



Universidade de Brasília

Faculdade de Administração, Contabilidade, Economia e Gestão de Políticas Públicas

Departamento de Economia

Investidores no Brasil:

uma análise de composição e determinantes dos portfólios das famílias de 2017 a 2019

Matteo Taverna

Brasília

2020

Universidade de Brasília
Faculdade de Administração, Contabilidade, Economia e Gestão de Políticas Públicas
Departamento de Economia

Investidores no Brasil:
uma análise de composição e determinantes dos portfólios das famílias de 2017 a 2019

Matteo Taverna

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof^{ta}. Dr^a Marina Delmondes de Carvalho Rossi

Brasília
2020

É permitida a reprodução total ou parcial desta publicação, desde que citada a fonte.

Taverna, Matteo

Investidores no Brasil: uma análise de composição e determinantes dos portfólios das famílias de 2017 a 2019/ Matteo Taverna.– Brasília : 2021.

42 p.

Trabalho de Conclusão de Curso de Ciências Econômicas apresentado à Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Universidade de Brasília – UnB

1. Investidores brasileiros. 2.Finanças. I. Título.

AGRADECIMENTOS

O ano de 2020 com certeza não pode ser chamado de “trivial”. Formar e me preparar para um exame complexo como a ANPEC no meio de uma pandemia foi, sem dúvida alguma, uma tarefa que me fez questionar minha capacidade. E é nesse sentido que não posso deixar de agradecer alguns nomes que fizeram parte dessa jornada.

Primeiramente, quero agradecer meus pais e minha irmã pelo apoio e compreensão, principalmente nos momentos de maior estresse e ansiedade. Sempre que precisei, estiveram ao meu lado para me orientar, tanto no emocional quanto no profissional. Creio que não posso deixar de fazer uma menção especial à minha mãe, professora Cláudia Amorim, por sempre me fazer lembrar do quão única e especial é a Universidade de Brasília. Apesar de ser suspeito para falar, creio que seja a profissional mais dedicada que essa Universidade já viu.

Agradeço também minha orientadora, professora Marina Rossi, não somente por me guiar no processo de escrita desse trabalho, mas principalmente pelo apoio na preparação para o exame da ANPEC.

Acredito que o meu maior privilégio nesta vida é poder contar com vários amigos, que me apoiam em absolutamente tudo que faço e me colocam nos eixos nos momentos de maior necessidade. Alguns em especial considero que fazem parte da minha família, e não poderia deixar também de citar. Zoë, Lulu, Camila, Lucas Orsi e Lucas Bandeira, Diego, Lorenzo, Antônio, Clarice, Isabella, Gabriel, Eduardo e Thainá: meu muito obrigado. Vocês são minha luz. E deixo um agradecimento especial ao Lucas Orsi, por auxiliar na revisão gramatical e de formatação desse trabalho.

Por fim, gostaria de agradecer a Econsult Consultoria Econômica, projeto que proporcionou o maior crescimento pessoal e profissional da minha vida. E espero que continue proporcionando para muitíssimos outros universitários nos próximos anos.

RESUMO

Este trabalho busca expor e compreender os determinantes socioeconômicos dos investimentos feitos pelas famílias no Brasil. Para tanto, utiliza-se, principalmente, as bases de dados publicadas pela ANBIMA na pesquisa “Raio-X do Investidor Brasileiro”, perpassando os hábitos de economia e consumo, o grau de conhecimento financeiro e as direções atuais e futuras dos investimentos. Conclui-se que o perfil do investidor brasileiro ainda é considerado conservador, se concentrando na poupança. Além disso, notou-se uma assimetria do grau de conhecimento financeiro e diversificação da carteira ao segmentar a amostra por grau de escolaridade e classificação econômica.

Palavras-chave: Finanças, *Household Finances*, Investimentos

ABSTRACT

This work seeks to expose and understand the socioeconomic determinants of investments made by families in Brazil. For this purpose, the databases published by ANBIMA are used mainly in the “Investor Brazilian X-ray” survey, covering economy and consumption habits, the degree of financial knowledge and the current and future directions of investments. It is concluded that the profile of the Brazilian investor is still considered conservative, focusing on the savings account. In addition, there was an asymmetry in the degree of financial knowledge and diversification of the portfolio when segmenting the sample by educational level and economic classification.

Key-words: Finances, Household Finances, Investments

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – PERCENTUAL DE BRASILEIROS QUE ECONOMIZOU	20
FIGURA 2 – PERCENTUAL DE BRASILEIROS QUE ECONOMIZOU EM 2019 POR CLASSIFICAÇÃO ECONÔMICA	21
FIGURA 3 – ESTRATÉGIAS ADOTADAS PARA ECONOMIZAR	21
FIGURA 4 – EVOLUÇÃO DO PERCENTUAL TOTAL DE INVESTIDORES	22
FIGURA 5 – CRESCIMENTO DO NÚMERO DE CPFs CADASTRADOS NA B3	23
FIGURA 6 – PERCENTUAL DE INVESTIDORES POR CLASSIFICAÇÃO ECONÔMICA EM 2019	24
FIGURA 7 – PERCENTUAL DE INVESTIDORES POR GRAU DE ESCOLARIDADE EM 2019	24
FIGURA 8 – DISTRIBUIÇÃO DE INVESTIDORES POR REGIÃO	25
FIGURA 9 – PERCENTUAL DE RESPOSTA EM CONHECIMENTO SOBRE INVESTIMENTOS (ESPONTÂNEO)	27
FIGURA 10 – PERCENTUAL DE RESPOSTA EM CONHECIMENTO SOBRE INVESTIMENTOS (ESTIMULADO)	28
FIGURA 11 – PERCENTUAL DAS RESPOSTAS À PRIMEIRA PERGUNTA DA METODOLOGIA BIG THREE	29
FIGURA 12 – PERCENTUAL DAS RESPOSTAS À SEGUNDA PERGUNTA DA METODOLOGIA BIG THREE	29
FIGURA 13 – PERCENTUAL DAS RESPOSTAS À TERCEIRA PERGUNTA DA METODOLOGIA BIG THREE	30
FIGURA 14 – PERCENTUAL DE RESPOSTAS DE VEÍCULOS UTILIZADOS PARA DECIDIR O MELHOR PRODUTO FINANCEIRO	31
FIGURA 15 – PERCENTUAL DE RESPOSTA SOBRE ONDE ESTÁ INVESTINDO	32
FIGURA 16 – EVOLUÇÃO DOS PRODUTOS FINANCEIROS UTILIZADOS PELOS INVESTIDORES	33
FIGURA 17 – MÉDIA DO TEMPO DE APLICAÇÃO POR INVESTIMENTO (EM ANOS)	33
FIGURA 18 – PERCENTUAL DE RESPOSTA SOBRE PREFERÊNCIA DE INVESTIMENTOS PARA 2020	34
FIGURA 19 – PREFERÊNCIAS DE ATIVOS PARA 2020 POR CLASSIFICAÇÃO ECONÔMICA	35

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. REVISÃO DA LITERATURA	9
2.1. TEORIA DA ESCOLHA SOB INCERTEZA.....	10
2.2. TEORIAS DE ESCOLHA DE CARTEIRA.....	13
2.3. HOUSEHOLD FINANCES	15
3. ANÁLISE DOS DADOS	19
3.1. INTRODUÇÃO E MÉTODO	19
3.2. PERFIL DE COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR	20
3.3. O CONHECIMENTO FINANCEIRO DOS BRASILEIROS.....	26
3.4. PADRÃO E EXPECTATIVAS DE INVESTIMENTO DOS BRASILEIROS.....	31
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
5. REFERÊNCIAS	37

1. INTRODUÇÃO

As dívidas e os ativos são itens de grande importância no balanço patrimonial das famílias, possuindo funções relevantes na economia de um país. Além de indicar com boa precisão os padrões de vida dos habitantes, também servem como sinalizador para que o Banco Central possa direcionar a política monetária a nível macroeconômico (Feng, Lu e Ma, 2017).

A forma como ativos e dívidas estão alocados em uma família também está relacionada com a exposição domiciliar a possíveis choques econômicos. Ademais, a composição dos portfólios de investimentos possui relação direta com os mecanismos de transmissão das políticas fiscais e monetárias (Mian, Rao e Sufi, 2013).

É sabido que o processo de globalização torna a economia a nível internacional mais integrada e complexa financeiramente, o que se reflete nas decisões dos indivíduos e de suas famílias. Atualmente, os domicílios lidam com questões confusas, como, por exemplo, cartões de crédito, hipotecas de taxas ajustáveis e planejamento previdenciário (Campbell, 2006). Contudo, tomar essas decisões de forma assertiva é um desafio que ultrapassa a simples familiaridade com os conceitos de funcionamento do sistema financeiro (Feng, Lu e Ma, 2017).

Nesse contexto, de uma economia cada vez mais complexa, faz-se necessária a avaliação de como e onde as famílias investem seus recursos, e, principalmente, compreender o porquê de tomarem determinadas decisões em reflexo ao contexto econômico vivido no momento.

Essa análise envolve, implicitamente, a capacidade e o conhecimento dos investidores de tomarem decisões mais assertivas, o que denominamos de educação financeira. Lusardi e Mitchell (2007), usando dados norte-americanos, evidenciaram que a literacia financeira possui impacto direto no planejamento, o que, por conseguinte, contribui com o aumento de riqueza de uma família no longo prazo.

No Brasil, o Decreto nº 7.397, de 22 de dezembro de 2010, instituiu a Estratégia Nacional de Educação Financeira – ENEF, com a intenção de disseminar a educação financeira, fornecendo instrumentos para melhor tomadas de decisões por parte dos consumidores brasileiros (Brasil, 2019). Em 2017, a educação financeira foi incluída na Base Nacional Comum Curricular (BNCC) da educação infantil e do ensino fundamental. Segundo um levantamento realizado pela Associação de Educação Financeira do Brasil (2019), as iniciativas de educação financeira aumentaram em 72% nos cinco anos, contemplando instituições de diversos segmentos.

Contudo, os resultados no processo decisório de investimento ainda não puderam ser observados. Segundo a Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA, 2018) somente 35% dos brasileiros conseguiram economizar algum valor no ano de 2018, sendo que 71% dessa parcela atingiu esse resultado a partir do corte de gastos em itens desnecessários ou com melhor pesquisa acerca dos preços. Somente uma pequena parcela de 13% efetivamente se planejou guardando sobras das rendas mensais ou reservando previamente uma parcela do salário.

Ainda de acordo com a ANBIMA (2018), o brasileiro possui um perfil majoritariamente conservador, em que 88% dos investidores guardam dinheiro na poupança. Em contrapartida, os títulos públicos, que possuem rentabilidade e risco similares à poupança e cuja aplicação pode ser feita pela internet, possuem somente 3% de preferência.

