mudanças do sistema financeiro e o perfil do poupador	36
4.2. Mudanças operacionais no Sistema Financeiro após 64.	50
<b>5. PERFIL DO INVESTIDOR BRASILEIRO</b>	55
5.1. Perfil do investidor brasileiro	55
5.2. Análise do Perfil do Investidor brasileiro	62
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	65
<b>REFERÊNCIAS</b>	67

## TABELA

TABELA 1	23
TABELA 2	58
TABELA 3	61
TABELA 4	62

## GRÁFICO

GRÁFICO 1	21
GRÁFICO 2	29
GRÁFICO 3	44
GRÁFICO 4	44
GRÁFICO 5	45
GRÁFICO 6	48
GRÁFICO 7	50

## FIGURA

<b>FIGURA 1</b>	_____	<b>53</b>
<b>FIGURA 2</b>	_____	<b>56</b>
<b>FIGURA 3</b>	_____	<b>57</b>
<b>FIGURA 4</b>	_____	<b>59</b>
<b>FIGURA 5</b>	_____	<b>60</b>

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

SPC Brasil	Serviço de Proteção ao Crédito
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FMI	Fundo Monetário Internacional
FED	Reserva Federal dos Estados Unidos
JK	Jucelino Kubitschek
SUMOC	Superintendência da Moeda e Crédito
CEPAL	Comissão Econômica para América Latina da ONU
BACEN	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
IPES	Instituto de Pesquisa e Estudos Social
ANPES	Associação Nacional de Programação Econômica Social
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
ORTN	Obrigações Reajustável do Tesouro Nacional
PND	Plano Nacional de Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
FIESP	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
IPCA	Índice de Preço ao Consumidor
URV	Unidade Referência de Valor
ANBIMA e de Capitais	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros
LFT	Letra Financeiro do Tesouro
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

## RESUMO

Esse trabalho tem o objetivo de analisar o perfil do investidor brasileiro e evidenciar, através de ferramentas de estudo e pesquisa da Economia Comportamental, a preferência por produtos no mercado financeiro brasileiro.

Serão tratados também informações de natureza quantitativa e eventos históricos, que contribuirão para o entendimento de toda a análise do perfil de investidor. Essa abordagem é de extrema importância, para que possa ser entendido como é o funcionamento do mercado financeiro e como foi a sua evolução, em especial a partir dos anos 60.

Outro ponto que será levado em consideração será preferência da população brasileira pelo consumo ou por poupar, no decorrer dessas mudanças financeiras na economia nacional. As transformações da economia nacional serão também contextualizadas a partir de importantes eventos no plano internacional.

A partir da abordagem dos referidos pontos elencados acima será possível vincular a preferência do investidor, em uma abordagem histórica e empírica, no processo de escolha de produtos financeiros ou na opção pelo consumo presente, usando os conceitos da Economia Comportamental.

## **ABSTRACT**

This work has the objective of analyzing the profile of the Brazilian investor and evidencing, through the study and research tools of Behavioral Economics, the preference for products in the Brazilian financial market.

Information of a quantitative nature and historical events will also be treated, which will contribute to the understanding of the whole investors profile's analysis. This approach is extremely important, so that it can be understood how the financial market works and how it has evolved, especially since the 1960s.

Another point that will be taken into consideration will be preference of the Brazilian population for the consumption or to savings, in the course of these financial changes in the national economy. The transformations of the national economy will also be contextualized from important events at the international level.

Based on the aforementioned points, it will be possible to link investor preference, in a historical and empirical approach, in the process of choosing financial products or in the option for present consumption, using the concepts of Behavioral Economics.

## 1. INTRODUÇÃO

Economia do bem estar é definida como “o estudo do modo como a alocação de recursos afeta o bem estar econômico”, por Mankiw (2001, p.310). Os agentes econômicos desejam maximizar seus recursos através de trabalho ou atividades complementares, aumentando seus patrimônios ou reduzindo seus custos para que os excedentes de recursos fiquem direcionados para o consumo e satisfação do bem estar econômico.

Esses excedentes, levantados por Mankiw (2001) são conceituados por Neto (2010) como poupança, que é a parcela da renda não consumida pelos agentes econômicos. O objetivo de não consumir no presente é a expectativa de consumir mais no futuro, pois se acredita que se alocar os recursos eficientemente, possa usufruir melhor dessa renda no futuro, com a inclusão dos juros gerados nessa operação o que resulta em aumento do bem-estar econômico.

Reilly e Norton (2008) afirmam que os agentes econômicos realizam os investimentos para: gerar rendimentos, valorizar o capital, ou seja, crescer em termos de valor real ou para preservar o capital, não deixando o valor nominal do capital se perder nas oscilações da inflação. A melhora de rendimento dos agentes econômicos não se deve somente ao trabalho, mas também às aplicações financeiras e investimentos realizados no mercado. Quanto maior o risco nessas aplicações financeiras, maior é a possibilidade de retorno. Portanto, o planejamento financeiro e o estudo dos produtos financeiros disponíveis são de extrema importância para alcançar o bem estar almejado.

O Investimento periodicamente gera fluxo de caixa para o investidor na forma de juros, dividendos, ou aluguel. Dentre os exemplos que geram rendimentos, estão: os certificados de depósitos bancários, títulos de renda fixa, as ações com pagamentos de dividendos e alguns investimentos em imóveis. (REILLY; NORTON, 2008, p.4)

Partindo do pressuposto que os investidores são racionais, Abreu (2016) destaca que os mesmos só estão dispostos a correrem risco em uma aplicação para obterem maiores retornos no futuro. O “princípio da dominância” determina que entre dois investimentos, de retornos iguais, o investidor prefere escolher o de menor risco. Abreu (2016) coloca que:

[...] o risco pode ser definido como a probabilidade de perda ou ganho numa decisão de investimento. Grau de incerteza do retorno de um investimento. Normalmente o risco tem relação direta com o nível de renda do investimento [...] (ABREU, 2016, p.110)

Por causa dos riscos e do princípio da dominância, o investidor pode se adequar em um dos três perfis definidos pela Comissão de Valores Mobiliários (2013), na Instrução nº539, sendo esses: “conservador”, “moderado” e “agressivo” ou “arrojado”. O conservador é aquele investidor avesso ao risco, preferindo obter menor rentabilidade em incorrer riscos. O moderado, diferentemente do investidor conservador, não aceita retornos baixos e limitados e, por isso, concorda em adquirir produtos financeiros com mais riscos para obter rentabilidades melhores. Já o investidor “agressivo” ou “arrojado” é amante do risco, estando disposto adquirir produtos com os maiores riscos com o objetivo de obter o melhor retorno possível no mercado financeiro. Nesse ponto pode-se introduzir a ideia de diversificação. Conforme destaca Abreu (2016) a diversificação

(...) ajuda a reduzir os riscos de perdas. É o velho ditado: ‘não coloque todos os ovos numa única cesta’. Desta forma, quando um investimento não estiver indo bem, os outros podem compensar, de forma que a média não tenha perdas mais expressivas. (ABREU, 2016, p.111)

Balanço anual do Banco Central aponta em um dos anos ápice em relação às aplicações financeiras na economia brasileira, o ano de 2010, por exemplo, no governo do ex-presidente Lula, o volume de negociação no mercado de capitais cresceu em 364% em relação 2009, destacando incrementos de 15,09% nas aplicações em caderneta de poupança e 18,5% nos fundos de investimentos, classificados como de renda fixa, multimercados e curto prazo, superiores aos volumes do ano de 2009 (Banco Central, 2010). Em outra análise, este mesmo relatório informa as remunerações da caderneta de poupança, no ano de 2010, que foram de 6,9%, e dos títulos pós-fixados ao CDI, como o CDB, que tiveram rentabilidades de 9,29% naquele ano. Esse aumento apresentado no volume das cadernetas de poupança no ano de 2010, mesmo com rentabilidade menor que os títulos pós-fixados ao CDI, não apresenta nenhuma explicação ou análise por meio dos relatórios do Banco Central, quanto se quer saber o motivo por que as pessoas optaram por esses produtos financeiros de menor rentabilidade, tornando as análises apresentadas pela preferência dos títulos de maior rentabilidade e riscos parecidos, não condizentes no primeiro momento.

Neto (2010) afirma que no mercado financeiro existe assimetria de informações sendo a causa de falta de eficiência nas atividades econômicas. Vários produtos financeiros geram dúvidas em relação à tributação, rentabilidade, garantias, forma de resgate, entre outros. Essas barreiras podem facilmente serem derrubadas com informações disponibilizadas atualmente através de jornais eletrônicos e físicos, sem ter a necessidade de contratar assessoria exclusiva.

O fator educacional, histórico do risco de mercado ou até mesmo estruturas de incentivos para determinados produtos financeiros, podem ser explicações para a péssima alocação de recursos realizados pelos indivíduos na economia brasileira. Segundo o Serviço de Proteção ao Crédito (SPC Brasil) (2017, p.1), “a formação de reserva de dinheiro é um tópico fundamental para a educação financeira, mas tende a ser negligenciada por boa parte dos consumidores”. O Serviço de Proteção ao Crédito (2017) divulgou uma pesquisa, realizada em janeiro de 2017, com dados dos brasileiros que conseguiram guardar uma parte do dinheiro que receberam mensalmente e como eles são alocados no mercado financeiro. O estudo afirma que a formação de capital e a alocação de recursos são de extrema importância para a formação e educação financeira dos agentes econômicos de um país, mas ela vem sendo ignorada por grande parte da população brasileira.

Um dos questionamentos da pesquisa realizada pelo SPC Brasil foi onde guardam ou investem o capital adquirido. O levantamento das respostas foi de que 62% dos entrevistados investem na caderneta de poupança, devido a grande presença de assimetria de informações no mercado financeiro sobre os produtos disponíveis e o melhor momento econômico de aloca-los. Mas o que chamou atenção na pesquisa é que 20% dos entrevistados guardam dinheiro em casa.

A falta de hábito dos brasileiros em poupar faz com que, quando decidem poupar, recorrem às opções mais simples, em especial, a caderneta de poupança, sem objetivo e planejamento financeiro prévio, afirmam os analistas do indicador de reserva financeira do SPC Brasil (2017).

Se o investidor opta por uma aplicação de menor rendimento quando há outros que oferecem retornos maiores, é como se ele estivesse perdendo dinheiro. Nos últimos anos, quem optou pela poupança, teve parte de seu dinheiro corroído pela inflação ou, no máximo, alcançou um rendimento real muito baixo (KAWAUTI apud SPC BRASIL, 2017, p.2).

A pesquisa, além da abordagem analítica sobre a alocação de recursos dos agentes econômicos no mercado financeiro brasileiro, ainda discute a importância do estudo e análise dos comportamentos da população brasileira no momento de alocação de recursos. Com isso é possível levantar importantes discussões e questionamentos que podem balizar a elaboração de políticas e estratégias de alocação eficiente.

A Economia comportamental, nas palavras de Samson (2015, p.26), afirma que as pessoas nem sempre são egoístas, possuem preferências constantes e calculam o custo benefício de suas escolhas. As lembranças, sentimento e estímulos do ambiente, conseguem influenciar essas escolhas. Sendo assim, economia comportamental é definida “como o estudo das influências cognitivas, sociais e emocionais observadas sobre o comportamento econômico das pessoas” (SAMSON, 2015, p.26). A principal função do estudo da economia comportamental, segundo Samson, é a experimentação com objetivo de desenvolver problemas e escolhas futuras do ser humano.

O prêmio Nobel de economia em 2002, por sua obra que discute o processo de tomada de decisão e a teoria da perspectiva, Daniel Kahneman, juntamente com Amos Tversky, observa que não é sempre que as escolhas das pessoas são ótimas, pois temos aversões ao risco. “Temos maior aversão à perda do que apreço por um ganho equivalente. Abrir mão de alguma coisa é mais doloroso do que o prazer que sentimos por recebê-la.” (SAMSON, 2015, p.29)

Samson (2015) cita Herbet Simon, um dos pioneiros na finança comportamental, que escreveu sobre o conceito de “racionalidade limitada”. Essa concepção conceitua o que foi observado anteriormente por Kahneman e Neto, em que nem todas as decisões, dos agentes econômicos, não são eficientes. Existem bloqueios ao entendimento das informações disponíveis pelos agentes econômicos, pois há assimetrias de informações e capacidades computacionais diferenciadas.

O modelo de investimento dos brasileiros na atualidade, como bem observado pelos pesquisadores do SPC Brasil, não condiz com a teoria de risco/retorno e com o objetivo de busca por maior rentabilidade, quando de difere consumo presente para o futuro. Ao definir em qual produto financeiro alocar, os brasileiros podem adotar uma espécie de viés, heurísticas (atalhos cognitivos), como respostas automáticas e, assim, originar aplicações em desacordo com seus objetivos

financeiros, adotam produtos com riscos e retorno divergentes das suas preferências, ou até mesmo preferindo pelo consumo presente.

Outro questionamento importante aos entrevistados da pesquisa, realizada pela SPC Brasil (2017), foi se conseguem alocar ou guardar uma parte da renda recebida no mês. A análise do resultado, segundo os idealizadores da pesquisa, foi que: 62% dos entrevistados não costumam guardar dinheiro e nem fazem nenhuma espécie de reserva financeira, indicando a ausência de planejamento financeiro no passado.

Nos Estados Unidos, por exemplo, estimou-se a porcentagem de trabalhadores que não teriam recursos financeiros para consumo futuro, ou seja, para investir. Essa estimativa saltou de 31% da população em 1983, para 53% da população em 2010, sendo que 78 milhões desses trabalhadores não possuem planos de aposentadoria, ofertados pelo empregador, segundo Benartzi e Thaler (2015, p.99). Esses autores ainda afirmam que com a descoberta das pesquisas, levando em consideração a metodologia da economia comportamental para aquela economia, é possível mitigar esse resultado. Ainda Benartzi e Thaler afirmam que “felizmente, existem soluções para esses problemas. Basta mudarmos a arquitetura das escolhas dos planos de aposentadoria utilizando as descobertas da pesquisa em Economia Comportamental.” (BENARTZI e THALER, 2015, p.99)

A perspectiva de alta na inadimplência e falta de planejamento financeiro das pessoas na economia brasileira, como foi analisado por Benartzi e Thaler (2015), nos Estados Unidos, também foi observada e analisada pela Serasa Experian (2010) e pelo SPC Brasil (2017) em seus relatórios e indicadores, destacando que no trabalho nacional foi levada em consideração a realidade financeira de todos os estados brasileiros.

Diante disso, os esforços das famílias brasileiras em obter rentabilidades e os objetivos financeiros desejados estão sendo ofuscados, fazendo com que eles possuam bem-estar econômico inferior aos já experimentados em momentos de profusão.

Sendo assim, surge o seguinte questionamento: quais os aspectos, que são analisados pela economia comportamental e que influenciam nas escolhas dos agentes econômicos no mercado financeiro?

Com a finalidade de responder ao problema levantado acima se estabelece como objetivo geral desse trabalho analisar o perfil de investimento dos brasileiros, levando em consideração os princípios básicos da teoria comportamental.

Para atender o objetivo geral do estudo será apresentado no primeiro capítulo, “Sistema Financeiro internacional e a importância do mercado financeiro”, o papel do mercado financeiro no sistema econômico global. Esse primeiro capítulo trará sustentação para discussões que serão abordadas no decorrer do trabalho e tem a finalidade de apresentar análise histórica do nosso sistema financeiro e do mercado que será estudado. Já no segundo capítulo, “Economia Comportamental”, será composta pelos fundamentos da teoria comportamental e os pressupostos neoclássicos sobre a tomada de decisão. A teoria comportamental parte do princípio de existência dos comportamentos irracionais por parte do indivíduo, já o outro, parte do princípio da racionalidade humana para a tomada de decisão.

O mercado financeiro no Brasil será abordado no terceiro capítulo, “Considerações sobre a evolução do sistema financeiro brasileiro vis-a-vis o crescimento da economia brasileira”, também com uma abordagem teórica e histórica, para apresentar discussões sobre o perfil do poupador brasileiro e da propensão marginal a consumir da sociedade, enfatizando as características da personalidade brasileira em investir. Já no quarto capítulo, “Perfil do investidor brasileiro”, será apresentado empiricamente o perfil do investidor e a preferência por determinados produtos no mercado financeiro. Nesse último será possível analisar as tomadas de decisões dos brasileiros conforme suas preferências.

Com a articulação das discussões dos quatro primeiros capítulos será possível responder ao o objetivo geral no último capítulo. Este discutirá, a partir dos fundamentos da teoria comportamental, o perfil do poupador, juntamente com a preferência dos mesmos no âmbito da escolha por produtos financeiros.

## **2. SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL E A IMPORTÂNCIA DO MERCADO FINANCEIRO**

O crescimento econômico é o aumento, em termos quantitativos, da capacidade produtiva de uma economia ao longo do tempo, ou seja, segundo Neto (2010) o crescimento econômico leva ao aumento significativo da produtividade de um país. A diferença do crescimento econômico e desenvolvimento econômico que é abordado pelo mesmo autor, dará ênfase para o que será discutido nesse trabalho, pois o “objetivo de crescimento e desenvolvimento econômico pelos países elevou a importância do papel do sistema financeiro”.

Desenvolvimento econômico, portanto, é definida por Neto (2010) como algo a mais que uma avaliação e análise sobre o crescimento da produtividade. Além do crescimento da produtividade é, também, o crescimento socioeconômico de renda, saúde, educação e outros indicadores de bem-estar da economia.

Ainda em Neto (2010), diz que toda economia de mercado tem o objetivo de realizar o crescimento econômico, baseando nas estruturas de mediações financeiras, para atender os interesses dos investidores e dos poupadores. Sendo assim o mesmo autor afirma que as economias desenvolvidas tem por característica o aprimoramento dos seus sistemas de intermediação financeira com a finalidade de transferir recursos do lado dos agentes superavitários para outros mais carentes em capital para investimento, os deficitários.

