

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA DEPARTAMENTO DE  
CIÊNCIAS ECONÔMICAS E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Túlio Galvão Villalta

INVESTIDORES INDIVIDUAIS E O MERCADO DE CAPITAIS GLOBAL

Florianópolis, 2015

**TÚLIO GALVÃO VILLALTA**

**INVESTIDORES INDIVIDUAIS E O MERCADO DE CAPITAIS GLOBAL**

Monografia submetida ao curso de Relações Internacionais da Universidad Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Dr. Ronivaldo Steingraber

---

FLORIANÓPOLIS, 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 7,5 ao aluno  
Túlio Galvão Villalta na disciplina CNM 7280 – Monografia, pela  
apresentação do trabalho INVESTIDORES INDIVIDUAIS E O MERCADO DE  
CAPITAIS GLOBAL

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Ronivaldo Steingraber

---

Prof. Dr. Fred Leite Siqueira Campos

---

Prof. Dr. Arlei Luiz Fachinello

---

Dedico esta pesquisa à Fábía, Agostinho, Franco e Flávia.

## **AGRADECIMENTOS**

*Agradeço aos professores, aos colegas, ao Governo Federal e aos servidores, em especial aos colaboradores do Restaurante Universitário.*

*A vida é um eterno gerenciamento de risco com infinitas possibilidades de retorno.  
As incertezas entretanto, são sombrias e inquietantes.*

## **RESUMO**

O papel crescente das finanças em relação à produção é um fenômeno recente, e muitas vezes subestimado tanto na teoria de Relações Internacionais como no entendimento geral da governança global. Busca-se então entender o histórico de transformações macroeconômicas e sociais e as respectivas mudanças sociais decorrentes desse novo cenário de autoridade dos agentes econômicos. Entende-se que os investidores individuais são peças chave nesse processo com crescente autonomia frente aos governos e mesmos aos investidores institucionais e então o entendimento das posições e das decisões dessas pessoas físicas se torna relevante no entendimento das Relações Internacionais no século XXI

Palavras-chave: mercado financeiro, investidores individuais, Economia Política Internacional.

## **ABSTRACT**

The increasing role of finance in comparison with production is a recent phenomenon, and underestimated both in International Relations theory as in the understanding of general global governance. So the paper seeks to understand the history of macroeconomic and social transformations and the consequent social changes due this new scenario of authority of the economic agents. The households are key piece in this process due to a rising autonomy before governments and even institutional investor and so the understanding of their position and decision processes make itself relevant in the general knowledge of the International Relations in the 21<sup>st</sup> century.

Key-words: Financial markets, households, International Political Economy.

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

**Figura 1 – A eficiência do Mercado central**

**Figura 2 – As taxas de juros anuais dos Estados Unidos.**

**Figura 3 – Global Portfolio Equities.**

**Figura 4 – O *Home Broker* e a participação das pessoas físicas na BM&F BOVESPA**

**Figura 5 – A riqueza do lar em relação à riqueza financeira do lar.**

**Figura 6 – O produto global em relação ao Mercado financeiro global.**

**Figura 7 – A multiplicidade dos ativos financeiros.**

**Figura 8 – Mercado de ações em relação a percentagem do PIB.**

**Figura 9 – Evolução do investimento de 1 dólar em 1900 até 2008.**

**Figura 10 – Taxa de rendimento médio anual das ações estadunidenses.**

**Figura 11 – Taxa de rendimento médio anual do IBOVESPA.**

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
1.1 Tema e problema.....	11
1.2 Objetivos.....	12
1.2.1 Objetivo Geral.....	12
1.2.2 Objetivos Específicos.....	12
1.3 Justificativa.....	13
1.4 Metodologia.....	13
<b>2. O MERCADO FINANCEIRO.....</b>	<b>15</b>
2.1 Aspectos gerais do mercado financeiro e o mercado de capitais.....	15
2.1.1 O mercado de capitais.....	17
2.1.2 O juro e o valor do dinheiro ao longo do tempo.....	18
2.1.3 O investidor individual.....	19
2.2 A teoria da Economia politica internacional e a ascensão do mercado.....	20
<b>3. O CRESCIMENTO DAS FINANÇAS NA RIQUEZA SOCIAL.....</b>	<b>22</b>
3.1 Macroeconomia global 1980 – 2015.....	24
3.2 A multiplicação das modalidades financeiras.....	30
3.2.1 O <i>Home broker</i> e a emancipação dos investidores individuais.....	33
<b>4. CONJUNTURA RECENTE DOS ATIVOS E DOS INVESTIDORES INDIVIDUAIS.....</b>	<b>36</b>
4.1 A liquidez e o volume desses ativos.....	38
4.2 Tendências de rentabilidade real.....	41
<b>5. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>46</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>48</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Confiança é a pedra fundamental de todo e qualquer sistema econômico; confiança na moeda enquanto instrumento de troca, reserva de valor e meio de pagamento, confiança nos bancos enquanto intermediários financeiros, nos governos nacionais e suas políticas econômicas, nos bancos centrais independentes e suas decisões, no comércio a prazo, nas financeiras, nos seguros e muito além.

Felizmente não há necessidade de constante recordação sobre as fundações do sistema monetário-financeiro durante as transações econômicas cotidianas dada a força tácita dos contratos sociais e do sistema de Estados nacionais.

A confiança e credibilidade das partes em um contrato financeiro é tão maior quanto mais real e tangível o produto sobre o qual versa o contrato é. O comércio carece de graves crises de confiança dado a possibilidade sensorial e imediata da liquidação do contrato: vê-se, compara-se, sente-se e então, com a aquiescência dos partícipes, efetua-se a transação de acordo com a base legal que tem efeitos de padronizar os comportamentos.

Para a parcela produtiva, que corresponde a uma parte da riqueza, o carácter das relações sociais e econômicas são de um grau maior de complexidade. Aí há toda a aparelhagem produtiva, a mão de obra, a terra e a tecnologia para que no fim seja concebido um produto que enfrentará uma competição virtualmente global. Para tal esforço produtivo é iminente uma fonte confiável de financiamento.

A outra face da economia, a parte financeira, imaterial e intangível necessita de um grau ainda maior de sofisticação nas transações, principalmente pelo carácter dos contratos de não serem liquidados no curto prazo, estando sujeito aos ventos incertos que conduzem os barcos econômicos. O lado financeiro é concebido a partir de agentes superavitários os quais buscam rentabilidade de seu capital enquanto os agentes deficitários buscam o financiamento de suas posições negativas ou a expansão de seu poder de investimento. A movimentação financeira gera cifras diárias que excedem as

transações comerciais e de serviços devido, entre outros fatores, a facilidade informacional de acesso ao mercado de ativos e ao enorme potencial de ganhos em inúmeras categorias de instrumentos financeiros e derivados.

## 1.1 TEMA E PROBLEMA

Tendo em vista a potencialidade dos mercados financeiro no sentido de ganhos monetários reais, em específico o mercado de capitais mais robusto e desenvolvido, o estadunidense, e a crescente facilidade de acesso das famílias, pessoas físicas e investidores individuais, através da informatização dos mercados globais de ativos, em detrimento grandes *players* institucionais que dominam os mercados, a presente pesquisa busca o entendimento da participação desses pequenos investidores, suas expectativas sobre o mercado e as maneiras de abordá-lo.

Se, afinal, o mercado financeiro é tão complexo e fechado por aspectos técnicos, teorias complexas de moeda e financiamento, além de toda incerteza que paira sobre os mercados mundiais, como então esses investidores individuais não especialistas seriam estimuladas a fazer investimentos como fonte alternativa de renda?

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

Analisar de qual modo os mercados financeiros e de capitais afetam os investidores individuais com relação a atitudes frente às crescentes modalidades financeiras e informações recebidas pelo mercado como alternativa imediata ao consumo.

### 1.2.2 Objetivos específicos

Nesta linha de entendimento, abre-se espaços para uma análise sobre:

- Introdução aos modelos do mercado financeiro internacional e a perspectiva teórica da Economia Política Internacional.

- O histórico do ambiente macroeconômico global dos mercados financeiros e dos mercados de capitais que foi acompanhado pela multiplicação das modalidades financeiras e do ingresso de capital por parte de investidores individuais em todo o mundo.
- O panorama recente dos instrumentos financeiros buscados por esses investidores e uma projeção rentabilidade real.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

A presente pesquisa se torna relevante a medida que introduz os principais conceitos sobre o mercado financeiro de forma mais geral, e de mercado de capitais especificamente. Assim, levanta hipóteses sobre a distribuição e composição da riqueza nos últimos 20 anos bem como a relação mais direta entre o grande mercado financeiro e as receitas dos indivíduos, centro da pesquisa.

Além disso, a monografia explicita as diferentes categorias de remuneração do capital em diferentes séries de vencimentos e analisa a aversão ao risco segundo investidores privados que arriscam o próprio capital. Esses esclarecimentos podem ser úteis a medida que podem servir como comparação para mercados de características semelhantes.

### 1.4 METODOLOGIA

No esforço de atingir todos os objetivos e sendo balizado a fim de cumprir com as razões justificativas, a pesquisa visa levantar um arcabouço teórico relevante e consoante com todo o conhecimento adquirido durante o bacharelado. Não obstante, sendo o objeto de estudo uma instituição que tão poderosamente – e de maneira surpreendentemente desconhecida – esta enraizada nas relações internacionais e de poder, a intenção do autor é igualmente levantar argumentos mais diretamente ligados às realidades dos mercados e do cotidiano dos indivíduos.

Para tanto, será relevante a abordagem de autores consoantes à corrente teórica da Economia Política Internacional nas Relações Internacionais. Além disso, a metodologia a ser utilizada na pesquisa serve-se de relatórios de institutos de pesquisa, de agências

governamentais, de fundos de investimentos, de bolsas de valores e todas as informações pertinentes de conhecimento público.

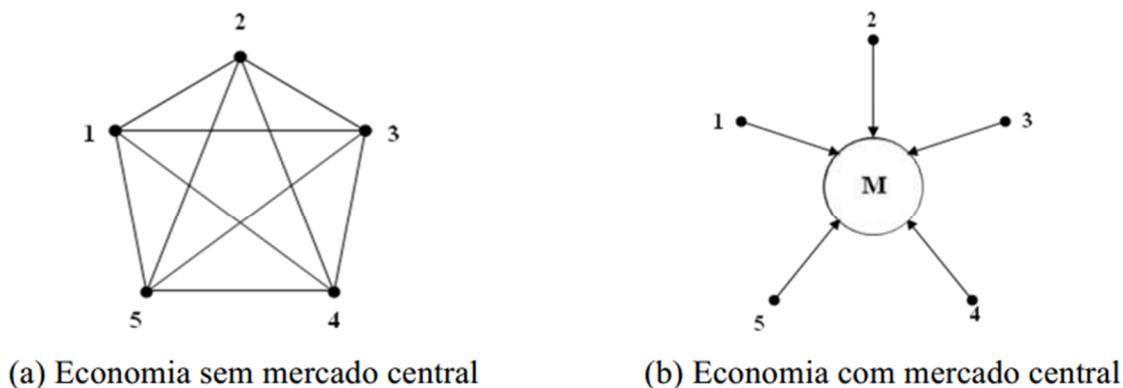
## **2. MERCADO FINANCEIRO**

### **2.1 ASPECTOS GERAIS DO MERCADO FINANCEIRO E O MERCADO DE CAPITAIS**

A definição mais ampla e geral sobre mercado financeiro institui como “conjunto de instituições e instrumentos destinados a oferecer alternativas de aplicação e captação de recursos financeiros entre os poupadores e os tomadores” (ANDREZO; LIMA, 2007). No entanto, tais instrumentos foram sofisticando-se na medida em que os poupadores ou agentes superavitários puderam cada vez de forma mais facilitada aplicar na instituição do *mercado financeiro* sem o qual cada agente necessitaria buscar um tomador ou agente deficitário para aplicar seu dinheiro, e vice-versa. Tendo em vista as grandes empreitadas da humanidade, realizadas através da iniciativa privada ou pública, aquelas em que o grande capital foi exposto a certa quantia mais ou menos mensurável de risco só foram possíveis uma vez consolidada a estrutura de intermediação financeira, de seguros e remuneração do capital através dos títulos de crédito.