Este cenário pode ser explicado pela desinformação do investidor brasileiro acerca dos modelos de relação entre risco e retorno ótimo. A diversificação de ativos em um portfólio é uma ferramenta proposta por Markowitz (1952) e amplamente utilizada no mercado financeiro, não obstante os dados apresentados pela ANBIMA mostrarem baixa aplicação do conceito.

Diante desse contexto, o presente trabalho se propõe a analisar as tendências dos investimentos familiares brasileiros nos 3 últimos anos, quais sejam, 2017, 2018 e 2019, traçando o perfil socioeconômico desses investidores e explicitando como a literatura econômica compreende determinados movimentos dentro do mercado financeiro.

Para tanto, o trabalho será estruturado em 3 macro seções: revisão da literatura, análise dos dados e considerações finais. A primeira parte expõe a teoria econômica que envolve as decisões de investimento das famílias, perpassando a escolha sob incerteza, teoria de escolha de carteiras e as características que denominam o campo *household finances*. Em seguida, o trabalho apresenta a análise das principais variáveis publicadas pela ANBIMA, em que se destrincha em 3 subseções: perfil de comportamento do investidor, conhecimento financeiro dos brasileiros e padrão e expectativas de investimento dos brasileiros. Por fim, temos as considerações finais.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Nas últimas décadas, a integração econômica tecnológica em escala global gerou diversas mudanças nos mercados financeiros para uma maior coordenação e inovação de seus produtos. Além disso, políticas de integração, como as da União Europeia, afetaram substancialmente o comportamento das famílias no âmbito financeiro. Pode-se citar, por exemplo, o maior uso de cartões de crédito, o crescimento dos fundos de participação mútua e a maior relevância da pensão privada (Guiso, Haliassos e Jappelli, 2000).

Considerando datas ainda mais recentes, pode-se ainda argumentar que o surgimento das *Fintechs* (empresas do ramo de tecnologia com o objetivo de inovar ou otimizar o mercado financeiro) cria mudanças significativas no mercado financeiro. Agarwal e Chua (2020) encontraram evidências relevantes de que as *Fintechs* impactam positivamente as famílias via aumento do consumo e empréstimos.

Diante de tais mudanças na forma que os consumidores enxergam e lidam com seus ativos e despesas, junto com suas implicações para a economia como um agregado, é natural que cresça em proporção similar o interesse pela compreensão das movimentações observadas no mercado financeiro. As subseções abaixo buscam elucidar os principais estudos da ciência econômica que contribuem para a compreensão de tais fenômenos.

2.1. TEORIA DA ESCOLHA SOB INCERTEZA

É pouco útil discutir os modelos para tomada de decisão em portfólios sem antes apresentar brevemente a teoria microeconômica que embasa todos esses trabalhos: a escolha sob incerteza. A maioria dos modelos econômicos considera a existência de certeza no ambiente. Ou seja, os agentes conhecem exatamente a consequência de suas ações e a utilidade derivada delas. Apesar da realidade ser, por natureza, incerta, é de baixa relevância e demasiada complexidade acrescentar tal característica aos modelos na maioria das vezes.

Contudo, em algumas situações, a incerteza é a raiz do problema, como, por exemplo, em decisões de investimentos. As famílias não conhecem o resultado da alocação de seus recursos, e consideram isso em sua tomada de decisão.

Um dos trabalhos pioneiros de maior relevância para a teoria da escolha sob incerteza foi a publicação do livro “*Theory of Games and Economic Behavior*” em 1944, escrito pelos matemáticos e economistas Oskar Morgenstern e John von Neumann, e que originou a utilidade de von Neumann Morgenstern. A publicação forneceu as bases axiomáticas para a teoria da utilidade esperada de Daniel Bernoulli e a consolidou como uma ferramenta de relevância para o instrumental econômico (Cusinato, 2003).

Resumidamente, os autores demonstraram que, satisfazendo certos axiomas, a utilidade esperada poderia ser representada por uma função de utilidade, viabilizando um tratamento matemático para a teoria mais sofisticado e mais adequado à literatura econômica moderna.

Podemos mostrar a ideia da utilidade esperada com um simples exemplo: um agente hipotético considera adquirir uma ação (participação da empresa), que irá, posteriormente, valorizar, desvalorizar, ou preservar seu preço inicial. Essa situação define, simplificadamente¹, três possíveis estados da natureza para o investidor, que, sabendo disso, considera a sua satisfação esperada antes de tomar sua decisão.

Esse é um conceito chave para compreender toda a base teórica da escolha sob incerteza, e, mais especificamente no objeto de análise do presente trabalho: as decisões de investimentos das famílias.

Voltando ao conceito da utilidade de Von Neumann-Morgenstern, a equação abaixo apresenta a utilidade esperada ($Eu(X)$) de uma loteria em caso discreto:

$$Eu(X) = \sum_{i=1}^n p_i u(x_i)$$

¹ Claramente, a distribuição de probabilidades para o preço de uma ação é um espaço contínuo, e não simplesmente definido por 3 estados da natureza.

Atentando-se a certos detalhes matemáticos, pode-se também calcular a utilidade esperada em distribuições de probabilidade contínuas por meio da seguinte equação:

$$Eu(X) = \int u(x)p(x)dx$$

Em que:

p_i = probabilidade do evento i ocorrer;

$u(x_i)$ = utilidade do consumo x no estado de natureza i ;

$p(x)$ = função de densidade de probabilidade

Ou seja, a utilidade pode ser definida como uma soma ponderada das funções de consumo de estado ponderadas pelas probabilidades de ocorrência². Vale também salientar a independência dos estados de natureza, em que as decisões de consumo em um dos cenários independem das escolhas projetadas para os outros cenários. Essa propriedade é uma hipótese acerca das preferências dos indivíduos (e que pode ser violada), consequência do fato de que somente um dos estados de natureza irá de fato ocorrer (Varian, 1992).

Claramente, se situações de risco podem ser modeladas como relações de preferências, diferentes indivíduos ordenam de maneira diferente suas escolhas em relação à incerteza. A principal distinção relevante para este trabalho é o conceito de aversão ao risco e suas possíveis mensurações.

Podemos utilizar um exemplo para ilustrar a intuição da aversão ao risco. Suponha que é oferecido a um agente as seguintes possibilidades: ganhar R\$ 50 com certeza, ou participar de uma aposta de cara ou coroa. Se ganhar, recebe R\$ 100. Caso contrário, não receberá nada. Supondo que a moeda está equilibrada, o *payoff* esperado nos dois cenários é igual a R\$ 50³.

Um agente insensível ao risco ficaria indiferente entre entrar na aposta ou receber com certeza os R\$ 50. Contudo, as pessoas podem derivar ordenamentos de preferência diferentes para as situações de risco.

Um agente avesso ao risco teria uma redução na sua satisfação por ter que participar da aposta (uma situação incerta). Logo, essa pessoa aceitaria receber com certeza um valor um pouco inferior (digamos, R\$ 45) para se livrar do risco. Agentes avessos ao risco possuem utilidades esperadas estritamente côncavas.

² De maneira similar às funções de utilidade convencionais, a utilidade esperada pode sofrer transformações sem perder a representação do agente. Contudo, somente transformações afins positivas mantêm a relação de preferências (Varian, 1992).

³ Pode-se extrair a aversão ao risco da própria função de utilidade de Bernoulli, conforme é descrito no trecho subsequente. Para tanto, um teorema relevante para o embasamento matemático é a Desigualdade de Jensen (Cusinato, 2003).

Simetricamente, propensão ao risco significa que os agentes possuem uma maior utilidade por estar participando da situação de risco. Assim, eles aceitariam não participar da aposta somente se concedêssemos valores superiores a R\$ 50. Em paralelo, as funções de utilidade são estritamente convexas.

Porém, pode ser útil também termos ferramentas para não somente categorizar, mas também medir a aversão ao risco e extrair *insights* de relevância. Dessa forma, podemos compreender melhor as diferenças entre os agentes de uma mesma classificação.

Pratt (1964) propôs algumas medidas de aversão ao risco que futuramente seriam conhecidas como coeficientes de Arrow-Pratt. A ideia base seria mensurar a aversão ao risco por meio do equivalente de certeza, ou seja, o quanto um agente estaria disposto a receber com probabilidade 1 em troca de não participar da loteria⁴ (Pratt, 1964).

A partir dessas medidas, foi possível compreender melhor a variabilidade da relação dos agentes com a incerteza e testar, por exemplo, de que maneira variáveis sociodemográficas afetam a aversão ao risco, como gênero e desemprego (Halek e Eisenhauer, 2001).

Em posse das ferramentas relevantes para a análise da escolha sob incerteza, pode-se prosseguir para a compreensão das principais teorias que orientam as decisões de investimento.

⁴ Em paralelo ao equivalente de certeza, podemos definir o conceito de prêmio pelo risco. Este seria a diferença entre o valor esperado da loteria e o equivalente de certeza. Ou seja, agente mais propensos ao risco possuem maior prêmio pelo risco, por receberem uma desutilidade ao participar de uma situação de incerteza.

2.2. TEORIAS DE ESCOLHA DE CARTEIRA

As primeiras concepções para embasar a escolha de um portfólio definiam que os investidores deveriam maximizar os retornos totais, corrigidos pelo desconto temporal. Markowitz (1952) desenvolveu seu modelo partindo de um agente alocando seus ativos financeiros para consumo em um único período. Assim, o retorno esperado e o risco de cada ativo eram os determinantes, além da covariância dos retornos entre os diversos ativos (ou, em equivalente, os ativos possuem distribuição conjunta normal) (McCarthy, 2004). Os frutos deste trabalho são as análises já muito conhecidas e utilizadas de média variância.

Tobin (1958) amplia os esforços passados ao incluir a existência de um ativo livre de risco, tomando como base a teoria da Preferência pela Liquidez keynesiana. O objetivo de Tobin é avaliar como a moeda (ou ativos livres de risco, de forma mais geral) são considerados pelos agentes econômicos em suas decisões de investimento. Nas palavras do autor: “a preferência pela liquidez deve ser tratada como uma explicação para a existência e nível, não da taxa de juros, mas o diferencial entre possuir moeda ou possuir outros ativos” (Tobin, 1958, tradução do autor).

Um motivo relevante para compreender a preferência pela liquidez enunciado pelo autor é a imprevisibilidade relativa da taxa de juros futura, que pode causar flutuações nas remunerações dos portfólios. O principal resultado do modelo é o que ficou conhecido como o Teorema da Separação de Tobin, ou seja, todos os investidores possuirão o mesmo portfólio de ativos com risco e um percentual do ativo livre de risco. Dependendo da aversão ao risco do consumidor, a porção do ativo livre de risco pode ser positiva ou alavancada.