Para falar em desenvolvimento econômico e assimilar a importância do sistema financeiro para a tomada de decisão dos agentes econômica é preciso voltar a uma abordagem histórica nos anos 20 e 30, que acarretou uma tomada de decisão importantíssima em Julho de 1944, na cidade de Bretton Woods, em New Hampshire, nos Estados Unidos, qual seja, a montagem de um sistema monetário internacional e sua posterior evolução.

Sistema Financeiro, segundo Roberts (2000, p.11) “é a estrutura de acordos, regras, convenções e instituições em que os mercados internacionais e firmas operam.” Roberts ainda continua pontuando a principais etapas do Sistema Financeiro no século XX:

No século XX, a evolução do sistema financeiro internacional passou por três etapas principais: o padrão ouro, o sistema de Bretton Woods e as

taxas de câmbio flutuantes. A etapa atual dos mercados financeiros internacionais são, hoje em dia, sem precedentes em escala e em escopo, crescendo incessantemente. (ROBERTS, 2000, p.11)

O sistema financeiro, portanto, assume três funções, sendo elas de realizar pagamentos às transações realizadas, prover estabilidade de valor para as unidades de negociações e estabelecer normas para os pagamentos realizados, segundo Roberts (2000). Muitos dos pagamentos são realizados através de fronteiras e divisas internacionais, encontrando-se, portanto, mais de uma unidade de valor. O sistema financeiro então realiza uma tarefa de câmbio, que é a conversão dessa unidade. Para que não haja nenhum problema e para que o sistema financeiro atue de forma eficaz é preciso respeitar três princípios, que segundo Roberts, são: mecanismo de ajuste efetivo, liquidez adequada e confiança no sistema. Nessa direção, cabe discutir inicialmente, de forma breve, as linhas gerais do que foi o Padrão-Ouro.

### 2.1. *Padrão Ouro (1816 – 1933)*

Entre os anos 1816 e 1933, Roberts (2000) afirma que o sistema financeiro era baseado no padrão-ouro, que foi caracterizado pelo câmbio fixo com mercadorias padrão, obtendo o ouro como lastro. Sendo assim, a maioria dos países obtinham quantias de ouro custodiadas em seus bancos centrais, para que os mesmos metais pudessem sustentar a moeda que era circulada na economia. Toda vez que um agente econômico quisesse converter a moeda em ouro, obtinha esse direito, portanto, era necessário que toda emissão de papel moeda fosse devidamente proporcional às reservas de ouro daquela economia, afirma Roberts (2000). Era dessa forma que obtinham confiança ao sistema financeiro e controlavam os níveis de preços das mercadorias que eram negociadas.

O primeiro país, em 1816, que adotou esse modelo do sistema financeiro foi a Grã Bretanha, com a conversão previamente definida de 123,27 grãos de ouro, aproximadamente 49 miligramas, por libra esterlina, afirma Roberts (2000). A libra esterlina, moeda em circulação na Grã Bretanha, foi a principal unidade de medida pós Primeira Guerra Mundial. O comércio internacional cotava em libras esterlinas e se tornou a principal moeda até o surgimento do modelo de sistema financeiro de

Bretton Woods, continua Roberts. A Economia americana, que atualmente é a principal potência no sistema financeiro capitalista, adotou o padrão ouro 63 anos depois da Grã Bretanha, mas a importância da sua participação no sistema foi incontestável para dar ênfase e encerramento a esse ciclo do uso desse padrão ouro no âmbito da economia internacional.

Com a grande depressão em 29, iniciado nos Estados Unidos, o câmbio fixo do sistema do padrão ouro ficou ameaçado e o dólar e a libra esterlina começaram a oscilar. O início da Segunda Guerra Mundial, em 1939, determinou a interrupção dos fluxos da economia internacional e, por extensão, sinalizou o fim do sistema padrão ouro, conforme destaca Roberts (2000).

No próximo tópico do capítulo discute-se o novo formato do sistema monetário internacional que emerge no pós 2ª Guerra.

## 2.2. *Sistema de Bretton Woods (1944 – 1973)*

Segundo Boccanera (2004), entre os anos 20 e 30, mesmo com o total controle no sistema de padrão ouro, já se discutia qual seria a melhor maneira de evitar disputas financeiras baseadas no protecionismo e nas oscilações das moedas, que produziam vantagens e desvantagens nas concorrências comerciais. Em razão desses fatos, reuniram-se vários países, 44 aproximadamente, para estabelecer parâmetros e resolver esses problemas em Bretton Woods. O plano era estabelecer taxas de câmbio fixas, aceitando ajustes pequenos para correção monetária e, gradativamente, retirando os controles estipulados por sanções de guerras aos países perdedores da Segunda Guerra. Os resultados dessa reunião foi à imposição da moeda americana, o dólar, como moeda internacional e de reserva, e a criação de duas instituições, sendo a primeira para administrar as finanças mundiais após Segunda Guerra Mundial e, a segunda, para auxiliar na reconstrução de países destruídos pela guerra. Essas duas instituições foram o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial.

O objetivo do encontro era construir um novo padrão financeiro internacional que pudesse evitar a ocorrência de uma depressão como a dos anos 30 e promover o crescimento econômico e a prosperidade no pós-guerra. (ROBERTS, 2000, p.15)

Promover o crescimento e as relações de equilíbrio no comércio mundial, apoiar financeiramente países com dificuldade em manter equilíbrio no balanço de pagamentos, coordenar, regular e assessorar políticas monetárias de diversos países do mundo e padronizar informações econômicas mundiais, são funções básicas do FMI, conforme destaca Neto (2010). Sua composição se assemelha a uma empresa de capital aberto, sociedade anônima, pois o FMI tem participações de cada país do mundo em seu conselho, detendo mais direitos a votos os países que contribuem mais para a formação do Fundo de recursos que sustenta as operações dessa instituição.

Por outro lado, segundo Neto (2010) o Banco Mundial foi criado para “contribuir com o desenvolvimento dos países”. Apesar da semelhança entre o Banco Mundial e os bancos comerciais tradicionais, que efetuam funções semelhantes, qual seja, funcionar como intermediário nas transferências de recursos financeiros entre os agentes superavitários e os deficitários, existe uma diferença em sua essência. O Banco Mundial é uma organização financeira internacional de natureza pública, constituída por países desenvolvidos e em desenvolvimento, que utilizam seus recursos para promover ações que permitam alavancar seus processos de crescimento e desenvolvimento. A diferença fundamental é que o Banco Mundial não capta depósitos á vista e sim depende de orçamentos previamente estabelecidos pelos seus membros constituintes. Em resumo, enquanto:

(...) o FMI preocupa-se em manter um sistema de pagamentos equilibrado entre os países, o Banco Mundial visa promover o desenvolvimento econômico e a redução da pobreza nas nações. Os projetos financiados pelo Banco Mundial são prioritariamente voltados à educação, infraestrutura e meio ambiente. (NETO, 2010, p.51)

Voltando o foco para a arquitetura do sistema financeiro que emerge em Bretton Woods, os Estados Unidos da América consolidou sua ascensão como uma das principais potências mundiais no pós Segunda Guerra mundial, pois era o único país capaz de reconstruir a Europa após a destruição provocada pela guerra. Visando retornos satisfatórios, os americanos criaram um pacote de crédito,

financiados pelo Tesouro Nacional, entre 1948 e 1952, o chamado Plano Marshall. O investimento foi de 50 bilhões de dólares, para que as economias europeias e Japão pudessem se reerguer, mas com produtos importados dos Estados Unidos, afirma Roberts (2000).

As taxas fixas de câmbio foram introduzidas a partir de 1947, inicialmente a operação foi parcialmente, devido à falta de reservas financeiras por grande parte dos países da Europa. A libra esterlina, que era caracterizada como moeda chave no padrão ouro, depreciava-se perante o dólar e na tentativa de reerguer a força da moeda perante o comércio internacional, o Reino Unido gastou cerca de dois terços das suas reservas em ouro para, continua Roberts (2000). Devido a fortes reajustes cambiais, por fixar o câmbio, a economia americana começou a sofrer déficits na balança de pagamentos, mas a circulação do dólar na economia mundial aumentava, devido à facilidade que o comércio internacional teve em aceitar essa moeda. Sendo assim, em 1958, com o crescimento econômico da Europa, o mercado internacional aderiu a conversar de suas moedas por dólar e retiraram as restrições impostas ao uso e ao câmbio. Essa decisão alavancou os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais nos Estados Unidos, pois a demanda por crédito internacional e por dólar aumentava cada vez mais.

Nos anos 60, devido a guerra do Vietnã, os Estados Unidos começou a aumentar seu déficit na balança de pagamentos. Esses déficits fizeram com que a economia americana começasse a colocar restrições a empréstimos ao mercado externo. Com isso, os bancos começaram a criar filiais na Europa para continuar atendendo seus clientes e os países que os aceitavam e que tinham grandes reservas e dólar, como Londres, Luxemburgo e Suíça, tornando possível uma nova comercialização de dólar, não sendo transacionada pelos Estados Unidos. Segundo Roberts (2000), ficou caracterizado como o mercado do eurodólar.

O surgimento do eurodólar levou a desvalorização de grandes moedas como a libra esterlina e o franco francês no ano de 67, mas o sistema de Bretton Woods permitia o reajuste das taxas de câmbio, mitigando as desvalorizações dessas moedas. Em 1971, os Estados Unidos, pela primeira vez na história econômico-financeira, segundo Roberts (2000), registrou um déficit na balança comercial, ou seja, estavam importando mais que exportando. Com isso, os investidores e especuladores começaram a apostar na desvalorização do dólar e na valorização da

moeda alemã. No final de 1971, devido a grande desvalorização do dólar, a principal economia do Bretton Woods, os Estados Unidos da América, abandonou a conversão de sua moeda em ouro. O fim do sistema de Bretton Woods foi em 1973, segundo Roberts (2000), quando o Reino Unido tornou a libra esterlina uma moeda flutuante devido aos déficits que incomodava suas contabilidades nacionais, levando a outro ataque especulativo ao dólar e, com isso, tornando as demais moedas da europa flutuantes.

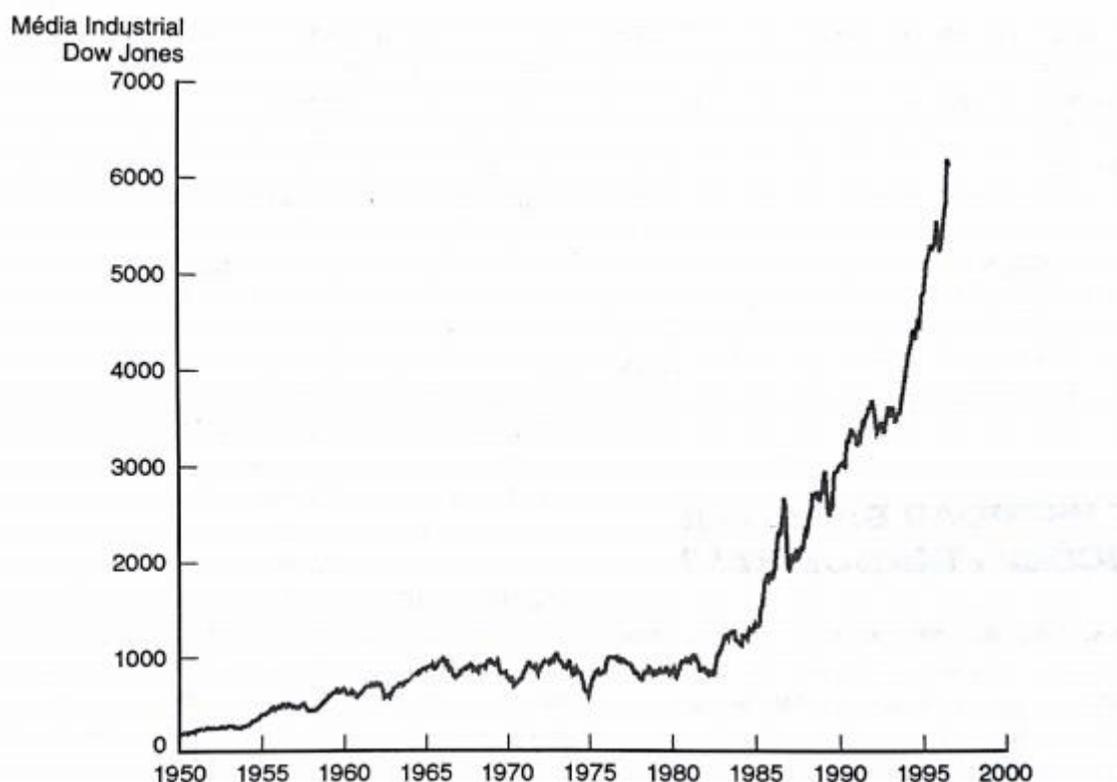
A partir do ano de 1973, o sistema financeiro internacional foi caracterizado pela taxa de câmbio flutuante, podendo sofrer intervenções dos bancos centrais. Nesses períodos até os dias de hoje, tiveram eventos importantes que devem ser levados em consideração, segundo Roberts (2000). O surgimento dos petrodólares devido ao aumento dos preços do petróleo no oriente médio, sendo justificado pela guerra árabe-israelense e que levou ao déficit de muitos países importadores de petróleo, como o Japão, por exemplo.

A explosão do mercado de ações nos anos 80 e 90 foi um dos eventos importantes nesse “novo” sistema de taxas flutuantes, onde ocorreu, em 1982, uma “fuga dos fluxos financeiros internacionais do mundo subdesenvolvido”, segundo Roberts (2000). O índice Dow Jones, que é o indicador que espelha o desempenho médio das trinta maiores empresas em negociação em *New York Stock Exchange* (NYSE) e em *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ), segundo Roberts (2000) e Mishkin (1998), tiveram suas altas entre 1982 e 1987, fazendo com que o índice saltasse de 780 pontos para 3600 pontos. Em 1987, ocorreu uma queda de aproximadamente 500 pontos no índice e que levou uma “quebra” da bolsa, parecendo ser o fim dessa modalidade de investimento, com o medo e a euforia de se repetir a “quebra” generalizada na grande depressão, em 1929, os investidores começaram a preferir a liquidez. Esse movimento não passou de uma correção, fazendo com que o Dow Jones alcançasse os 8000 pontos em 1998 e 11000 pontos em 1999 (Ver Gráfico 1 abaixo).

Continuando o raciocínio sobre a alta da bolsa de valores dos Estados Unidos, Roberts (2000) disse que os analistas mais otimistas deram quatro razões para o fato, que foram a melhoria da administração americana econômica por parte dos bancos centrais e da Reserva Federal dos Estados Unidos (FED), pela qualidade de ganhos das empresas, que eram mais consistentes devido à menor

volatilidade, pelo “milagre da produtividade”, pelo impacto de novas tecnologias que fortaleceram esse período dos anos 80 à 90 e, por último, o baixo nível de inflação na economia americana.

**GRÁFICO 1** – Preço das Ações Medidos pela Média Industrial Dow Jones, 1950 a 1996.



Fonte: extraído de Mishkin (1998; p.5)

Outros eventos importantes a partir de do sistema de câmbio flutuante, foram a transição do sistema comunista para o sistema capitalista pela Rússia, momento em que foram introduzidas as operações de mercado de ações e sistema bancário de natureza privada. Posteriormente, o surgimento de blocos regionais em razão dos grandes fluxos comerciais e financeiros no sistema capitalista globalizado, como o Nafta nos países da América do Norte, o Mercosul com alguns países da América do Sul e o tratado de Maastricht, que representou o compromisso de alguns países da Europa, denominados União Europeia, para com o objetivo de uma moeda única regional, o euro.

Outro evento importante que aumenta a volatilidade do câmbio no mundo foi às crises das moedas a partir da segunda metade da década de 90. Inicialmente, a

crise financeira ocorreu nos tigres asiáticos (grupo composto por Hong Kong, Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura, Coréia do Sul, Taiwan e Tailândia) no final dos anos 90, causado pela exaustão das reservas em moedas estrangeiras e flutuações das moedas nacionais, sendo financiadas e auxiliadas pelo FMI. Em seguida, após as crises do leste asiático, a Rússia viu sua moeda afundar quase 50% em relação ao dólar, devido ao caos político, corrupção e fuga da moeda russa, precisando também o auxílio do FMI. A América Latina foi impactada diretamente pela crise dos tigres asiáticos e da Rússia, havendo fuga das moedas presentes. O país mais afetado foi o Brasil, sendo auxiliado pelo FMI em 1998 e 1999 para manter a moeda real estável. Alguns países da América Latina solucionaram seus problemas de fragilidade da moeda criando algum tipo de vínculo com o dólar, como caminho para se estabilizar suas moedas. Dentre os eventos citados acima destaca-se para Roberts (2000) e Mishkin (1998) a evolução dos Mercados Financeiros Globais.

Os anos de 1980 e 1990 testemunharam o surgimento de um grande mercado global, que tinha várias dimensões: o mercado cambial; os empréstimos bancários internacionais; os títulos de longo prazo; os papéis de médio prazo – (euro)notas; a negociação internacional de ações e derivativos. (ROBERTS, 2000, p.35)

Para Roberts (2000), ao citar informação divulgada pelo Banco para Compensações Internacionais, onde faz referência ao aumento de seis vezes, de 1,3 trilhões de dólares para 8,2 trilhões de dólares, entre o período de 1982 e 1998, dos financiamentos pelos mercados internacionais (Ver Tabela 1 abaixo).

