

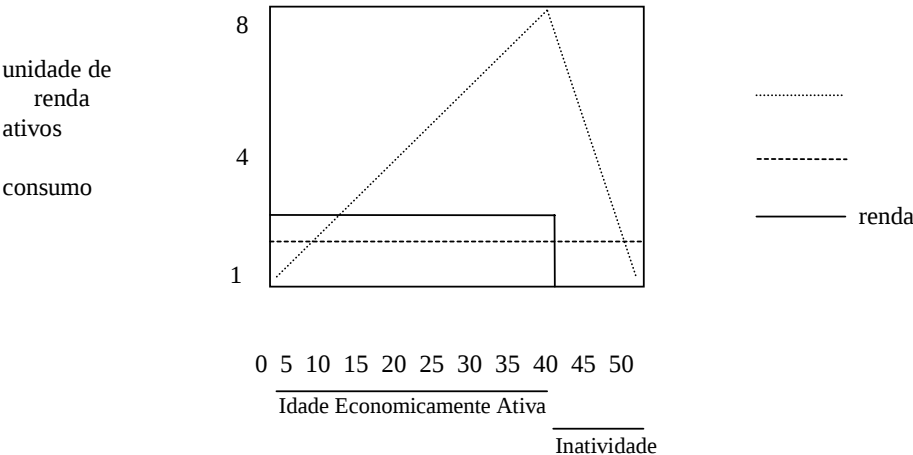
MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS

O objetivo é fazer uma resenha das principais motivações que estão por trás da acumulação de ativos financeiros nas diversas etapas do ciclo da vida.

2.1 Ciclo da Vida

Poupar para a velhice advém do desejo individual de manter um padrão estável de consumo ao longo do ciclo da vida. Em função disso, os indivíduos abrem mão de uma parcela de consumo durante a vida ativa para poder estabilizar o padrão de consumo na velhice, quando em geral ocorre uma queda no rendimento do trabalho. Há, portanto, uma acumulação de ativos até a data da aposentadoria, a partir daí o estoque de ativos começa a ser utilizado para complementar os recebimentos de aposentadoria. A versão mais simples do modelo do ciclo da vida é aquela na qual consumo é constante ao longo da vida, não existe incerteza, a taxa de juros é nula, e a única mudança na renda que ocorre é quando o consumidor se aposenta. A ilustração 1 apresenta o caso que Modigliani (1986) denominou como a versão simplificada (stripped down) do modelo do ciclo da vida. Renda é constante durante L anos de vida de trabalho ($L=40$ anos, por exemplo) e igual a uma unidade, e então cai a zero nos R anos de aposentadoria ($R=10$ anos, por exemplo). Consumo é constante ao nível de $L/(L+R)$ por período ou 80% da renda durante a vida de trabalho, de forma que a poupança é de 20% da renda por período $R/(R+L)$, chegando ao máximo de 8 vezes a renda imediatamente anterior a aposentadoria.

Ilustração 1



2.1.1 Uma Visão Complementar

A incorporação da possibilidade de endividamento no período inicial do ciclo da vida no esquema simples apresentado por Modigliani na sua Nobel Lecture nos fornece uma visão alternativa da análise do ciclo da vida. O endividamento dos grupos mais jovens representa um mecanismo alternativo de suavização do consumo e do bem-estar ao longo do ciclo da vida. O que ocorre é que nas etapas iniciais do ciclo da vida, os indivíduos estão entrando no mercado de trabalho, mas a sua renda geralmente é baixa. Como eles esperam passar por um período de ascensão profissional tentarão utilizar os recursos futuros via endividamento, suavizando o seu consumo e renda.

A Ilustração 2 incorpora essas características conjuntamente com a possibilidade de empréstimo no esquema simples de Modigliani de duas formas. Na primeira, os jovens conseguem contrair dívida, na segunda eles estão restritos no mercado de crédito. O diagrama divide o ciclo da vida em três etapas distintas: os primeiros 10 anos de idade ativa do indivíduo (J), quando a sua renda é baixa (igual a 0,5 unidade monetária), os 30 anos seguintes (L) (período de maturidade profissional, cuja renda média do indivíduo é 1 unidade monetária) e os 10 últimos anos do ciclo da vida (R), no qual o indivíduo se aposenta e financia o consumo com base nos ativos poupados durante o período anterior.

Na ilustração 2A, observamos o caso em que os indivíduos conseguem contrair empréstimo quando jovens. Neste caso, o consumo médio do indivíduo será $0,7 ((0,5 \times J + 1 \times L) / (J+L+R))$. Assim na fase inicial, como o consumo dos indivíduos é maior do que a sua renda, eles irão contrair empréstimos, acumulando dívida (ativos negativos). Na segunda fase do ciclo, o aumento inicial da renda será utilizado inicialmente para cobrir a dívida anteriormente contraída, e só a partir de um certo ponto será possível acumular ativos para a aposentadoria.

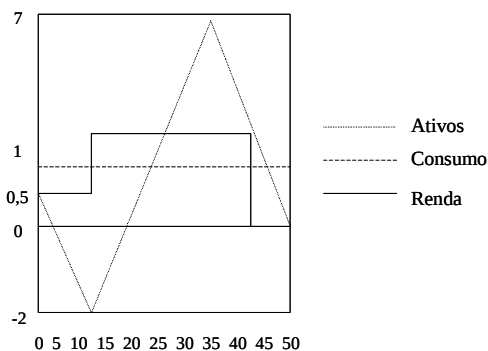
No segundo caso, ilustração 2B, os jovens não conseguem empréstimos. Observamos um caso de restrição por liquidez, no qual os indivíduos são obrigados a consumir toda a sua renda (ou seja, 0,5 unidade monetária). Neste caso, na etapa inicial a acumulação de ativos será nula. Somente na segunda fase

será possível acumular ativos e suavizar o consumo. A partir desta fase, o consumo será igual a $0,75 (L/L+R)$.