A contribuição de Tobin foi posteriormente trabalhada por Sharpe (1964), desenvolvendo o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), sendo o primeiro modelo de equilíbrio de preços a considerar o risco como uma variável determinante. No que concerne ao interesse do trabalho, podemos ressaltar que o CAPM prevê que todos os investidores terão o mesmo portfólio de ativos, porém em proporções diferentes. Além disso, os preços dos ativos terão relação linear com a correlação entre eles e o portfólio de mercado (McCarthy, 2004). Matematicamente, o modelo CAPM se expressa pela seguinte equação:

$$\overline{R}_a = R_0 + \frac{\sigma_{ae}}{\sigma_{ee}} (\overline{R}_e - R_0)$$

Em que:

\overline{R}_a = retorno esperado do ativo (ou portfólio);

R_0 = retorno do ativo livre de risco;

\overline{R}_e = retorno da carteira de mercado;

σ_{ae} = covariância entre o retorno do ativo e o portfólio do mercado;

σ_{ee} = variância do retorno do mercado.

Apesar de ainda útil para a tomada de decisões nos investimentos, as previsões do CAPM, tanto em termos de comportamentos individuais quanto em relação à precificação de ativos, foram rejeitadas por avaliações empíricas.

Os modelos até aquele momento desconsideravam a relação entre vários períodos temporais para a tomada de decisão do investidor. Percebendo que levar em conta tais fatores poderia levar a conclusões substancialmente diferentes, Samuelson (1969) e Merton (1969) desenvolveram seus próprios trabalhos.

Partindo da premissa de um agente que não possui custos de transação, com livre acesso a fundos de empréstimos, sem restrições de acesso a portfólios e sem renda proveniente de seu trabalho, os autores chegaram a uma conclusão interessante: desde que a função de utilidade fosse do tipo isoelástica (ou ARRC), os agentes tomariam as mesmas decisões de investimento ao longo de todo seu período de vida.

A teoria de escolha da carteira ótima desenvolveu-se significativamente nos anos seguintes. O avanço das pesquisas e o progresso computacional permitiram o relaxamento de hipóteses pouco realistas adotadas pelos modelos pioneiros da área, aproximando as conclusões dos estudos com os resultados observados empiricamente.

Apesar da relevância inegável dos modelos criados subsequentemente, suas particularidades e complexidades fogem do foco teórico do presente trabalho, em que nos interessa compreender, em particular, como as famílias decidem suas alocações de investimento.

2.3. HOUSEHOLD FINANCES

A presente seção busca evidenciar as principais características dos agentes que compõem os chamados domicílios, e como pode-se ampliar as teorias vistas até o momento para explicar as suas alocações financeiras.

As famílias enfrentam diariamente dilemas bastante complexos envolvendo decisões acerca de suas finanças. Qual o melhor financiamento para comprar um carro ou um imóvel? Eles deveriam contratar um seguro de vida? Como devem criar uma reserva financeira para seus filhos? Deve-se preferir usar um cartão de crédito, débito ou dinheiro?

Tais problemas (uma pequena parcela dentro de uma lista enorme) muitas vezes podem ser resolvidos com orientação: um auxílio de profissionais ou pelo aprendizado dos próprios agentes. Em outros casos, o comportamento dos agentes se desvia significativamente do previsto pelos modelos.

Na seção que tratou sobre a teoria da escolha sob incerteza, apresentou-se brevemente o conceito de mensuração da aversão ao risco (citados como coeficientes de Arrow-Pratt). Para melhor entender a heterogeneidade das famílias, podemos desenvolver um pouco mais a aplicação dessa ferramenta.

Os coeficientes de aversão ao risco nada mais são do que indicadores das preferências individuais em situações de incerteza. Guiso e Sodini (2013) enunciam certos motivadores para estudarmos tais preferências, sendo esses:

1. Maior efetividade no ajuste dos modelos de otimização de carteira;
2. Bases empíricas para modelos de *asset pricing* com agentes heterogêneos;
3. Maior compreensão da influência de aversão ao risco variável com o tempo nos modelos de precificação de ativos;
4. Melhor entendimento das variações de bem-estar decorrentes de práticas financeiras incorretas, como a baixa diversificação de ativos.

A aversão ao risco é um conceito chave em modelos de otimização de portfólios cuja base é o entendimento da utilidade proposto por von Neumann e Morgenstern, correlacionando o montante investido em ativos de risco e as preferências em situação de incerteza do indivíduo.

Segundo os autores, os pesquisadores que buscam mensurar essas preferências adotam, simplifadamente, duas abordagens distintas: a primeira busca inferir esses valores por meio de comportamentos em experimentos e questionários.

Já a segunda, denominada de abordagem por preferência revelada, utiliza a proporção da riqueza investida em ativos de risco (ω) para se obter a aversão ao risco. Por exemplo, no

modelo de Merton (1969), a proporção ótima do investidor i pode ser descrita pela equação abaixo:

$$\omega_i = \frac{Er_i^e}{\gamma_i \sigma_i^2}$$

Em que:

ω_i = percentual ótimo do total investido alocado nos ativos de risco;

Er_i^e = prêmio de risco esperado;

γ_i = grau de aversão relativa ao risco de Arrow-Pratt;

σ_i^2 = volatilidade do retorno dos ativos de risco.

Assim, podem ser utilizadas observações empíricas da participação nos ativos de risco para se obter o grau de aversão ao risco, bastando manipular a equação.

Tão importante quanto quantificar as preferências em relação ao risco é trazer estudos que expliquem a variabilidade dessas características entre os agentes, apresentando abordagens de outros campos de outras ciências, como psicologia e biologia.

Guiso e Sodini (2013) revisaram as principais pesquisas que tratam das condições relevantes para a heterogeneidade da aversão ao risco, podendo-se resumir entre os seguintes fatores:

1. Renda e riqueza;⁵
2. *Background Risks*: riscos que não podem ser evitados ou diversificados;
3. Consumo de bens que envolvam comprometimento, como imóveis, carros, etc.;
4. Fatores demográficos;
5. Experiências passadas com situações de risco;
6. QI e personalidade;
7. Fatores genéticos.

Entender melhor como podemos interpretar, medir e incorporar o comportamento das famílias frente ao risco mostra-se fundamental para ampliarmos as possíveis explicações dos fenômenos observados no mercado financeiro, como os questionamentos enunciados no início dessa seção.

⁵ Um fato estilizado dentro dessa linha de pesquisa é que a aversão absoluta ao risco é decrescente com a renda. Contudo, existe ainda um amplo debate acerca dos efeitos do aumento da renda para a aversão relativa ao risco (Guiso e Sodini, 2013).

A compreensão dessas características, acompanhada do aumento na capacidade de processamento dos computadores, permitiu a elaboração de modelos que abandonam a abordagem tradicional de se utilizar um agente representativo em prol de incorporar a heterogeneidade entre os diferentes grupos participantes da economia.

Por exemplo, Andrés, Bosca e Ferri (2017) empregam em seu modelo N domicílios que se diferenciam pelas suas condições de acesso a crédito, grau de impaciência e se possuem casa própria. Ao utilizar dados da economia estadunidense, os autores puderam testar diferentes respostas a políticas fiscais, a depender das características dos agentes.

Outra abordagem que recebe notório destaque é a das finanças comportamentais, em que se utilizam conceitos financeiros, econômicos e psicológicos para explicar assimetrias entre as teorias clássicas e o que é de fato observado empiricamente.

Ao tomar decisões que envolvem alocações de recursos, principalmente questões de alta complexidade, fatores psicológicos e emocionais podem apresentar uma influência de grande relevância no julgamento final. Neste sentido, a premissa de um agente consistentemente racional abordada pela teoria da utilidade esperada clássica pode não ser sempre verdadeira.

Kimura, Basso e Krauter (2006) elencam aspectos comportamentais geradores de vieses cognitivos, dos quais podemos destacar:

1. Dissonância cognitiva – busca dos indivíduos de se aproximar ao máximo as atitudes de seus reais objetivos. Em uma perda financeira de um investimento, o agente pode “apaziguar” o prejuízo para não sentir o real impacto psicológico do resultado. Tal aspecto pode explicar a repetição do comportamento que levou ao resultado negativo no futuro.
2. Inconsistência – discrepância entre princípios manifestados e comportamento observado. Por exemplo, a diversificação de um portfólio é um conceito amplamente divulgado e reconhecido. Todavia, as evidências empíricas mostram que poucos investidores de fato diversificam suas carteiras de modo ótimo.
3. Ancoragem e conservadorismo – as pessoas tendem a ser influenciadas por valores previamente percebidos em situações de incerteza, criando um viés de comportamento.
4. Arrependimento – agentes consideram cenários com sensação de arrependimento ao tomar decisões em situação de incerteza. Se considerarmos a realidade de investimentos, tal característica pode afetar a participação de ativos de alto e baixo risco na carteira.

Esta seção evidencia as principais ferramentas teóricas úteis para explicar movimentos do mercado financeiro, principalmente quando pensamos especificamente em famílias. Optou-se por citar somente uma pequena parcela de toda a teoria por trás desse campo, selecionada por sua relevância nas análises.

3. ANÁLISE DOS DADOS

3.1. INTRODUÇÃO E MÉTODO

Entender minuciosamente a realidade dos investidores brasileiros representa uma tarefa nada trivial. Como visto na seção anterior, existem diversas formas de diferenciar preferências na realidade em que se encaixam os investimentos. E existe um número maior ainda de motivadores para essa heterogeneidade.

Felizmente, a importância do tema é conhecida e, portanto, dispõe-se de dados fundamentais para a análise. O presente trabalho utilizará como base as pesquisas “Raio X do Investidor Brasileiro”, publicada pela ANBIMA desde 2018 e que mapeia os hábitos de poupança e investimento dos brasileiros por meio de um questionário aplicado presencialmente.

A pesquisa na edição de 2020 entrevistou 3433 pessoas com 16 anos ou mais, das classes A, B e C, economicamente ativas e que possuem algum tipo de renda (ativa ou de aposentadoria). O recorte equivale a 96,3 milhões de brasileiros, correspondendo a 58% da população com 16 anos ou mais. Além disso, foram entrevistadas pessoas de 149 municípios⁶. As edições de 2018 e 2019 entrevistaram 3374 e 3452 pessoas, respectivamente.

Sua terceira edição foi publicada em 2020, almejando compreender os principais dilemas enfrentados no processo decisório ao investir. Além disso, a pesquisa traça o perfil socioeconômico dos investidores brasileiros, seção que será a mais explorada no presente trabalho. Serão apresentadas relações não mostradas inicialmente no relatório publicado pela ANBIMA, com a finalidade de aprofundar o entendimento.