O mercado então diminui muito os custos de transação, o tempo operacional e a liquidez dos instrumentos, sendo liquidez definida como “grau que se aplica a todos os ativos negociáveis ou àqueles sobre os quais os indivíduos têm o direito de propriedade e deles podem dispor, transformando-os em caixa” (VILLAÇA,1999). A figura a seguir exalta o caráter de redução dos custos transacionais, os quais podem ser medidos de maneira análoga à área das figuras.

**Figura 1 – A eficiência do Mercado central**



**Fonte:** COSTA *apud* COPELAND *et al*, 2005

O bom funcionamento do mercado central depende da estabilidade e confiança nos intermediários financeiros, os quais são definidos pelo Banco Central do Brasil (2015) como ocupando:

posições de destaque no âmbito do sistema de pagamentos, os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira comercial, as caixas econômicas e, em plano inferior, as cooperativas de crédito. Essas instituições captam depósitos à vista e, em contrapartida, oferecem a seus clientes, pessoas físicas e jurídicas, contas de depósito que são utilizadas para movimentação de recursos e para pagamentos.

Um mercado financeiro robusto é composto por quatro segmentos: mercado monetário, mercado de câmbio, mercado de crédito e mercado de capitais. Ainda que neste primeiro capítulo a intenção seja explicitar o funcionamento geral do mercado financeiro e de todos os seus diferentes segmentos, aprofundar-se-á mais adiante no sistema do mercado de capitais.

O mercado monetário garante o meio circulante. Com operações de curto prazo, a principal função dos mecanismos que dispõem os Bancos Centrais é a oferta de moeda na economia. O mercado de crédito tem por função garantir o capital de giro de

empresas e crédito ao consumo das famílias, através, principalmente, dos intermediários financeiros. Finalmente, o mercado de câmbio regula as operações de comércio de moedas estrangeiras garantindo a liquidez das mesmas.

### **2.1.1 O Mercado de Capitais**

“O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização” assim brevemente resume esse segmento do mercado financeiro a BM&FBOVESPA (2015), segunda maior Bolsa de Valores das Américas. A ideia aqui é financiar as empresas (e o governo) no longo prazo e para tanto, há diversas modalidades e instrumentos que tentam garantir esses fundos.

Por parte da empresa, há basicamente duas alternativas: pode-se procurar credores que confiem na empresa para que ela pague o capital investido, remunerando-o; ou pode-se vender parcelas do próprio capital da empresa através do mercado de capitais. No primeiro caso, as chamadas debêntures são títulos de renda fixa de crédito emitidos pela empresa que são normalmente remuneradas mais ao longo do prazo e são garantidas pelo próprio patrimônio da empresa. No caso das ações, estas representam parcelas da Sociedade Anônima que abre seu capital para captar recursos dos investidores. As ações, no entanto, são negociadas nas Bolsas de Valores e tem seu valor determinado pelo mercado, caracterizando assim um título de renda variável.

O governo, por sua vez, também se utiliza dos mecanismos do mercado de capitais para financiar sua dívida, a dívida pública. “Emitidas pelo Tesouro Nacional para cobertura de *deficit* orçamentário do governo e provimento de créditos por meio da antecipação de receitas, observados os limites estabelecidos pelo Poder Legislativo” (BM&FBOVESPA, 2015). No caso do financiamento do governo estadunidense o *U.S. Treasury* igualmente emite seus títulos de crédito a juros que efetivamente são balizadores para todos os outros títulos emitidos no mercado de capitais global. As modalidades de títulos de financiamento estatal bem como os respectivos prazos e remunerações será tema abordado em seções posteriores desta pesquisa.

Tais títulos servem não apenas como mecanismos de financiamento e rolagem da dívida, mas também como política monetária para controle da oferta monetária: quando

uma política monetária expansionista, o aumento do meio circulante pode se dar através da compra por parte do Tesouro desses títulos; no caso de contração da oferta de moeda, o Tesouro emite e vende esses títulos, seja no mercado primário ou secundário, assim atuando diretamente na economia.

### **2.1.2 O juro e o valor do dinheiro ao longo do tempo**

Os investidores, pelo outro lado, são tomados como agentes racionais, e portanto buscam maximizar (e proteger) seu patrimônio. Esses agentes superavitários podem ser divididos em individuais e institucionais, sendo estes últimos simplesmente definidos como "investidor que negocia uma grande quantidade de títulos" por Ferri e Soares (*apud* Guaira *et al*, 2007) Não sendo o caso, atentar-se-á aos investidores individuais, ou seja, àqueles que não são capazes de influenciar os mercados de ativos. Decide-se então abrir mão da escolha de consumo imediato na expectativa de que o custo dessa oportunidade renda-lhe um maior poder de compra em um após um determinado período. Em um cenário de crescente globalidade de acesso aos mercados, o investidor individual pode dispor de um leque mais amplo de opções de aplicações de seu capital.

Como anteriormente ressaltado, o indicador taxa base de interesse fundamental dos investidores, e nesse caso não somente os investidores individuais mas também os institucionais, é a remuneração do dinheiro; “o valor dos recursos financeiros emprestados é chamado de *juros* ou, em termos percentuais, *taxa de juros*. Essa taxa é a remuneração dos poupadores e o custo de capital dos tomadores” entende Andrezo e Lima (2007). No Brasil essa taxa é determinada pela Comissão de Política Monetária (doravante COPOM), cujo objetivo é:

estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo Federal Open Market Committee (FOMC) do banco central dos Estados Unidos e pelo Central Bank Council, do banco central da Alemanha.”(BANCO CENTRAL DO BRASIL)

Assim sendo, pode-se afirmar que a propensão de uma sociedade a poupar e/ou investir no mercado financeiro está diretamente relacionada com as taxas básicas de juros, determinada pelos governos. Em contrapartida, a atividade produtiva é desta forma negativamente afetada uma vez que exatamente o capital necessário para se investir passa a custar mais caro.

### **2.1.3 O investidor individual**

No intuito de delinear os conceitos expressos e estudados na presente pesquisa, é necessário caracterizar o investidor individual, sujeito central do trabalho e central para o entendimento de sua relação com a do mercado de capitais global. Para tanto, entende-se que a definição de Martits e Junior é bem desenvolvida e coerente com a linha de entendimento do autor:

O investidor pessoa física (ou investidor individual) é caracterizado como o agente decisor que investe sua própria riqueza, sendo o principal prejudicado ou beneficiado por eventuais variações negativas ou positivas no seu patrimônio decorrentes das suas decisões de investimento. (2009)

Neste sentido, a principal distinção que é necessária estar sempre presente como pano de fundo da leitura é a dos investidores individuais e dos *investidores institucionais*: O investidor pessoa física se contrapõe ao investidor institucional, caracterizado como uma pessoa jurídica que administra o patrimônio de terceiros e recebe uma comissão ou taxa de administração por este tipo de serviço” (Martits e Junior, 2009).

Investidor individual, investidor autônomo, pessoa física, lar são todos sinônimos em português e expressam o mesmo sujeito acima descrito. Não obstante, a terminologia na língua inglesa se dá: “O investidor pessoa física é o equivalente ao termo em inglês “household”, comumente utilizado em microeconomia como a unidade básica de análise quanto às decisões de consumo e poupança.” No Brasil, ao contrário dos Estados Unidos, não existe um órgão governamental ou mesmo privado que levante sistematicamente dados sobre a atuação dessa categoria de agentes econômicos. Resume Martits e Junior: “a estimação da composição do portfolio agregado dos investidores individuais é dificultada pela inexistência de dados específicos para este tipo de investidor.” (2009)

Agora que nivelou-se os conhecimentos acerca do mercado financeiro e especificamente do mercado de capitais, destacando-se os mercados brasileiro e estadunidense, bem como a caracterização dos agentes econômicos, passa-se a uma análise desses mercado sob a perspectiva da Economia Política Internacional.

## **2.2 Economia política internacional e a ascensão do mercado**

A perspectiva teórica da Economia Política Internacional, ou EPI, aparece neste ponto da pesquisa para trazer um arcabouço sólido e atual para as principais questões que envolvem o estudo sistemático das Relações Internacionais e o papel do mercado financeiro perante as mesmas. “IPE has come of age. Its emergence in the contemporary context was an answer to questions that forms of academic specialization, IR and Economics, were failing to address, let alone answer.” (COHEN, 2011). Desse modo destaca-se a importância aglutinadora de elementos de diversos campos do conhecimento para encaminhar as problemáticas contemporâneas.

Para compreender os fenômenos que são os objetivos centrais deste esforço o auxílio teórico da EPI é fundamental. A noção da ascensão econômica – e em muitos sentidos política – do mercado global é exaltado nos trabalhos de Benjamin Cohen:

Not long ago the global system was dominated by a small handful of national governments, led by the United States. Most countries felt they had little choice but to play by the rules laid down by America, to a lesser extent, its partners in the Group of Seven (G-7); markets operated within strict limits established and maintained by states. Today, by contrast, power has become more widely diffused, both among governments and between governments and market agents. (2011)

O conceito chave aqui é a mudança nos mecanismos que balizam a *autoridade* no sistema internacional. O Estado-nação progressivamente perde força relativa de autonomia no exercício da autoridade a medida que os mecanismos financeiros de maneira progressiva se enraízam nas relações de poder: “Governments are compelled to

tailor their policies, at least in part, to what is needed to avoid provoking massive or sudden financial movements”. (Cohen, 2008)

Nesta linha, as mudanças básicas dos interesses dos agentes econômicos envolvidos nas transações financeiras são alvo da reflexão teórica:

Banks traditionally acted as financial intermediaries in the Fordist system, bringing together the suppliers and the users of funds. They borrowed money, in the form of deposits, and lent money at their own risk to borrowers. However, in recent years disintermediation has occurred on both sides of the balance sheet. Depositors have found more attractive things to do with their funds at the same time as borrowers have increasingly obtained money from nonbank sources. Global finance is changing. Banks are increasingly market participants than sources of investment capital. What will replace banks are much faster paced, more speculative, financial markets. Contrary to conventional wisdom, this does not mean the end of authority. Authority is being reinvented in these new circumstances. (Cohen, 1999)

Cohen decreta, finalmente: “The new global finance is a new form of social organization” (2008) e a partir desta premissa é que busca-se entender as mudanças da governança social, a evolução do ambiente macroeconômico que acompanharia essa transformação e o reflexo disso para a sociedade civil.

Nesta linha, uma alternativa ponderada pela literatura é levantar o questionamento sobre a perenidade do crescimento da autoridade dos mercados em relação aos Estados nacionais, e a sustentabilidade de seu modelo como marca características das Relações Internacionais “The question then is not why is the state in retreat, but how long is the current form of state-market condominium sustainable in the face of increased volatility of the global financial markets?” (Cohen, 2011)

A teoria ainda esboça os possíveis efeitos dessas transformações da relação do capital com a sociedade: “In effect, financial globalization means more freedom for selected *individual*<sup>1</sup> and enterprises – more room for maneuver in response to actual or potential decisions of governments.” (2011)

---

<sup>1</sup> Destaque feito pelo autor

Com todo esse panorama teórico em mente, pode-se iniciar a próxima seção da pesquisa e trazer a luz os fenômenos concretos os quais são explicados pela perspectiva teórica da Economia Política Internacional. Desta forma investigar-se-á a evolução efetiva dos mecanismos financeiros na estrutura social e econômica e seus efeitos, de maneira mais específica para o cotidiano dos investidores individuais, acima caracterizados.