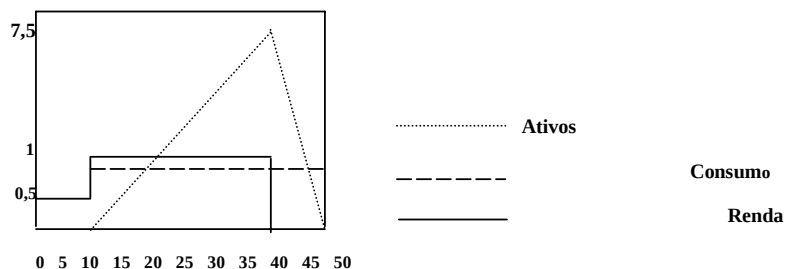
Ilustração 2 :

Ciclo da Vida Incorporando a Possibilidade (ou não) de Endividamento dos Jovens na Fase Inicial

A – Os jovens Conseguem Contrair Empréstimos



B – Os jovens estão Restritos por Liquidez

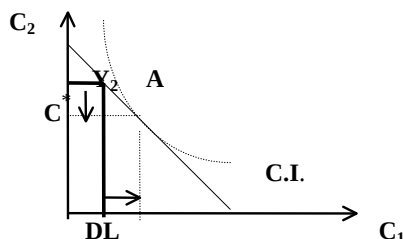


2.2 Restrições por Liquidez e Indivisibilidades

Em termos mais gerais do que o contexto simplificado do ciclo da vida apresentado anteriormente, os agentes restritos por liquidez são aqueles cujo desejo de consumo está além das disponibilidades líquidas. De acordo com o cenário exposto na ilustração 3, os consumidores preferem estar no ponto C^* , onde suavizariam o consumo entre os períodos 1 e 2. No entanto, como a disponibilidade líquida é inferior ao desejo de consumo, a restrição à liquidez acaba por impedir o financiamento do nível desejado de consumo corrente. Nesse

caso, o indivíduo consome toda a sua renda, ficando preso numa solução de canto representada pelo ponto A.

Ilustração 3



Onde,

- C_1 e C_2 representam o Consumo nos períodos 1 e 2, respectivamente

- DL são as Disponibilidades líquidas do período 1, ou seja, ativos herdados do passado mais renda Corrente ($A_0 + Y_1$)

- Y_2 é a renda do Período 2

- CI é a Curva de Indiferença do Agente

Normalmente se esperaria que indivíduos restritos por liquidez não poupassem, já que poupança é vista como o excedente de renda em relação ao consumo. Contudo, alguns dos motivos apresentados para poupar podem ser reforçados pela existência de restrição por liquidez. Indivíduos restritos por liquidez seriam induzidos a acumular ativos financeiros como um “buffer-stock” contra incertezas.

Nos testes empíricos usuais de restrição por liquidez a mesma é avaliada a partir do montante de ativos que os indivíduos dispõem. Segundo Runkle (1991), pessoas com poucos ativos líquidos teriam dificuldades em tomar empréstimos e, portanto, estariam restritas por liquidez. Contudo, a inability de tomar empréstimo não implica na inability de poupar, podendo existir boas razões para que consumidores restritos por liquidez acabem por acumular até mais ativos financeiros.

Por exemplo, a acumulação financeira para aquisição de bens indivisíveis, pode resultar da falta de acesso a crédito quando os fluxos de renda mensal

tomados individualmente não são suficientes para compra de bens indivisíveis e de alto valor unitário como imóveis¹ ou ativos físicos ligados à produção microempresarial. Essa situação é induzida pela existência de racionamento e imperfeições no mercado de crédito. Neste sentido, restrições por liquidez poderiam induzir a uma maior e não a uma menor acumulação de ativos.

Poupar para aquisição de bens é, portanto, resultado da interação de dois fatores: indivisibilidade dos bens e imperfeições no mercado de crédito. Os indivíduos que se apresentam numa situação de autarquia têm que acumular recursos por conta própria durante alguns períodos até que possam obter o bem indivisível. Similarmente, pessoas que querem começar um novo negócio, freqüentemente são frustradas pela falta de acesso ao mercado de capitais, sendo forçadas a acumular ativos por antecipação².

2.3 - Precaucional

A demanda por ativos por motivos precaucionais se dá devido às incertezas do futuro, que afetam o bem-estar e o comportamento financeiro. Dado que poupança fornece recursos que estarão disponíveis no futuro, quando estas incertezas serão resolvidas, a decisão de poupar estará também relacionada com a natureza e extensão da incerteza.

Além da incerteza a forma da função utilidade é importante para estabelecer a necessidade de poupar pelo motivo precaucional. A convexidade da função utilidade marginal é condição necessária para gerar um motivo precaucional para poupança. A idéia é que em tempos ruins, quando o nível de consumo é baixo, as conseqüências são muito piores do que em tempos bons, quando o nível de consumo é alto. Portanto, a desutilidade marginal de perdas em consumo próximo aos níveis de subsistência é maior do que a utilidade marginal de ganhos em tempos de relativa abundância. Com isso, indivíduos desistirão de alto consumo, quando isso for possível, a fim de se preparar para possíveis

¹ Itália e Japão são exemplos citados na literatura de países com altas taxas de poupança devido a racionamento de crédito.

² A existência de consórcios permitiria reduzir à metade a poupança e o período de aquisição dos bens observada na ausência de crédito.

eventualidades. Quanto mais incerta for a renda futura, maior é a poupança e menor é o consumo presente.

Um caso que pode ser solucionado explicitamente é o da aversão ao risco absoluto constante, conhecido na literatura por CRRA.

Suponha que o consumidor maximize:

$$\max E_t [\sum (-1/\alpha) \exp (-\alpha C_t)/0]$$

sujeito a

$$A_{t+1} = (A_t + Y_t - C_t)$$

e

$$Y_t = Y_{t-1} + e_t \quad e_t \sim N(0, \sigma)$$

O consumidor tem aversão a risco absoluta constante, com coeficiente α e vive por T períodos. A taxa subjetiva descontada é igual à taxa de juros sem risco, e elas são ambas iguais a zero. A renda do trabalho segue um caminho aleatório com inovações normalmente distribuídas.

Da condição de primeira ordem do problema, observamos que o consumo ótimo satisfaz a seguinte equação de Euler.

$$C_{t+1} = C_t + (\alpha\sigma)/2 + e_t \quad (1)$$

A poupança seria igual a:

$$S_t = - [1/(T-t)]A_t + (\alpha (T - t - 1) \sigma) / 4 \quad (2)$$

A primeira equação mostra os efeitos de incerteza da renda na inclinação do caminho do consumo (Equação de Euler). Incerteza na renda mais alta e maior prudência levam a uma inclinação mais íngreme da trajetória do consumo ao longo do tempo. A equação (2) apresenta o fluxo de poupança como função da riqueza, renda e incerteza. No caso de “equivalência de certezas” a solução seria dada apenas pelo primeiro termo. Prudência é refletida no segundo termo: quanto maior a incerteza, maior o nível da poupança, para dados níveis de renda e de riqueza³.