**TABELA 1 – Financiamento líquido outorgado pelos mercados internacionais. 1987-97**

	Saldo ao final do ano (bilhões de US\$)		
	Empréstimos bancários líquidos internacionais	Colocação líquida de (euro)notas	Financiamento líquido internacional de títulos
1982	1.020		259
1983	1.085		345
1984	1.265		410
1985	1.480		550
1986	1.770		700
1987	2.220		984
1988	2.390	72	1.085
1989	2.640	79	1.252
1990	3.350	111	1.473
1991	3.610	145	1.651
1992	3.660	177	1.687
1993	3.780	256	1.850
1994	4.240	406	2.048
1995	4.645	594	2.210
1996	5.015	834	2.391
1997	5.285	184*	3.358**

\* Aplicações líquidas no mercado monetário  
 \*\* Financiamento líquido de títulos e obrigações

Fonte: Extraído de Roberts (2000, p.35)

Por último, Roberts (2000, p.35) afirma que o desenvolvimento do mercado financeiro global “é o resultado da expansão das transações bancárias internacionais e de alguns outros fatores.” Esses outros fatores são:

- a liberação dos fluxos internacionais de capital, que significa “a remoção dos controles sobre movimentos financeiros transfronteiriços”;
- a desregulamentação dos mercados financeiros, como o “*Mayday*” e o “*Big Bang*”, onde as bolsas de Nova York e Londres decidiram abolir, na bolsa de valores, a cobrança de comissões mínimas fixas e rever as regras de corretagem;
- a revolução da Tecnologia das comunicações, onde os computadores e as telecomunicações aumentaram significativamente o fluxo de negociações no mercado financeiro mundial; e as Inovações Financeiras, como a negociação de derivativos financeiros e a possibilidade de fazer *hedge* (seguro) no mercado financeiro, diminuindo o risco das operações.

Sendo assim, Mishkin (1998; p.14) afirma que os “Mercados financeiros e intermediários financeiros em bom funcionamento são necessários para aumentar o bem estar econômico e a eficiência e são cruciais para a saúde econômica”.

Finalizando, segundo Roberts (2000; p.40) “os mercados financeiros globais chegaram para ficar, e estão se tornando cada vez maiores. Os fluxos financeiros globais tomam um escopo e uma escala sem precedentes, crescendo em remorsos”.

Nesse capítulo buscaram-se contextualizar, de forma breve, as grandes transformações do sistema financeiro internacional, em especial, a construção do processo de supremacia Americana a partir do final da 2ª Guerra Mundial, bem como os principais eventos que expressaram essas transformações. O entendimento dessas mudanças propicia um melhor entendimento dos contextos internacionais, que no presente influenciam as tomadas de decisões dos agentes econômicos quando da alocação de seus investimentos. No próximo capítulo será discutido os fundamentos básicos da teoria comportamental que subsidiarão as discussões nos capítulos finais sobre como os agentes econômicos tomam decisões na montagem de suas carteiras de investimento.

### 3. ECONOMIA COMPORTAMENTAL

No mercado financeiro, por possuir *players* em busca de maior rentabilidade ou proteção de capital, é possível identificar pessoas nesse meio com perfis diferentes de investimentos e aversões ao risco, conforme observa Rielly e Norton (2008).

Na procura por esses produtos financeiros, a identificação de investidores com determinado perfil de investimento em aplicações equivocadas é uma realidade de mercado, a partir de uma breve observação destes não correspondendo assim, a uma característica do produto escolhido por eles.

Como afirma Samson (2015), economia comportamental é o estudo das influências emocionais, sociais e cognitivas na escolha dos agentes econômicos, sendo ela a grande responsável por explicar os comportamentos desses determinados investidores em tomar decisões que podem torná-los vencedores ou perdedores, em termos de rentabilidade de capital, no mercado financeiro.

#### 3.1. Escolha Racional

Ainda segundo Sansom (2015, p.28), “em um mundo ideal, não teríamos *defaults*, *frames* e preços-âncora não influenciariam as escolhas dos consumidores”, até mesmo no mercado financeiro. As decisões dos investidores nesse caso seriam puramente análise de custos e benefícios e decididas pelas suas preferências e assim, tomando decisões ótimas sempre. Gary S. Becker, citado por Samson (2015), apresentou em 1976 os pilares da teoria da “escolha racional”, que supões que os agentes econômicos tem preferências constantes e buscam sempre maximizar seu comportamento e bem estar. Becker acredita nas teorias neoclássicas do século XIX que enfatizam o “homem racional”.

Baseado no pensamento racional, como o de Gary Becker, Mankiw (2001) define quatro princípios para as pessoas tomarem decisões. O primeiro princípio é que as pessoas enfrentam *trade offs*, ou seja, precisam abrir mão de um produto ou um investimento, em detrimento de outra. Esse princípio faz com que o agente escolha o produto que maximizará o bem estar dele, no caso nos produtos financeiros, será o bem estar futuro de consumir.

O segundo princípio, levantado por Mankiw (2001) é o custo de que a pessoa está disposta a abrir mão para obter outro bem. No primeiro momento não é simples, mas quando a pessoa passa por um processo de escolha ou *tradeoffs*, “a tomada de decisões exige a comparação dos custos e benefícios dos vários cursos e ações” (MANKIW, 2001, p.5). Ou seja, o custo de investir em determinado produto, será o não rendimento do outro produto disponível e não escolhido por ele. É a concepção de custo de oportunidade, definido acima por Mankiw (2001).

Mankiw (2001) define o terceiro princípio como sendo aquele em que “os agentes racionais pensam em margem”, ou seja, ao invés do indivíduo escolher estudar nada para uma determinada avaliação no dia seguinte ou estudar 24 horas no dia anterior, ele pensa em estudar algumas horas do dia, alocando da melhor maneira possível para que o adicional de hora para aquela atividade gere o conhecimento necessário para a avaliação. O mesmo ocorre para os investidores, quando alocam parte do seu capital em determinado produto financeiro, de menor risco ou maior risco, pensando na proporção que poderá alavancar, ou seja, riscar mais com intuito de obter maiores retornos.

Já o quarto princípio corresponde a respostas aos incentivos. Segundo ele, como

(...) as pessoas tomam decisões comparando custos e benefícios, seu comportamento pode mudar quando os custos ou os benefícios se alteram. Isto é, as pessoas respondem a incentivos. Quando o preço das maçãs aumenta, por exemplo, as pessoas decidem comer mais peras e menos maçãs, por que o custo de comprar maçãs está maior. (MANKIW, 2001, p.7)

Nessa mesma linha de pensamento desenvolvido por Mankiw, deve ser levada em consideração nas escolhas por produtos financeiros. Quando um produto financeiro com o mesmo risco que o outro, paga taxas de juros melhores, o investidor irá optar pelo investimento que obtiver maior retorno.

### 3.2. Teoria do Sistema Dual

A partir dos anos de 1969, Amos Tversky e Daniel Khaneman iniciaram suas contribuições na economia comportamental, publicando em 1974 o artigo *Judgment under Uncertainty: heuristics and biases*, que tinha como objetivo confrontar os julgamentos e as escolhas dos agentes através de probabilidades. Os argumentos de Khaneman e Tversky eram convincentes, afirmando que as decisões das

peças eram adotadas com base em crenças e não por certeza ou conhecimento no assunto. (SBICCA; 2014) Segundo este autor, a percepção da

(...) ocorrência sistemática de comportamentos que se afastam daqueles esperados pela teoria tradicional de racionalidade - as anomalias - é a inspiração das pesquisas dos autores. Para K&T, recorrentemente, os decisores utilizam regras simples que acabam resultando em vieses. As pessoas fazem uso dessas regras porque normalmente não analisam os eventos em listas exaustivas para agregá-los, e nem mesmo avaliam suas probabilidades de ocorrência. Os autores desenvolveram o estudo dessas heurísticas de modo a encontrar elementos que ajudassem a compreender as decisões humanas, e essa abordagem ganhou paulatinamente importância na pesquisa econômica. (SBICCA, 2014, p.589)

Empiricamente esses comportamentos viesados eram caracterizados de duas formas, que são explicadas por Kahneman (2012), na sua obra “Rápido e Devagar, duas formas de pensar”. O israelense professor de psicologia em Princeton, fala da abordagem de dois “sistemas” no comportamento humano, onde, de forma alguma, devem ser vistos de uma forma física e divisível. Ele faz essa alusão para tornar a compreensão sobre o tema mais didática. Não quer dizer que esses “sistemas” são localizados em alguma parte do cérebro humano. São apenas personagens. Ele subdividiu esses sistemas em duas partes, nomeando o primeiro de Sistema 1 e o segundo de Sistema 2.

De forma sucinta, o sistema 1 é responsável pela parte mais impulsiva do nosso comportamento, a parte que pensa rápido, que é automatizada. Já o Sistema 2 é a parte mais lenta e racional, onde precisamos parar para pensar, comandando nosso cérebro para responder questões e resolver problemas mais complexos. Exemplos muito bem caracterizados no livro “Rápido e Devagar” são os resultados de duas contas matemáticas. (KAHNEMAN, 2012)

Segundo Sbicca (2014), os exercícios utilizados por Tversky e Kahneman para testar essa teoria envolviam aplicações estatísticas, que estavam baseados no modelo de Loteria e na Teoria da Utilidade Esperada, onde os entrevistados fazem escolhas, entre duas alternativas, baseadas nos prêmios atreladas em cada alternativa, avaliando racionalmente. Os resultados encontrados por Tversky e Kahneman mostraram tendências de comportamentos, onde as pessoas não escolhiam a melhor opção, ou a opção que tinha o melhor prêmio através da teoria da utilidade esperada. Conforme destacam esses autores existe

(...) uma tendência das pessoas de superestimarem resultados que são considerados certos por que apresentam alta probabilidade de ocorrer em relação a resultados considerados prováveis (com mais baixa probabilidade de ocorrência). Como consequência deste efeito, alternativas com probabilidade próxima a 1 se tornam muito mais atraentes, e a ponderação entre prêmio e probabilidade não é usada para guiar a escolha. Esta maior atração pelos resultados mais próximos do certo foi denominada de efeito certeza (...). (KAHNEMAN; TVERSKY, *apud* SBICCA, 2014, p.590).

Ainda segunda Sbicca (2014), citando Khaneman, o sistema dual, ou sistema 1 e sistema 2, implicava em observações empíricas que mostraram que o “Sistema 2 monitora as decisões, mas isso não ocorre plenamente, e muitas decisões apresentam grande participação da intuição, definida por eles como processos não deliberativos.” (Sbicca, 2014, p.593). Algumas escolhas são atribuídas de modo rotineiro e automático, comandado pelo Sistema 1, que é a parte automática da tomada de decisão, viesada por vários fatores como sonoridade, distância, tamanho e etc.

### 3.3. *Teoria da Perspectiva (Teoria dos Prospectos)*

No século XX com a teoria da racionalidade econômica influenciando o mundo das ciências sociais, os psicólogos começaram a confrontar esses pensamentos, adotando dados da realidade. As discussões levantadas por Tversky e Kahneman, citados por Samson (2015), prevalecem e se destacam entre os opositores da teoria econômica da racionalidade. Em 1979 aqueles introduzem a Teoria da Perspectiva. Essa teoria afirma que nem sempre as pessoas fazem escolhas ótimas, obtendo *framed* ou vieses, quando as pessoas estão expostas aos riscos, adotando o *efeito reflexão*. Segundo aqueles autores na

(...) Teoria dos Prospectos o efeito certeza contribui para a aversão ao risco em escolhas que envolvem ganhos e para uma propensão ao risco em decisões que envolvem perdas. Há um comportamento diferenciado quanto às perspectivas positiva (envolvendo ganhos) e negativa (envolvendo perdas) que K&T (1979) denominaram de *efeito reflexão*. (SBICCA, 2014, p.592).

Conforme destaca Samson (2015), a influência na escolha dos agentes econômicos e como as opções são apresentadas, foram observadas por Tversky e Kahneman em 1979 da seguinte forma:

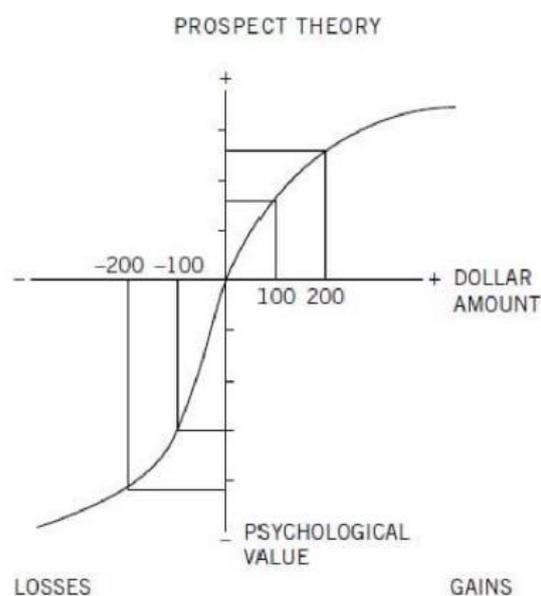
Foi feita a seguinte pergunta para os entrevistados: O que você prefere?

Caso 1: Um ganho certo de \$250, ou uma chance de 25% de ganhar \$1000 e uma chance de 75% de não ganhar nada?

Caso 2: Uma perda certa de \$750, ou uma chance de 75% de perder \$1000 e uma chance de 25% de não perder nada?

A observação desses psicólogos a partir das respostas dadas sinalizam diferentes posicionamentos, principalmente quando os os investidores estão espostos as escolhas ou *framed* ao ganho, caso 1, ou a perda, caso 2. Concluíram que os investidores em geral são aversos a perda, mais conservadores, pois optam no caso 1 pela primeira opção e no caso 2 pela segunda opção. Ou seja, no caso 1 escolhem a menos arriscada, pois não existe a probabilidade de perda e no caso 2, escolhem a mais arriscada, pois possuem chances de não perdem o capital investido (Ver Gráfico 2 abaixo).

## GRÁFICO 2: Teoria da Perspectiva ou do Prospecto



Fonte: Extraído de Kahneman (2012, p.352)

No gráfico 2 acima é possível observar o formato em S, que evidencia a sensibilidade tanto no ganho, quanto na perda. É possível perceber também, que as inclinações das curvas não são simétricas. A inclinação é maior quando é referido a perda de capital do que a ganho de capital (KHANEMAN, 2012, p. 352). Esse mesmo autor discuti que:

(...) as teorias em economia comportamental muitas vezes mantêm a arquitetura padrão da teoria da decisão tradicional, e apenas adicionam hipóteses de limitações cognitivas em determinadas situações de decisão. Sua proposta com Tversky continuou Kahneman, não mantém essa arquitetura, pois, devido à forte dependência do contexto, não se pode dizer que o agente usa a razão de maneira pobre, mas sim que ele age muitas vezes intuitivamente. Também não se pode dizer que os comportamentos dos agentes são guiados pelo que ele é capaz de computar, mas sim devido ao que os agentes percebem no momento da decisão. (KHANEMAN, *apud* SBICCA, 2014, p.593)

Portanto, a teoria da perspectiva possui características operantes do sistema 1, que segundo Kahneman (2012, p.250), “desempenham um papel essencial na avaliação dos resultados financeiros e são comuns a diversos processos automáticos de percepção, juízo e emoção”.

#### 3.4. *Racionalidade Limitada*

Nas questões relacionadas ao conceito de racionalidade limitada, Sansom (2015), em seu trabalho, cita uma importante participação do trabalho de Herbert Simon nos anos 50, nos trabalhos referentes à teoria comportamental. A mesma concepção foi encontrada nos trabalhos de Tversky e Kahneman em 1976, de que nem todos os agente são racionais. A importância do trabalho de Simon para a teoria economia de escolhas foi a “racionalidade limitada”, onde foi afirmado por ele que existem bloqueios ao entendimento das informações presentes pelas pessoas, porque há assimetria de informações e pouca capacidade computacionais das mesmas.

Simon argumentou, segundo Sbicca (2014), que as decisões buscam satisfação dos agentes econômicos, adotando mais de um processo para que ela ocorra. Esses processos possuem dois aspectos de tomadas de decisões pelo ser humano, que são a busca por alternativas e a referência aos níveis de aspiração. Ou seja, se as informações não são dadas a pessoa que vai tomar decisão, ela tem que pesquisá-las para maximar suas satisfação. “Logo, uma teoria de racionalidade limitada deve incluir uma teoria de pesquisa por alternativas.” (SBICCA, 2014, p.583). Terminando essa pesquisa, a pessoa toma a decisão quando a aspiração formada está no nível de satisfação imposta por ela. Esse processo é conhecido como *satisficing*.

“A ênfase no processo decisório pode ser percebida no emprego do termo racionalidade processual que passa a ser usado pelo autor com o mesmo significado de racionalidade limitada.” (SBICCA, 2014, p.584)

A análise de jogos de xadrez foram constantemente utilizadas, por Simon, segundo Sbicca (2014), em seu processo de pesquisa, pois ele tentava entender como os mestres xadrezistas tomavam decisões para ganhar o jogo. Ele afirmou que era impossível os jogadores pesquisarem os movimentos das peças de xadrez e que as diferentes estratégias adotadas diminuem a necessidade de uma análise para prosseguir com o jogo. A observação importante de Simon no jogo de xadrez foi que a qualidade do jogador está ligada diretamente ao uso de estratégias, ou tomadas de decisões, baseadas nas propriedades da posição das peças de xadrez. Essa observação faz com que o jogador utilize apenas uma das várias possibilidades presentes. Sendo assim, Simon, observando jogadas e estratégias de jogos de xadrez, concluiu que os seres humanos utilizam de atalhos, ou heurísticas, para tomarem decisões. (SBICCA, 2014)

Anos mais tarde, Gerd Gigerenzer, em 1996, citado por Samson (2015), acrescentou a ideia de Simon, dizendo que as decisões das pessoas dependem de estruturas instaladas no ambiente.

As pessoas são “ecologicamente racionais” quando fazem o melhor uso possível de suas capacidades limitadas, aplicando algoritmos simples e inteligentes que podem levar a inferências quase ótimas. (GIGERENZER, *apud* SAMSON, 2015, p.29)

A ideia de “heurísticas e viés”, segundo Samson (2015) apresentada por Kahneman e Tversky, em 1974, sucessores de Simon, trouxe “importantes contribuições metodológicas, pois defendeu uma abordagem rigorosa à compreensão das decisões econômicas com base na medição de escolhas reais feitas sob diferentes condições” (SAMSON, 2015, p.30).

Heurística, para Kahneman (2012), consiste em atalhos mentais que ajudam no processo de julgamento e escolha. A afirmação do autor traça uma linha de raciocínio, apontando que as escolhas dos investidores criam padrões que podem ser previstos, pois possuem uma espécie de viés comportamental.