### 3. O CRESCIMENTO DAS FINANÇAS NA RIQUEZA SOCIAL

O ciclo de crescente horizontalização da participação no mercado de ativos financeiros pelos agentes não especializados teve seu início na década de 1980. Hoje, estuda-se tal momento como o começo do processo denominado *neoliberalismo* no qual, segundo Thorsen e Lie (2008), é uma sociedade na qual “states ought to abstain from intervening in the economy, and instead leave as much as possible up to *individuals* participating in free and self-regulating markets”<sup>2</sup>. Essa emancipação dos agentes economicos privados – individuais, institucionais e empresariais – aliada a multiplicação das modalidades e instrumentos financeiros (explicitados mais adiante no texto) resultou em um crescimento da parcela das finanças na riqueza social, em detrimento a parcela produtiva.

Essa guinada em direção ao liberalismo teve um importante efeito sobre a integralização dos mercados de capitais nacionais. A globalização economica não significaria somente uma crescente abertura comercial e expansão do intercâmbio de bens e serviços mas igualmente a detenção de ativos lastreados nacionalmente e com propriedade de residente de outros países (Coutinho & Belluzzo, 1998). Não obstante, hoje no mercado de capitais brasileiro, apenas para efeito de exemplo, há mais de 100 BDRs (Brazilian Depositary Receipts) ou “certificados de depósito, emitidos e negociados no Brasil, com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias estrangeiras” segundo a BM&F BOVESPA (2015).

Em pouco mais de uma década, desde o início dos anos 80, a composição da riqueza social sofreu uma importante mutação. Cresceu velozmente a participação dos haveres financeiros na composição da riqueza privada. Nos países desenvolvidos as classes médias passaram a deter – diretamente ou através de fundos de pensão e de seguro – importantes carteiras de títulos e ações. O patrimônio típico de uma família de renda média passou a incluir ativos financeiros em proporção crescente, além de imóveis e bens duráveis(COUTINHO,L.; BELUZZO, L. 1998)

Desta forma, admite-se o crescente ingresso de capital nos mecanismos dos mercados de capitais, direta e indiretamente. Por maneira indireta entende-se a atuação

---

<sup>2</sup> Destaque feito pelo autor.

por meio de fundos de pensões e também opções de ações disponibilizados pelas próprias corporações. Além disso, Curcuru defende que o nível de rentabilidade real das famílias é crucial para o estudo de suas iniciativas financeiras: “a household's total net worth is well known to be a significant predictor of whether the household participates in financial markets.” (2004).

O crescimento das finanças na riqueza social se consolidaria como um fenômeno internacional (ainda que de forma mais lenta e incipiente em economias em desenvolvimento) dando um peso mais significativo às relações econômicas multilaterais. De acordo com Lund *et al*: “the globalization of finance appeared to be an unstoppable trend over the past 30 years. As the world economy became more tightly integrated, new technology and access to new markets propelled cross-border capital flows to unprecedented heights” (2013). De acordo com a própria Bolsa de Valores de São Paulo “Com o processo de globalização, que resultou em intenso intercâmbio entre os países, o mercado acionário adquire crescente importância no cenário financeiro internacional” (BOVESPA, 2014)

Ademais, não somente tais relações econômicas floresceram mas igualmente instituições financeiras – monetárias e não monetárias – multiplicaram-se atuando dentro dos mercados nacionais como bancos comerciais, caixas econômicas, sociedades de crédito, financeiras, companhias de seguro e fundos de pensão.

Desta forma as diferentes taxas de remuneração do capital ganharam importância como referência dos investidores que hoje possuem um poder de mobilidade de seu capital muito mais elevado com relação ao período pós Segunda Guerra Mundial. Além da relevância fundamental desse indicador dos sistemas econômicos, Coutinho e Beluzzo enumeram outros dois efeitos diretos do aumento das finanças na riqueza social:

- 1) Ampliou o universo de agentes que, detendo uma parcela importante de sua riqueza sob forma financeira, têm necessidade levar em conta a variação dos preços dos ativos e 2) esta ampliação do efeito riqueza implica a possibilidade de flutuações mais violentas do consumo e do investimento (1998)

Esse fenômeno deve ser colocado na perspectiva de um movimento macroeconômico maior para efeito de entendimento da evolução da distribuição da

riqueza em âmbito mundial. Passe-se então para a descrição do panorama global nos últimos trinta e cinco anos.

### 3.1 MACROECONOMIA GLOBAL 1980 – 2015

Para avaliar como se deu efetivamente o processo sistemático de evolução da composição da riqueza social, suas causas e seus efeitos, é pertinente ressaltar os movimentos econômicos globais que balizaram a distribuição do capital conforme as mudanças institucionais, os agentes econômicos, as políticas públicas, o posicionamento estratégico das empresas e finalmente, como tudo isso afetou as decisões de investimentos dos investidores individuais nesses 35 anos abarcados pelo período do estudo.

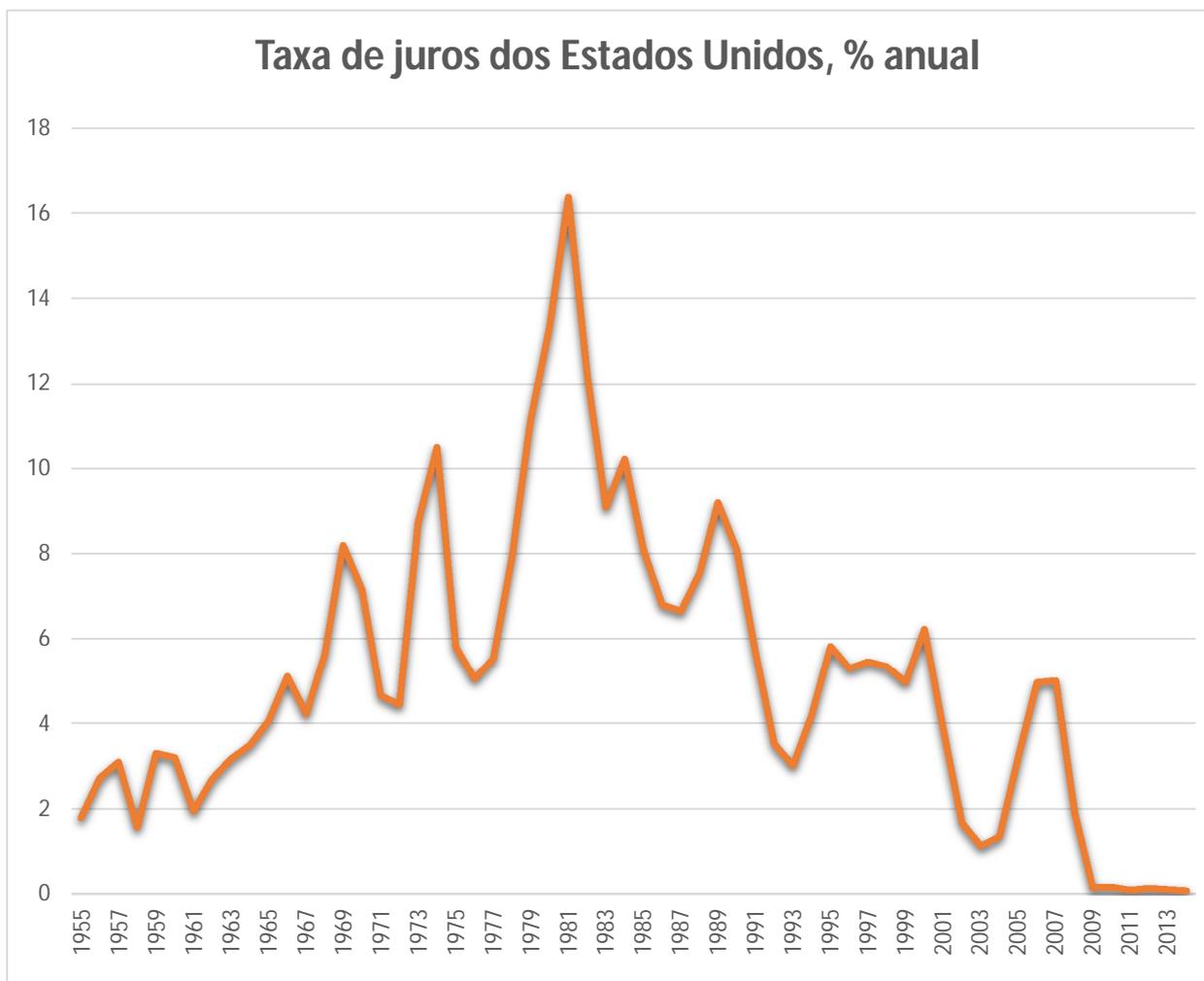
O final da Segunda Guerra Mundial marcou o início de um período de expansão produtiva, aumento dos PIBs nacionais especialmente para as nações europeias devastadas pela guerra, e um aumento significativo no comércio mundial. O acordo de Bretton Woods formalizaria instituições – Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional e o acordo GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) – cujos objetivos eram no sentido de instaurar um verdadeiro Sistema Econômico Internacional. Além disso, os Estados Unidos passaram a garantir a paridade do dólar em relação ao ouro e concebeu-se então um sistema global de câmbio fixo. O GATT por sua vez, fora uma instituição focada na liberalização sistemática do comércio mundial e, por sua vez, incentivaria o empresariado. Esse período ficou conhecido como os *trinta gloriosos*, referência aos trinta anos passados da guerra em que houve um verdadeiro florescimento da produção mundial; nesse momento, todavia, os sistemas financeiros eram meros subsidiários da parte produtiva e não demoraria muito para a situação inverter-se: “Diferentemente do que ocorreu no pós-guerra até o início dos anos 80, a transformação das poupanças em créditos bancários cedeu lugar à finança direta, mobilizada através dos mercados dos ativos” (COUTINHO e BELUZZO, 1996 p. 131).

Já em 1971 o presidente estadunidense Richard Nixon cancelaria unilateralmente a conversão automática ouro-dólar e novamente o sistema cambial internacional se auto regularia em um movimento de livre flutuação. O preço da moeda norte-americana se

tornaria um dos indicadores econômicos mais importantes do sistema, também pelo papel credor desse país.

A seguir apresenta-se a evolução das taxas de juros anuais reguladas pelo *Federal Open Market Comittee*, que desde 1913 regula a “disponibilidade e custo da moeda”(FEDERAL RESERVE):

**Figura 2 – As taxas de juros anuais dos Estados Unidos.**



**Fonte:** Federal Reserve. Elaborado pelo autor.

No gráfico apresentado há movimentos que merecem uma análise para além dos indicadores macroeconômicos. Muito além que parâmetro para dívida externa, reservas internacionais e inflação dos países, esse indicador afeta diretamente o cotidiano das unidades individuais, famílias e investidores individuais.

Vale destacar a escalada da taxa na virada da década de 1970 para 1980 na qual houve a intenção de retorno dos dólares no sistema financeiro internacional de volta para a economia estadunidense, contenção do desemprego e do aumento da inflação (FEDERAL RESERVE HISTORY). No entanto, no plano internacional, em especial para a América Latina, esse aumento significou a multiplicação da dívida externa e de seus serviços, levando inevitavelmente, à moratória do México em 1982 e contagiando pelo continente, até o Brasil em 1987.

Ademais, pode-se extrair do gráfico que, depois do pico decidiu-se pela paulatina diminuição, e então fixou-se os níveis na faixa de 0 a 0.5%, regime monetário instaurado com a eclosão da “crise do *subprime*” de 2007-2009, pior crise financeira desde a Grande Depressão em 1930.

No início da década de 1980, o horizonte econômico teria seu núcleo transplantado da esfera produtiva e comercial para as grandes finanças internacionais e a liberalização da mobilidade do capital.

“The world’s financial assets – or the value of equity market capitalization, corporate and government bonds, and loans – grew around \$12 trillion in 1980 to \$206 trillion in 2007. Financial 120 percent to 355 percent of global GDP over the same period” (LUND *et al*, 2013).