Esse motivo também é fortalecido pela existência de restrição a crédito. A possibilidade de tomar empréstimos em tempos ruins é uma alternativa que

³ Note que o argumento está uma derivada acima do efeito de aversão a risco que afeta a composição do estoque de riqueza. Prudência afeta a decisão de consumo e para isso está relacionada à curvatura da utilidade marginal, ou seja, a terceira derivada da função utilidade.

transmite segurança. Contudo se essa alternativa não pode ser utilizada, provisão de poupança deve ser feita para tais eventualidades. Sem acesso a contratos de seguro, consumidores devem prover recursos com essa finalidade, através da acumulação de ativos adicionais.

2.4 - Herança

Muito do debate atual sobre o comportamento da poupança em países desenvolvidos está centrado na importância relativa dos motivos através do ciclo da vida (isto é, poupar para financiar o consumo durante a velhice) versus herança (isto é, poupar para financiar o consumo dos descendentes). Estas motivações são particularmente relevantes para entender a demanda por ativos entre a população idosa.

Indivíduos deixam herança, por pelo menos três razões:

i) Altruísmo. Há uma preocupação legítima com o bem estar das gerações seguintes, então se poupa para suavizar o nível de consumo entre gerações.

ii) Controle. O doador poupa para deixar bens para compensar seus herdeiros pelos serviços fornecidos por eles durante a vida do doador.

iii) Acidente. Como os indivíduos não sabem quando vão morrer, não conseguem elaborar um planejamento exato dos recursos que necessitarão até o último dia de suas vidas. Mantém sempre com eles uma certa quantia que lhes permite viver além do que realmente vivem, deixando, portanto uma certa quantia quando morrem.

Uma visão polar de famílias “altruística” foi discutida em Barro (1974). Nesta visão, famílias derivam utilidade não apenas de seu consumo presente, mas também do consumo futuro de seus filhos. Isto efetivamente significa que eles extraem bem estar do consumo de seus descendentes. Kotlikoff e Summers (1981) observaram que uma proporção substancial de poupanças americanas estava relacionada às heranças. Outras evidências a favor de presentes entre gerações foram destacadas também por White (1978), Mirer (1979), Kurz (1981,1982,1984).

Barro se baseia na hipótese de que os pais deixam heranças para seus filhos porque se preocupam com eles. Bernheim (1985) discute a segunda razão pela qual os indivíduos deixam herança, colocada acima e sugere que os pais usam as heranças para controlar os filhos. Os pais desejam que os filhos tenham atenção com eles e usam a ameaça de cortar a herança para induzir os filhos a dar-lhes atenção.

Para testar esta “motivação estratégica das heranças” foram examinados dados relativos à frequência com que os filhos visitam os pais. Verificou-se que quanto mais ricos os pais, mais assíduas as visitas dos filhos. Além disso, só a riqueza que pode ser deixada como herança induzia um número maior de visitas. A riqueza que não podia ser deixada, como pensões que cessam com a morte do pensionista, não estimula a visita dos filhos. Essas evidências sugerem que pode haver outros motivos para as transferências de riqueza intra-geracionais do que o mero altruísmo.

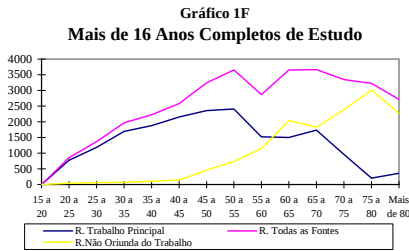
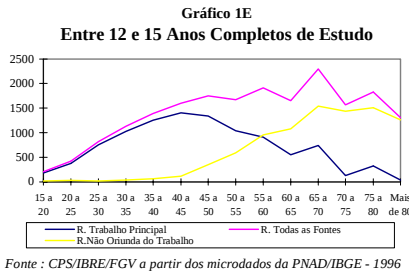
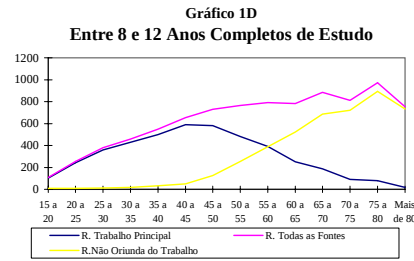
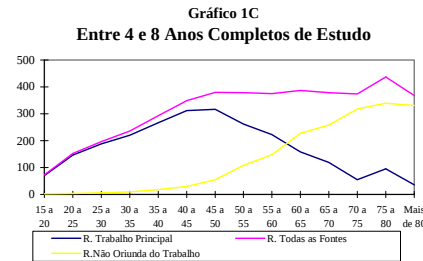
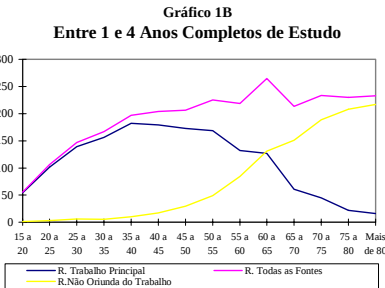
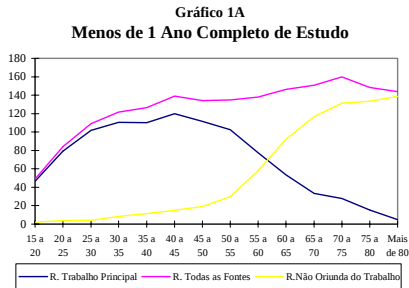
Uma importante fonte de incerteza no consumo é com relação ao momento da morte e as despesas de saúde dos indivíduos. Quanto menor for a expectativa de vida menor o consumo que será realizado depois da aposentadoria. Sendo assim, quanto poupar para a aposentadoria e para heranças, sejam elas altruístas ou estratégicas, depende também do grau de incerteza.

3 - ANÁLISE EMPÍRICA

3.1 – Ciclo da Vida e Fluxos de Renda

Como vimos anteriormente, o ciclo da vida de Modigliani é freqüentemente apresentado como a principal motivação para demanda ao longo prazo de ativos financeiros. A idéia é que os indivíduos poupam ao longo da vida visando suavizar o seu consumo e garantir o seu bem-estar principalmente nas etapas finais do ciclo da vida quando a renda do trabalho tende a diminuir.

MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS

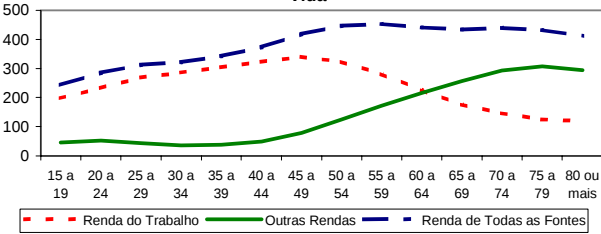


Passamos agora ao conceito *per capita* das diferentes fontes de rendas classificadas pela idade dos indivíduos (i.e., com exceção da renda dos chefes dos domicílios) utilizando-se os dados do Censo 2000.

MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS DA TERCEIRA IDADE

Gráfico 2

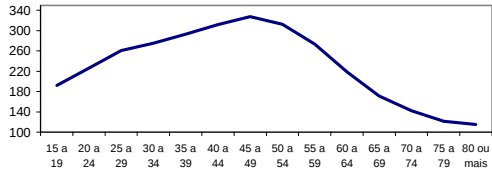
Evolução da Renda Per Capita ao Longo do Ciclo da Vida



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados Censo Demográfico de 2000/IBGE.

Gráfico 3A

Renda do Trabalho Principal por Idade



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados Censo Demográfico de 2000/IBGE.

Gráfico 3B

Renda dos Demais Trabalhos por Idade

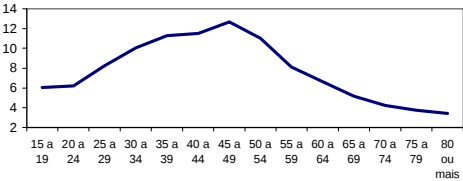
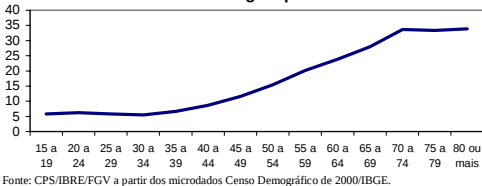


Gráfico 3C

Renda de Aluguel por Idade



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados Censo Demográfico de 2000/IBGE.

Gráfico 3D

Aposentadorias e Pensões por Idade

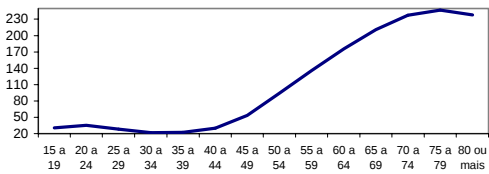
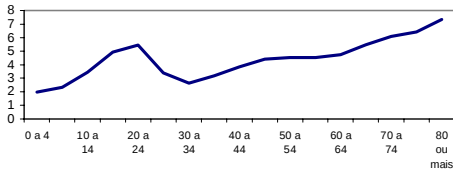


Gráfico 3E

Transferências Privadas por Idade



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados Censo Demográfico de 2000/IBGE.

Gráfico 3F

Outras Rendas por Idade (Incluindo Transferências Públicas)

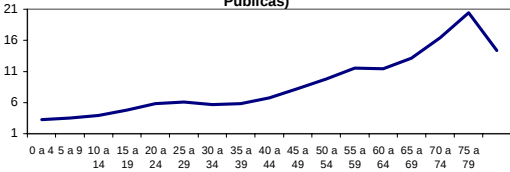
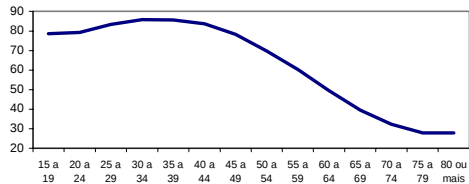


Gráfico 4A

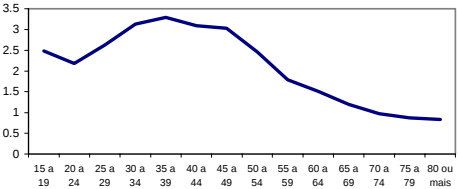
Renda do Trabalho Principal por Idade (%)



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados Censo Demográfico de 2000/IBGE.

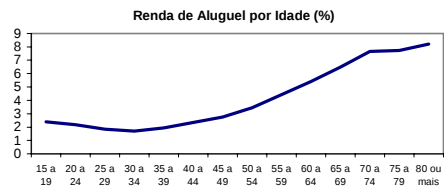
Gráfico 4B

Renda dos Demais Trabalhos por Idade (%)



MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS

Gráfico 4C



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados Censo Demográfico de 2000/IBGE.

Gráfico 4D

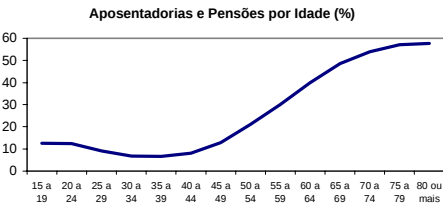
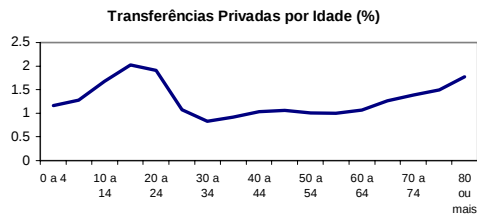
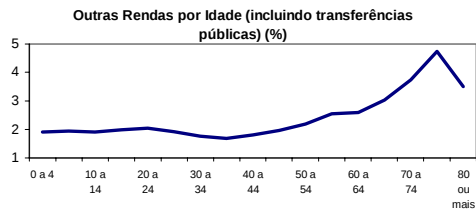


Gráfico 4E



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados Censo Demográfico de 2000/IBGE.

Gráfico 4F



3.2 - Comportamento Financeiro de Longo Prazo

Essa seção visa discutir qualitativamente e empiricamente o comportamento financeiro dos indivíduos, com especial ênfase naquelas com idades mais avançadas. Os dados referentes à análise estão detalhados no anexo estatístico.