Heurística da ancoragem também é um processo muito utilizado na economia comportamental, apresentada por Kahneman, citado por Sbicca (2014), como um

valor de referência, ou seja, a pessoa que irá decidir algum processo ou exercício utiliza determinado valor como referência, âncora, para tomar a decisão, mesmo esse valor não sendo nada relevante. Essa ancoragem faz com que a pessoa que vai tomar a decisão seja influenciada pela ordem ou o modo como as informações estão sendo apresentadas, utilizando-as como parâmetros de ajustamento de preços.

Outra contribuição importante ao trabalho de Simon foi dada por Dan Ariely, muito conhecido pelos estudos que envolvem percepção de preços. Um dos estudos empíricos de Dan Ariely foi à noção de preços de quem possui maior capital para destinar a um determinado bem. Por exemplo, quem possui maior capital, destina um valor maior para comprar aquele determinado bem, utilizando o conceito, definido pelo autor, de ancoragem. Ariely também observou e conceituou o Efeito Preço Zero, que expressa o preço “quando um produto é anunciado como ‘grátis’, os consumidores os percebem como intrinsecamente mais valioso.” (SAMSON, 2015, p.30).

### 3.5. *Efeito Manada*

O efeito manada, segundo Elder (2004), surge quando uma determinada tendência de comportamento do ser humano proporciona sensação de segurança. No mercado financeiro, quando o investidor adota atitude de aplicar seus recursos financeiros no mesmo produto, ou carteira, que a maioria das pessoas do mercado, está adotando comportamento de manada. Esse comportamento traz sensação de conforto para aos investidores que tomaram esse tipo de decisão, como observado por Gustave Le Bon. (ELDER, 2004, p.62).

O comportamento efeito manada tende a ser frequente em ocasiões de incertezas, levando em consideração a assimetria de informação vigente no mercado (excesso de informação contraditória), como observado por Franceschini (2015).

Na ausência de parâmetros mais sólidos para sustentar suas escolhas, os agentes financeiros imitariam as escolhas dos demais (se todos estão vendendo seus títulos, vou vender também). (FRANCESCHINI, 2015, p.181).

Franceschini (2015) informa que estudiosos econômicos cogitam que o efeito manada é uma parte componente no processo de formação de bolhas especulativas. Esse efeito tornou objeto de estudos de grandes pesquisadores econômicos, como L. Smith (ganhador do prêmio Nobel em 2002), Tversky e Kahneman (também ganhadores do prêmio Nobel em 2002) e Robert Shiller (ganhador do prêmio Nobel em 2013).

O período entre 1995 e 2012, foi escolhido para ser a periodicidade básica do estudo do pesquisador Sanches, em 2013, e os dados foram retirados da bolsa de valores brasileira, BM&FBovespa. Ele conseguiu perceber através da volatilidade e tendência do mercado, movimentos do tipo “manada”, onde os investidores tomavam decisões num contexto de falta de informações e presença de imitações de movimento da maioria do mercado. A curiosidade desse estudo foi que o efeito diminuía em momento de crise financeira, em vez de elevar pela presença da assimetria da informação. (FRANCESCHINI, 2015).

### 3.6. *Neurociência*

A neurociência além de contribuir para o campo da medicina consegue contribuir também para os estudos das tomadas de decisões, interferindo em campos da psicologia, sendo possível “analisar quantitativamente aspectos psicológicos considerados, até agora, não mensuráveis, como a heterogeneidade das preferências e dos critérios de escolha”. Este conceito expressa as diferenças entre escolher um determinado produto dentre outras várias opções, como por exemplo, “a interferência das emoções nos processos de tomada de decisão e sua aparente coerência”, entre outros aspectos estudados no campo da psicologia, conforme afirma Maldonato (2007; p.88).

Quantitativamente os pensamentos e as emoções são observados pela neurociência, através de registros fotográficos, bem como pelos processos do cérebro no momento que o indivíduo está pensando ou tomando uma decisão, sendo possível explicar parte do comportamento humano.

Segundo esse paradigma, a interação de economia, psicologia e neurociências logo revelará um modelo capaz de apreender todos os elementos até agora negligenciados, por não serem considerados mensuráveis: a aparente incoerência do comportamento humano na

solução de problemas econômicos, a heterogeneidade das preferências e dos critérios de escolha, a interferência das emoções. (MALDONATO, 2007, p.88)

A neurociência, portanto, criou os “marcadores somáticos”, que conseguem quantificar e prever com grande precisão as consequências emocionais em uma tomada de decisão. Segundo Maldonato (2007), os marcados somáticos funcionam de maneira eficiente para apresentar a escolha mais adequada entre várias opções disponíveis, sendo que “a memória de trabalho é um recurso limitado e não podemos examinar todas as opções que uma situação oferece”. Ele ainda enfatiza que as emoções não necessariamente leva o indivíduo a tomar a melhor decisão, mas “restringem o campo das escolhas possíveis”.

Um estudo importante feito na neurociência sobre a tomada de decisão, conforme destaca Maldonato (2007), está relacionado ao processo em que as pessoas que perderam parentes próximos ou tiveram em algum momento da vida um evento dramático, podem ter, por hipótese, desenvolvido algum tipo de lesão no córtex orbitofrontal, que é a parte do cérebro responsável por carregar emoções. Essa lesão elimina a elaboração de emoções nas memórias afetivas, alterando uma resposta mediada pelo sistema nervoso autônomo, que os neurocientistas chamam de SCR ou resposta de condutância cutânea.

Essas pessoas com lesões no córtex orbitofrontal e pessoas que não tinham essas lesões foram separadas em dois grupos e, posteriormente, foram expostas a um teste no qual tinham que tomar decisões e escolher entre dois cenários possíveis. O exemplo exposto por Maldonato (2007) evidencia que o primeiro cenário dava a possibilidade de ganho de 100 dólares, mas tinha um risco, que era a possibilidade de perda de 1250 dólares. Já o segundo cenário, a pessoa tinha a possibilidade de ganho de 50 dólares, mas a possibilidade de perda de 100 dólares. Ou seja, a opção dois é mais conservadora que a primeira opção.

Maldonato (2007) afirma que as pessoas do grupo que não tinham a lesão, tiveram aumentos significativos do SCR quando escolhiam a opção mais arriscada, ou seja, ao escolher a opção mais arriscada, a tomada de decisão era carregada de emoção. Já as pessoas que tinham as lesões não tinham esses aumentos significativos do SCR, ou seja, não tinham “evidências fisiológicas de que suas decisões eram mediadas pela emoção”. Sendo assim, Maldonato (2007) observa

que as pessoas com as lesões tendem a escolher opções mais arriscadas por não estarem carregados por emoção.

Os primeiros resultados experimentais da neuroeconomia revelam aspectos inéditos em relação à complexidade dos decisores, desmentindo um dos postulados clássicos da ciência econômica: o *self-interest* egoísta do *Homo oeconomicus*. De maneira mais geral, a descoberta do papel da psicologia na economia contribuiu para derrubar as pretensões de uma racionalidade positiva nas escolhas tanto micro quanto macroeconômicas. (MALDONATO, 2007, p.93)

Portanto, conforme observado por Maldonato (2007), a neurociência é um campo importante de estudo que possibilita ganhos na área de atuação da economia e da psicologia, quando se trata de tomada de decisão dos indivíduos.

Nesse capítulo buscou-se apresentar os fundamentos básicos da teoria comportamental e, em especial, encaminhar um roteiro para analisar o comportamento dos agentes econômicos na alocação de investimentos no mercado financeiro nacional. No próximo será apresentado um painel do Sistema Financeiro Nacional e sua evolução nas últimas décadas. Esse cenário funcionará como plano de fundo para as discussões conduzidas nos capítulos 4 e 5 desse trabalho monográfico.

#### **4. CONSIDERAÇÕES SOBRE A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO VÍS-A-VÍS O CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA**

O mercado financeiro brasileiro ganhou importância a partir dos anos 50, onde foi possível observar grande evolução na estrutura das instituições financeiras, bem como a manutenção de uma baixa propensão marginal a poupar das famílias. Portanto, nesse capítulo, busca-se discutir a estrutura básica do Sistema Financeiro Nacional, que surge com a reforma de 1964, bem como o impacto do perfil de consumo do brasileiro na estrutura econômica e como as famílias alocam o capital poupado.

##### *4.1. Mudanças do sistema financeiro e o perfil do poupador*

A partir dos anos 30, a economia brasileira experimenta um processo de mudança de um perfil de produção primária, onde o cultivo e a exportação do café, que eram a principal atividade econômica do país, dá lugar à produção industrial. Os governos de Getúlio Vargas e Dutra, construtores iniciais desse novo perfil de produção, protagonizaram uma disputa entre um governo de natureza populista e outro liberal, respectivamente, onde um lado via o Estado como “representante da Nação e defendia a intervenção do mesmo para salvaguardar os interesses e o desenvolvimento nacional” e o outro lado “julgava que o desenvolvimento econômico dependia da livre ação das forças do mercado e via ação do Estado como ilegítima e causadora de desequilíbrios na economia.” (RABELO 2003, p.44)

Dutra e Vargas aparecem, assim, como concertistas de um estranho dueto. Dutra, forte defensor do Liberalismo, impõe, depois de um breve período de abertura, importantes restrições à livre circulação de mercadorias estrangeiras no mercado nacional. Vargas, nacionalista ferrenho, é responsável por uma política econômica que, pelo menos na fase inicial de seu tumultuado governo, em nada fica a dever aos tão decantados preceitos “ortodoxos” e acaba responsável por uma legislação relativa ao capital estrangeiro cujo caráter nacionalista tem sido revisto. (VIANNA *apud* RABELO, 2003, p. 45).

Mello, citado por Rabelo (2003), afirma que a indústria já fazia parte do centro dinâmico da economia brasileira, mas fabricava apenas produtos de consumo não

duráveis e dependia das exportações de produtos agropecuários, como o café, para a importação de máquinas e equipamentos, bens de capitais.

O desenvolvimento da indústria brasileira e a volta ao crescimento econômico do país parecia esgotado, afirma Rabelo (2003), sendo que todas as combinações pensadas levariam para um caminho que não era comum nas políticas econômicas tentadas até aquela época, qual seja, a junção do capital estrangeiro e Estado. A perda de apoio popular aparentava uma realidade de um futuro bem próximo da nossa economia, pois a concentração de renda e o aumento dos níveis de preços estavam presentes. Até que uma nova fase se inicia, continua Rabelo:

A opção pelo desenvolvimento industrial baseado no setor de bens de consumo duráveis, característica da nova fase que se iniciava, exigiria pesados investimentos estrangeiros e nacionais, com apoio do Estado, e uma grande restrição às políticas populistas de cunho distributivista. (RABELO, 2003, p.47)

Um novo governo, a partir de 1956, adotou um programa de estabilização econômica e lançou-mão dessa articulação entre Estado e capital estrangeira. Esse programa utilizou de avanços alcançados no governo anterior, segundo governo Vargas, em especial as reformas cambiais, como instrumentos que possibilitaram uma alavancagem da indústria e a retomada do crescimento da economia, que vinha se reduzindo gradativamente, segundo Pereira (1989), citado por Rabelo (2003).

Essa nova administração da economia brasileira, de 1956 a 1961, foi feita pelo governo de Juscelino Kubitschek (JK), que tinha como base as análises do grupo CEPAL (Comissão Econômica para América Latina da ONU) e por técnicos brasileiros ligados ao BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico), formado em 1952, afirma Rodrigues (2015), para esse programa desenvolvimentista, chamado Plano de Metas. Segundo Baer (2009) esse esforço em conjunto do BNDE e da CEPAL era uma tentativa de realizar um “planejamento sistemático global”, trabalho que obtinham observações de 1939 e 1953 e de projeções de acordo com “hipóteses alternativas” sobre mudança na taxa de poupança, nas relações de trocas e outros indicadores que impactam no crescimento econômico. Baer (2009, p.82), continua a observação informando que parecia “que a principal função do grupo era chamar a atenção dos formuladores de política econômica brasileiros para as principais variáveis que determinam a taxa de crescimento da economia”, como o

índice de poupança, um dos principais índices enfatizados pelo autor, e que poderiam ser influenciadas por vários tipos de políticas econômicas.

Rodrigues (2015) ainda afirma que a principal meta do programa desenvolvimentista, Plano de Metas era:

(...) era a de promover a industrialização do país, com crescente participação do Estado, das empresas nacionais e internacionais e do capital estrangeiro, que passou a desfrutar de uma posição privilegiada, somada às novas estratégias das empresas transnacionais em relação aos países periféricos para a reprodução ampliada de seu capital. (RODRIGUES, 2015, p.3)

O financiamento do Plano de Metas se deu principalmente pelo financiamento inflacionário e, em segundo plano, por investimentos estrangeiros, mas, segundo Rodrigues (2015), o FMI não aceitou de “bom grado”, pois o Plano de Metas não seguia as orientações impostas por eles. JK, portanto, rompeu com o FMI em 1958, mas mesmo assim houve acordos e financiamentos externos. O Brasil era o berço para o desenvolvimento de empresas multinacionais, portanto, países como Japão, França, Alemanha, e até mesmo os Estados Unidos, viram a política de JK como oportunidade para o crescimento de capital e desenvolvimento das suas multinacionais.

O meio de entrada dessas multinacionais foi através da Instrução 113 da SUMOC (Superintendência da Moeda e Crédito), que “redundou em fortes ingressos que garantiam um resultado líquido positivo médio da ordem de US\$200 milhões no período de 1956 e 1961” (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI apud Rodrigues, 2015, p.6). Com a Instrução 113, foram permitidas as importações de máquinas e equipamentos sem coberturas cambiais, fugindo dos controles pré-estabelecidos pela Instrução 70 da SUMOC de 1953.

As consequências do Plano de Metas, implementado por JK, foram elevadas taxas de crescimento do PIB, que nas palavras de Baer (2009):

A taxa média de crescimento real anual entre 1947 e 1962 foi superior a 6% e, durante o período mais intenso de industrialização, 1956 e 1962, chegou a 7,8%. Enquanto o produto real aumentou 128% de 1947 a 1961, o produto agrícola real aumentou somente 87%; o produto industrial, entretanto, aumentou 262%. A agricultura foi responsável por somente 18% do crescimento absoluto do Produto Interno Bruto, enquanto o setor não agrícola contribuiu com o restante. Os elementos-chaves foram os efeitos diretos e indiretos que chegaram além da triplicação no setor industrial. (BAER, 2009, p.84)

Outra consequência e a que trouxe propostas dos governantes seguintes ao de JK, foi o aumento da inflação, até porque, ainda em Rodrigues (2015), a inflação era um mecanismo de financiamento do Plano de Metas. Nas palavras de Rodrigues:

Parece-nos, diante disso que, apesar da denominação na literatura econômica de período desenvolvimentista, o PM atende aos interesses dos grupos monopolistas transnacionais que promovem investimentos industriais nos países periféricos, dentro uma nova configuração do capitalismo a partir dos anos 1950 que vai, de acordo com Anibal Pinto (BUENO, 1981), agravar a heterogeneidade estrutural dos países da América Latina. Esse modelo recente (anos 50) de industrialização promove o aumento da dívida externa, a diminuição do poder de decisão interna por parte do Estado e a estrangeirização do parque industrial liderado pelo setor de bens de consumo duráveis, através dos automóveis. Não é coincidência que no período a malha rodoviária aumenta em 20.000 Km, enquanto a ferroviária aumenta menos que 900 Km. (RODRIGUES, 2015, p.7)

O governo que assumiu após o de JK, entre 1964 e 1967, foi o governo de Marechal Castelo Branco, após um Golpe Civil-Militar. Antes, porém, entre 1960 e 1964, o período foi marcado por fortes turbulências políticas que acabaram amplificando os movimentos de desaceleração na economia brasileira. Trata-se do período dos governos Jânio Quadro e João Goulart. Nesse período a economia não evoluiu, qual seja, a inflação aumentou, os déficits públicos cresceram e o conflito distributivo entre as classes sociais explodiu. Esse quadro marcou os últimos dias desse período e foram motivos para a intervenção Civil-militar.

Esse novo período foi caracterizado pelo Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), que segundo Rodrigues (2015), foi o grande responsável por trazer importantes mudanças para o Sistema Financeiro Brasileiro. O plano tinha o objetivo de controlar a inflação e fortalecer as instituições para um crescimento econômico de longo prazo.

A primeira mudança no Sistema Financeiro brasileiro no governo de Castelo Branco foi a implementação da Lei nº4.595, de 31 de dezembro de 1964, que fez uma série de mudanças no sistema financeiro brasileiro, sendo justificada pela expansão e reestruturação do sistema financeiro nacional. A extinção da SUMOC e a colocação do Banco do Brasil como um banco comercial, antes era importante peça de políticas econômicas manipuladas pelo governo, deu espaço para a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e para o Banco Central da

República do Brasil, ocorrendo mudança de nome em 1967 para Banco Central do Brasil (Bacen).

Posteriormente, veio à criação das Obrigações Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), bem como a introdução dos índices de correção monetária e cambial. A Lei da Usura, que era um Decreto de 7 de Abril de 1933, foi extinta. Assim sendo, retirou-se os empecilhos à expansão do capital financeiro, sendo possível, aos emprestadores no mercado financeiro, oferecer taxas mais atrativas na rentabilização dos títulos ofertados no mercado financeiro, segundo Souza (2010).

A mudança nas organizações financeiras concedeu, segundo Souza (2010, p.178), um “verdadeiro reaparelhamento do Estado, pelo qual se visava colocar quadros de confiança dos ministros Bulhões e Campos na área responsável pelas políticas fiscais, monetárias e cambiais”. Sendo assim, foram implementados internamente do Bacen e da CMN, o Instituto de Pesquisa e Estudos Sociais (IPES) e a Associação Nacional de Programação Econômica Social (ANPES).