Os dados serão expostos com o auxílio de gráficos e de tabelas, escolhendo sempre a visualização que mais facilita a visualização das correlações propostas no âmbito deste trabalho. Além disso, dados de outros institutos relevantes (como IBGE e CVM) serão utilizados para apresentar históricos e tendências macroeconômicas, além de justificar correlações e análises apresentadas.

Por fim, ressalta-se que a pesquisa sofreu modificações ao longo dos 3 anos de suas publicações, incluindo e retirando perguntas do questionário original. Portanto, não será sempre possível (e relevante) apresentar a evolução de certas respostas nos últimos 3 anos.

⁶ Vale notar que os relatórios possuem em seu título o ano seguinte à aplicação da pesquisa. Ou seja, o relatório de 2020 corresponde às entrevistas realizadas em 2019, sendo assim também para os dois anos anteriores.

3.2. PERFIL DE COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR

Investir e criar uma reserva financeira está altamente correlacionado com o hábito de poupar. Apesar de diversas famílias incluírem em seu planejamento prévio um valor fixo a ser investido, uma parcela significativa avalia a possibilidade de investir somente se houver uma sobra da sua renda mensal.

Nesse sentido, ainda existe um caminho significativo a ser percorrido para a realidade brasileira. A figura 1 mostra o percentual de brasileiros que conseguiu ou não economizar algum valor ao final dos anos de 2017 a 2019.

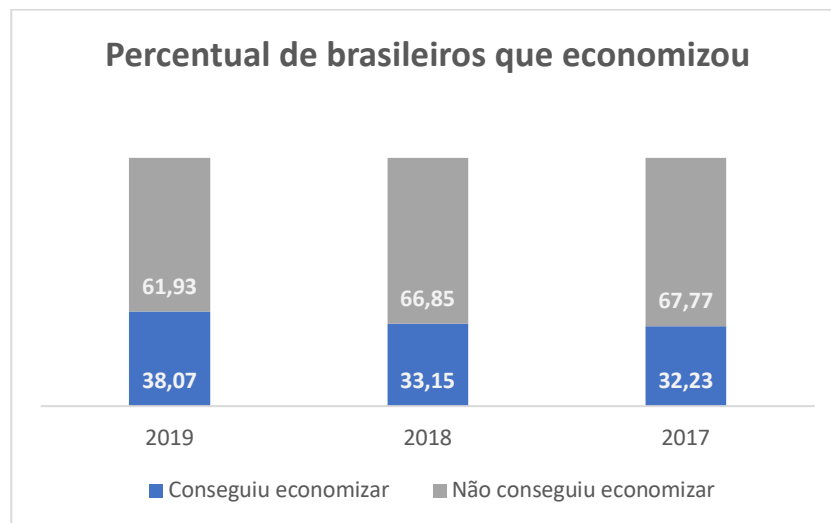


Figura 1: Evolução do percentual de brasileiros que economizou. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Apesar de ainda existir espaço para melhora, houve um crescimento de 5,84% no número de brasileiros que conseguiu economizar. Esse valor é possivelmente motivado pelo breve momento de recuperação da atividade econômica brasileira em 2019, gerando renda para cobrir gastos além das despesas fixas da família.

Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), a projeção de crescimento do PIB para o Brasil no ano de 2020 é de -5,8%. A pandemia decorrente do vírus Sars-CoV-2 teve um impacto direto nesse resultado, sob duas motivações principais: primeiramente, pelo impacto do fechamento do comércio e nas consequências da doença para a economia como um todo. Além disso, o impacto na economia internacional diminuiu o fluxo de capital para economias emergentes, como o Brasil (FMI, 2020).

Dessa forma, é natural concluir que existe uma expectativa para a retração no número de pessoas que conseguiu economizar em 2020. Corroborando com essa ideia, uma pesquisa realizada pela Xpeed, braço de educação da XP Investimentos, apurou que a pandemia fez com que 3 em cada 10 brasileiros atrasassem o pagamento de contas, enquanto 41% não conseguiram pagar uma despesa inesperada no valor mensal de sua renda (Xpeed, 2020).

Essa situação tende a ser mais evidente ao segmentarmos a população de acordo com o seu poder econômico. A figura 2 mostra o percentual de brasileiros que conseguiu ou não economizar em 2019 por classificação econômica.

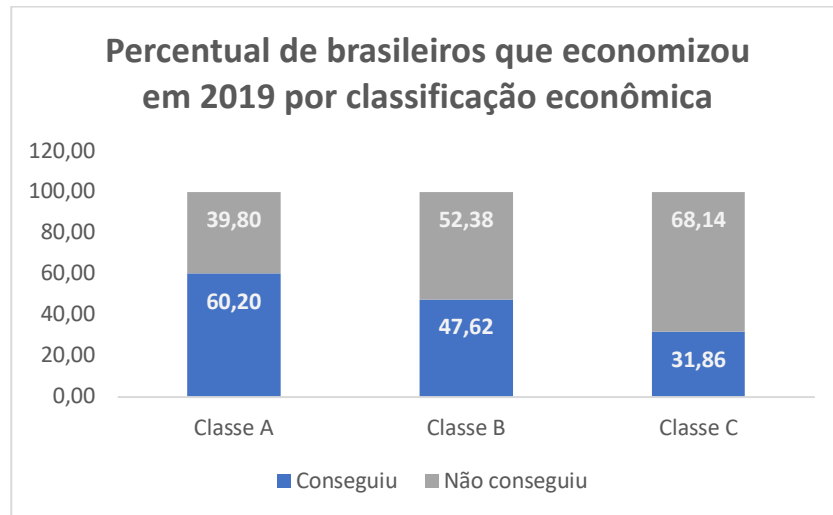


Figura 2: Percentual de brasileiros que economizou em 2019 por classificação econômica. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Apesar de pessoas da classe C corresponderem a 54% dos entrevistados que conseguiram economizar, pode-se perceber uma diferença na capacidade de guardar dinheiro. A diferença de 28 pontos percentuais entre os poupadores das classes A e C é facilmente justificada pelo maior poder econômico e, conseqüentemente, maior disponibilidade financeira.

Dentre as atitudes adotadas pelos indivíduos que conseguiram economizar algum valor em 2019, destacam-se: evitar compras desnecessárias (47%), guardar uma parcela do salário mensalmente (35%) e controlar melhor as despesas (34%). A figura 3 destrincha as respostas obtidas na pesquisa.

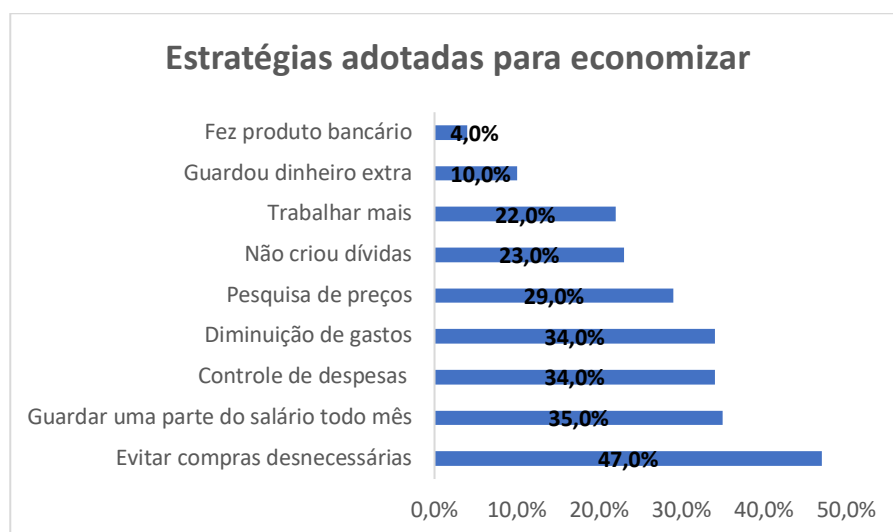


Figura 3: Estratégias adotadas para economizar. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Nesse sentido, é interessante perceber que somente 4% dos participantes que criaram uma reserva efetivamente investiu em produtos bancários pensando em economizar, sendo a maior parte das estratégias voltada à intenção de reduzir e/ou evitar custos.

Ao avaliarmos a evolução do total de investidores, percebe-se uma evolução de 4 pontos percentuais em 2019, após um período de constância em 2017 e 2018.

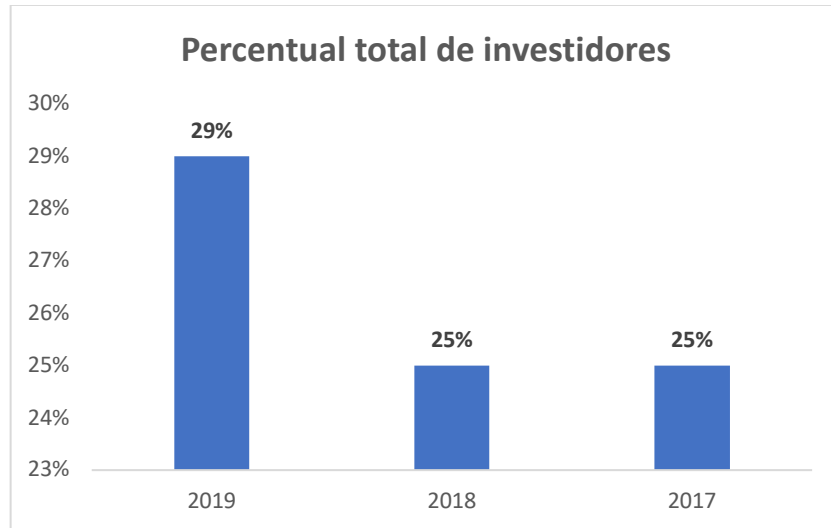


Figura 4: Evolução do percentual total de investidores. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Assim como quando analisamos o crescimento dos entrevistados que conseguiram economizar, a retomada econômica de 2019 possui correlação com esse resultado. A ideia é bastante intuitiva: como o investimento implica abstenção do consumo presente para a possibilidade de um maior retorno no futuro, muitas pessoas só consideram investir caso haja uma sobra monetária. Assim, havendo maior disponibilidade financeira, o que facilita a obtenção de economias, é esperado que haja também um aumento na disposição das famílias a investir.⁷

É importante deixar claro que o termo investimento não se restringe somente a aplicações financeiras, e possui interpretações diversas para os diferentes agentes. Pode-se incluir a compra de imóveis, carros, educação, dentre outros (ANBIMA, 2020).

Outra movimentação de destaque é o recente crescimento no número de investidores na bolsa brasileira (B3), chegando a um aumento de 88,7% de 2019 para novembro de 2020.