3.2.1 - Perfil Financeiro

Começaremos traçando um perfil dos poupadores por grupos etários, segundo a Pesquisa de Comportamentos Financeiros da Associação Brasileira de Crédito e Poupança (ABECIP). A pesquisa da ABECIP foi realizada até 1987 nas oito regiões metropolitanas brasileiras (Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre) e proporciona um quadro geral do comportamento financeiro dos indivíduos. A fim de investigar o comportamento financeiro ao longo do ciclo da vida, os indivíduos são divididos em três grupos de idade: 18 a 29 anos, período em que estão entrando no mercado de trabalho e começam a adquirir bens e acumular ativos; 30 a 49 anos, auge profissional e, portanto, intensificação do processo de acumulação de ativos; mais de 50 anos⁴, quando inicia-se o processo de aposentadoria.

A pesquisa da ABECIP sobre finanças dos consumidores mostra que 53% dos adultos possuíam algum ativo financeiro. Essa proporção aumenta à medida que caminhamos para grupos mais velhos, de 48% entre os mais jovens para 57% entre os mais velhos. Essa pesquisa também revela que o ativo financeiro mais popular no Brasil é a caderneta de poupança: 82% dos indivíduos que possuem algum ativo financeiro possuem caderneta de poupança. Os poupadores com mais de 50 anos são os que mais utilizam a caderneta de poupança (87%). A alta proporção de aplicadores em caderneta de poupança entre a população, significa que pouco se perde quando se restringe o espectro de ativos financeiros a esse ativo.

⁴ Os Dados da ABECIP foram organizados de forma categórica, assim os idosos estão incorporados no grupo acima de 50 anos de idade.

Em 1987, existiam cerca de 70 milhões de cadernetas de poupança ativas no Brasil, podendo cada poupador reter mais de uma caderneta. Os dados da ABECIP mostram que, na mesma época a média de cadernetas de poupança para cada poupador adulto era de 1,4. A quantidade de cadernetas de poupança por pessoa aumenta conforme a idade, os mais velhos são os que retêm maior quantidade, aproximadamente 1,6. Entre os mais jovens, esta estatística corresponde a 1,3. O saldo médio de caderneta de poupança dos poupadores com mais de 50 anos também é superior ao dos mais jovens (20 salários mínimos comparados a 11 salários mínimos).

Uma primeira explicação para a popularidade das cadernetas reside nos baixos pisos de renda impostos para a abertura das mesmas. Esses menores pisos são explicados pela simplicidade operacional conferido pelo seu período mensal de capitalização. Essa filosofia adotada quando as cadernetas foram introduzidas pela primeira vez, implica na ausência de entradas a barreira em instituições oficiais, como a Caixa Econômica Federal. Em 1987, 36% dos proprietários de poupança possuíam depósitos nesta instituição.

Uma indicação para o fácil acesso as cadernetas são explicações oferecidas por “não posse de cadernetas” onde os itens “limite aberto muito alto” aparece com uma proporção nula, entre todas as faixas etárias. Por outro lado, a preferência pela caderneta de poupança entre os idosos é sugerida pelo fato de que apenas 2% dos indivíduos com mais de 50 anos justificam sua “não posse de cadernetas” pelo fato de preferirem outro ativo, justificativa apresentada por aproximadamente 38% dos poupadores entre 18 e 35 anos.

A popularidade das cadernetas de poupança entre os mais velhos pode ser explicada por dois motivos: primeiramente por estes não terem participado tão ativamente das inovações do mercado financeiro, como fundos de ações, operações em mercado aberto, etc. Em segundo lugar, eles tendem a ser mais conservadores e a caderneta de poupança é considerada uma das aplicações financeiras mais seguras. Como consequência, os ativos que possuem maior risco apresentam maior relevância para o grupo de idade intermediário. Nesse grupo aproximadamente 5% aplicam em mercado de ações e 2% em “open market”,

enquanto entre os mais velhos estas estatísticas correspondem a 2% e 1%, respectivamente.

Dentre as características reconhecidas como importantes pelos depositantes, o risco de investimento, captado pelo quesito segurança aparece em primeiro lugar, 42%. Em seguida, figura o quesito rentabilidade, 29%. Liquidez aparece em seguida, mas muito abaixo, 3%. A facilidade da aplicação também teve algum destaque, 3%. Em termos do trinômio rentabilidade, risco e liquidez, apenas o quesito rentabilidade se diferencia entre os grupos de idade, aparecendo com maior peso entre os entre os poupadores mais jovens, 31% comparados aos 22% dos mais velhos, refletindo maior margem de substituição entre ativos preferidos pelos primeiros.

3.2.2 - Motivações Financeiras

As questões qualitativas da ABECIP acerca dos objetivos e motivações dos indivíduos ao aplicar ou não em cadernetas de poupança nos permite investigar a importância das abordagens teóricas discutidas anteriormente no comportamento financeiro dos indivíduos ao longo do ciclo da vida.

De acordo com a pesquisa, o motivo precaucional é o mais importante entre os poupadores brasileiros. O principal objetivo para a maioria dos poupadores ao abrir uma caderneta de poupança é o de utilizar o dinheiro poupado em uma emergência (44%)⁵. Esta motivação se apresenta mais forte para os poupadores com mais de 50 anos (51%). Desta forma, a maioria dos idosos declararam que poupam para se proteger de incertezas de renda, conforme o modelo de poupança precaucional visto na primeira parte do artigo.

A segunda motivação de maior importância para os poupadores é economizar fundos para o futuro, que conforme o esperado é ligeiramente maior entre os mais jovens (30%) do que entre os mais velhos (28%). Essa estatística

⁵ Coincidentemente Carrol (1994) estima que a poupança por motivos precaucionais responde por 40% da acumulação do estoque de riqueza americano. Tobin (1967) chama a atenção que a relação entre o estoque agregado de riqueza e o Produto Interno Bruto (PIB) segundo a versão simplificada do ciclo de vida, apresentada na primeira parte do presente artigo seria próxima àquela observada nos EUA. Os dados para o caso brasileiro encontrados em Morandi (1997) são razoavelmente próximos ao resultado citado por Tobin (1967).

não é inconsistente com a teoria do ciclo da vida de Modigliani, mas vejamos esta questão em maior nível de detalhe.