Pontos fortes que são destacados ao PAEG, são destacados por Souza (2010), que em suas palavras:

A criação de bases para o advento de instituições capazes de movimentar grandes quantidades de capital financeiro ainda hoje é um dos pontos levantados pelos defensores do PAEG. Em uma visão mais aprofundada dos fatos, constata-se que a reforma bancária de 1964-1966 interferiu menos no estoque que nos fluxos de capital, em movimento de concentração, como se pode observar na redução do número de bancos privados comerciais: eram 336 em 1964; passaram a 109, em 1974. Em 1964, um banco responderia por 0,25% dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado. Supondo-se que esse mesmo banco tivesse sobrevivido à onda de fusões dada nos dez anos seguintes, ele responderia por 0,47%, em 1974. (SOUZA, 2010, p.178)

Outra mudança acarretada pelo PAEG, segundo Rodrigues (2015), não ligado diretamente nas instituições do Sistema Financeiro foi à criação de uma nova fórmula para os reajustes salariais, fazendo com que o salário ficasse abaixo da inflação. Dois, dos três grandes motivos para a criação desse plano econômico, ligados à inflação, justificam essa nova fórmula de calcular os reajustes salariais, sendo elas: a concessão dos governos anteriores de reajustes salariais, auferindo ganhos reais ao trabalhador, acima da inflação e da produtividade e, a alta propensão marginal a consumir, ou seja, as famílias brasileiras poupavam pouco e consumiam muito da renda recebida.

Já o terceiro grande motivo do Plano, que era o gasto demasiado do Estado e tornava a Balança de Pagamentos deficitária, trouxe três frentes, segundo Rodrigues (2015):

[...] “corte nos gastos públicos, criação de um mecanismo não inflacionário do déficit e aumento da carga tributária, que, além de aumentar a captação de recursos da União, atuaria no sentido de conter a demanda por bens e serviços e, portanto, de combater a inflação em suas próprias raízes” (OLIVEIRA, 1981, p.40). O governo federal promoveu, através da reforma tributária<sup>16</sup>, consolidada em 1966, o aumento de seu poder arrecadatório<sup>17</sup> e a centralização das decisões em detrimento dos Estados <sup>18</sup>, que ficaram mais dependentes da esfera federal e de recursos externos. (RODRIGUES, 2015, p.11)

As mudanças realizadas no período do PAEG prepararam a economia brasileira para sua fase de maior crescimento econômico. Trata-se do período do Milagre Econômico. Nesse período a taxa média de crescimento foi de aproximadamente 11% ao ano, com o pico de crescimento do produto interno bruto em 1973, quando atingiu a marca de 14%. As grandes mudanças nos setores financeiro-bancário, a reforma tributária e a abertura da economia ao comércio internacional propiciaram esse desempenho. Entretanto, na virada de 1973 para 1974 a economia brasileira sofre um forte impacto externo proveniente do primeiro choque do petróleo. A partir desse evento o novo governo que se instalara irá colocar em marcha um conjunto de políticas públicas para enfrentar essa situação.

No governo de Ernesto Geisel, quinquênio de 1974 a 1979, outro plano econômico entrou em vigência em nossa economia, chamada de II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), segundo Rodrigues (2015). Aqui cabe ressaltar a importância e o papel do sistema financeiro mundial para o nosso desenvolvimento e para o padrão de vida, consumo e poupança das famílias.

O II PND tinha como principal meta resolver lacunas no setor industrial da economia brasileira, ou seja, completar o parque industrial que não havia sido completado em sua totalidade no I PND<sup>1</sup> e no Plano de Metas.

Antes do II PND é importante ressaltar a importância do I PND para o consumo e a poupança das famílias brasileiras. O I PND foi um modelo adotado por Delfim Neto, que posicionava a fator do aumento do nível da poupança e a

---

<sup>1</sup> A política do I PND, segundo Lopreato (2011) citado por Rodrigues (2015, p.17), “estava convencido de que as circunstâncias do combate à inflação no período anterior [PAEG] haviam trazido instabilidade ao sistema, além de tensões de custo que não puderam ser repassadas aos preços em razão da demanda reprimida, o que caracterizava a inflação daquele momento como de custos [...]”.

diminuição dos desperdícios dos excedentes por causa do aumento do consumo e dos avanços tecnológicos, afirma Rodrigues (2015). Outro ponto muito importante para esse capítulo e destacado por Rodrigues (2015) no plano econômico I PND foi à evidência de que o Estado influenciou diretamente na capacidade de investimento e na propensão marginal a consumir da população brasileira, causando grande concentração de renda e desigualdade social. Nas palavras de Rodrigues (2015):

O modelo não só preservou o aparato institucional anterior como criou outro fundo de poupança compulsória, o PIS/Pasep. Além disso, tratou de conter a renda dos grupos sociais com maior propensão marginal a consumir, promovendo a concentração da riqueza e da renda, com o objetivo de alavancar a capacidade de investimento e de consumo em setores (bens duráveis) em condições de proporcionar maior dinamismo à economia. A política salarial limitou o acesso dos trabalhadores de menor renda aos ganhos de produtividade e privilegiou o interesse da acumulação. Simultaneamente, a política tributária tratou de intervir na distribuição de renda institucional: cortou pela metade as transferências constitucionais (FPE, FPM e imposto únicos) e concentrou a arrecadação na esfera federal, com base na hipótese de que a União tem maior disposição a poupar e aloca com mais eficiência os gastos, beneficiando as despesas de capital e o crescimento. (RODRIGUES, 2015, p.17)

Diferentemente do I PND, o II PND não tinha o interesse em impactar na poupança e consumo interno da população diretamente, mas de uma forma indireta, melhorando a infraestrutura das indústrias e trazendo mais investimento à economia. Portanto, o plano econômico do governo Geisel buscou enfrentar os desequilíbrios financeiros internacionais, que vinham se acentuando desde 1968, pelos persistentes déficits da balança de pagamentos dos Estados Unidos, por causa da guerra do Vietnã e pela exportação de capital. A consequência da crise, para os Estados Unidos, foi decretar fim do padrão ouro-dólar e a crise do petróleo, mais tarde em 1973.

Já para a economia brasileira a saída foi trazer esse capital estrangeiro que estava flutuando no mercado mundial, na tentativa de manter a economia crescendo em patamares semelhantes aos dos governos militares anteriores. Sendo assim, o Brasil transformou-se em um país receptor desses recursos, ou seja, funcionou como um “reciclador os petrodólares” (RODRIGUES, 2015, p.20). O processo de captação era simples, mas nada barato para a economia interna, pois era possível obter a manutenção de taxas de juros patamares altos mais atrativos para o mercado internacional frente ao mercado financeiro nacional. Segundo Belluzzo e

Almeida (2002, p.251), “as aplicações em títulos públicos e em depósitos no Bacen representavam, nos anos 70, uma diminuta fração do conjunto de suas operações - 0,3% em 1974 e 2,1% em 1978. A partir do ajustamento<sup>2</sup>, avolumam-se, alcançando 15% em 1983”.

Era possível observar também a busca de capital estrangeiro, mais barato, pelas empresas instalada na economia brasileira, e saída das atividades das multinacionais instaladas, para ir ao mercado financeiro, pois estava mais atrativo especular do que investir na atividade fim. A consequência desse movimento foi o fracasso do II PND.

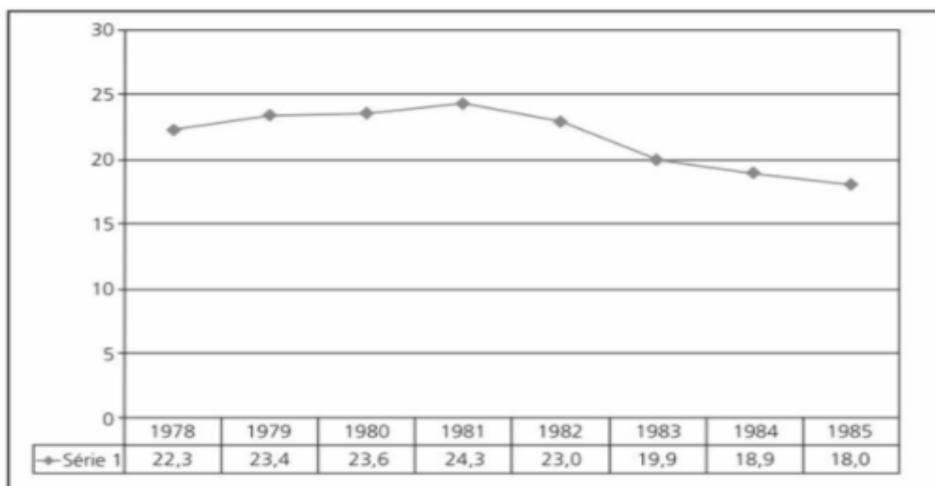
O projeto público anunciado no II PND para manter o crescimento industrial através da ‘substituição de importações’ de bens de capital e insumos pesados tornou-se economicamente inviável mais pelo lado da realimentação dinâmica e das dificuldades de autofinanciamento interno do que por restrições da capacidade para importar. Por outro lado, a diminuição das importações de bens de capital que se verifica a partir de 1975 não se deve aos efeitos de uma possível ‘substituição de importações’ nem mesmo a restrições impostas pela política de controle do comércio exterior. Deve-se, sobretudo à desaceleração econômica e à queda sucessiva nas taxas de investimento dos setores privados de material elétrico e de comunicações, têxtil, alimentar, material de transporte e química. (TAVARES apud RODRIGUES, 2015, p.21).

Pontos importantes abordados por Pires (2010) são aqueles referentes às taxas de investimentos e do nível geral de preço e, num momento posterior, a ocorrência de uma segunda crise do petróleo (2º choque do petróleo) que conturbou ainda mais as economias internacionais e levou o sistema de crescimento por endividamento da economia brasileira para o fracasso. Entre 1981 e 1985, mesmo com o êxodo rural acontecendo, a taxa de emprego da população brasileira caiu bastante, devido à redução dos investimentos, ou seja, em níveis de formação de capital bruto e percebeu-se também, diminuição do nível de oferta agregada, provocando inflação de preços, sendo possível observar nos gráficos 3, 4 e 5, que mostram a taxa de investimento, nível de emprego e o índice nacional de preços ao consumidor, obtidos dos bancos de informações do Ipea, IBGE e Fiesp, por Pires (2015).

---

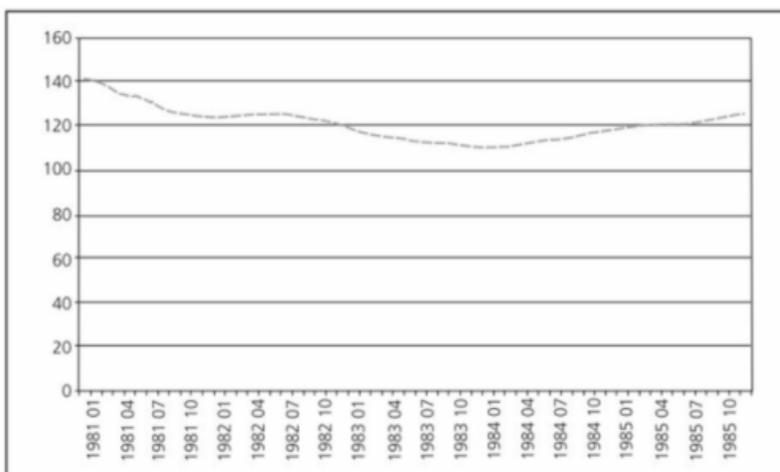
<sup>2</sup> Os autores Belluzo e Almeida (2002) colocam a palavra ajustamento como sinônimo à proteção frente à desvalorização do dólar, devido ao segundo choque do petróleo em 1979.

**GRÁFICO 3 – Taxa de Investimento (1978 – 1985, preços correntes – em % PIB)**



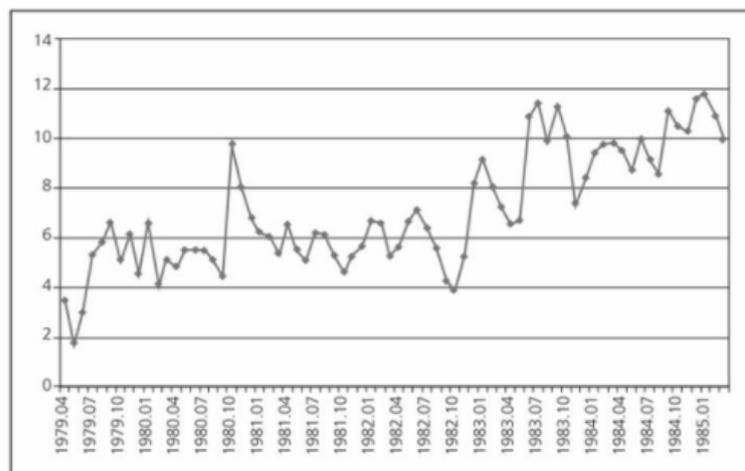
Fonte: Extraído de Pires (2015, p.242).

**GRÁFICO 4 – Nível de emprego – indústria/SP (1981-1985 – índice: jun, 1944=100)**



Fonte: Extraído de Pires (2015, p.243).

**GRÁFICO 5** – Inflação - INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor – mensal (1978-1985)



Fonte: Extraído de Pires (2015, p.247).

Em 1985, após o colapso da economia internacional e a crise no mercado nacional, assume, no governo Sarney, o ministério da Fazenda o industrial paulista Dílson Funaro. O objetivo de Funaro, à frente do ministério, era combater a inflação que vinha em forte aceleração. O Plano de Estabilização, denominado Cruzado, tinham medidas importantes que afetavam diretamente a forma de alocação de recursos das famílias e dos reajustes de taxas e rentabilidades dos produtos financeiros, segundo Pires (2015), que foram: introdução da nova moeda cruzado<sup>3</sup>; congelamento de preços e salários por um prazo predeterminado; substituição das ORTN's pelas OTN's<sup>4</sup>; a proibição de reajustes monetários de todos os produtos financeiros com rentabilidades pós-fixadas, em prazo inferior a um ano<sup>5</sup>; correção monetária trimestral no principal produto financeiro brasileiro naquele período, a caderneta de poupança; aumentos de IR sobre ganhos de capital das operações financeiras; entre outras políticas.

A população brasileira aderiu aos congelamentos de preços como forma de romper o processo inflacionário de natureza inercial. Além disso, a redução do rendimento da caderneta de poupança induziu erroneamente a população a deixar de investir para consumir mais no futuro. Esta optou por consumir no presente. A

<sup>3</sup> Pires (2015, p.253) "CZ\$1,00 = Cr\$1.000,00"

<sup>4</sup> Pires (2015, p.254) ORTN = Obrigações Reajustável do Tesouro Nacional; OTN = Obrigações do Tesouro Nacional.

<sup>5</sup> Pires (2015, 254) Os juros reais dos títulos pós fixados eram transformados em juros nominais.

consequência foi excesso de demanda e consumo. Como as empresas não podiam aumentar os preços para controlar a demanda descontrolada começaram a maquiar os produtos, na tentativa de aproveitar a alta de demanda para aumentar a margem de lucro. O excesso de demanda produziu profundos desequilíbrios macroeconômicos como destaca Pires (2015).

Na tentativa mal sucedida de manter o plano Cruzado vivo e controlar a inflação, Funaro criou outro mecanismo de controlar os preços, políticas restritivas, taxando alguns produtos chaves e de grande consumo da população, como a gasolina, por exemplo. Segundo Pires (2015), foi chamado de Cruzadinho, que para Sarney naquele período, era previsto uma retenção de 40 bilhões de Cruzados.

Com o mercado externo desfavorável, endividamento brasileiro alto e plano econômico fracassado, Funaro renunciou em 1987, dando espaço para Luiz Carlos Bresser. Esse por sua vez, fez mais uma tentativa de controlar a inflação por medidas de congelamentos de preços, mas o sucesso dessa política foi somente no curto prazo. Os descongelamentos que ocorrem alguns meses depois fizeram com que a inflação voltasse a disparar. Bresser renunciou no mesmo ano que assumiu, em 1987, segundo Pires (2015).

Para conturbar ainda mais o poder de compra da população brasileira e dificultar ainda mais o entendimento dos produtos financeiro no mercado financeiro, Maílson da Nóbrega assume o lugar de Bresser, em dezembro de 1987, e adota políticas que também não tiveram sucesso no controle da hiperinflação que estava presente na economia brasileira. Sua política econômica chamou-se “Arroz com Feijão”, que novamente em um curto período de tempo, fez com a alteração da moeda brasileira, saindo do Cruzado para o Novo Cruzado. Cada Novo Cruzado equivaleria a mil Cruzados. Além disse, substituiu as OTNs pelos Bônus do Tesouro Nacional (BTN), que coloca a disposição da população títulos com prazos mínimos de 90 dias.

O sucessor de Sarney na presidência da República, Fernando Collor de Melo, eleito em 1989, deveria seguir algumas premissas adotadas pelo Consenso de Washington<sup>6</sup> para conter a hiperinflação e voltar com o controle e crescimento da economia brasileira, afirma Pires (2015). Portanto, antes de assumir o poder, Collor “negociou com José Sarney algumas medidas que tomaria tão logo assumisse o

---

<sup>6</sup> Esse Consenso de Washington era composto por organizações multilaterais, como o FMI, Bird, Federal Reserve (Fed) e etc.

poder. A principal delas era o Plano Brasil Novo, que surpreendeu a população brasileira”. Como não bastasse toda perda monetária que a população brasileira passou no governo Sarney, o Plano Brasil Novo tinha uma medida muito rigorosa e nada popular, chamado “confisco”. Essa medida, conforme o nome já induz, confiscou e congelou<sup>7</sup> por 18 meses, 80% dos depósitos aplicados em conta corrente e poupança da população brasileira, que excedessem 50 mil Novos Cruzados. Além disso, ocorreu novamente troca de moedas, passando do Novo Cruzado para o Cruzeiro, na paridade de um para um e, privatizações de multinacionais estatais.

As drásticas medidas previstas no plano foram justificadas, pelo governo, em face da situação de hiperinflação vivida pelo país. Apesar de ser apresentado como mais um choque “heterodoxo”, por conta do congelamento de preços e salários, que visava debelar a inflação “inercial”, a essência daquelas políticas foi mais uma vez o monetarismo, já que o descontrole dos gastos públicos e o volume expressivo da dívida do Estado foram apontados como a causa principal do processo inflacionário. A contração da base monetária, a mudança de moeda, o bloqueio de ativos financeiros da classe média, a reforma administrativa e o início do processo de privatização coincidiam com a terapia preconizada pelo “Consenso de Washington”. (PIRES, 2015, p.265-266)

Apesar de ter atingido um superávit operacional em 1990 e redução significativa da dívida externa brasileira, a inflação continuava a subir. “A variação do IPCA, em dezembro de 1990, foi da ordem de 18,45%, o que perfazia um total de 927,4% ao ano” (PIRES, 2015, p.266).