A explicação parte do valor historicamente baixo da taxa básica de juros (SELIC) em 2%, corroendo a rentabilidade dos ativos de renda fixa mais conservadores. Aliando esse fato

⁷ Vale salientar que a disponibilidade financeira é um mecanismo que facilita a **execução** do investimento pelas famílias. Todavia, como visto na revisão de literatura, existem diversos fatores que impactam na **disposição** a investir, como, por exemplo, a confiança do consumidor na economia.

aos danos econômicos causados pela pandemia, percebeu-se um aumento no número de investidores buscando na bolsa uma oportunidade de crescer seus ganhos (InfoMoney, 2020).

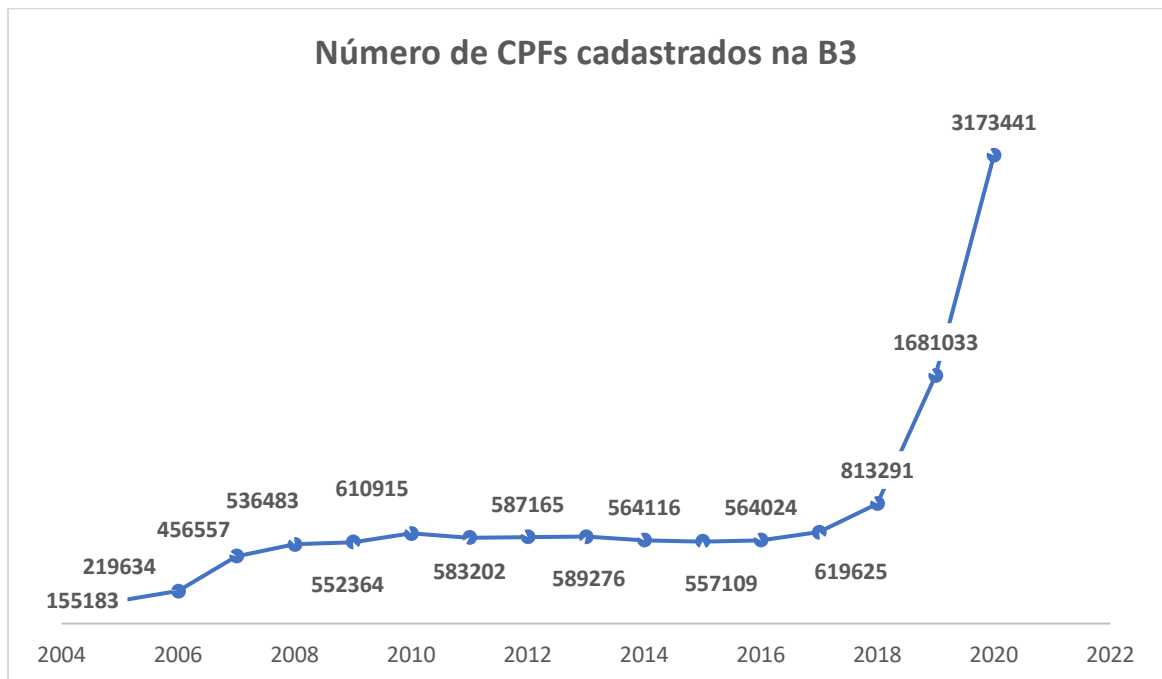


Figura 5: Crescimento do número de CPFs cadastrados na B3. Fonte: B3 (2020). Elaboração do autor.

Outro ponto a ser notado para explicar o aumento do número de investidores é o substancial crescimento de informações financeiras na internet, divulgadas por blogs, sites especializados, corretoras, *youtubers*, *influencers*, etc. Segundo a pesquisa da ANBIMA (2020), entre os investidores, 32% citam o uso desses veículos como fonte de aprendizado e auxílio decisório nos investimentos.

Novamente, o percentual de investidores difere substancialmente ao segmentarmos por variáveis socioeconômicas. Enquanto o número de indivíduos do sexo masculino que declarou ter feito algum investimento se manteve estável entre 2017 e 2019, o número de mulheres apresentou um aumento de 5,16%, registrando 19,38% em 2017 e 26,20% em 2019.

Separando por classificação econômica, há uma diferença significativa entre as classes, em que 53,3% dos brasileiros pertencentes a classe A realizaram algum investimento em 2019. Enquanto isso, somente 22,1% dos indivíduos da classe C investiram.

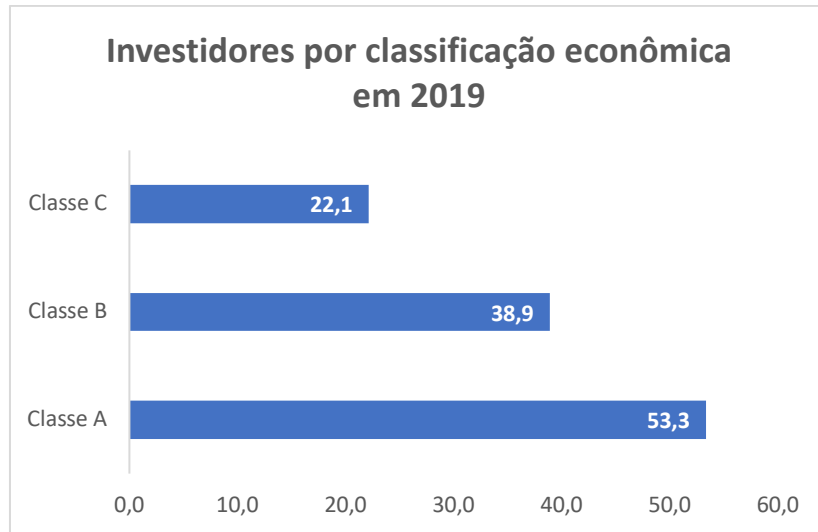


Figura 6: Percentual de investidores por classificação econômica em 2019. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Outro fator relevante é a escolaridade. Já se sabe que a educação financeira tem impacto direto no melhor planejamento e, conseqüentemente, nas decisões de investimento das famílias (Lusardi e Mitchell, 2007).

Na próxima seção o conhecimento financeiro será discutido com mais cuidado, contudo, já se pode perceber uma diferença significativa no percentual de investidores de acordo com o grau de escolaridade.

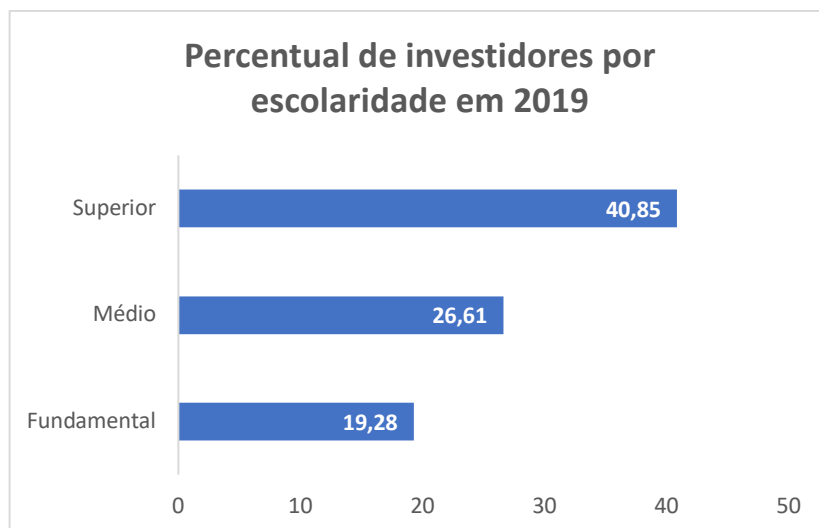


Figura 7: Percentual de investidores por grau de escolaridade em 2019. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Os 21,57 pontos percentuais de diferença entre os indivíduos com ensino superior e fundamental é um fato já esperado, visto que existe uma relação positiva entre escolaridade e

educação financeira.⁸ Vale notar, todavia, que parte dessa assimetria pode ser explicada pela correlação entre renda e escolaridade. Nesse sentido, a diferença percentual é, em parte, efeito também da renda.

Os investidores brasileiros são majoritariamente homens (58,6%), na faixa de 16 a 34 anos (44%). Além disso, indivíduos das classes B e C correspondem à maior parte dos investidores, representando 41,49% e 49,04% da amostra, respectivamente.

A maior parte das pessoas que realiza algum investimento se concentra na região Sudeste, representando 43% da amostra. Em seguida, temos o Nordeste (18%) e Sul (17%).

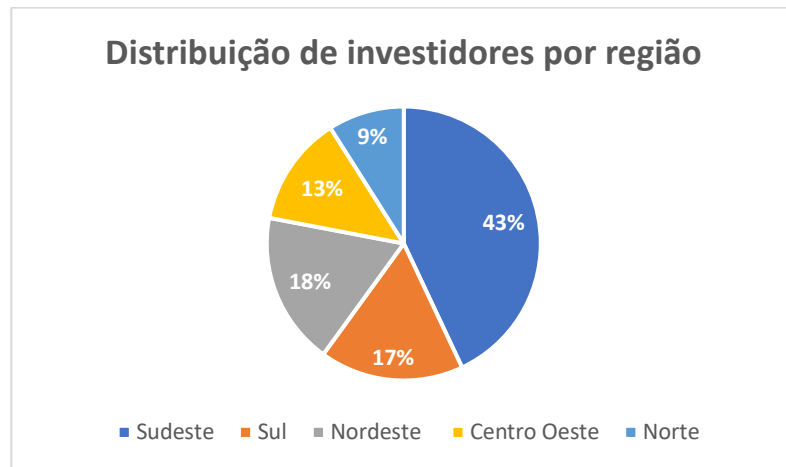


Figura 8: Distribuição de investidores por região. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

A grande concentração de investidores na região Sudeste pode ser explicada, primeiramente, pelas condições de destaque frente à média nacional em logística, tamanho de mercado e investimento, favorecendo o empreendedorismo e, conseqüentemente, aumentando o número de investidores (SEBRAE, 2015).

⁸ Gorla *et al.* (2016) verificaram o nível de educação financeira e seus motivadores de 1937 alunos de ensino médio da rede pública de Blumenau (SC). Apesar da grade curricular não incluir educação financeira, os autores perceberam um aumento da percepção sobre os tópicos relacionados a finanças em alunos com mais anos de estudo.

3.3. O CONHECIMENTO FINANCEIRO DOS BRASILEIROS

A seção anterior buscou analisar o perfil socioeconômico dos participantes da pesquisa, e, conseqüentemente, dos indivíduos que realizaram algum tipo de investimento. Aqui, serão apresentados os principais dados relacionados aos conhecimentos financeiros dessas pessoas, auxiliando no entendimento de como isso pode se refletir em como e onde ocorrem os investimentos no Brasil.