Outra evidência da teoria do ciclo da vida é a pretensão de aplicar ou retirar fundos da poupança no futuro. A intenção de investir na caderneta de poupança no futuro diminui quando caminhamos para grupos de idade mais velhos, entre os indivíduos entre 18 e 29 anos, esta proporção corresponde a 78% contra 63% entre os indivíduos com mais de 50 anos. Os mais jovens são os que depositam dinheiro com maior frequência: 38% depositaram dinheiro na poupança pela última vez, há menos de um mês, enquanto 38% entre os mais velhos depositaram dinheiro pela última vez em sua caderneta de poupança há mais de um ano. A data média do último depósito em cadernetas é de cinco meses para os grupos mais jovens e de oito meses para os grupos mais velhos. O principal motivo entre os mais velhos de não depositarem dinheiro na caderneta de poupança é a falta de um excedente de dinheiro (93%). A preferência por outras aplicações é um dos motivos relevantes para os mais jovens (21% contra 2% entre os mais velhos) não aplicarem em caderneta de poupança.

Ainda de forma consistente com o ciclo da vida, a intenção de retirar o dinheiro da poupança tem uma trajetória crescente (7% do grupo mais jovem comparado a 17% do grupo com mais de 50 anos). Os mais velhos são também os que retiram dinheiro da caderneta com mais frequência, 19% retiraram da poupança há menos de um mês. Entre os mais novos, esta estatística representa 8%. Por outro lado, 24% dos jovens nunca retirou dinheiro da caderneta de poupança, e 18% entre os mais velhos, também não o fez. Estes resultados revelam a preocupação dos mais jovens em acumular ativos para garantir um padrão de vida estável no futuro, enquanto os mais velhos utilizam em maior proporção a poupança acumulada para compensar perdas de renda.

De fato, a principal motivação para retirar dinheiro da caderneta de poupança futuramente para os poupadores com mais de 50 anos é o de completar o orçamento (74%). No caso dos poupadores mais jovens, entre 18 e 29 anos, essa proporção é de 24%. Entre os mais jovens, um dos principais motivos para retirar

dinheiro da poupança no futuro é o de aplicar em outros investimentos (10% entre 18 e 29 anos e 24% entre 30 e 49 anos).

Segundo a ABECIP, os brasileiros não têm o hábito de poupar para deixar herança para a sua família. A proporção de pessoas que poupa para dar um futuro melhor para a sua família é insignificante (0,39%). Nesse caso, as eventuais heranças deixadas para os seus descendentes podem ser consideradas como acidentais.

A restrição por liquidez, que como vimos, induziriam a acumulação prévia de recursos por parte dos indivíduos para adquirir ativos de valor superior às suas possibilidades líquidas, pode ser percebida pela alta proporção de indivíduos que poupam para adquirir ativos físicos de alto valor, como imóveis, construção, etc. e também para adquirir itens não tangíveis, como casamento, festas e, em alguns casos, viagens. Um outro exemplo de bem indivisível é a abertura do próprio negócio. Em geral, as pessoas precisam poupar durante um bom período para poderem montar o seu próprio negócio. Segundo a pesquisa da ABECIP de 1987, uma grande parte dos indivíduos poupa para comprar bens e imóveis, principalmente entre os mais jovens. Esta proporção corresponde a 15% em média para os indivíduos com menos de 50 anos, contra 9% para os indivíduos com mais de 50 anos. Uma boa parte dos indivíduos entre 18 e 29 anos também poupa para viajar (4%). Por outro lado, a proporção de pessoas que poupam para construção, casamento e para montar o próprio negócio é pequena (abaixo de 0,5%).

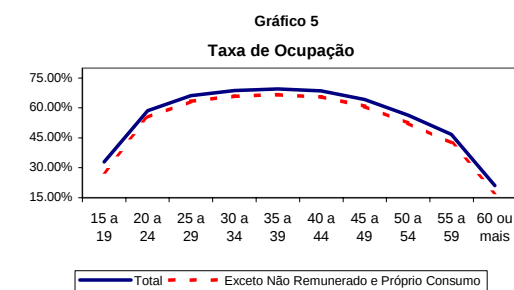
4. MOTIVOS, ATIVOS E CICLO DA VIDA

4.1 Visão geral

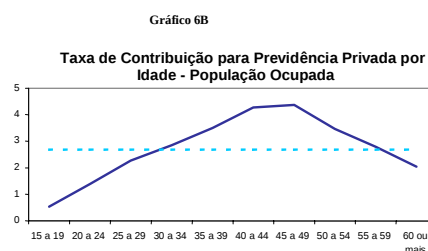
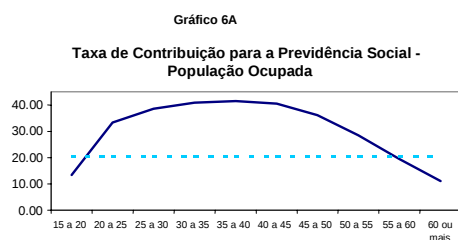
Em função da revisão teórica e dos resultados qualitativos supra mencionados privilegiamos aqui a análise de alguns recursos que ocuparam lugar de destaque, tais como: i) previdência pública e privada que suavizam as flutuações da renda do trabalho conforme sugerem a teoria do ciclo da vida e a evidência apresentada. ii) ativos microempresariais e de moradia mais sujeitos a restrições no mercado de crédito iii) planos de saúde que desempenham papel precaucional em relação aos riscos de saúde para as pessoas idosas.

4.2. Ciclo de Vida e Contribuições Previdenciárias

A queda da renda do trabalho ao longo do ciclo da vida reflete a redução da taxa de ocupação nas fases finais do ciclo da vida, sendo necessário a busca de outras fontes de renda para que se possa sustentar o mesmo patamar de bem-estar ao longo dos anos. O gráfico 5 apresenta as taxas de ocupação por faixa etária. Como verificado nos gráficos relativos à renda do trabalho, a taxa de ocupação apresenta um formato de U invertido atingindo o pico na faixa de 35 a 45 anos.



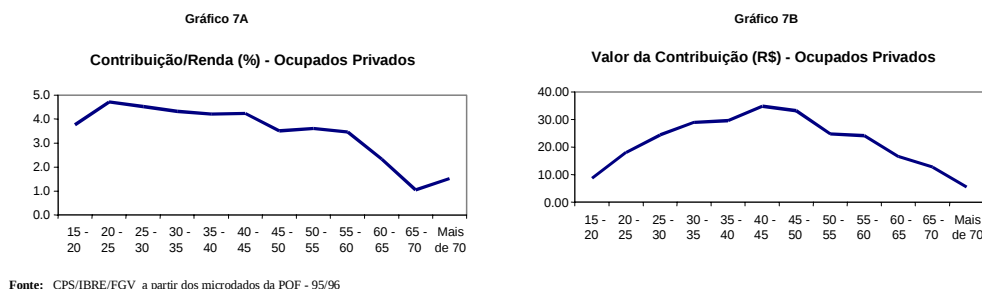
Uma questão fundamental para avaliar a motivação inicialmente apresentada por Modigliani na teoria do ciclo da vida é a contribuição previdenciária, seja ela pública ou privada. Os gráficos 6A e 6 B apresentam as taxas de contribuição para a previdência social e para a previdência privada na população ocupada.