Mesmo sem apoio popular, Collor adotou outro plano de estabilidade econômica, chamado Plano Collor II, onde novamente a premissa se repetia o congelamento de preços e salários. Além disso, mais confusão para os investidores, que era a substituição do *overnight*<sup>8</sup> pelo Fundo de Aplicações Financeiras, que eram remunerados de acordo com a Taxa Referencial da economia (TR). Pires (2015) afirma que o fracasso do Plano Collor II e casos de corrupções trouxeram grandes resistências populares que resultaram no primeiro *impeachment* brasileiro. O vice-presidente Itamar Franco assumiu a presidência da república e concluiu o mandato.

---

<sup>7</sup> No período de congelamento e bloqueio, o capital era remunerado pela taxa de inflação mais juros de 6% ao ano, segundo Pires (2015,p.265).

<sup>8</sup> Segundo Neto (2010, p.54) “Por meio do Selic, as instituições financeiras podem adquirir e vender títulos todos os dias, criando uma taxa diária conhecida por *overnight* e representativa das operações de um dia útil.”

A conjugação dessas tentativas de combate à inflação com a reestruturação que se vislumbrava fez que o período de 1990 a 1992 fosse marcado por forte recessão – com queda de quase 10% no PIB –, pelo aumento do desemprego e pela queda dos salários reais e da massa salarial. Os resultados do Plano Collor II foram pífios. A variação do IPCA no ano de 1991 foi de 375%, apresentando índices mensais superiores a 20%. (PIRES, 2015, p.267)

**GRÁFICO 6** – Inflação – Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC (1985-1992, mensal)



Fonte: Extraído Pires (2015, p.271).

A sétima tentativa e a única bem sucedida de estabilizar a economia brasileira foi o Plano Real, no governo Itamar Franco, em 1993, que tinha como Ministro da Fazenda o Fernando Henrique Cardoso, que veio posteriormente a ter dois mandatos à Presidência da República<sup>9</sup>, por causa desse sucesso.

A diferença desse plano com os demais foram às etapas que foram traçadas e bem respeitadas. A primeira delas foi o ajuste fiscal, posteriormente à criação da Unidade Referência de Valor (URV) e, por último, a criação da nova moeda, o real.

Segundo Paulino (2015) o ajuste fiscal teve um importante programa e uma importante Lei que entrou em vigor. O programa foi o PAI, ou Programa de Ação Imediata, que era nada mais e nada mesmo que o controle dos gastos públicos,

<sup>9</sup> Fernando Henrique Cardoso governou o Brasil em 1995 a 1998, no primeiro mandato e, em 1999 a 2002, no segundo mandato, afirmou Paulino (2015, p.281).

efetuando cortes no orçamento. Posteriormente, já no segundo governo Fernando Henrique, entrou em vigor a Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabeleceu regras rigorosas para o governo que for contrair novas dívidas. Esse instrumento foi importante para garantir solidez dos indicadores macroeconômicos, em especial àqueles relacionados ao orçamento do país.

Paulino (2015) ainda continua citando a importância da URV para os processos de ajustamentos de salários e preços. Nas palavras de Paulino:

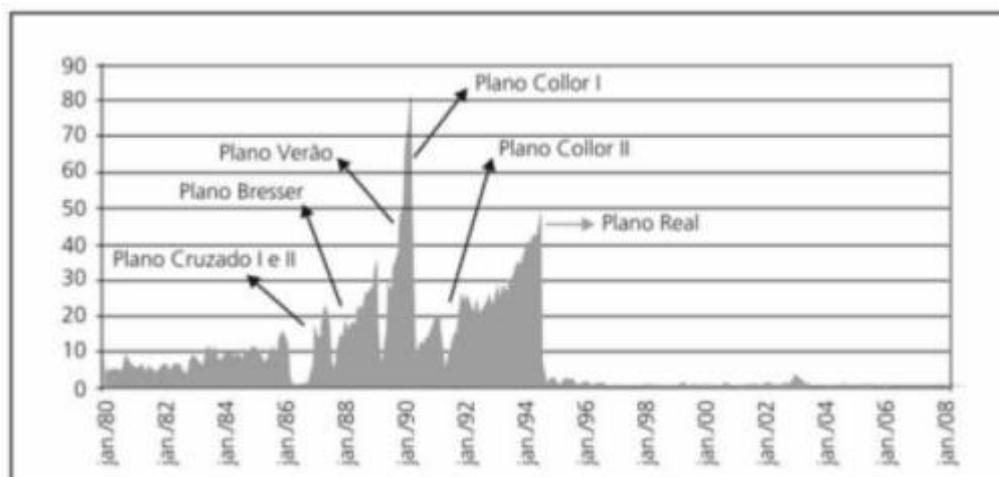
Criou-se, assim, uma espécie de “âncora salarial” em torno da qual os demais preços deveriam se ajustar. Ao se converterem compulsoriamente os salários em URV, permitindo que os demais preços continuassem variando em cruzeiros reais e fossem transformados em URV apenas às vésperas de sua extinção, promoveu-se o reajuste da massa real de salários em um valor que garantisse o retorno sobre o capital investido desejado pelos capitalistas. Este foi o “truque” da URV: definir um “perdedor em última instância”, no caso, os salários, de modo a impedir que o conflito distributivo continuasse a alimentar a inércia inflacionária. (PAULINO, 2015, p.298).

Com essa âncora cambial informada por Paulino (2015), o governo brasileiro atrelou a moeda vigente, o Cruzeiro real, à nova moeda, o Real. Agora a diferença é que a nova moeda tinha lastro em estoque de dólar, em uma paridade de um para um. Nas palavras de Paulino:

A terceira fase de implantação do Plano Real ocorreu com a adoção da nova moeda, o real. No dia 1º de julho de 1994, o cruzeiro real deixou de existir como meio de troca, e a URV transformou-se na nova moeda, o real. A conversão se deu no momento em que a URV estava cotada a CR\$ 2.750,00, e esta foi, portanto, a razão de conversão dos preços e salários entre a antiga e a nova moeda. Além disso, como desde sua criação a URV refletia a taxa de câmbio de cruzeiros reais em dólar, a taxa de câmbio foi fixada em R\$ 1,00/dólar. Ficava assim explícita a adoção da âncora cambial que estava subentendida na fase anterior. Entretanto, diferentemente do que ocorreu na Argentina, onde se chegou a mudar a Constituição, para nela inscrever a paridade fixa entre o peso e o dólar, no Brasil, não se garantiu de forma clara a livre conversibilidade entre as duas moedas. Mas a política de juros elevados, que foi adotada, associada com a quebra de barreiras para a entrada de capitais estrangeiros no mercado financeiro, não só garantiu a paridade inicialmente definida, como levou, em um primeiro momento, à sobrevalorização do real, que chegou a ser cotado a R\$ 0,85/dólar. Essa sobrevalorização do real em relação ao dólar contribuiu para a deflação dos preços dos bens e serviços associados ao dólar, provocando um choque de expectativas que se revelou fundamental nas primeiras semanas de implantação do plano. (PAULINO, 2015, p.299)

Essa diferença dos índices de preços e deflação, em comparação com os demais planos, poderá ser observado no gráfico 7.

**GRÁFICO 7** – Variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC (1980-2008 – em %)



Fonte: Extraído Paulino (2015, p.286).

Portanto, no gráfico 5 é possível observar a crescente inflação até 1994 e, posteriormente, a estabilização da mesma após a plano Real. Outro ponto a se observar nesse gráfico é que os planos econômicos que ocorreram antes do plano Real tiveram um período de durações curto, quando se discute o combate à inflação. É visível a queda da inflação pós-planos econômicos e, posteriormente, em curto período de tempo, a sua retomada conforme já foi falado nesse tópico.

#### 4.2. Mudanças operacionais no Sistema Financeiro após 64.

Como foi apresentado, antes de 1964 não tinha o Banco Central como instituição reguladora, no âmbito monetário, na economia brasileira. Antes de 1945 quem regulamentava o sistema financeiro era o Banco do Brasil, que funcionava como uma espécie de Banco Central e como banco comercial ao mesmo tempo. A partir de 1945 a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) foi criada e começou a ser presidido pelo Ministro da Fazenda, tornando até a criação do Banco

Central, o órgão que formulava políticas monetárias o sistema operacional financeiro brasileiro, juntamente com o Banco do Brasil, observa Barbosa (1995).

O Artigo 13 da Lei nº 4595, da Reforma bancária de 1964, permitiu que o Banco Central, por determinação do Conselho Monetário Nacional, contratasse o Banco do Brasil para prestação de serviços, que na prática originou a Conta Movimento. A Conta Movimento era movimentada entre o Banco Central e o Banco do Brasil, tornando assim, o Banco do Brasil uma espécie de Autoridade Monetária, pelos impactos originados no passivo monetário, ou base monetária, do Banco Central, afirma Barbosa (1995). Em 1986 a Conta Movimento foi extinta, tornando o Banco Central à única Autoridade Monetária do Brasil.

O Banco Central, segundo o Artigo 49 da Lei nº 4595, poderia comprar e vender diretamente no Tesouro Nacional, órgão responsável pela dívida pública do Brasil, os títulos públicos lastreados na dívida pública. Com isso, o Banco Central começou a obter frações dos estoques de títulos públicos na carteira que representavam a soma dos déficits públicos financiados. A Constituição de 1988 veio corrigir isso e deu ao Sistema Financeiro brasileiro a característica que permanece até hoje, segundo Barbosa (1995).

Portanto, no Artigo 164 da Constituição de 1988, vedou o Banco Central de emprestar diretamente ou indiretamente, recursos para Tesouro Nacional ou qualquer órgão que não seja instituição financeira. Ainda sobre o Artigo 164, o Governo Federal também fica vedado de efetuar depósito em bancos privados e estatais, sendo assim, repassada essa responsabilidade para o Banco Central. Todo o lucro concedido pelo Banco Central deveria ser repassado para o Tesouro Nacional no intuito de amortizar a dívida pública.

Por outro lado, a lei nº 4595 permitia que o Banco Central negociasse títulos públicos com o Tesouro Nacional para fins de política monetária. A Constituição de 1998 também permitiu essa negociação, mas com algumas mudanças operacionais, que na palavra de Barbosa (1995)

A lei nº 4595 da Reforma Bancária autorizou o Banco Central do Brasil a efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais (inciso XI do Artigo 10). A Constituição de 1988 ratificou esta permissão ao estabelecer (parágrafo segundo do Artigo 164) que o Banco Central pode comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros. Cabe salientar que este preceito é inconsistente com a proibição do Banco Central conceder indiretamente empréstimos ao Tesouro (parágrafo

primeiro do mesmo artigo). Com efeito, nada impede que o Tesouro venda um título ao público e que o Banco Central a pretexto de política monetária o compre, ocorrendo, portanto, um empréstimo indireto ao Tesouro. (BARBOSA, 1995 p.3)

Barbosa (1995) coloca que o Sistema Financeiro brasileiro tem sua base legal aprovada por três documentos, que são: a Reforma Bancária de 1964 pela Lei Nº 4595; a Reforma Habitacional, originando o sistema financeiro de habitação pela Lei nº 4380 de 1964 e; a Reforma do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais pela Lei nº 4728 de 1965. Portanto, “a filosofia que norteou estas reformas foi a de segmentação do mercado financeiro, através da especialização das funções das instituições financeiras, e da vinculação da captação com a aplicação dos recursos”. (BARBOSA, 1995)

Com isso, o mercado financeiro brasileiro tem as principais instituições financeiras, ainda segundo Barbosa (1995) segmentadas como Bancos Comerciais, Bancos de Investimentos, Sociedades de Créditos Financiamento e Investimentos, e Sociedade de Crédito Imobiliário. Com esse formato, o Sistema Financeiro brasileiro enquadrou nos padrões internacionais em 1988, com o regulamento de normas que implementam o Acordo de Basiléia, através da Resolução Nº 2099 pelo Conselho Monetário Nacional.

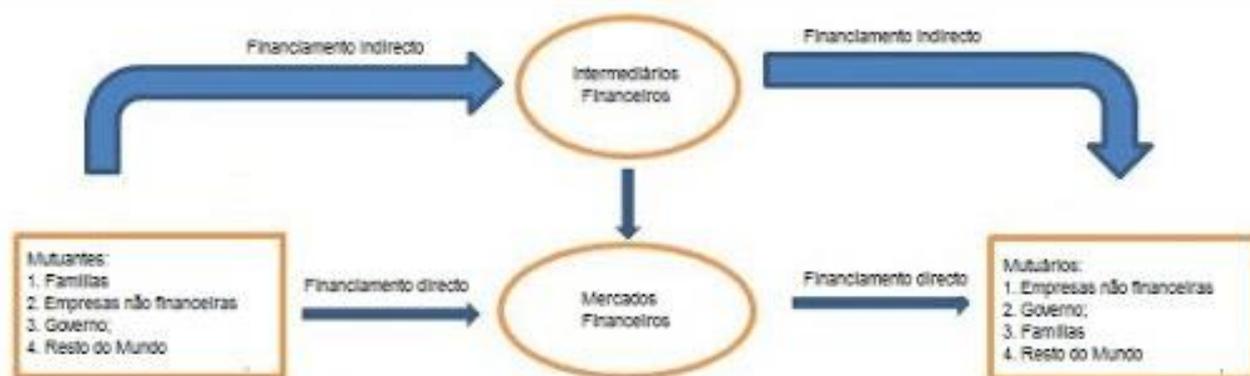
Esse formato atual do sistema financeiro, segundo Barbosa (1995) é corroborado por Neto (2010), que afirma que as instituições financeiras são subsistemas de intermediações, onde são compostas por bancos comerciais, múltiplos e caixas econômicas. Essas instituições são as que captam a poupança dos superavitários e as transmitem para os deficitários, aqueles que necessitam dos recursos para algum tipo de gasto, sendo em consumo ou investimento. Os “encontros” dos agentes poupadores e dos agentes gastadores são efetuados no mercado financeiro e são através deles que é gerado o bem estar econômico das duas partes.

Dessa maneira, Mishkin (1998) coloca que o mercado financeiro adota “a função econômica essencial de canalizar o fundo de pessoas que pouparam fundos em excesso por gastarem menos que sua receita, para pessoas que têm escassez de fundos porque desejam gastar mais do que sua receita”.

Conforme observado por Mishkin e apresentado na Figura 1, os poupadores estão do lado esquerdo e os emprestadores estão do lado direito, podem negociar

de forma direta ou indireta, através do mercado financeiro ou através dos intermediários financeiros. O fluxo de fundos através do Sistema Financeiro fará com que seja possível a compreensão da interação das famílias e das instituições no sistema financeiro brasileiro.

**FIGURA 1** – Fluxo de Fundos através do Sistema Financeiro



Fonte: Extraído em Mishkin (1998; p.15)

Mas as operações sofreram grandes mudanças desde 1964, que nas palavras de Barbosa:

O sistema financeiro brasileiro sofreu uma grande transformação nos últimos trinta anos. O Banco Central do Brasil, que começou a funcionar em 1965, dividiu até 1986 as funções de autoridade monetária com o Banco do Brasil. Desde então, quando houve a separação formal entre as duas instituições, o Banco Central do Brasil deixou de administrar a dívida pública interna que passou para a responsabilidade do Tesouro Nacional. Em 1994 com o acordo da dívida externa com os bancos credores internacionais, a dívida externa também foi transferida para o Tesouro Nacional. Todavia, durante toda sua história o Banco Central arrecadou imposto inflacionário da população para financiar o déficit público do governo. (BARBOSA, 1995, p.18)

Barbosa (1995, p.18) conclui afirmando que “apesar do sucesso inicial do Plano Real ainda não existe mecanismos institucionais que assegurem que a história recente da inflação não se repetirá no futuro.”

Nesse capítulo buscou-se apresentar uma abordagem histórica sobre o sistema financeiro e a economia brasileira. Foram destacados períodos históricos de alta taxa de inflação, que impactaram no modo de consumo e poupança da população e as políticas econômicas, feitas para corrigir aos altos níveis de preços e as mudanças geradas no sistema financeiro. No próximo capítulo serão apresentados dados empíricos de instituições do sistema financeiro brasileiro, que

serão essências para analisar, através de conceitos da Economia Comportamental, o perfil do investidor brasileiro.

## 5. PERFIL DO INVESTIDOR BRASILEIRO

Já foi destacado no capítulo anterior fatos históricos de aumento de níveis de preços e outros fatos econômicos, que impactaram, de uma certa maneira, o consumo das famílias e a operação do Sistema Financeiro brasileiro, onde é possível identificar em vários momentos destacados, alta propensão marginal ao consumo e, conseqüentemente, baixa propensão marginal a poupar, desde 1950 onde não tinha no Brasil um Sistema Financeiro muito consolidado até 1964. Observado também o momento pós Plano Real, que foi analisado o controle da inflação e um sistema financeiro já evoluído operacionalmente e internacionalmente.

Já nessa parte do trabalho, será possível indentificar de maneira empírica e quantitativa, através de pesquisas e dados, realizadas e tabelados, por insituições do sistema financeiro brasileiro, o perfil do investidor brasileiro e sua ligação com a Economia Comportamental.

### 5.1. *Perfil do investidor brasileiro*

Atualmente, mesmo com toda evolução do Sistema Financeiro, a população brasileira incorre em assimetrias de informações, ou seja, encontra dificuldades em escolher o melhor produto financeiro para compor a sua carteira de investimentos. Segundo Jorge (2014, p.10) “diante da complexidade da arquitetura financeira e dos produtos disponíveis, a avaliação é que compreender o comportamento do investidor na tomada de decisão pode se tornar um diferencial para a orientação de investimento”.