Em território nacional, ainda existe muito espaço para melhora. Segundo Savoia *et al.* (2007), existem pouquíssimos esforços das esferas privadas e públicas em divulgar ferramentas e métodos de organização financeira, consistindo em ações pontuais para públicos específicos, em vez de uma estrutura de impacto efetivo na sociedade.

Esse estudo corrobora com dados nacionais e internacionais recentes. 36% dos brasileiros não consegue controlar suas finanças, seja por falta de conhecimento, seja por não ter mecanismos que evitem o consumo não planejado (CNDL e SPC BRASIL, 2019).

Ao buscar explicações para essa realidade ainda atual, Savoia *et al.* (2007) aponta que

O extenso período de inflação comprometeu a capacidade de planejamento econômico-financeiro de longo prazo. Com a abertura econômica, no início dos anos 1990, e o processo de estabilização do Plano Real, o mercado financeiro nacional se transformou e criou novos instrumentos, aumentando a complexidade dos produtos oferecidos. Desse modo, os indivíduos e as famílias passaram a demandar maior conhecimento e informação atualizada, para tomarem as suas decisões financeiras de forma fundamentada e segura. Apesar dessas mudanças, a educação financeira não foi agregada, de maneira oficial, nas grades curriculares e, nas universidades, não se constata uma ação efetiva e duradoura. Tal realidade reflete uma atuação ainda insuficiente do MEC, no que tange à inserção do tema em todos os níveis de ensino.

Podemos analisar o componente de conhecimento sobre finanças na pesquisa realizada pela ANBIMA (2020) em dois tópicos: informações gerais e avaliação *Big Three*. A primeira consiste em perguntar que tipo de investimentos o entrevistado conhece, de forma espontânea e estimulada.⁹

A figura 9 abaixo apresenta as principais respostas do questionamento espontâneo, no total da amostra.

⁹ Perguntas espontâneas são as que o entrevistador deixa para o respondente falar sem sugerir respostas. Em contraste, as estimuladas envolvem opções apresentadas no momento da pergunta.

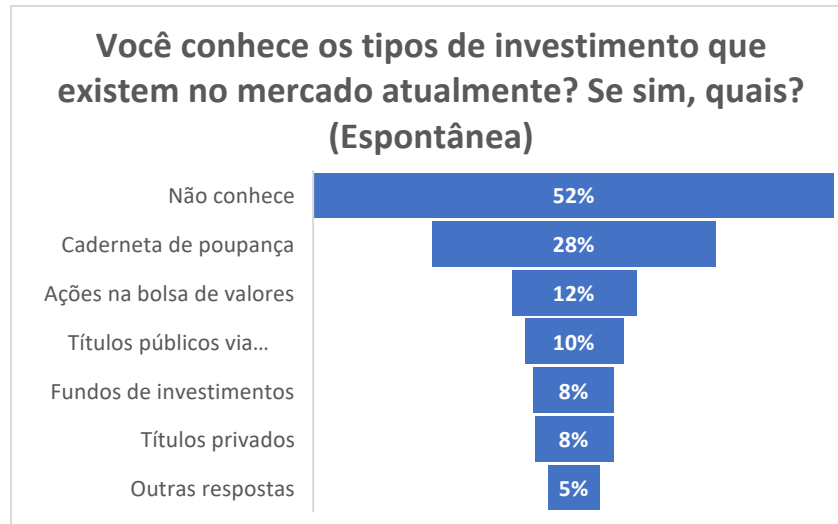


Figura 9: Percentual de respostas em conhecimento sobre investimentos (espontâneo). Fonte: ANBIMA (2020).
Elaboração do autor.

A maioria dos brasileiros (52%) não conseguiu elencar algum tipo de investimento, e a caderneta de poupança foi a aplicação mais citada, com uma boa margem de diferença. Ao segmentarmos por classificação econômica e escolaridade, percebemos mais claramente os efeitos já citados na seção anterior da renda e estudo.

Enquanto somente 29,67% dos entrevistados que possuíam ensino fundamental completo conhecem algum investimento, 45,93% e 67,65% dos participantes com ensino médio e superior, respectivamente, demonstraram conhecer alguma aplicação de forma espontânea. Essa diferença, mais uma vez, se justifica pela correlação entre grau de escolaridade e educação financeira.

Diferenciando por classificação econômica, percebe-se que a maioria dos entrevistados da Classe C (60,04%) não soube responder à pergunta, enquanto somente 31,79% dos indivíduos da classe A também não conseguiram.

Interessante notar que existe uma diferença significativa no percentual de resposta dos indivíduos ao segmentarmos por gênero: 57,92% das mulheres não elencou qualquer investimento, enquanto somente 46,78% dos homens não respondeu.

A assimetria de conhecimento financeiro por gênero é um fato já conhecido pelas pesquisas nas ciências econômicas. Lusardi e Mitchell (2007) perceberam uma falta de conhecimento sobre investimento pelas mulheres nos Estados Unidos, principalmente as de idade mais avançada. Esse fato é especialmente preocupante ao considerar a maior expectativa de vida feminina, em que o planejamento para uma aposentadoria saudável é ainda mais importante.

Apesar de vários estudos apontarem um melhor desempenho das mulheres em relação à gerência financeira da casa no dia a dia, o principal déficit frente aos homens tende a envolver diversas outras questões de impacto extremamente relevante no planejamento das famílias, como os investimentos. (Hung *et al.*, 2012).

Além da pergunta de forma espontânea, a pesquisa realizada pela ANBIMA também questionou os entrevistados de forma estimulada, em que os resultados gerais são apresentados na figura 10 abaixo.

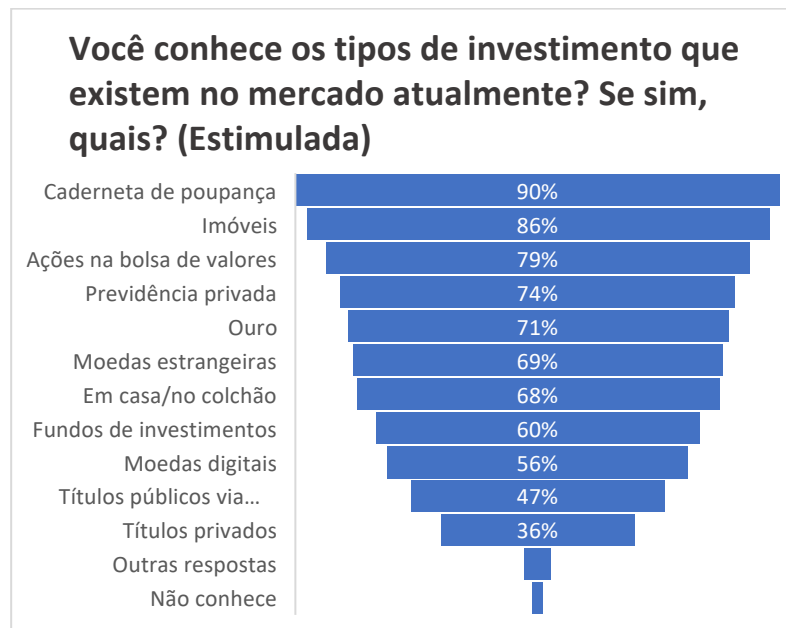


Figura 10: Percentual de respostas em conhecimento sobre investimentos (estimulado). Fonte: ANBIMA (2020).
Elaboração do autor.

Ao estimular a resposta dos entrevistados, vemos que a diferença de respostas é extremamente notável. A poupança segue sendo a líder, conhecida por 90% dos brasileiros. Além disso, diversas outras respostas que não mencionadas anteriormente aparecem de forma frequente, como: imóveis (86%), previdência privada (74%), ouro (71%), moedas estrangeiras (69%) e moedas digitais (56%).

Esse fato possivelmente indica que os brasileiros possuem uma compreensão limitada sobre o que é considerado investimento, ou que simplesmente não têm um conhecimento suficientemente apurado para se lembrar espontaneamente das diversas formas de se investir.

A ANBIMA também apurou o conhecimento financeiro dos brasileiros por meio de três perguntas utilizadas internacionalmente como *benchmark*, desenvolvidas pelas pesquisadoras Annamaria Lusardi e Olivia Mitchell em 2011. Cada um dos entrevistados deve escolher entre as alternativas disponíveis, podendo declarar que não sabe a resposta. Após a coleta, as respostas são divididas entre o grupo de investidores, não investidores e população geral.

1. Suponha que você possui R\$ 100 em investimentos financeiros que rendem 2% ao ano. Depois de cinco anos, quanto você imagina que terá de saldo da sua aplicação se deixar o dinheiro aplicado nesse período?

2. Imagine que o rendimento de seu investimento é de 1% ao ano e a inflação foi de 2% ao ano. Depois de um ano, quanto você imagina que poderá comprar com o dinheiro que ficou aplicado nesse período?

3. Diga se esta afirmativa é verdadeira ou falsa: “Comprar ações de uma única empresa gera um rendimento mais seguro do que um fundo de ações”.

As figuras 11, 12 e 13 abaixo apresentam o percentual de resposta segmentado por grupos, respectivamente para a 1ª, 2ª e 3ª pergunta, extraídos do relatório da ANBIMA.



Figura 11: Percentual das respostas à primeira pergunta da metodologia *Big Three*. Fonte e elaboração: ANBIMA (2020).



Figura 12: Percentual das respostas à segunda pergunta da metodologia *Big Three*. Fonte e elaboração: ANBIMA (2020).



Figura 13: Percentual das respostas à terceira pergunta da metodologia *Big Three*. Fonte e elaboração: ANBIMA (2020).

O intuito da primeira pergunta é avaliar a percepção sobre juros dos indivíduos, em que a resposta correta está destacada na imagem (assim como nas outras perguntas). Apesar dos três grupos terem acertado a resposta em sua maioria, houve uma queda em relação à aplicação de 2018, em que a população geral, os investidores e não investidores apresentaram um percentual de 70%, 80% e 71%, respectivamente.¹⁰

A segunda pergunta apresentou um percentual de acerto homogêneo entre os três grupos, no qual metade dos entrevistados respondeu corretamente. De 2018 para 2019, houve somente um leve crescimento no percentual de acerto dos não investidores, passando de 49% para 50%. Essa pergunta almejava avaliar a percepção sobre o poder de compra.

Por fim, a maior parte dos brasileiros divididos nos grupos também soube responder corretamente à terceira pergunta, em que o intuito era verificar a percepção sobre risco. Não houve variações nos anos significativas a serem destacadas.

Ressalta-se que, apesar da maioria dos entrevistados ter respondido corretamente às três perguntas, ainda existe um espaço relevante para melhora, visto a baixa complexidade dos questionamentos. Esse fato corrobora com o pensamento de que a educação financeira no Brasil ainda não foi bem desenvolvida.