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados da PNAD 2002/IBGE

A taxa de contribuição privada é quase 10 vezes menor do que a social, em média. Os percentuais são 2,68% e 20,31% respectivamente. Avaliando pelas faixas etárias, observa-se que as faixas com maiores taxas de contribuição são distintas dependendo do tipo de previdência. Os que contribuem para a previdência pública são mais uniformemente distribuídos nas faixas entre 25 e 50 anos com o pico na faixa de 35-40 anos (41,57%). Já o pico da contribuição para previdência privada está na faixa 45-49 anos (4,36%).

A POF (Pesquisa de Orçamentos Familiares)/IBGE de 1996 nos permite conhecer o volume monetário gasto na contribuição para a previdência entre a população metropolitana ocupada no setor privado. Observa-se que o volume da contribuição é crescente de acordo com a idade até o grupo de 40-45 anos. Já, a



razão entre a contribuição e a renda é decrescente ao longo do ciclo da vida, em função do maior crescimento da renda média comparada ao valor da contribuição média até os 50 anos e por uma queda esperada do volume de contribuição dos idosos na medida em que estes entram na idade de aposentadoria.

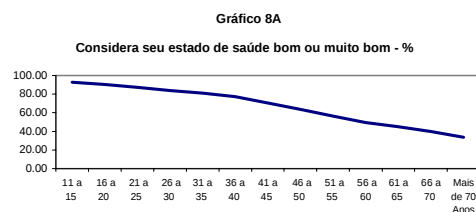
4.3. Motivos Precaucionais e Seguro-Saúde

Segundo a pesquisa da Abecip, o ativo financeiro mais popular é a caderneta de poupança e o principal motivo apresentado para abertura de cadernetas de poupança para a população em geral é o precaucional: 44% dos poupadores o faz explicitamente para se prevenir de eventuais emergências, sendo este valor de 51% entre os mais velhos. A demanda precaucional visa melhorar a habilidade em lidar com choques adversos. O papel de suavizar o consumo pelos ativos ocorre em função da importância dos choques e do desenvolvimento dos diversos segmentos do mercado financeiro que possibilitariam amenizar seus

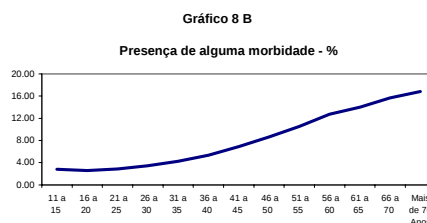
MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS

efeitos sobre o nível de bem-estar. Logo quanto maior a presença de choques e pior as modalidades de seguro disponíveis maior seria a necessidade da cesta de produtos financeiros.

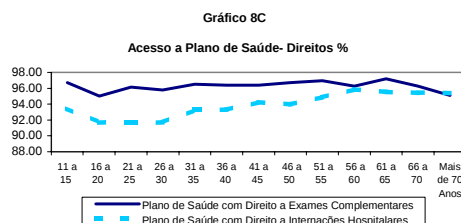
Fatores relacionados ao ciclo de vida são potenciais fatores de risco para a presença de algumas doenças, em virtude do processo natural do envelhecimento. Observam-se na série de gráficos A, 8B, 8C, 8D, 8E e 8F algumas medidas de necessidades de saúde. A auto-avaliação de saúde (bom e muito bom) apresentam proporções monotonicamente decrescentes à medida que o indivíduo ganha anos de vida. Por outro lado, medidas de morbidade, apresentam um comportamento monotonicamente crescente em função dos anos de vida.



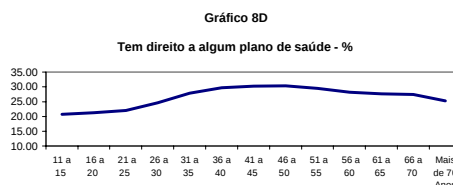
Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos Microdados do Suplemento PNAD/IBGE



A posse de plano saúde também tem um comportamento monotonicamente crescente, haja vista a probabilidade aumentada dos indivíduos de maior idade necessitarem de serviços de saúde. No que diz respeito à diferença dos serviços prestados pelos seguros de saúde, observa-se um comportamento homogêneo entre as diferentes classes etárias.

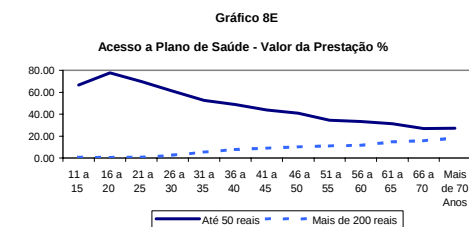


Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos Microdados do Suplemento PNAD/IBGE

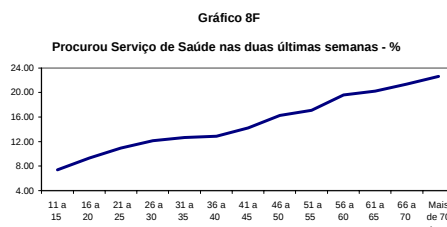


MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS DA TERCEIRA IDADE

Quanto ao valor do seguro saúde, observa-se que a proporção de indivíduos que gastam até R\$50,00 com plano de saúde diminui à medida que o indivíduo envelhece. Nesse caso, sabe-se que o valor das mensalidades é proporcional à idade, uma vez que a probabilidade de morte ou doença aumenta com os anos de vida.