Com a finalidade de diminuir a assimetria de informação e orientar melhor o perfil do investidor, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no dia 30 de outubro de 2013, aprovou a instrução 539, que veda os consultores financeiros de recomendar produtos financeiros que possuem características e riscos diferentes das características do perfil dos investidores. (CVM, 2013, pg.1)

Esse perfil do investidor, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, ou ANBIMA (2017), deverá ser avaliado por três elementos, a saber: os objetivos do investimento; a situação financeira e o conhecimento sobre o produto que está investindo.

Após avaliar esses três elementos, o investidor é classificado como “Conservador”; “Moderado”; ou “Agressivo”. Segundo a CVM (2013) o investidor que obtiver o perfil conservador, não poderá investir em produtos mais arriscados, onde estará esposto a riscos de perda de capital. O mais adequado para esses investidores seriam renda fixas, que possuem riscos menores de perda. No perfil moderado, o investidor tem um pouco menos de aversão a perda que o investidor conservador, tendo a possibilidade de investir até mesmo em ações, que são produtos que podem gerar perda de capital. Já o investidor que obtiver o perfil agressivo, poderá investir em contratos de mercadoria futuro na bolsa de valores e no mercado de renda variável em geral, pois detêm conhecimentos suficientes do mercado financeiro e dos riscos que ele poderá proporcionar para o patrimônio.

Uma pesquisa realizada pela SPC Brasil (2017) em janeiro de 2017, em 12 capitais brasileiras, onde juntas somam 80% da população de todas as capitais, com amostra de 801 casos e margem de erro de 3,5%, afirma que 62% dos consumidores brasileiros não conseguem formar excedentes com a renda recebida, corroborando a alta propensão marginal a consumir na sociedade. Apenas 36% da população brasileira tem o hábito de poupar um valor significativo por mês, alocando estrategicamente, ou não, conforme ilustrado na figura 2.

**FIGURA 2 –** Porcentagem de brasileiros com hábitos de poupar

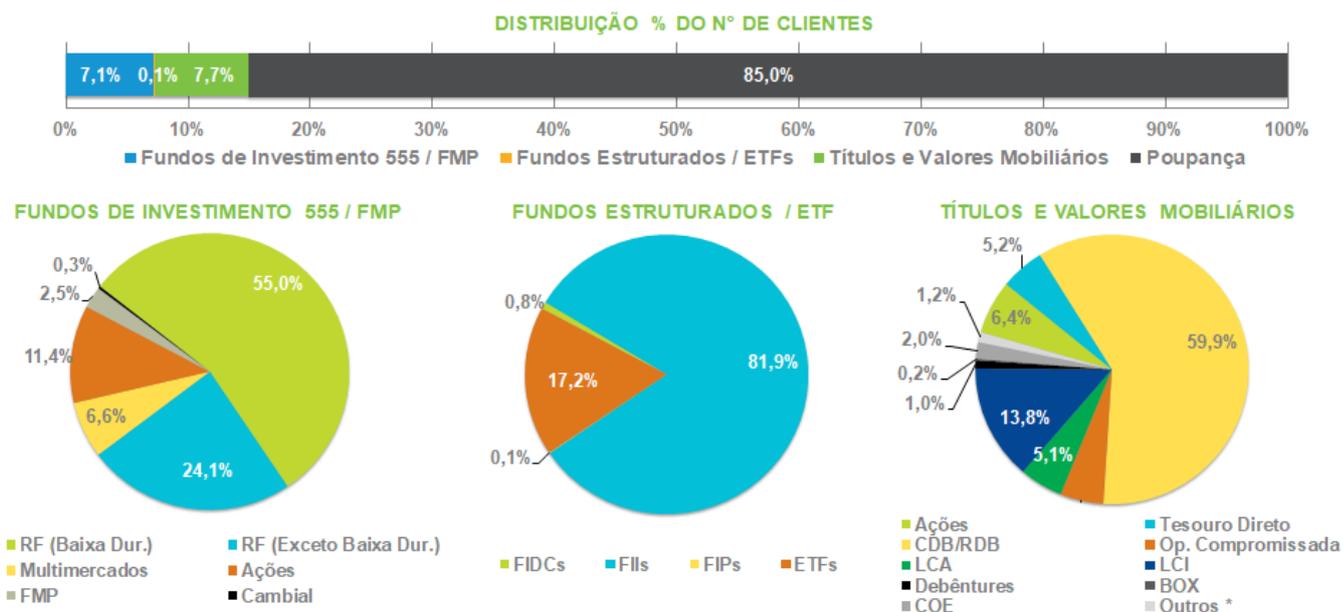


Fonte: Extraído de SPC Brasil (2017). Disponível em: <[www.spcbrasil.org.br/pesquisas/indice/2546](http://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/indice/2546)>

Pellizzaro, presidente da SPC Brasil (2017), afirma que “o brasileiro não tem o hábito de poupar e, quando poupa, na maioria das vezes a poupança é o que sobra do orçamento, e não algo planejado”. Para corroborar essa afirmação da SPC Brasil, a Anbima (2017) informa que em Dezembro de 2017, 85% das pessoas no mercado financeiro estavam alocadas em Poupança, conforme figura 3. A caderneta de poupança é um produto pouco rentável no mercado financeiro brasileiro, sendo que

apresentam riscos baixos, mas parecidos com outros de maiores rentabilidades, como Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e Tesouro Direto.

**FIGURA 3** – Distribuição do número de pessoas nos produtos financeiros no mercado financeiro, em dezembro de 2017 - termos percentuais.



Fonte: Extraído de Anbima (2018). Disponível em: <[www.anbima.com.br](http://www.anbima.com.br)>

Esse mesmo dado foi mensurado em janeiro de 2017 pela SPC Brasil (2017) em sua pesquisa, sendo que 62% da população investem em poupança, 20% não investem o excedente de capital, deixando-o custodiado em casa, na forma de papel moeda em espécie, 10% investem em fundos de investimentos, 6% em previdência privada e 5% em CDB, conforme tabela 2.

**TABELA 2** – Porcentagem de poupadores distribuídos em produtos mais comuns no mercado financeiro brasileiro.

Poupadores (%)	
Investimentos mais comuns	
Caderneta de poupança	62%
Em casa	20%
Fundos de investimento	10%
Previdência Privada	6%
CDB	5%

Fonte: Extraído de SPC Brasil (2017). Disponível: <[www.spcbrasil.org.br/pesquisas/indice/2546](http://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/indice/2546)>

O Tesouro Direto, programa do Tesouro Nacional que negocia os títulos públicos, lastreados na dívida pública, informou que em dezembro de 2017 haviam 1.832.784 pessoas cadastradas no programa, de um total de 207.660.929 pessoas segundo o IBGE. Ou seja, menos de 1% da população brasileira estava cadastrada em um dos programas mais conservadores em termos de investimentos do país. Segundo o Tesouro Direto, o título público é um dos produtos financeiros de menor risco da economia brasileira.

No intuito de comprovar a rentabilidade desses produtos, serão apresentadas na figura 4 as rentabilidades da Caderneta de Poupança de 2003 a 2017 e, na figura 5, rentabilidades da taxa Selic<sup>10</sup> nesse mesmo período.

---

<sup>10</sup> Segundo o Tesouro Nacional, a Taxa Selic remunera um dos títulos mais conservadores da economia brasileira atualmente, o LFT.

**FIGURA 4 – Rendimentos da Caderneta de poupança no período de 2007 a 2017**

PERÍODO	RENDIMENTOS (%)	PERÍODO	RENDIMENTOS (%)	PERÍODO	RENDIMENTOS (%)
2017		2013		2009	
Dezembro		Dezembro	0,5496	Dezembro	0,5536
Novembro		Novembro	0,5208	Novembro	0,5000
Outubro		Outubro	0,5925	Outubro	0,5000
Setembro		Setembro	0,5079	Setembro	0,5000
Agosto		Agosto	0,5000	Agosto	0,5198
Julho		Julho	0,5210	Julho	0,6056
Junho		Junho	0,5000	Junho	0,5659
Maio		Maio	0,5000	Maio	0,5451
Abril		Abril	0,5000	Abril	0,5456
Março	0,6527	Março	0,5000	Março	0,6445
Fevereiro	0,5304	Fevereiro	0,5000	Fevereiro	0,5453
Janeiro	0,6708	Janeiro	0,5000	Janeiro	0,6849
2016		2012		2008	
Dezembro	0,6858	Dezembro	0,5000	Dezembro	0,7160
Novembro	0,6435	Novembro	0,5000	Novembro	0,6626
Outubro	0,6609	Outubro	0,5000	Outubro	0,7519
Setembro	0,6583	Setembro	0,5000	Setembro	0,6980
Agosto	0,7558	Agosto	0,5124	Agosto	0,6582
Julho	0,6629	Julho	0,5145	Julho	0,6924
Junho	0,7053	Junho	0,5000	Junho	0,6152
Maio	0,6541	Maio	0,5470	Maio	0,5740
Abril	0,6311	Abril	0,5228	Abril	0,5960
Março	0,7179	Março	0,6073	Março	0,5411
Fevereiro	0,5962	Fevereiro	0,5000	Fevereiro	0,5244
Janeiro	0,6327	Janeiro	0,5868	Janeiro	0,6015
2015		2011		2007	
Dezembro	0,7261	Dezembro	0,5942	Dezembro	0,5643
Novembro	0,6303	Novembro	0,5648	Novembro	0,5593
Outubro	0,6799	Outubro	0,5623	Outubro	0,6148
Setembro	0,6930	Setembro	0,6008	Setembro	0,5354
Agosto	0,6876	Agosto	0,7086	Agosto	0,6473
Julho	0,7317	Julho	0,6235	Julho	0,6476
Junho	0,6822	Junho	0,6120	Junho	0,5959
Maio	0,6159	Maio	0,6578	Maio	0,6697
Abril	0,6079	Abril	0,5371	Abril	0,6278
Março	0,6302	Março	0,6218	Março	0,6885
Fevereiro	0,5169	Fevereiro	0,5527	Fevereiro	0,5725
Janeiro	0,5882	Janeiro	0,5719	Janeiro	0,7200
2014		2010			
Dezembro	0,6058	Dezembro	0,6413		
Novembro	0,5485	Novembro	0,5338		
Outubro	0,6043	Outubro	0,5474		
Setembro	0,5877	Setembro	0,5706		
Agosto	0,5605	Agosto	0,5914		
Julho	0,6059	Julho	0,6157		
Junho	0,5467	Junho	0,5592		
Maio	0,5607	Maio	0,5513		
Abril	0,5461	Abril	0,5000		
Março	0,5267	Março	0,5796		
Fevereiro	0,5540	Fevereiro	0,5000		
Janeiro	0,6132	Janeiro	0,5000		

Fonte: Extraído de Ipardes (2017) Disponível em: <[www.ipardes.com.br](http://www.ipardes.com.br)>. Baseado em dados do Banco Central do Brasil (Bacen)

**FIGURA 5 – Taxa Selic de 2003 a 2017 – Termos percentuais acumulados no período e ao ano.**

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
06/12/2017	07/12/2017	1,15	6,9
	07/02/2018		
25/10/2017	26/10/2017	0,8	7,4
	06/12/2017		
06/09/2017	08/09/2017	1,03	8,15
	25/10/2017		
26/07/2017	27/07/2017	1,05	9,15
	06/09/2017		
31/05/2017	01/06/2017	1,51	10,15
	26/07/2017		
12/04/2017	13/04/2017	1,35	11,15
	31/05/2017		
22/02/2017	23/02/2017	1,51	12,15
	12/04/2017		
11/01/2017	12/01/2017	1,45	12,9
	22/02/2017		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
30/11/2016	01/12/2016	1,53	13,65
	11/01/2017		
19/10/2016	20/10/2016	1,46	13,9
	30/11/2016		
31/08/2016	01/09/2016	1,75	14,15
	19/10/2016		
20/07/2016	21/07/2016	1,59	14,15
	31/08/2016		
08/06/2016	09/06/2016	1,59	14,15
	20/07/2016		
27/04/2016	28/04/2016	1,53	14,15
	08/06/2016		
02/03/2016	03/03/2016	2,02	14,15
	27/04/2016		
20/01/2016	21/01/2016	1,48	14,15
	02/03/2016		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
25/11/2015	26/11/2015	2,02	14,15
	20/01/2016		
21/10/2015	22/10/2015	1,27	14,15
	25/11/2015		
02/09/2015	03/09/2015	1,75	14,15
	21/10/2015		
29/07/2015	30/07/2015	1,32	14,15
	02/09/2015		
03/06/2015	04/06/2015	2	13,65
	29/07/2015		
29/04/2015	30/04/2015	1,18	13,15
	03/06/2015		
04/03/2015	05/03/2015	1,81	12,65
	29/04/2015		
21/01/2015	22/01/2015	1,28	12,15
	04/03/2015		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
03/12/2014	04/12/2014	1,45	11,65
	21/01/2015		
29/10/2014	30/10/2014	1,05	11,15
	03/12/2014		
03/09/2014	04/09/2014	1,66	10,9
	29/10/2014		
16/07/2014	17/07/2014	1,45	10,9
	03/09/2014		
28/05/2014	29/05/2014	1,41	10,9
	16/07/2014		
02/04/2014	03/04/2014	1,53	10,9
	28/05/2014		
26/02/2014	27/02/2014	0,93	10,65
	02/04/2014		
15/01/2014	16/01/2014	1,18	10,4
	26/02/2014		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
27/11/2013	28/11/2013	1,24	9,9
	15/01/2014		
09/10/2013	10/10/2013	1,22	9,4
	27/11/2013		
28/08/2013	29/08/2013	1,02	8,9
	09/10/2013		
10/07/2013	11/07/2013	1,13	8,4
	28/08/2013		
29/05/2013	30/05/2013	0,88	7,9
	10/07/2013		
17/04/2013	18/04/2013	0,82	7,4
	29/05/2013		
06/03/2013	07/03/2013	0,8	7,16
	17/04/2013		
16/01/2013	17/01/2013	0,9	7,12
	06/03/2013		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
28/11/2012	29/11/2012	0,91	7,14
	16/01/2013		
10/10/2012	11/10/2012	0,88	7,14
	28/11/2012		
29/08/2012	30/08/2012	0,82	7,39
	10/10/2012		
11/07/2012	12/07/2012	1,06	7,89
	29/08/2012		
30/05/2012	31/05/2012	0,93	8,39
	11/07/2012		
18/04/2012	19/04/2012	0,99	8,9
	30/05/2012		
07/03/2012	08/03/2012	1,07	9,65
	18/04/2012		
18/01/2012	19/01/2012	1,3	10,4
	07/03/2012		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
30/11/2011	01/12/2011	1,45	10,9
	18/01/2012		
19/10/2011	20/10/2011	1,21	11,4
	30/11/2011		
31/08/2011	01/09/2011	1,48	11,9
	19/10/2011		
20/07/2011	21/07/2011	1,4	12,42
	31/08/2011		
08/06/2011	09/06/2011	1,33	12,17
	20/07/2011		
20/04/2011	21/04/2011	1,49	11,92
	08/06/2011		
02/03/2011	03/03/2011	1,46	11,67
	20/04/2011		
19/01/2011	20/01/2011	1,27	11,17
	02/03/2011		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
08/12/2010	09/12/2010	1,21	10,66
	19/01/2011		
20/10/2010	21/10/2010	1,34	10,66
	08/12/2010		
01/09/2010	02/09/2010	1,34	10,66
	20/10/2010		
21/07/2010	22/07/2010	1,21	10,66
	01/09/2010		
09/06/2010	10/06/2010	1,16	10,16
	21/07/2010		
28/04/2010	29/04/2010	1,04	9,4
	09/06/2010		
17/03/2010	18/03/2010	0,93	8,65
	28/04/2010		
27/01/2010	28/01/2010	1,09	8,65
	17/03/2010		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
09/12/2009	10/12/2009	1,09	8,65
	27/01/2010		
21/10/2009	22/10/2009	1,09	8,65
	09/12/2009		
02/09/2009	03/09/2009	1,09	8,65
	21/10/2009		
22/07/2009	23/07/2009	0,99	8,65
	02/09/2009		
10/06/2009	11/06/2009	1,01	9,16
	22/07/2009		
29/04/2009	30/04/2009	1,12	10,16
	10/06/2009		
11/03/2009	12/03/2009	1,4	11,16
	29/04/2009		
21/01/2009	22/01/2009	1,57	12,66
	11/03/2009		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
10/12/2008	11/12/2008	1,43	13,66
	21/01/2009		
29/10/2008	30/10/2008	1,53	13,65
	10/12/2008		
10/09/2008	11/09/2008	1,79	13,66
	29/10/2008		
23/07/2008	24/07/2008	1,7	12,92
	10/09/2008		
04/06/2008	05/06/2008	1,61	12,17
	23/07/2008		
16/04/2008	17/04/2008	1,41	11,63
	04/06/2008		
05/03/2008	06/03/2008	1,23	11,18
	16/04/2008		
23/01/2008	24/01/2008	1,18	11,18
	05/03/2008		

Reunião Data	Período de vigência	Taxa SELIC	
		%	% a.a
05/12/2007	06/12/2007	1,4	11,18
	23/01/2008		
17/10/2007	18/10/2007	1,4	11,18
	05/12/2007		
05/09/2007	06/09/2007	1,18	11,18
	17/10/2007		
18/07/2007	19/07/2007	1,51	11,43
	05/09/2007		
06/05/2007	07/06/2007	1,31	11,93
	18/07/2007		
18/04/2007	19/04/2007	1,59	12,43
	06/06/2007		
07/03/2007	08/03/2007	1,38	12,68
	18/04/2007		
24/01/2007	25/01/2007	1,36	12,93
	07/03/2007		

Fonte: Extraído de Banco Central do Brasil (2018). Disponível em <www.bcb.gov.> .

Conforme observado na figura 3 e figura 4, a taxa de juros Selic mesmo transformada em taxas mensais superam as taxas da caderna de poupança. O Banco Central do Brasil explica, informando que as remunerações dos depósitos de poupança são atreladas a Taxa Referencial da economia mais uma taxa 0,5% ao mês, se a Taxa Selic estiver abaixo de 8,5% ao ano ou, a remuneração da poupança é 70% da Selic, se a meta da Selic estiver igual ou inferior a 8,5% ao ano. Ou seja, no período de 2003 a 2017, o Tesouro Direto obteve um rendimento superior à poupança em seu produto mais conservador, o pós-fixado LFT.