Entretanto, como tantos outros movimentos longos da lógica capitalista, a periferia do sistema seria diretamente afetada somente após algum tempo, como afirma Garcia e Didier: “Para os mercados emergentes, as restrições aos fluxos internacionais de capitais só começaram a ser retiradas no início da década de 1990” (2003 p. 256). Essa liberalização das finanças internacionais significaria, em especial para a América Latina que havia recém se reerguido da crise da dívida externa, uma tentativa de estimular a volta do crescimento econômico e um suposto novo movimento como os *trinta gloriosos*.

Sendo assim o conjunto de medidas em consentimento pela tríplice Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial e o Federal Reserve ficaria conhecido como *Consenso de Washington* e ditaria as normas do sistema financeiro internacional ao final do século XX e começo do XXI. Para tanto, uma série de políticas econômicas, tanto do lado produtivo e comercial mas principalmente pela face financeira, foram

globalmente impostas pela força das decisões do governo estadunidense em um momento em que a União Soviética e o socialismo falhavam como paradigma e o capitalismo floresceria hegemônico. Resumidamente, Lora enuncia as principais características desse novo sistema econômico internacional:

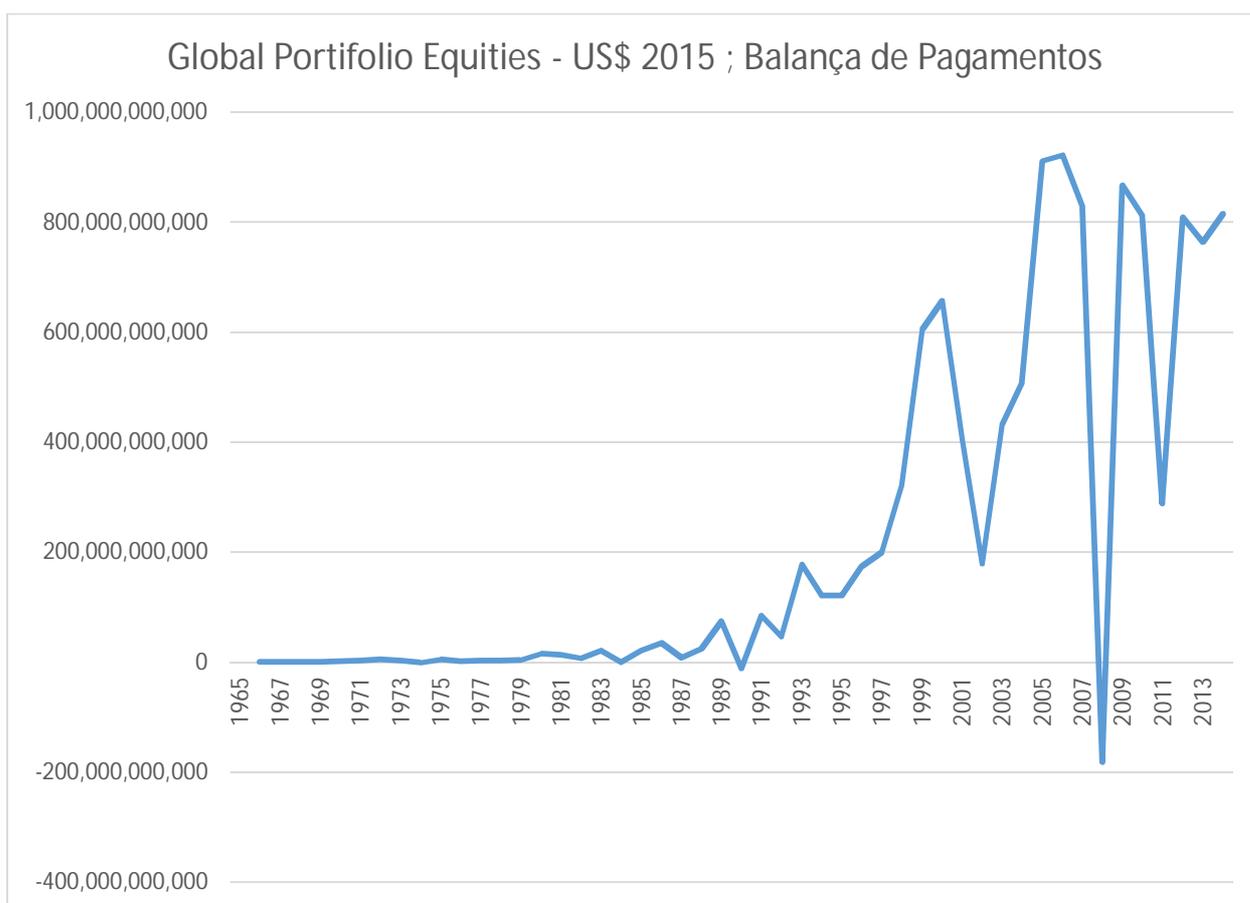
“lifting tariff barriers and other restrictions on international trade (trade liberalization); eliminating restrictions on foreign direct investment and on the free movement of funds in and out of the country (capital account liberalization); privatizing state-owned enterprises and opening to private investment industries previously controlled by the public sector, such as telecommunications, electricity, or mining (privatization); reducing bank reserve requirements and dismantling interest rate controls, subsidized loan programs, and directed credit systems (financial liberalization); simplifying the tax code, lowering tax rates, and widening tax bases (tax reform); facilitating labor hiring and firing, eliminating wage controls, simplifying the labor code, and reducing payroll taxes (labor deregulation); and lifting price controls and license requirements, and easing the procedures for entry and exit of firms (goods markets deregulation). “ (2003)

O recente otimismo com a retomada do crescimento logo seria abruptamente interrompido pela crise financeira de proporções históricas que eclodiria com a ida a falência do banco Lehman Brothers. A expansão do crédito nesse período, em especial o crédito imobiliários, através de operações securitizadas de derivativos criou uma situação de estrangulamento para o sistema financeiro. Segundo Duca, a economia foi afetada em quatro grandes áreas e de maneira muito significativa: “It lowered construction, reduced wealth and thereby consumer spending, decreased the ability of financial firms to lend, and reduced the ability of firms to raise funds from securities markets”. Porém as consequências para a economia global e os mercados financeiros regionais foram arrasadoras. A seguir apresenta-se uma função da evolução da transação dos ativos<sup>3</sup> através do tempo. Destaque para o início do movimento global ao final dos anos 1980, a queda em decorrência a incerteza após os atentados terroristas em setembro de 2001 e o *debaclê* financeiro de 2007-2008.

---

<sup>3</sup> Portfolio equity includes net inflows from equity securities other than those recorded as direct investment and including shares, stocks, depository receipts (American or global), and direct purchases of shares in local stock markets by foreign investors. Data are in current U.S. dollars.

**Figura 3 – Global Portfolio Equities.**



**Fonte:** World Bank Data, 2015. Elaborado pelo autor.

Concluindo, observa-se que nestes 35 anos analisados a importância das finanças no panorama macroeconômico mundial cresceu exponencialmente. Neste período, em relação ao lado real, Coutinho e Belluzzo “a riqueza financeira (a um ritmo de pelo menos 15% ao ano) suplantou de longe o crescimento da produção e da acumulação de ativos fixos.” (1998 p. 132). Resumidamente, Guttman sumariza este grande movimento do sistema financeiro internacional:

“As finanças foram profundamente transformadas por uma combinação de desregulamentação, globalização e informatização. Este impulso triplo transformou um sistema financeiro estritamente controlado, organizado em âmbito nacional e centrado em bancos comerciais (que recebem depósitos e fazem empréstimos), em um sistema auto-regulamentado, de âmbito global e centrado em bancos de

investimento (corretagem, negociações e *underwriting* de valores mobiliários).” (2008)

Benjamin Cohen, através da ótica da Economia Política Internacional, resume: “That the global financial environment has been greatly transformed in recent decades is undeniable” (2008, p. 131)

Esse crescimento foi causa direta da multiplicação de atores no mercado de capitais global e abriu caminho para o empoderamento do investidor individual para assim buscar as oportunidades desse lado da economia. Outro fator causal desse movimento foi a multiplicação das modalidades e dos instrumentos financeiros os quais serão tema da próxima sessão.

### 3.2 A MULTIPLICAÇÃO DAS MODALIDADES FINANCEIRAS

O mercado de capitais global apresenta hoje vasta possibilidade de inserção, tanto para investimento quanto para captação de capital, após anos de prosperidade, investimentos e captação de capital por um lado, e turbulentas crises e desconfiança por outro. O sentido da evolução dos mercados de capitais global foi, assim, congruente com a lógica e a estrutura do próprio mercado, com relação à remuneração, preço, volatilidade, proteção ao risco e expectativas.

Conforme aumento sistemático do volume de capital alocado nesse mercado, os preços dos ativos passaram a oscilar cada vez mais em períodos de tempos cada vez menores – aumentou-se a volatilidade individual dos ativos e do mercado como um todo. Aliado a volatilidade dos preços dos ativos, houve também um aumento na volatilidade das taxas de juros, preço a se pagar pelo dinheiro. “With the introduction of stock indexes futures and options as well as bond futures and options, investors can hedge against market volatility and interest rate volatility” (BRENNET E GALAI, 1989 p. 61)

Neste sentido, algumas dessas inovações financeiras foram criadas a partir da vinculação derivada com outros instrumentos financeiros, tendo seus preços geralmente diretamente ligados aos valores dos instrumentos-base além de um componente do risco

de acordo com as diferentes modalidades: “Financial derivatives are financial instruments that are linked to a specific financial instrument or indicator or commodity, and through which specific financial risks can be traded in financial markets in their own right.” (FMI, 2015).

Parte dessas inovações, as mais recentes, foram possibilitadas apenas pelo desenvolvimento e maturação da tecnologia informacional consoante com tais mecanismos do mercado: “técnicas de hedge através de derivativos, técnicas de alavancagem, modelos e algoritmos matemáticos para ‘gestão de riscos’ associado à intensa informatização do mercado permitiu acelerarem espantosamente o volume de transações com prazos cada vez mais curtos.” (COUTINHO E BELLUZZO, 1998 p. 133).

No caso dos contratos futuros, tais instrumentos foram concebidos também no intuito de estabelecer um sistema de proteção contra a volatilidade dos preços. No início eram exclusivamente futuros agrícolas, os quais se tornaram indispensáveis uma vez que protegia os agricultores com a estabilidade do preço ao longo do tempo, em detrimento a fortes oscilações causadas pela característica sazonal do produto; entretanto hoje existem derivativos futuros de índices de ações, metais como ouro e prata, moedas, recursos energéticos e até mesmo a taxa futura de juros.

Outra inovação é o mercado de opções de ações, definido por Lazarini como “Mercado de opções é o nome dado ao mercado onde se negociam direitos de comprar ou vender uma ação em uma determinada data e por um preço pré-definido” (2008, p 4). Esses contratos que dão os direitos de compra e venda são mais comumente recebidos pelas pessoas físicas pelas próprias empresas de capital aberto a seus funcionários, estabelecendo assim um link direto entre os acionistas e o quadro de funcionários da companhia, desta forma incentivando o melhoramento da produtividade geral dessas corporações.

Os EUA são o país onde é mais difundido o conceito das opções de ações. Do mesmo modo, nele está concentrado o maior mercado de ações do mundo, mercado esse operado por um volume gigantesco de pequenos investidores, que nele depositam em grande proporção suas poupanças. Mas não é somente lá que as opções para funcionários apresentaram crescimento de uso. Verifica-se que nos últimos anos, essa forma de remuneração teve grande crescimento em empresas situadas na Bélgica, Alemanha, Itália, Holanda e Espanha (NUNES E MARQUES, 2005).