Outro fato interessante de ser destacado é que existe uma baixa diferença no percentual de acerto entre os investidores e não investidores. Isso poderia indicar que o investidor brasileiro, mesmo aplicando seu dinheiro, não possui uma disparidade de conhecimento financeiro tão diferente de alguém que não participa do mercado de investimentos, de maneira geral.

¹⁰ Vale ressaltar que a pesquisa possui uma margem de erro de 2%, com intervalo de confiança de 95% (ANBIMA, 2020). Ou seja, a diferença de resultado não deve ser interpretada, necessariamente, como uma queda no conhecimento financeiro dos brasileiros, mas sim possivelmente uma instabilidade de resultado decorrente da metodologia de pesquisa.

3.4. PADRÃO E EXPECTATIVAS DE INVESTIMENTO DOS BRASILEIROS

A presente seção busca entender, objetivamente, como o brasileiro investe, analisando seus investimentos preferidos, sua forma de aplicar, o tempo de investimento, dentre outros fatores.

Como já foi mencionado, o processo de investimento sofreu sucessivas modificações ao longo dos anos, incorporando novas ferramentas e tecnologias para melhor se adequar à realidade do investidor.

Assim, percebe-se um aumento no total de investidores que busca informações sobre investimentos em veículos não presenciais, como sites especializados, blogs, *youtubers*, etc. 32% dos entrevistados afirmou se informar com essas fontes, um aumento de 4 pontos percentuais em relação a 2018. Destaca-se que essa forma é principalmente preferida pelos jovens de 25 a 34 anos, em que a modalidade foi citada por 42% dos entrevistados nessa faixa etária (ANBIMA, 2020).

Contudo, a visita presencial ao gerente do banco e/ou assessor de investimentos continua representando 40% da preferência dos brasileiros, sendo o veículo líder em citações. Em contraste ao veículo anteriormente citado, essa forma de se conseguir informações é a preferida dos investidores com mais de 60 anos de idade.

Com a pandemia restringindo significativamente a possibilidade de encontros pessoais, pode-se esperar que esse número apresente uma queda em favor de modalidades não presenciais.

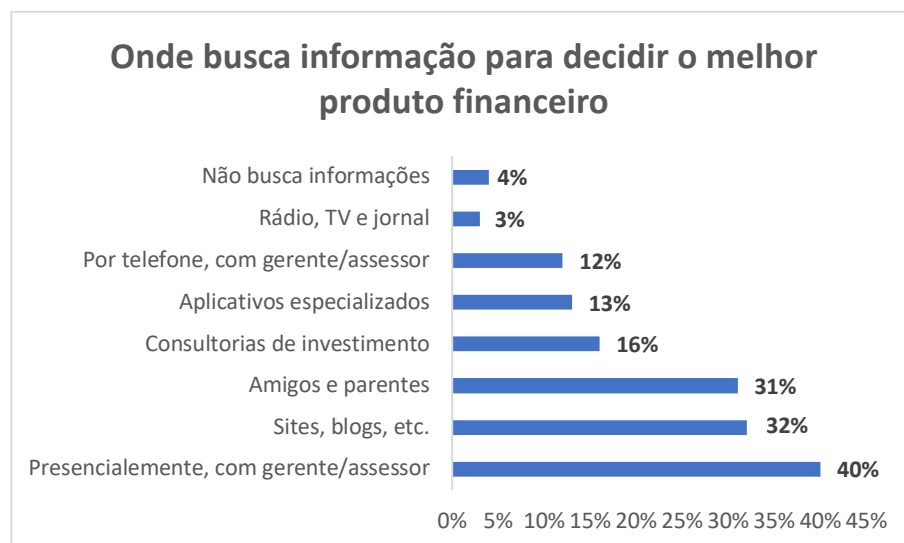


Figura 14: Percentual de respostas de veículos usados para decidir o melhor produto financeiro. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Ademais, o meio preferido para realizar a aplicação financeira também é a visita ao banco, representando 71% das preferências. O uso do aplicativo (30%) e do site do banco (13%) seguem em 2º e 3º lugar, respectivamente. Nesse quesito, não houve movimentações relevantes frente ao ano de 2018, ano em que essa pergunta começou a ser feita na pesquisa.

Seguindo adiante, pode-se analisar onde efetivamente o brasileiro está investindo seu dinheiro. A figura 15 representada abaixo mostra o percentual de respostas nos últimos três anos da base total entrevistada, ou seja, incluindo indivíduos que não investiram em 2019.

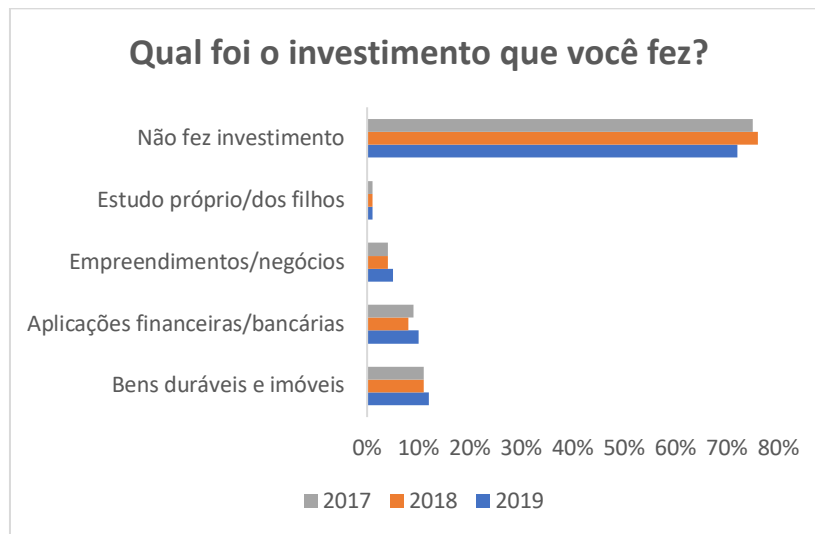


Figura 15: Percentual de resposta sobre onde está investindo. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Como já fora mencionado, a maioria dos brasileiros não investiu em 2019. Em relação à base total, bens duráveis e imóveis foram os líderes durante os três anos da pesquisa, seguidos por aplicações financeiras. O perfil dos investidores das aplicações bancárias é, em sua maioria, masculino, jovem e morador da região Sudeste (ANBIMA, 2020).

Considerando somente os investidores de produtos financeiros, percebe-se ainda uma predominância da poupança como investimento preferido (84,2%). Em relação a 2018, contudo, houve uma queda de 3,2 pontos percentuais. Esse fato ocorre dentro do esperado, visto que se notou nos últimos anos um decréscimo significativo da taxa de juros básica da economia (SELIC), corroendo o rendimento da poupança em prol de investimentos não atrelados à taxa.

Corroborando com essa ideia, percebe-se um crescimento em fundos de investimento, títulos privados, ações e moedas estrangeiras, investimentos considerados de maior risco.

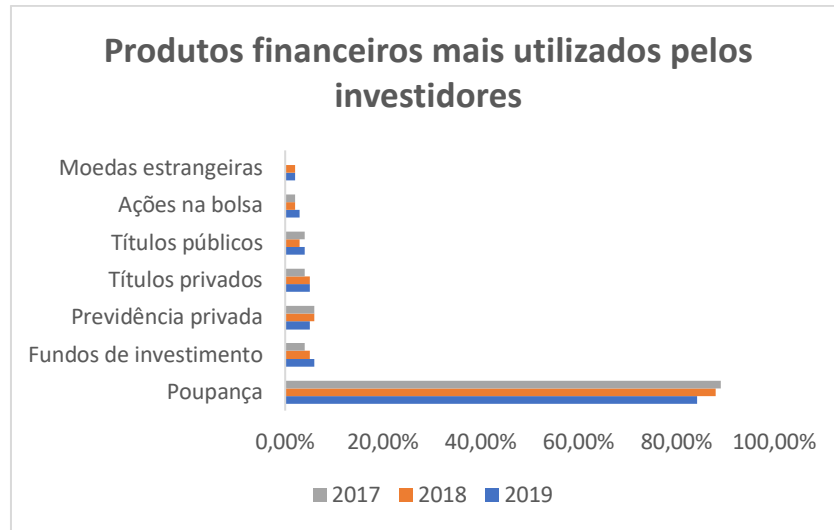


Figura 16: Evolução dos produtos financeiros utilizados por investidores. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Analisando-se o tempo médio de aplicação para os diferentes tipos de ativos, também é possível extrair algumas informações de relevância para a compreensão da realidade do investidor brasileiro.

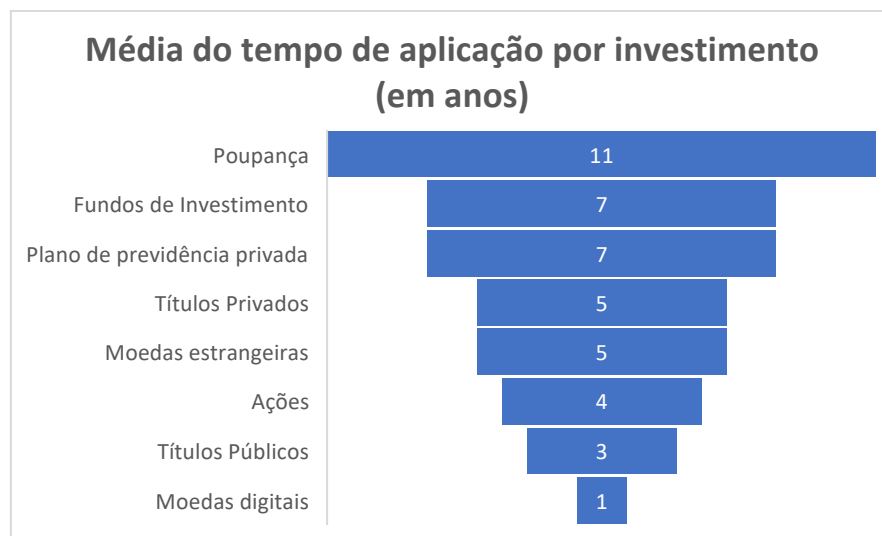


Figura 17: Média do tempo de aplicação por investimento (em anos). Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

O tempo médio geral de aplicação em 2019 foi de 11 anos, um aumento de 0,4 ano em comparação a 2018. Nesse sentido, percebe-se que há uma maior preocupação dos brasileiros de criar reservas para o longo prazo. Em contraste, o fato da poupança se mostrar como líder no tempo de investimento é uma contradição com essa intenção, visto que a poupança não é considerada como uma aplicação adequada para esse tipo de reserva (ANBIMA, 2020).