Referente à participação dos brasileiros no mercado de capitais brasileiro, segundo a BM&FBovespa, houve aumento de 73,7%<sup>11</sup> de 2007 a 2017. Conforme analisado na tabela 3, a participação dos investidores nos produtos negociados na bolsa de valores, em número de contas ativas, passou de 456.557 para 619.625. Na tabela 4, é possível observar a participação de pessoas físicas em relação a total participação dos investidores na bolsa de valores.

**TABELA 3 – Total de investidores pessoa física na Bolsa de Valores**

Distribuição da participação de homens e mulheres no total de investidores pessoa física					
Ano	Homens		Mulheres		Total PF
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd
2002	70.219	82,37%	15.030	17,63%	85.249
2003	69.753	81,60%	15.725	18,40%	85.478
2004	94.434	80,77%	22.480	19,23%	116.914
2005	122.220	78,76%	32.963	21,24%	155.183
2006	171.717	78,18%	47.917	21,82%	219.634
2007	344.171	75,38%	112.386	24,62%	456.557
2008	411.098	76,63%	125.385	23,37%	536.483
2009	416.302	75,37%	136.062	24,63%	552.364
2010	459.644	75,24%	151.271	24,76%	610.915
2011	437.287	74,98%	145.915	25,02%	583.202
2012	438.601	74,70%	148.564	25,30%	587.165
2013	440.727	74,79%	148.549	25,21%	589.276
2014	426.322	75,57%	137.794	24,43%	564.116
2015	424.682	76,23%	132.427	23,77%	557.109
2016	433.759	76,90%	130.265	23,10%	564.024
2017	477.887	77,13%	141.738	22,87%	619.625

Fonte: Extraído de BM&FBovespa (2018). Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas/)

<sup>11</sup> Os dados compilados pela BM&FBovespa considera o Cadastro de Pessoa Física (CPF) cadastrado em cada agente de custódia, podendo ocorrer contabilidade do mesmo investidor em instituições financeiras diferentes.

**TABELA 4 – Participações de Investidores na Bolsa de Valores Brasileira**

Ano Tipo Invest. Year Investor Type	Pes.Físicas Individuals	Institucionais Institutions	Estrangeiro Foreign	Empresas Companies	Inst.Financ. Financial Instit.	Outros Others
2017	16,8%	27,2%	48,4%	1,5%	6,0%	0,0%
2016	17,0%	24,9%	52,3%	1,0%	5,2%	0,0%
2015	13,7%	27,2%	52,8%	1,2%	5,1%	0,0%
2014	13,7%	28,9%	51,2%	1,0%	5,1%	0,1%
2013	15,2%	32,8%	43,7%	1,0%	7,4%	0,0%
2012	17,9%	32,1%	40,4%	1,5%	8,1%	0,0%
2011	21,4%	33,3%	34,7%	1,7%	8,7%	0,1%
2010	26,4%	33,3%	29,6%	2,3%	8,4%	0,1%

Fonte: Extraído de BM&FBovespa (2018). Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/market-data/consultas/dados-de-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/dados-de-mercado/)>

É possível observar na tabela 4, que o número de participação de pessoas físicas reduziu de 2010 para 2017, saindo de 26,4%, para 16,8%. Outra observação importante é a participação majoritária dos estrangeiros na bolsa de valores brasileira, chegando a 52,8% de toda a participação no ano de 2015.

## 5.2. Análise do Perfil do Investidor brasileiro

Referente aos estudos apresentados pela SPC Brasil, pela Anbima e dados da BM&FBovespa e do Banco Central, os investidores brasileiros apresentam características de aversão ao risco no mercado financeiro, ou seja, preferente tomar decisões mais conservadoras. Mas qual o intuito dessa preferência conservadora? É possível, através dos dados apresentados e dos fatos históricos e econômicos do sistema financeiro brasileiro explicar a racionalidade desse conservadorismo na alocação de recursos e na capacidade do brasileiro em poupar?

Segundo os princípios de uma escolha racional, conforme já observado no capítulo 3, por Mankiw (2001), o indivíduos enfrentam *trade off*, ou seja, abrem mão de um produto em detrimento de outro produto. Posteriormente, passam para o processo de análise de custo de benefício ou custo de oportunidade de aderir aquele produto e, no terceiro passo, introduzem o pensamento relacionado ao conceito de margem, ou seja, quanto de capital financeiro determinado investidor deverá colocar naquela cesta de produtos para maximizar seu bem estar de consumo futuro? Por último, o pensamento que correspondem a incentivos. Como as pessoas pensam em termos de custos e benefícios, elas poderão alterar suas escolhas conforme incentivos externos.

Conforme analisado no capítulo 2 e 4, o sistema financeiro internacional e o sistema financeiro brasileiro passaram por várias mudanças que impactaram diretamente a propensão marginal a consumir e com o nível de preço da economia brasileira. Os produtos nos mercados estavam mais caros para o cidadão brasileiro, precisavam destinar maior parte da renda para comprar aquele determinado bem. Mankiw (2001, p.7), portanto, afirma que “quando o preço das maçãs aumenta, por exemplo, as pessoas decidem comer mais peras e menos maçãs, por que o custo de comprar maçãs está maior”, ou seja, o nível de preço dos produtos subiu e a propensão marginal da população ainda continuou alta, desrespeitando o pensamento em incentivos citado por Mankiw como um princípio para a tomada de decisão racional.

Sendo assim, a teoria comportamental poderá ajudar nessas análises do perfil do investidor. A Teoria da Perspectiva, observados por Tversky e Kahneman (2012), também citados por Samson (2015), conforme informado no capítulo 3, afirma que nem sempre as pessoas tomam decisões ótimas quando estão expostas ao risco, por exemplo, adotando o efeito reflexão. Essa teoria é observada claramente no mercado financeiro brasileiro, pois em vários momentos da história econômica financeira do Brasil, observada no capítulo 4, de taxas de juros altas, inflação alta, os investidores preferiram investir em produtos mais conservadores a correr riscos para adesão de maior probabilidade de ganho. Ou seja, os investidores brasileiros, sendo a Teoria da Perspectiva, pois preferem a opção de investimento que não possibilita a perda de capital. Nesse caso, é possível explicar o motivo do baixo volume de pessoas físicas na bolsa de valores brasileira, pois o investidor brasileiro além de adotar a preferência pelo consumo imediato, conforme observado nos capítulos 2 e 4, e na pesquisa do SPC Brasil, eles preferem o produto que garantem maior conforme e abre mão de obter rentabilidades melhores, na adesão de certo risco.

No capítulo 1 desse trabalho, Neto (2010) afirma que existem no mercado financeiro assimetrias de informações que trás consequências para a alocação de recursos das pessoas físicas no Brasil, que é a falta de eficiência ou até mesmo a não existência de alocação de recursos. Essa afirmação é confirmada pela pesquisa da SPC Brasil e pelos dados apresentados pela Anbima, pois mesmo em momentos onde a taxa Selic é maior e produtos conservadores, como os produtos do Tesouro

Nacional, não são aderidos pelos investidores. A Teoria da Perspectiva nesse caso funciona em sua parcialidade, pois a falta de conhecimento sobre as cestas de produtos disponíveis no mercado financeiro faz com que os investidores fiquem na zona de conforto do produto financeiro menos rentável e mais acessível, mas comum de ser ofertado, nas instituições financeiras.

Outro ponto importante é a teoria da economia comportamental da Racionalidade Ilimitada, onde pode explicar, por exemplo, a presença de grande parte do volume da bolsa de valores brasileira composta por estrangeiros. Na medida em que o investidor utiliza o processo de *satisficing*, ou seja, toma a decisão voltada na pesquisa limitada à sua satisfação, ela deixa de investir eficientemente em produtos que apresentam certos riscos, mas possuem uma possibilidade de melhores rentabilidades, aumentando também a assimetria de informação no mercado financeiro. O investidor que parte do princípio que de sua pesquisa limitada, ou seja, de um processo de *satisficing*, para escolher cestas de produtos no mercado financeiro, poderá se expor a riscos que não foram apresentados até sua adesão. Dessa forma, a experiência do investidor brasileiro no mercado financeiro pode ser cada vez mais frustrante, aumentando ainda mais a tendência por uma sociedade mais conservadora em termos de investimento.

As heurísticas da ancoragem também apresentada por Kahneman, citada por Sbicca (2014), mostram que o indivíduo tem a tendência de utilizar valores padrões como referência. Um exemplo de heurística da ancoragem no mercado financeiro brasileiro é observado nos dados da bolsa de valores, é que com a redução da taxa Selic nos anos de 2009 e 2010, figura 5, em comparação com o ano anterior, aumentou o número de participação de pessoa física na bolsa de valores brasileira, tabela 3 e 4. Ou seja, o investidor brasileiro preferiu nesse momento de redução de taxas básicas da economia, aderir mais risco de perda de capital para obter a possibilidade de retornos melhores, do que ficar alocados em produtos financeiros de rentabilidades conservadoras. É possível observar também redução da remuneração da caderneta de poupança.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foi observado no capítulo 2 e 4 que o sistema financeiro internacional e brasileiro vem cada vez mais desenvolvendo e modificando consigo o padrão de consumo e poupança da sociedade. O capítulo 3 abordou os conceitos das teorias comportamentais, partindo dos princípios que o agente econômico é racional e do princípio que nem sempre os agentes econômicos tomam decisões racionais. O ramo da psicologia e da neurociência ajudam os economistas a explicar cada vez mais esses padrões de escolhas e tomadas de decisões dos indivíduos.

No último capítulo, foi possível analisar o perfil do investidor brasileiro levando em consideração os conceitos de psicologia comportamental, que vem cada vez mais ganhando espaço no campo de estudo da economia e através da teoria racional neoclássica.

Foi possível observar que vários dados empíricos da economia brasileira, evidenciam momentos de racionalidade na tomada de decisão dos investidores e outros momentos são bem explicados pelo ramo de estudo da Economia Comportamental.

Conforme analisado no último capítulo desse trabalho, o investidor brasileiro historicamente apresentou o perfil de investidor mais conservador, onde prefere rentabilidades menores, mas baixos riscos de perda de capital. Esse comportamento é explicado pela Teoria da Perspectiva, onde os investidores preferem os produtos mais comuns do mercado financeiro, pois não conhecem o funcionamento dos produtos financeiros menos comuns e são avessos a perdas de capital, ou seja, não querem correr o risco de perder a liquidez do capital, pois existe a presença de fortes assimetrias de informações no mercado financeiro brasileiro, que podem trazer nebulosas e falsas emoções sobre a sensação de ganho, que na verdade podem ser totalmente atreladas ao risco de perda do capital do investidor.

Outros aspectos da Economia Comportamental ajudam a explicar o movimento dos agentes econômicos no mercado financeiro e a preferência do mesmo pelo conservadorismo. Através dos conceitos de Heurística da ancoragem é possível analisar o movimento crescente de investidores na bolsa de valores brasileira no ano de 2009 e 2010, devido à redução da taxa de juros SELIC e a

redução de remuneração de vários títulos conservadores, como a poupança e os títulos públicos.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, Edgar. Apostila **ANCORD**. Ed: 2016. Disponível em: <<https://edgarabreu.com.br/download-apostilas/ancord-2016-fevereiro.pdf>>. Acesso em: 27 ago. 2017.
- ANBIMA. Informe **Legislação 555 CVM**. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/informe\\_legislacao/2014\\_025.asp#04](http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2014_025.asp#04)> Acesso em: 22 set.2017.
- ANBIMA; **Dados e Estatística**. Disponível em: <[www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/varejo-private-e-gestores-de-patrimonio/varejo-consolidado-mensal.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/varejo-private-e-gestores-de-patrimonio/varejo-consolidado-mensal.htm)>. Acessado em: 8 de abril de 2018.
- BAER, Werner. **A Economia Brasileira: uma abordagem profunda ad economia brasileira até 2008**. Tradução de Edite Sciulli – 3.ed. - São Paulo: Nobel, 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL; **Relatório Anual de 2010**; Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2010/rel2010p.pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2017.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL; **Taxa Selic**. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp](http://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp)>. Acesso em: 04 abr. 2018.
- BARBOSA, F.H. **O Sistema Financeiro Brasileiro**. Mimeo EPGE, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1995.
- BELLUZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real** – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BENARTZI, Shlomo; THALER, Richard. Economia Comportamental e a crise da poupança para aposentadoria; In ÁVILA, Flávia; BIANCHI, Ana Maria (org); **Guia de Economia Comportamental e Experimental**; Parte II, Cap II; EconomiaComportamental.org, 2015.
- BM&FBOVESPA; **Histórico de pessoas físicas**. Disponível em:<[www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas)>. Acesso em: 28 mar. 2018.
- BOCCANERA, Sílio. **Bretton Woods, 60 anos**. 25.ed. São Paulo: Revista Primeira Leitura, 2004,
- BRASIL. IBGE. **Censo Demográfico**. Disponível em: <[www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)>. Acesso em: 29 abr. 2018.
- CARVALHO, Fernando J.Cardim; SOUZA, Francisco E. de; SICSÚ, João; PAULA, Luiz F. Rodrigues de; STUDART, Rogério. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2007. ISBN. cap18, 19 e 20.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM; **Instrução nº539**; 14 de Nov. 2013. Rio de Janeiro. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst539.html](http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst539.html)>. Acesso em: 18 ago. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM; **Instrução nº555**; 17 Dez. 2014. Rio de Janeiro. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html](http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html)>. Acesso em: 20 set. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM; **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Ed:3; Rio de Janeiro; 2014. Disponível em: <[www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf](http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf)>. Acesso em: 22 set. 2017.

ELDER, Alexander. **Como se transformar em um operador e investidor de sucesso: entenda a psicologia do mercado financeiro, técnicas poderosas de negociação, gestão lucrativa de investimentos**. 10. ed. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

JORGE, Carol; **Private Banking: Evolução e perspectiva**. Anbima. Disponível em: <[www.anbima.com.br/data/files/CC/37/42/59/8CB675106582A275862C16A8/Private-Banking\\_evolucao-e-perspectivas\\_1\\_.pdf](http://www.anbima.com.br/data/files/CC/37/42/59/8CB675106582A275862C16A8/Private-Banking_evolucao-e-perspectivas_1_.pdf)>. Acesso em: 2 mai. 2018.

FRANCESCHINI, Carol; Introdução a finanças comportamentais; In ÁVILA, Flávia; BIANCHI, Ana Maria (org); **Guia de Economia Comportamental e Experimental**; Parte III, Cap III; EconomiaComportamental.org, 2015

IPARDES; **Rendimentos da Caderneta de Poupança no Brasil**. Disponível em: <[www.ipardes.gov.br/pdf/indices/poupanca.pdf](http://www.ipardes.gov.br/pdf/indices/poupanca.pdf)>. Acesso em: 20 nov. 2017.

KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar: Duas formas de pensar**. Tradução Cássio de Arantes Leite. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

MALDONATO, Mauro. **A Nova Fronteira da Neuroeconomia**. Editora Scientific American Brasil. 2007.

MANKIW, N.Gregory. **Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia**; editora Elsevier; 2ª ed; 2001; Cap1; Cap10.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. 1998. cap 1, Rio de Janeiro: LTC, 1998. 5ª ed.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PAULINO, Luis Antônio. et.al. PIRES, Marcos Cordeiro (Coord.). **Economia brasileira: da colônia ao governo Lula**. CAP 10 São Paulo: Saraiva

PIRES, Marcos Cordeiro (Coord.). **Economia brasileira: da colônia ao governo Lula**. CAP 8 e 9 São Paulo: Saraiva et. Al

RABELO, Ricardo Fonseca. **Plano de Metas e consolidação do capitalismo industrial no Brasil**. Belo Horizonte; 2002. Disponível em: <[www.iceg.pucminas.br/espaco/revista/art3n45.pdf](http://www.iceg.pucminas.br/espaco/revista/art3n45.pdf) >.

REILLY, Frank. K., & NORTON, Edgar. A. **Investimentos**. São Paulo: CENGAGE Learning, 2008. Cap 1 e 2.

ROBERTS, Richard . **Por dentro das finanças internacionais: Guia prático dos mercados e instituições financeiras**. 2000. 11 a 40 p. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2000.

RODRIGUES, Carlos Henrique Lopes. **Plano de Metas, PAEG e II PND: Análise e Desdobramentos**. UFES 2015. Disponível em: <[www.abphe.org.br/arquivos/2015\\_carlos\\_henrique\\_lopes\\_rodrigues\\_plano-de-metas-paeg-e-ii-pnd-analise-e-desdobramentos.pdf](http://www.abphe.org.br/arquivos/2015_carlos_henrique_lopes_rodrigues_plano-de-metas-paeg-e-ii-pnd-analise-e-desdobramentos.pdf) >

SAMSON, Alain; Introdução à economia comportamental e experimental; In ÁVILA, Flávia; BIANCHI, Ana Maria (org); **Guia de Economia Comportamental e Experimental**; Parte I; editora EconomiaComportamental.org, 2015.

SBICCA, Adriana; **Heurísticas no estudo das decisões econômicas**; São Paulo: Estudos Econômicos. Vol44. 2014. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ee/v44n3/06.pdf>>. Acesso em: 26 nov. 2017.

SERASA; **Variação da Inadimplência em 2010 cresce mais do que em ano da crise, revela Serasa Experian**. Disponível em: <<https://www.serasaconsumidor.com.br/blog/2011/01/11/varia%C3%A7%C3%A3o-da-inadimpl%C3%Aancia-em-2010-cresce-mais-do-que-em-ano-da-crise-revela-serasa-experian-11/>>. Acesso em: 01 de jun. 2017.

Serviço de Proteção ao Crédito - SPC Brasil. **Indicadores de Reserva Financeira de janeiro de 2017**. São Paulo: CNDL. Disponível em: <<https://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/indice/2546>> acesso em: 3 de abr. 2017.