Neste sentido, a informatização das operações de tais títulos privados é replicado pelo setor público. Seguindo essa mesma estratégia bem-sucedida da negociação de ações através da internet, iniciou-se a negociação dos títulos públicos no mercado secundário também através da rede global, primeiramente em 2001 nos Estados Unidos com o Treasury Hunt, e posteriormente no Brasil:

Concebido em 2002, esse programa surgiu com o objetivo de democratizar o acesso aos títulos públicos [...] Antes do Tesouro Direto, o investimento em títulos públicos por pessoas físicas era possível somente indiretamente, por meio de fundos de renda fixa que, por cobrarem elevadas taxas de administração, especialmente em aplicações de baixo valor, reduziam a atratividade desse tipo de investimento” (TESOURO DIRETO, 2015)

O governo norte-americano utiliza mecanismos similares de financiamento de atividades e também disponibiliza diferentes títulos que variam basicamente no tempo de maturação – de semanas a décadas –, da periodicidade dos pagamentos do juros e alguns são indexados com o *índice de preços*, indicativo da inflação: “ U.S. Treasury bonds, notes, bills, TIPS, and Floating Rate Notes (FRNs), as well as U.S. Savings Bonds.” (TREASURY DIRECT. 2015 p. 1).

Desta forma, a maneira em que o mercado de capitais disponibilizaria mais informação, mais ferramentas e mais instrumentos financeiro a serem negociados, o efeito observado foi o abandono – mesmo no caso de investidores não especializados – das formas tradicionais e teoricamente mais “seguras” de investimentos a longo prazo como a poupança e a Previdência Social. Bernstein acrescenta: “Most young people believe that Social Security won’t be there when they retire, and that this is a major reason why their retirements will not be as comfortable as their parents” (2014 p. 3).

A multiplicação das modalidades e instrumentos financeiros seria apenas uma das peças do novo paradigma do sistema financeiro internacional. Concomitantemente a esse fenômeno, existe uma relação direta com a verticalização e horizontalização dos agentes participantes, destacando a ascensão dos indivíduos, tema a ser analisado na próxima sessão.

### 3.2.1 O *Home broker* e a emancipação dos investidores individuais

Consoante com a inserção da revolução tecnológica-informacional nos mercados, é de relevância profunda uma inovação estabelecida pela Bolsa de Valores de São Paulo: “No ano de 1999 entrou em operação o Home Broker e o After-Market, duas inovações em termos mundiais” (COSTA, 2015). Esse mecanismo permite que os investidores individuais vendessem e comprassem os títulos diretamente através do *site* das corretoras, deixando a comunicação direta com o corretor opcional. “O início das operações no Brasil, em 1999, marca a real entrada das pessoas físicas na Bolsa democratizando assim o mercado de capitais nacional”. Essa nova maneira de operar revolucionou a abordagem para com o mercado uma vez que emancipou o indivíduo e proveu-lhe com as ferramentas que lhe faltavam para atuar diretamente como agente financeiro pleno. “O Home Broker possui como característica fundamental a alta acessibilidade, bem como capacidade de prover os *investidores pessoas físicas*<sup>4</sup> com grande quantidade e qualidade de informações.” (GRACIOSA, 2007).

A atividade econômica em geral teria uma crescente parcela de suas transações realizadas através do ambiente virtual. No caso do mercado financeiro e mais especificamente dos mercados globais de capitais, o intervalo de tempo das transações tenderia cada vez a ser menor. Nesse sentido a velocidade da atualização dos painéis de cotação foi mais um efeito de democratização dos mercados: “Antes do Home-broker, as cotações eram obtidas com no mínimo 15 minutos de atraso, tempo este considerado uma ‘eternidade’ em se tratando da velocidade com que as decisões financeiras necessitam ser tomadas atualmente.”

Por todo o globo investidores cada vez mais autônomos frente aos grandes investidores institucionais foram atraídos pela potencialidade de rendimentos do capital. Como afirma Kawamoto: “o crescimento dos negócios online atraiu novos investidores ao mercado de capitais, explicando o elevado crescimento da participação de pessoas físicas que, em 2000, já atingia a marca de 27% dos negócios totais nos EUA.” (2010)

---

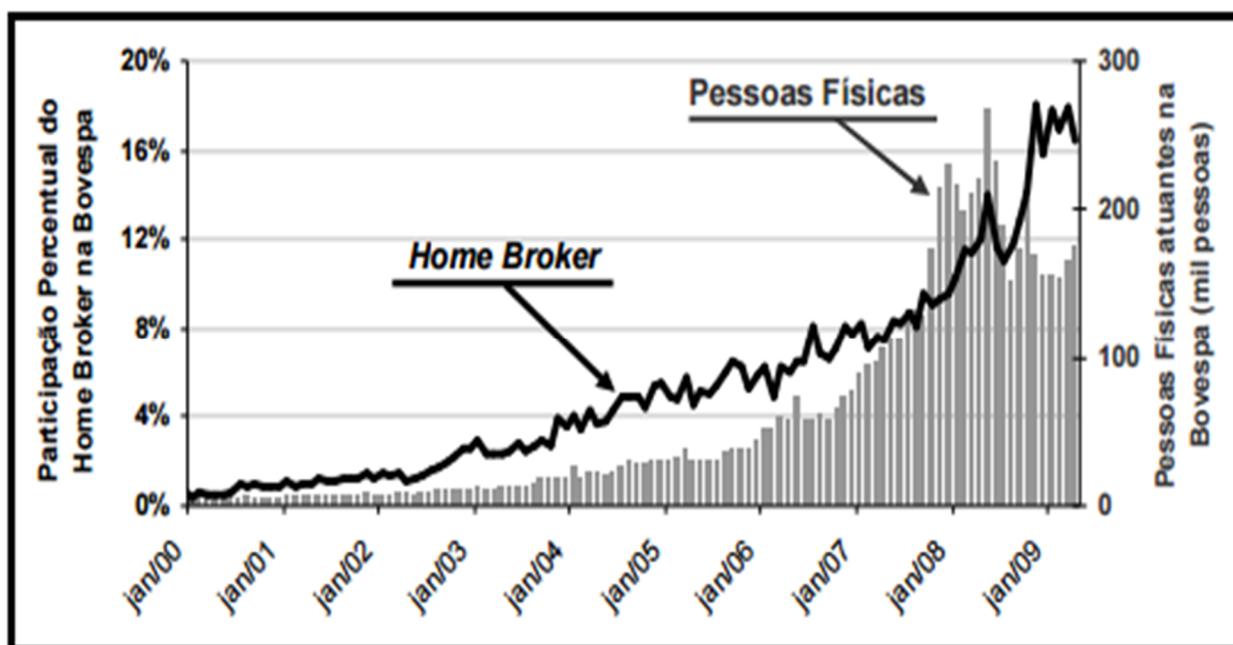
<sup>4</sup> Destaque feito pelo autor.

A revolução que os *home brokers* trouxeram para o ambiente global das finanças é estatisticamente inquestionável. Graciosa (2007) ressalta os outros aspectos dessas plataformas para os investidores não especializados:

O sucesso da ferramenta também se dá, pelo fato dos investidores poderem acompanhar o mercado diariamente em tempo real e terem a chance de saber o que acontece no mercado de maneira geral. Não é só um painel de negociação, mas também um painel informativo e de consultas.

O gráfico abaixo explicita a correlação direta entre a introdução do mecanismo online de negociação e a participação das pessoas físicas na Bolsa de Valores de São Paulo.

**Figura 4 – O *Home Broker* e a participação das pessoas físicas na BM&F BOVESPA**



Fonte: GRACIOSA, 2007

A potencialidade e relevância da nova maneira de operar no mercado através do pregão eletrônico foram tão rapidamente percebidas que após apenas 10 anos da invenção do *Home broker*, o sistema operacional foi completamente substituído. A vagarosa transferência de informações e ordens de compra e venda pressionou para tal mudança, para abrigar o volume crescente dos participantes do mercado“*No pregão viva voz, em*

franca extinção e já não mais existente no Brasil, os operadores – prepostos das corretoras que dão cumprimento às ordens recebidas dos clientes – apregoam aos gritos os ativos nos preços e quantidades solicitadas”. Em 30 de junho de 2009 houve o último pregão viva-voz sendo, a partir do dia seguinte, substituído completamente pelo pregão eletrônico.

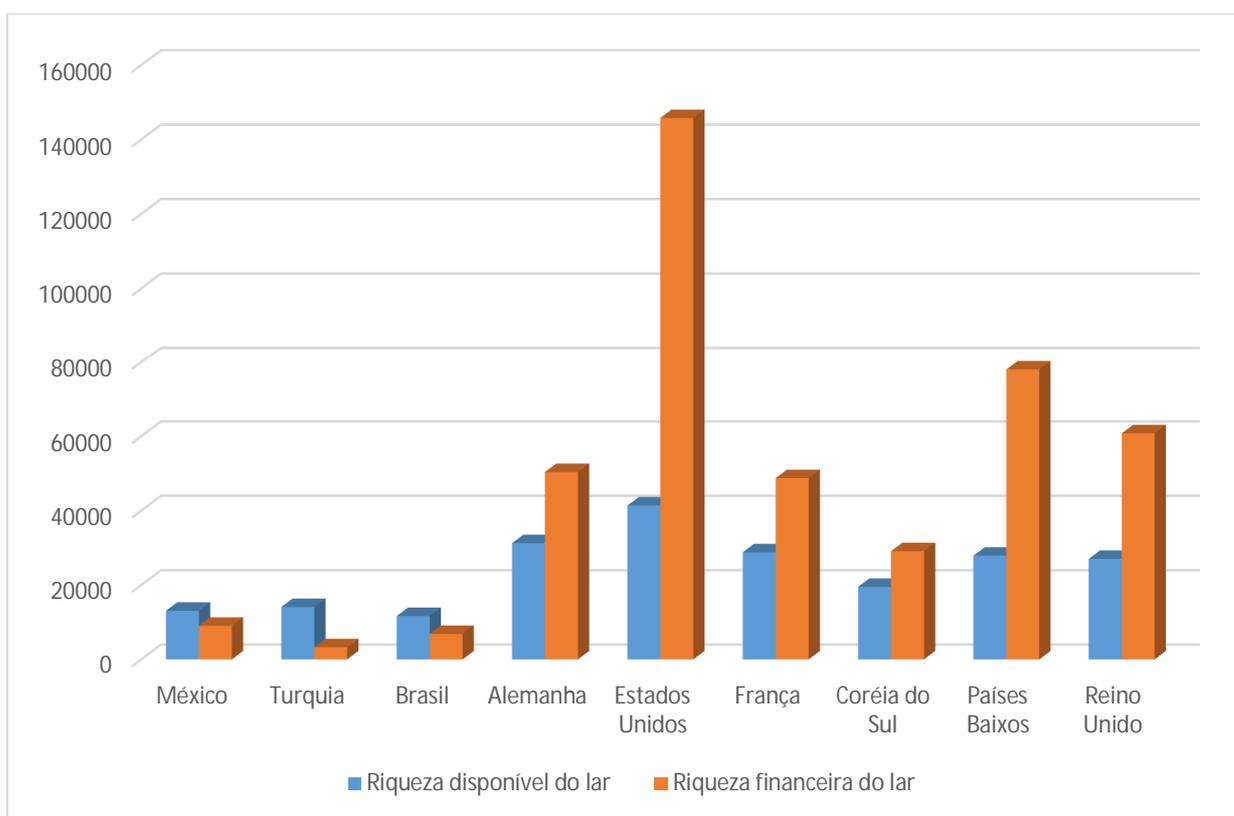
Após trazer à luz todo o histórico do sistema financeiro internacional, a evolução de seus mecanismos, os indicadores macroeconômicos juntamente com um breve resumo político, bem como explicitar a pulverização das modalidades financeiras e como isso se relacionou com a participação dos investidores individuais/pessoas físicas atuando diretamente nestes mercados de maneira racional e buscando a maximização dos rendimentos; a presente pesquisa avança no sentido do entendimento de como o processo está atualmente, quais são as tendências, os principais instrumentos financeiros buscados e os atuais interesses e incentivos dos investidores individuais.