Outra pergunta da pesquisa bastante interessante para entender as direções de investimento dos brasileiros envolve as expectativas para 2020, ou seja, em que produtos o entrevistado pretende investir ou continuar investindo no ano.

Dentro do grupo dos entrevistados que investiram em 2019 em produtos financeiros, a poupança, mais uma vez, segue sendo a líder na preferência dos investidores, representando 56% dos investidores. Em seguida, 15% pretende continuar ou começar a negociar imóveis e 13% não quer investir em 2020.



Figura 18: Percentual de resposta sobre preferência de investimentos para 2020. Fonte: ANBIMA. Elaboração do autor.

Comparando-se com os dados de 2019, é notória a tendência de queda da poupança em prol de outros ativos com maior rendimento possível no momento, como ações na bolsa de valores (6%) e fundos de investimento, como de renda fixa e multimercado (5%). Vale também destacar a maior frequência de resposta das moedas digitais, com 3%.

Como já era esperado, a segmentação por classificação econômica evidencia uma assimetria relevante na preferência por ativos dentro dos investidores de aplicações financeiras. Apesar da poupança continuar sendo líder para todos os grupos, se destaca principalmente nos indivíduos da classe C, com 61% das preferências.



Figura 19: Preferências de ativos para 2020 por classificação econômica. Fonte: ANBIMA (2020). Elaboração do autor.

Em consonância com as evidências empíricas de que as carteiras dos agentes mais ricos tendem a ser mais diversificadas (Campbell, 2007), nota-se uma distribuição mais uniforme entre as preferências de ativos dos indivíduos pertencentes à classe A. Por possuírem maior reserva financeira, a classe A apresenta também o menor percentual de pessoas que não pretende continuar a investir em 2020.

Ademais, há também uma preferência mais visível por ativos considerados de risco, como ações na bolsa de valores e moedas estrangeiras. Essa observação condiz com a ideia de que a aversão absoluta ao risco tende a ser decrescente na renda para a maior parte dos indivíduos (Guiso e Sodini, 2013).

Existem diversas evidências que apontam que mulheres tendem a ser mais avessas ao risco do que homens, uma característica que envolve motivadores culturais e outras causas ainda a serem mais bem compreendidas (Eckel e Grossman, 2008). Isolando a amostra para controlar os efeitos da classificação econômica, o gênero feminino apresenta um perfil um pouco mais conservador, concentrando 61,7% de suas preferências para 2020 na poupança, em contraste ao valor de 52,36% dos homens.

Em síntese, ainda existe uma opção pela poupança como investimento preferido dos brasileiros, o que, a partir dos dados da pesquisa, parece se delinear nos resultados de 2020. Apesar de existir uma maior diversificação das carteiras em relação aos anos anteriores da pesquisa, essa observação tende a se concentrar nas classificações de maior poder econômico.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho almejou compreender a realidade das famílias que pretendem ou já investem no Brasil, seja para criar uma reserva para os filhos, comprar bens, poder se aposentar, dentre diversos outros motivos. Essa realidade ainda é consideravelmente pouco difundida no país, em que a maioria das ações de grande porte de educação financeira surgiu somente nos últimos anos.

Assim como em diversas outras questões no Brasil, o acesso a investimentos, seja por disponibilidade financeira ou simples conhecimento, ainda é bastante desigual. A partir das análises expostas, pode-se perceber que os portfólios de indivíduos mais ricos tendem a ser mais diversificados, contendo diversos tipos de ativos dos mais variados rendimentos. Enquanto isso, a parcela de menor poder econômico apresenta também o menor percentual de participantes do mercado de investimentos, sendo a maior parcela a investir na poupança entre as três classificações econômicas.

Considerando a pandemia que ainda afeta a economia mundial, é natural esperar uma assimetria entre as respostas sobre as expectativas para 2020 e os dados efetivos, que devem ser publicados no ano de 2021.

Apesar de já existir uma tendência de abandono da poupança em prol de outros investimentos por conta da baixa histórica da taxa SELIC, a busca por outras formas de renda que a crise econômica gerou possivelmente tornará esse processo mais acelerado e intenso, como já pode ser visto no aumento do número de CPFs cadastrados na B3.

Pela formatação da base de dados publicada pela ANBIMA, este trabalho sofreu com algumas limitações. Além de não ser possível sempre comparar os dados de 2019 com as duas edições anteriores, seja porque a pergunta não era feita na época, seja pois os dados brutos não foram publicados, diversas variáveis não puderam ser analisadas ao longo do tempo. Além disso, o registro de respostas não favorece o tratamento de dados adequado para análises estatísticas mais sofisticadas, como regressões lineares.

Assim, espera-se que, com o passar dos anos e maior refinamento da técnica da pesquisa, a quantidade e qualidade dos dados aumente significativamente. Nesse sentido, indica-se que trabalhos futuros ampliem o horizonte temporal das análises, além de explorar mais variáveis socioeconômicas que não foram devidamente tratadas, como idade, gênero e raça.

5. REFERÊNCIAS

Bricker, J., Moore, K. B. e Thompson, J. P. **“Trends in Household Portfolio Composition,”** Finance and Economics Discussion Series 2019-069. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019.

Feng, X., Lu, B., Song, X., e Ma, S. **“Financial literacy and household finances: A Bayesian two-part latent variable modeling approach”**. Journal of Empirical Finance, 2009.

Campbell, J. Y., **“Household Finance”**, The Journal of Finance, Vol. LXI, no. 4, 2006. **“Raio X do Investidor Brasileiro”**, 2ª ed. ANBIMA, 2019.

“Cenário da Poupança e dos Investimentos dos Brasileiros – outubro 2018”, World Investor Week, Comissão de Valores Mobiliários, CDNL e SPC Brasil, 2018.

Mian, A., Rao, K. e Sufi, A. **“Household Balance Sheets, Consumption and the Economic Slump”**, The Quarterly Journal of Economics, 2013.

Lusardi, A., e Mitchell, O. S. **“Baby Boomer retirement security: The roles of planning, financial literacy, and housing wealth”**. Journal of Monetary Economics, 2006.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **“Decreto nº 7.397, de 22 de dezembro de 2010. Institui a Estratégia Nacional de Educação Financeira - ENEF, dispõe sobre a sua gestão e dá outras providências”**. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 7, 22 out. 2010.

AEF-Brasil. **“Educação financeira em escolas do país avança 72% em cinco anos”**. 2019. Disponível em: <http://www.aefbrasil.org.br/index.php/educacao-financeira-em-escolas-do-pais-avanca-72-em-cinco-anos/>.

Beshears, J., Choi, J. J., Laibson, D., e Madrian, B. C. **“Behavioral Household Finance”**. Handbook of Behavioral Economics: Applications and Foundations, 2018.

Markowitz, H. **“Portfolio Selection”**. The Journal of Finance, Vol. 7, Nº 1, 1952.

Jardim, E. F., Lichand, G. e Gala, P. **“Microfundamentos da Macroeconomia: Notas Críticas”**. Estudos Econômicos, vol. 39, n. 4, 2009.

Guiso, L., Haliassos, M. e Jappelli, T. **“Household Portfolios”**. The MIT Press, 2000.

Cusinato, R. F. **“Teoria da Decisão sob Incerteza e a hipótese da Utilidade Esperada: Conceitos analíticos e paradoxos”**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, 2003.

Pratt, J. W. **“Risk Aversion in the Small and in the Large”**. Econometrica, vol. 32, 1964.

Agarwal, S. e Chua, Y. H. **“Fintech and household finance: a review of the empirical literature”**. China Finance Review International, 2020.

Guiso, L. e Sodini, P. **“Household Finance: An Emerging Field”**. Handbook of the Economics of Finance, capítulo 21, 2013.

Gomes, F., Haliassos, M. e Ramadorai, T. **“Household finance”**. IMFS Working Paper Series, No. 138, 2020.

Kimura, H., Basso, L. F. C. e Krauter, E. **“Paradoxo em finanças: teoria moderna versus finanças comportamentais”**. Revista de Administração de Empresas, vol. 46, 2006.

Andrés, J., Bosca, J. E. e Ferri, J. **“Heterogeneous Household Finances and the Effect of Fiscal Policy”**. FEDEA Working Papers, 2017.

Halek, M. e Eisenhauer, J. G. **“Demography of Risk Aversion”**. The Journal of Risk and Insurance, vol. 68, 2001.

Tobin, J. **“Liquidity Preference as Behavior Towards Risk”**. Review of Economic Studies, vol. 25, 1958.

Sharpe, W. F. **“Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk”**. The Journal of Finance, vol. 19, 1964.

Samuelson, P. A. “**Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming**”. The MIT Press, The Review of Economics and Statistics, vol. 51, 1969.

Merton, R. C. “**Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case**”. The MIT Press, The Review of Economics and Statistics, vol. 51, 1969.

McCarthy, D. “**Household Portfolio Allocation: A Review of the Literature**”. Journal of Economic Literature, 2004.

Varian, H. R. “**Microeconomic Analysis**”. W.W. Norton & Company, 1992.

Gollier, C. “**What Does Classical Theory Have to Say about Household Portfolios?**”. Université de Toulouse e Institut Universitaire de France, 2000.

“**World Economic Outlook, October 2020: A Long and Difficult Ascent**”. Fundo Monetário Internacional, 2020.

InfoMoney. “**Bolsa alcança marca de 3 milhões de investidores pessoas físicas**”. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/bolsa-alcanca-marca-de-3-milhoes-de-investidores-pessoas-fisicas/>

Gorla, M. C., Dal Magro, C. B., Silva, T. P. e Hein, N. “**Determinantes da educação financeira de estudantes de nível médio da rede pública de ensino**”. FGV EAESP – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 2016.

SEBRAE. “**Índice de Cidades Empreendedoras**”. 2015.

Savoia, J. R. F., Saito, A. T. e Santana, F. A. “**Paradigmas da educação financeira no Brasil**”. Revista de Administração Pública vol. 41 no. 6, 2007.

SPC Brasil. “**Educação Financeira: Orçamento Pessoal e Endividamento**”. 2019.

Lusardi, A. e Mitchell, O. S. “**Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?**”. American Economic Review, American Economic Association vol. 98(2), 2008.

Hung, A., J. Yoong e E. Brown. **“Empowering Women Through Financial Awareness and Education”**. OCDE, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions no. 14, 2012.

Eckel, C. e Grossman, P. J. **“Men, Women and Risk Aversion: Experimental Evidence”**. Handbook of Experimental Economics Results 1(7), 2008.

Lusardi, A. e Mitchell, O. S. **“Financial literacy around the world: an overview”**. Journal of Pension Economics and Finance, vol. 2011, 2011.