#### **4. CONJUNTURA RECENTE DOS ATIVOS E DOS INVESTIDORES INDIVIDUAIS**

Neste ponto, trataremos da atual situação dos investidores individuais e o mercado financeiro. Além disso investigar-se-á o panorama recente dos principais instrumentos financeiros acima delineados quanto ao volume desses recursos, a liquidez ou capacidade de ser transacionável e os rendimentos reais; buscando as correlações devidas e pertinentes para os propósitos dessa pesquisa.

Observa-se que, segundo a metodologia utilizada, em grande medida o determinante para a acumulação financeira dos agentes é reflexo direto da economia e sociedade nas quais eles estão inseridos e conseqüentemente o tamanho e robustez dos mercados de capitais nacionais. O gráfico a seguir traz um panorama sobre a participação das pessoas físicas quanto aos níveis de detenção de ativos financeiros em relação a renda disponível em diferentes países:

**Figura 5 – A riqueza do lar em relação à riqueza financeira do lar.**



**Fonte:** OCDE, 2015<sup>56</sup>. Elaborado pelo autor.

O gráfico elucida diversas realidades marcantes. O primeiro ponto de destaque é a relação negativa nos países de desenvolvimento tardio ou periféricos do sistema da renda disponível do lar e a riqueza financeira dos mesmos. México, Brasil e ainda mais Turquia apresentam mercados financeiros incipientes e a riqueza social consubstanciada nos ativos financeiros é baixa. Não somente as características dos mercados a explicam como também variáveis sociais como os níveis médios de educação e conhecimento financeiros da população, a propensão marginal a poupar e a aversão média ao risco.

Já nos países desenvolvidos ou centrais do sistema, o mercado de capitais é mais presente na vida cotidiana dos lares, demonstrado pela elevada taxa de riqueza financeira em relação à renda. Destaque para os países nos quais historicamente e atualmente as

<sup>5</sup> Renda disponível do lar: “Quantidade média de dinheiro que um lar ganha por ano, após tributação, último ano disponível” OCDE, 2015.

<sup>6</sup> Riqueza financeira do lar : “Valor médio do patrimônio total de um lar (poupança, ações) deduzido o endividamento, último ano disponível” OCDE, 2015.

finanças representam grande parte da economia como os Países Baixos, Reino Unido e em especial os Estados Unidos.

Ademais, a literatura focada nesse campo de estudo apresenta uma convergência no que tange a distribuição da retenção dos diferentes instrumentos financeiros, admitindo a dificuldade de encontrar um padrão de portfólio dos agentes econômicos, tendo em vista a exposição aos mesmos incentivos que emanam do mercado.

Data on households' financial behavior points to considerable heterogeneity in portfolio allocations. The majority of households hold neither common stock nor other risky financial securities. Others invest in stocks almost exclusively. The extent to which risky asset holdings are diversified also varies greatly, ranging from exclusive reliance on diversified index funds to holdings concentrated in a few individual stocks. (CURCURU, 2004 p. 2)

Não obstante, o ingresso das famílias diretamente no mercado de capitais é notavelmente crescente seja em títulos públicos de renda fixa mas relativamente estável, seja em títulos de propriedade como ações de empresas listadas em bolsas de valores que são caracterizadas pelo retorno variável. Heather Curcuru *et al* assim explicam este fenômeno: “The trend of increasing participation is consistent with a number of possible explanations including a fall in the costs of participation over time, for instance because of changes in risk attitudes or expected returns, or reductions in background risk” (2004 p. 7)

Dada a dificuldade de levantamento de dados específicos sobre os portfólios individuais, mesmo a partir dos relatórios governamentais e privados sobre a sociedade norte-americana, verifica-se o real aumento da participação desta categoria de investidores foi diretamente proporcional ao incremento das relações financeiras na economia mundial.

#### **4.1 Volume, liquidez e rentabilidade.**

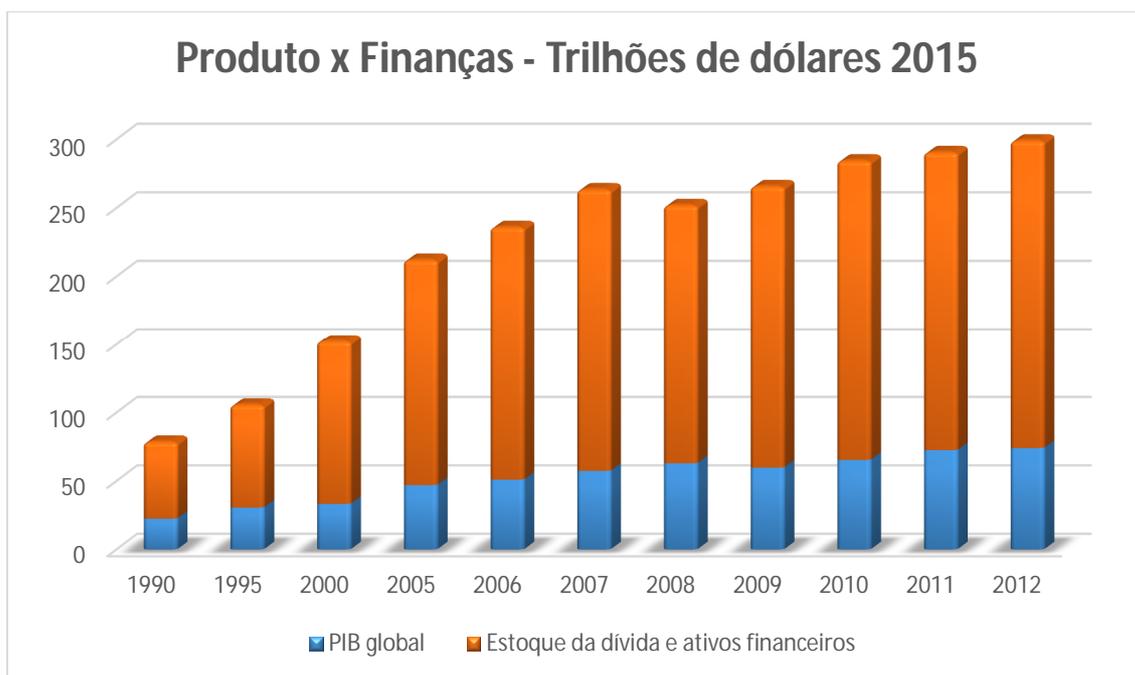
O atual cenário dos ativos financeiros é de fundamental importância para a reflexão sobre as Relações Internacionais. O volume de capital ligado diretamente às finanças internacionais há décadas suplantou o capital produtivo e as taxas de formação

bruta de capital fixo. O volume dos ativos atinge cifras astronômicas e há um enorme potencial de rentabilidade tanto para investidores institucionais quanto para a crescente onda de indivíduos ingressantes nos mercados financeiros interconectados.

De maneira crescente também os Estados nacionais se utilizam dos mecanismos dos mercados para o financiamento constante de seus orçamentos de forma a complementar a arrecadação. Desde 2010 é notável o papel da dívida pública dos países europeus em um momento de frágil arrecadação com a diminuição da atividade econômica global com a crise financeira de 2008, e a consequente sensibilidade frente às finanças internacionais.

A seguir apresenta-se o gráfico da evolução do estoque da dívida e dos valores financeiros em relação aos PIBs nacionais:

**Figura 6 – O produto global em relação ao Mercado financeiro global.**

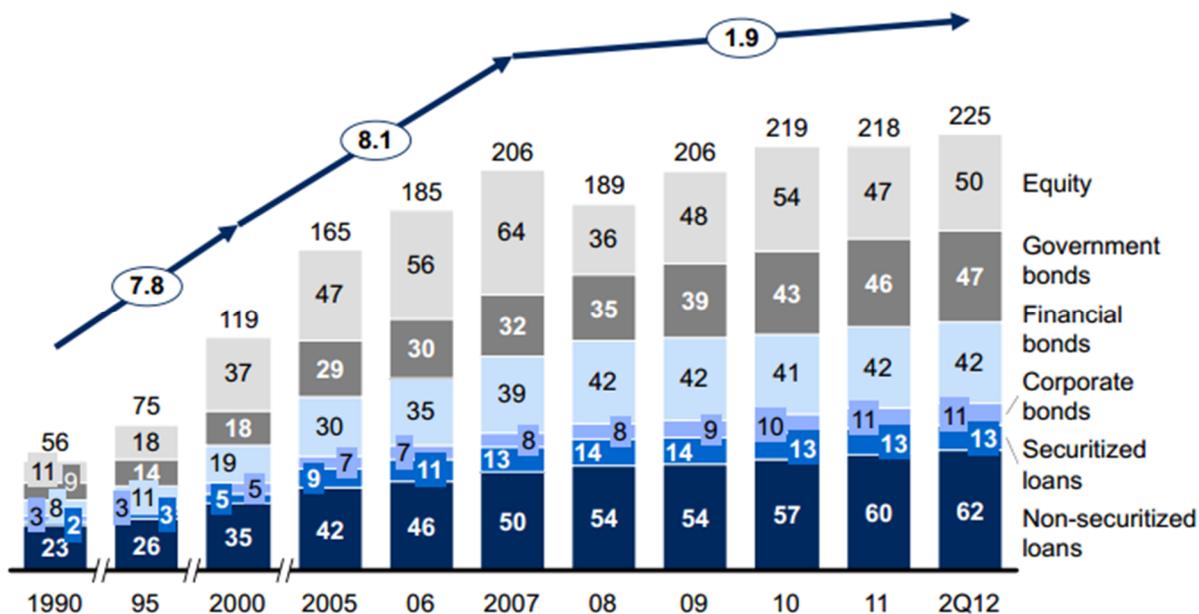


**Fonte:** World Bank Data; McKinsey Global Institute Financial Assets; McKinsey Global Institute Analysis. Elaborado pelo autor.

Neste caso, o estoque da dívida e ativos financeiros compreende toda uma gama de categorias financeiras nas quais ensaiou-se um esboço no capítulo II desta monografia.

Consequentemente, de maneira análoga, é necessário expandir e categorizar, de acordo com a tipologia da multiplicidade de instrumentos financeiros, para o posterior entendimento correto de como e onde os investidores individuais estão ganhando espaço nas finanças internacionais:

**Figura 7 – A multiplicidade dos ativos financeiros.**



**Fonte:** McKinsey Global Institute Financial Assets; McKinsey Global Institute Analysis<sup>78</sup>

<sup>7</sup> Baseado em 183 países. Trilhões de dólares correntes em 2011.

<sup>8</sup> A tradução da terminologia pode em muitos casos confundir o leitor em vez de esclarecer portanto segue as definições conforme o relatório, a fim de esclarecimento das modalidades:

“Equity: Market capitalization of companies listed on stock markets. We differentiate the book value from the valuation effect by using global data from McKinsey’s Corporate Performance Analysis Tool, which aggregates information from balance sheets of more than 30.000 publicly traded companies with annual revenue over \$100.000 to develop price-to-book estimates across countries

Government bonds: Short- and long-term bonds issued by all levels of government (state, local, municipal. We value bonds at their face value.

Financial bonds: Short- and long-term bonds issued by banks and other financial institutions. We value bonds at their book or face value, and include all bonds issued in local and foreign currencies. In addition to bonds, we include other financial debt securities such as mortgage-backed securities or asset backed securities at their market value.

Corporate bonds: Short- and long-term bonds issued by non-financial corporations, including commercial paper. We value bonds at their book or face value and include all bonds issued in local and foreign currencies.

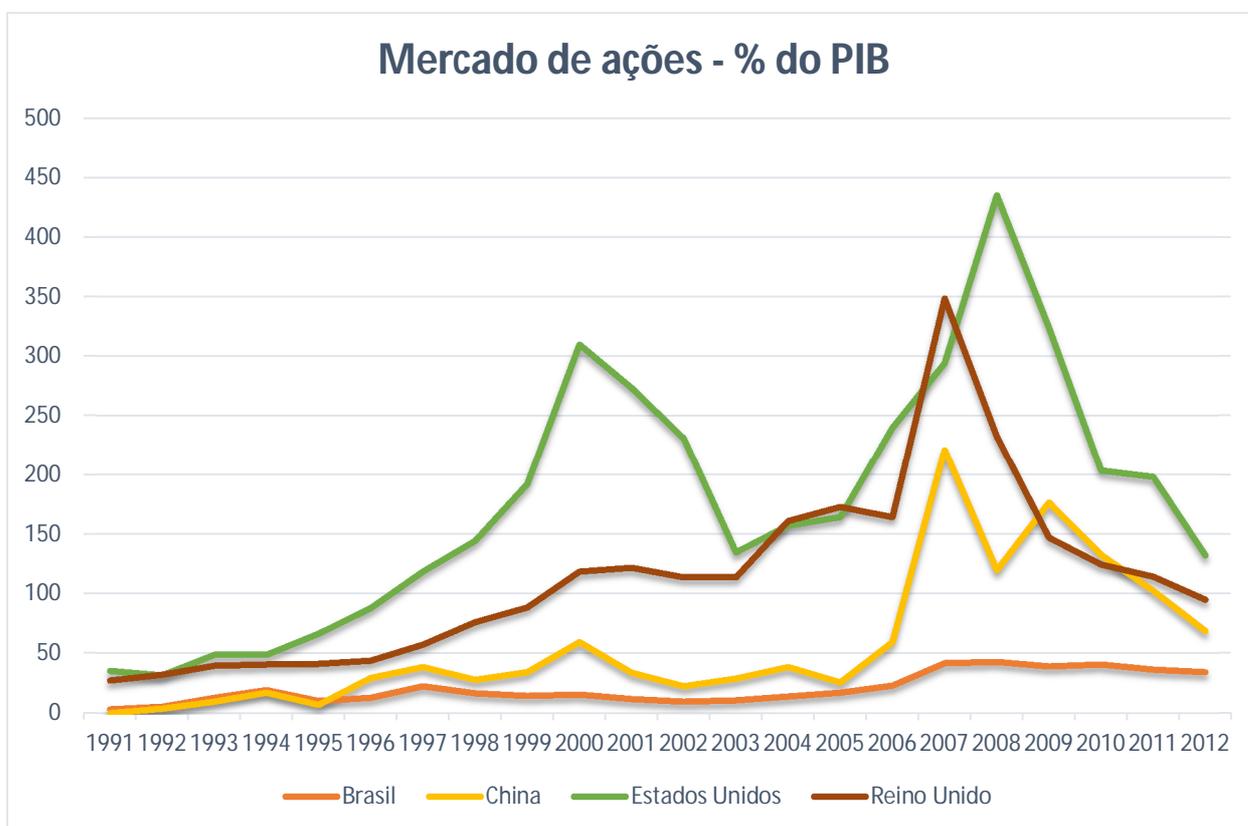
Asset-backed securities: Loans moved off balance sheet by banks, packaged into outstanding mortgage- or asset backed securities. We report the face value of these securities.

Non-securitized loans: The face value of on-balance-sheet loans by banks and other financial institutions to households, non-financial corporations, and, in some cases, governments. Non- securitized loans include both short-term and long-term loans. We exclude interbank lending, as we consider this a function of intermediation.”

Sendo assim, as principais modalidades nas quais os investidores individuais estão capitalizados (ainda que com portfólios heterogêneos como apontado acima) é o mercado de ações, futuros e opções; bem como modalidades de renda fixa como a caderneta de poupança e títulos públicos. “No mesmo período [2000 a 2009], a participação de pessoas físicas no mercado de ações saltou de 0,6% para quase 29% do volume negociado com ações na Bm&fBovespa.” (SENA et alli, 2010).

A evolução dos mercados nacionais de bolsa de valores são notadamente expressivos e foram acompanhados pelo volume de investidores individuais que dão uma crescente liquidez para esses mercados:

**Figura 8 – Mercado de ações em relação a percentagem do PIB.**



**Fonte:** World Bank Data, 2015. Elaborado pelo autor.

Muitos são os incentivos reais para o ingresso de capitais oriundos de pessoas físicas em alocações no mercado de capitais. Com a onda de dispersão informacional proveniente do advento da Internet, cada vez mais as pessoas buscam alternativas de

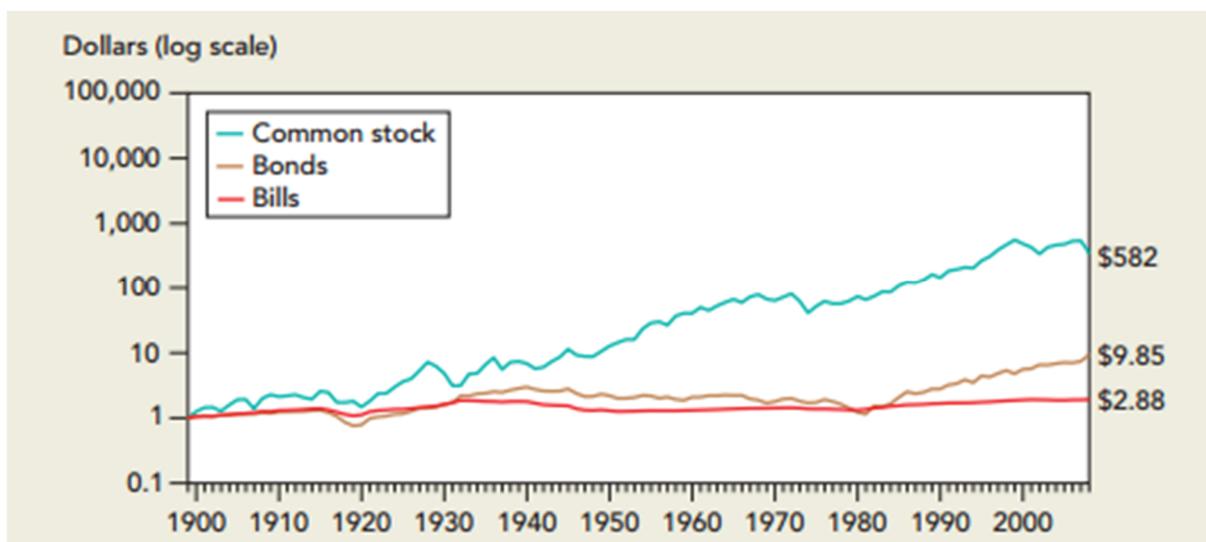
rendimento real para seus capitais. Por isso, a próxima seção do estudo se dedica a levantar hipóteses de projeções reais para as diferentes modalidades financeiras.

## 4.2 Tendências de rentabilidade real

Finalmente, após todo estudo sobre os mercados de capitais, passa-se a um aspecto que aproxima a teoria da realidade desses investidores individuais que é a expectativa de rentabilidade real, variável chave na tomada de decisão sobre os investimentos concretos.

A seguir apresenta-se a evolução do rendimento em termos reais – isto é, ajustado à inflação do período - a partir do investimento de um dólar de 1900 até o ano de 2008, em três modalidades financeiras: o título público de curta maturação, o título público de longa maturação (assumindo em ambos o reinvestimento do juros) e uma ação comum.

**Figura 9 – Evolução do investimento de 1 dólar em 1900 até 2008.**



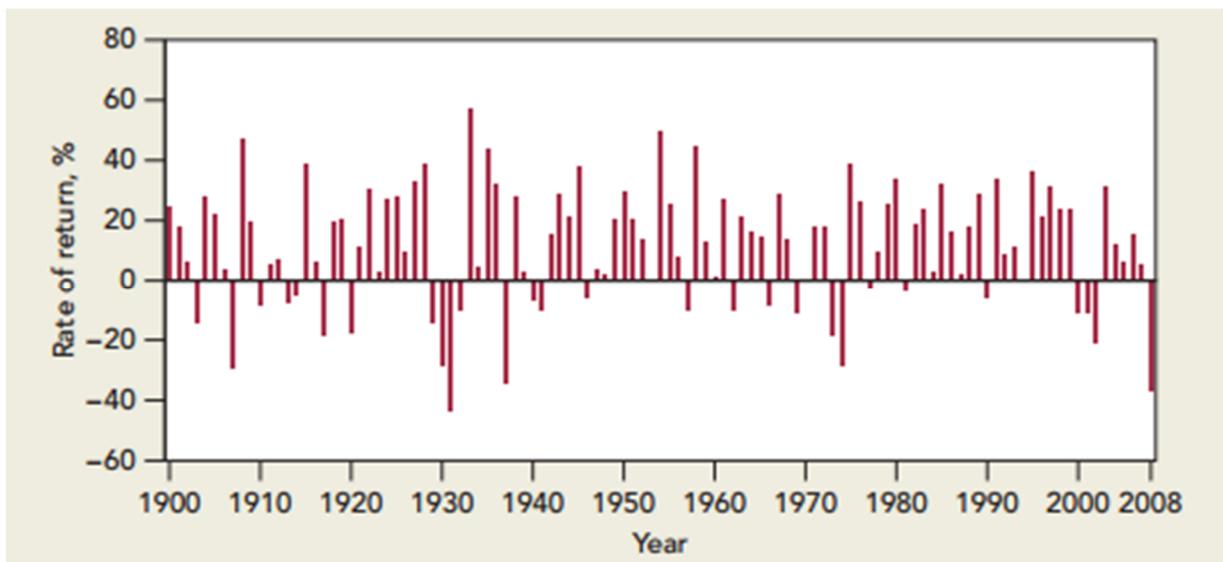
**Fonte:** BREALEY, MYERS e ALLEN. 2010.

Interessante notar como o gráfico foi composto tanto pela rentabilidade dos títulos de renda fixa quanto pelos ativos de renda variável no caso das ações. No caso da renda variável, o risco de perda parcial ou até mesmo total do capital deve ser correspondida por uma expectativa de retorno maior do que um título público por exemplo cujo risco de *default* do governo é próximo a zero. Já as debêntures de empresas apresentam

remuneração maior que os títulos públicos pois, apesar da possibilidade de garantia (apresentada no contrato), o risco de falência deve ser compensado por uma rentabilidade fixa maior.

No caso do mercado acionário estadunidense, eis as taxas anuais de retorno médio dos investimentos. A volatilidade de curto prazo pode assustar investidores mas em prazos mais longos, como no gráfico acima, é um investimento rentável; Brealey, Myers e Allen resumem: “The stock market has been a profitable but extremely variable investment.” (2010).

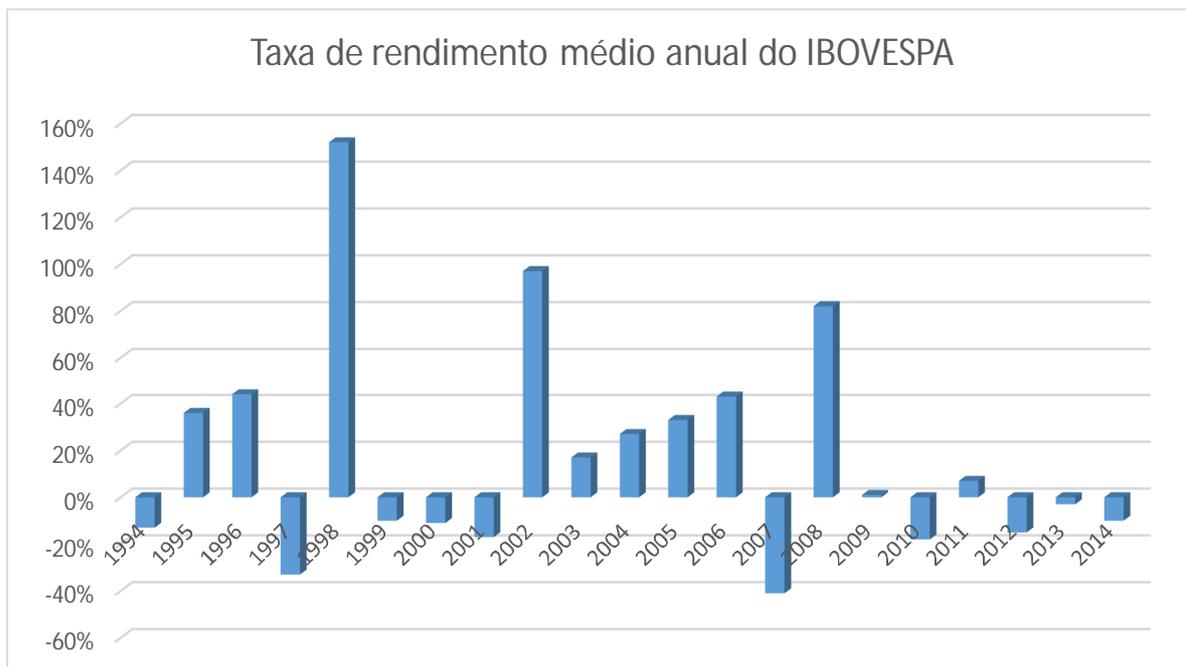
**Figura 10 – Taxa de rendimento médio anual das ações estadunidenses.**



**Fonte:** BREALEY, MYERS e ALLEN. 2010.

Não obstante, segue a mesma metodologia para efeitos de comparação com a BM&F BOVESPA, sendo o *benchmark* (índice de rendimento do mercado) o Ibovespa, índice de ações das principais empresas sociedades anônimas de capital aberto no Brasil:

**Figura 11 – Taxa de rendimento médio anual do IBOVESPA.**



**Fonte:** BM&FBOVESPA, 2015. Elaborado pelo autor.

Comparando as taxas pode-se inferir que a alta volatilidade é característica das diferentes Bolsas de Valores, bem como taxas que excedem muito o prêmio médio do mercado, dado pela taxa Selic no Brasil. Vale destacar no caso da BM&FBOVESPA que 27,16% do capital envolvido nas transações são provenientes dos investidores estrangeiros, mais um aspecto que ressalta a globalidade dos mercados.

No caso de investidores com maior aversão ao risco, para eles esta disponível, como já apontou-se anteriormente, a compra de títulos públicos dos governos através da internet. O risco virtualmente nulo de calote desses pagamentos traz a contrapartida dos rendimentos mais baixos, em relação a média dos valores de renda variável. No Brasil, por exemplo, a Nota do Tesouro Nacional Brasileiro, indexado à inflação e rendimento em 2024 têm um rendimento de 7,33% (TESOURO DIRETO). No caso dos Estados Unidos, um título federal similar, porém não indexado aos índices de preços hoje pagaria 2% de juros por ano sobre um investimento resgatável em 10 anos. (U.S. DEPARTMENT OF TREASURY). A inflação ou expectativa de inflação futura tem de

ser levada em consideração, pois tira o poder de compra da rentabilidade dos investimentos conforme o tempo.

Entende-se então, que o retorno esperado (lembrando que considera-se impossível prever fielmente as tendências reais) é variável diretamente proporcional ao risco inerente a cada um dos ativos individualmente e como anteriormente apontamos, as escolhas dos investidores individuais são dificilmente generalizáveis mas gradualmente crescentes e de maneira cada vez mais direta nos mercados de capitais.

## 5. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS.

As Relações Internacionais são hoje profundamente enraizadas no seio da economia capitalista global e isso foi verificado de tanto de maneira teórica pela óptica da Economia Política Internacional como de maneira empírica ao levantar dados de fontes governamentais e dos mais renomados institutos de pesquisa.

Hoje o capital transformou o sistema internacional de maneira que parcelas da autoridade geral foi transferida dos governos centralizados em suas políticas para os agentes do mercado financeiro global. O movimento observado nas últimas quatro décadas é a emergência de empresas e principalmente a emancipação dos indivíduos na participação mais ativa da política e da economia geral.

No mercado financeiro, buscou-se mostrar a evolução do mesmo e sua relação direta com a participação sendo agente provedor de recursos com a racionalidade de proteger e aumentar o patrimônio. Desta forma a multiplicação das modalidades financeiras ocorrida neste período de quarenta anos possibilitou a diversificação do portfólio da mesma maneira que emancipou os investidores individuais – ou pessoas físicas – frente aos grandes *players* do mercado financeiro, os investidores institucionais.

Não obstante, contemporaneamente ao aumento desses instrumentos, a revolução informacional possibilitou dois fenômenos interrelacionados: 1) A tecnologia permitiu a globalização dos mercados financeiros e o aumento sistemático e contínuo da liberdade de mobilidade de capital e 2) Mais recentemente o advento do *Home broker* foi chave no início de uma inserção massiva de investidores individuais uma vez libertados da dependência dos bancos sociedade corretoras.

O efeito observado na estratégia geral dos investimentos das pessoas físicas foi o abandono das formas tradicionais e teoricamente mais “seguras” de investimentos a longo prazo como a poupança e a Previdência Social: “Also many public policy choices have an impact on the portfolio allocations of households. Examples include the privatization of Social Security and the taxation of capital income” (CURCURU, 2004)

Essas escolhas foram efeito direto de um maior nível de informação e entendimento dos investidores individuais acerca dos indicadores macroeconômicos como inflação e taxa de juros. O aumento dos investimentos foi verificado como um

movimento muito relevante e distinto conforme inserção do agente dentro dos mercados nacionais e das próprias culturas locais com relação às finanças. Desta forma descobriu-se também uma heterogeneidade das alocações de capital por parte destes agentes e suas decisões complexas de inserção no mercado.

A financeirização da economia como um todo é uma realidade inquestionável e os agentes econômicos privados começam a se estabelecer como *players* de peso nas finanças internacionais, com maior autoridade e autonomia.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMORIM *et all.* **Home broker e bm&fbovespa: um estudo de caso** *Revista Eletrônica de Administração* (Online), v. 10, n.1, edição 18. 2011.

ANDREZO, Andrea F; LIMA, Iran S. **Mercado Financeiro: aspectos conceituais e históricos**. 3ª Edição. Editora Atlas. São Paulo, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O papel dos intermediários financeiros**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em 10 set. 15

BELUZZO, Luiz G. **O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”**. *Economia e sociedade*. Campinas, 1992.

BERNSTEIN, William J. **If you can: how millenials can get rich slowly**. Portland, OR. 2014.

BMF&BOVESPA. **Introdução ao mercado de capitais**. São Paulo, 2014.

BMF&BOVESPA. **BDRs – Brazilian Depositary Receipts**. São Paulo, 2015. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/outros-titulos/bdrs-brazilian-bepository-receipts/bdrs-brazilian-bepository-receipts.aspx?idioma=pt-br#3a>> Acesso em 06 set. 2015

COHEN, Benjamin J. **The Future of Global Currency**. Editora Routledge. Nova Iorque, 2011.

COHEN, Benjamin J. **Theory and Structure in International Political Economy**. MIT Press, 1999.

COHEN, Benjamin J. **International Political Economy**. Editora Routledge. Nova Iorque, 2011.

COHEN, Benjamin J. **Global Monetary Governance**. Editora Routledge. Nova Iorque, 2008

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4a. 1ed., Nova York: Pearson Addison Wesley, 2005.

COSTA JR., Newton. **Mercado de Capitais I**. Universidade Federal de Santa Catarina. Santa Catarina, 2015.

COUTINHO, Luciano; BELUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. **“Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas**. *Economia e Sociedade*. Campinas, 1998.

COUTINHO, Luciano; BELUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. **Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas**. *Economia e Sociedade*. Campinas, 1998.

CURCURU, Heather *et al.* **Heterogeneity and Portfolio Choice: Theory and Evidence**. University of Chicago, 2004.

DAG Einar Thorsen; AMUND, Lie. **What is neoliberalism?** Department of Political Science University of Oslo. Oslo, 2008.

DUCA, John V. **Subprime Mortgage Crisis.** *Federal Reserve Bank of Dallas.* Federal Reserve History, 2013

GARCIA, Márcio; DIDIER, Tatiana. **Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil.** *Pesquisa e planejamento econômico* Edição 33, Volume 2. Rio de Janeiro, 2003.

GRACIOSA, Robson. **A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro - 2000 a 2007.** Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2007.

JACOBS, Garry. **Multiplying Money.** *Cadmus.* Volume 1, Edição 6. Disponível em <<http://cadmusjournal.org/>>. Acesso em 4 set 2015.

LUND, Susan et al. **Financial Globalization: Retreat or Reset?** São Francisco, McKinsey&Company. Março, 2013.

TREASURY DIRECT. **Treasury Securities & Programs.** Disponível em: <<http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/products.htm>> Acesso em 30 set. 2015

TREASURY DIRECT. **Tresury Notes: Rates & Terms.** Disponível em: <<http://www.treasurydirect.gov/instit/annceresult/annceresult.htm>> Acesso em 08 out. 2015

VILLAÇA, Maria J. **O conceito de liquidez.** *Revista Administração Empresarial.* Volume 1, Edição 9. p.33-53. Rio de Janeiro, 1999.

FERRI, Melícia; SOARES, Rodrigo Oliveira. **A Presença de Investidores Institucionais e o Foco no Curto Prazo:** um Estudo nas Empresas Negociadas na Bovespa. XXXI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, 2007.

FEDERAL RESERVE HISTORY. **Recession of 1981-1982.** Disponível em: <<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/44>> Acesso em 22 set 2015

BRENER, Menachem; GALAI, Dan. **New financial instruments for hedging changes in volatility** *Financial Analysts Journal.* Pag 61. Hebrew University, 1989

FUNDO MONETARIO INTERNACIONAL. **Financial Derivatives** Disponível em <<http://www.imf.org/external/np/sta/fd/>> Acesso em 30 set 2015.

MILLER, Merton H. **Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next** *The Journal of Financial and Quantitative Analysis.* Vol. 21, No. 4 pp. 459-471. 1986

KAWAMOTO, Carlos T. **Projeção da Penetração do Home Broker no Mercado de Capitais Brasileiro através dos Modelos Linear, Fisher-Pry e Gompertz.** XIII SEMEAD – *Seminários em Administração.* Setembro, 2010.

GUTTMANN, Robert. **Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças.** *Novos estudos – CEBRAP.* Nº 82. São Paulo, 2008

PINHEIRO, Marcela M., GOMES, Carlos Francisco Simões. **Evolução do Mercado Acionário: Home Broker – Estudo de Caso HSBC**. IBMEC. Rio de Janeiro.

NUNES, Alexssander de Antonio; MARQUES, José A. Veiga da Costa. **Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC**. *Revista Contabeis Financeiras* Volume 16 nº 38. São Paulo, 2005.

LANZARINI, Joelcy José Sá. **A utilização do sistema home-broker como ferramenta de inclusão de potenciais investidores ao mercado bursátil brasileiro**. UNESC. Criciúma, 2008.

OCDE. **OCDE Better Life Index**. Disponível em: <<http://www.oecdbetterlifeindex.org/pt/quesitos/income-pt/>> Acesso em 05 out 2015.

MURPHY, Kevin J.; HALL, Brian J. **The trouble with stock options**. National bureau of economic research. Cambridge, 2003.

BREALEY, Richard A; MYERS Stewart C.; ALLEN Franklin **Principles of Corporate Finance**. 10ª edição McGraw-Hill/Irwin. Nova Iorque, 2010.

MARTITS, Luiz Augusto; JUNIOR, William Eid. **Aversão a Perdas: Comparação de decisões de investimento entre investidores individuais e fundos de pensão no Brasil**. *Revista Brasileira de Finanças*. Vol. 7, Nº 4. 2009

TESOURO DIRETO. **Rentabilidade dos títulos públicos.** Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto-precos-e-taxas-dos-titulos>> Acesso em 08 out. 2015

SENA, Janaina Facchin. **Homebroker e o investimento em ações.** *Pensamento e Realidade* V. 25, n. 1. São Paulo, 2010.