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos Microdados do Suplemento PNAD/IBGE

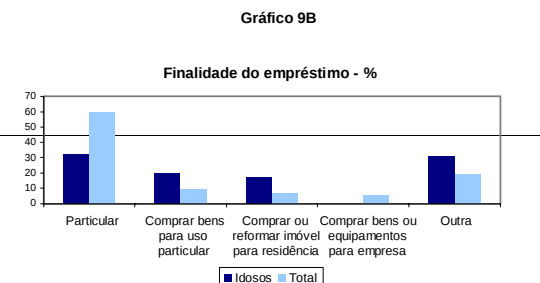
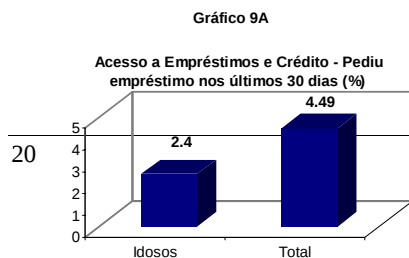


4.4 Restrições de Crédito: Imóveis e Empreendedorismo

Uso do Crédito

Questões abordadas pela Pesquisa de Padrões de Vida (PPV) sobre crédito e empréstimos podem nos fornecer informações acerca da visão alternativa ao ciclo da vida de Modigliani. De fato, conforme os gráficos 9A e 9B demonstram, a proporção de indivíduos que tomaram empréstimo é inversamente relacionada à idade. Os mais novos são os que mais tomam empréstimo 6,3%, entre 15 a 25 anos. Esta estatística vai diminuindo ao longo dos grupos etários atingindo 2,4% entre os indivíduos com mais de 65 anos. Em geral, os indivíduos contraem empréstimo por vias particulares (pessoas físicas e agiotas), 76%. Entre os mais novos (até 35 anos) e entre os mais velhos (com mais de 65 anos), ou seja, grupos extremos, esta proporção é maior, aproximadamente, 90% e 85%.

A motivação de aquisição de ativos físicos imobiliários, bens de uso particular e aqueles associados à atividades empresariais ocupam lugar de destaque na finalidade apresentada para os empréstimos. Comprar ou reformar a

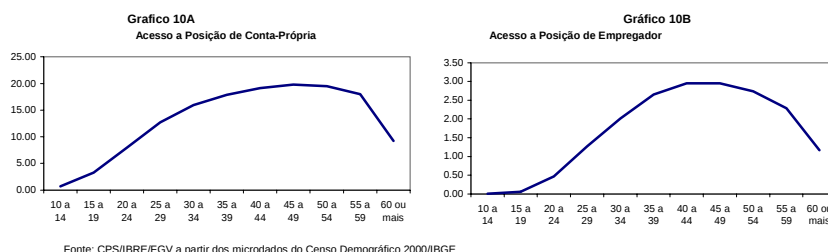


Fonte : CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados da PPV/IBGE

casa própria assume papel de destaque entre os mais velhos: representam 17% dos empréstimos dos idosos comparados a 6,3% dos empréstimos da população total. Similarmente, a compra de bens para uso particular é de 20% da demanda creditícia dos idosos e a da população em geral, é de 9,2%. Finalmente, a aquisição de ativos microempresariais é ausente da amostra entre os idosos e é composta por 5,6% da população em geral. Isto reflete a menor taxa de ocupação da população idosa e a menor tendência de novos investimentos em capital físico produtivo na fase final do ciclo da vida.

Escolhas ocupacionais

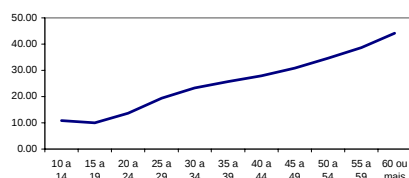
Direcionando agora a análise do ciclo da vida para estratégias ocupacionais, mais especificamente para as microempresariais, nota-se que o acesso à posição de conta-própria e empregador segue uma trajetória em “U” invertido ao longo do ciclo da vida, com altas taxas de crescimento nos grupos de idade iniciais aumentando ao longo do ciclo da vida, alcançando o seu ápice nas faixas de meia idade (50 a 55 anos e 40 a 45 anos, respectivamente) e declinando logo em seguida.



Há uma maior probabilidade de um indivíduo alcançar o *status* de pequeno empresário na meia idade. É importante observar que o período descendente da taxa de ocupação por conta-própria e de empregadores nas fases adiantadas do ciclo da vida é mais pronunciado do que a fase ascendente da juventude. Estas diferenças são basicamente explicadas pela redução na taxa de ocupação em relação à população em idade ativa intensificada a partir dos 40 anos. Conforme já observado, a taxa de ocupação alcança o pico na faixa etária entre 40 e 44 (65%) e cai a partir deste ponto, atingindo o valor de 21% entre os idosos brasileiros.

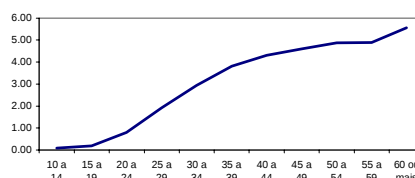
Nos gráficos 11 A e 11 B, pode-se verificar a taxa de acesso à posição de conta-própria e empregador condicionada ao fato do indivíduo estar ocupado. Observamos que entre os ocupados tanto a taxa de acesso a posição de conta-própria quanto a de empregador aumenta ao longo das faixas etárias. Observe que o aumento da proporção de conta-própria entre os ocupados é mais pronunciado nos grupos mais velho. Entre os de 40 anos de idade até o grupo com mais de 60 anos esta estatística cresce de 28% para 45%. A evolução da proporção de empregadores entre os ocupados não é tão definida crescendo, porém a taxas menores, atingindo seu ponto máximo nos idosos, 5,5%⁶.

Gráfico 11A
Acesso a Posição de Conta-Própria entre os Ocupados



Fonte: CPS/IBRE/FGV a partir dos microdados do Censo Demográfico 2000/IBGE

Gráfico 11B
Acesso a Posição de Empregadores entre os Ocupados



Essa análise revela que realmente há um acesso tardio à posição de pequenos empresários entre aqueles que permanecem ocupados. Entretanto, a importância relativa do processo de acumulação de ativos e restrições de crédito *versus* a dificuldade de colocação no mercado de trabalho para pessoas mais maduras não pode ser inferida diretamente a partir dos dados apresentados.

Os dados relativos às fontes de financiamento para a abertura de negócios de até cinco empregados retirados da Pesquisa Informal Urbana (ECINF/IBGE) de 1997 indicam que o financiamento de novos negócios (*seed money*) raramente provém do sistema financeiro (gráfico 12 A). O menor papel das heranças no Brasil é uma diferença importante frente aos países desenvolvidos, talvez pela importância relativa de transferências públicas a título de aposentadoria que não são passadas entre gerações. Em termos gerais, os novos negócios não envolvem a

Gráfico 12A
Origem do Capital para Iniciar Negócio

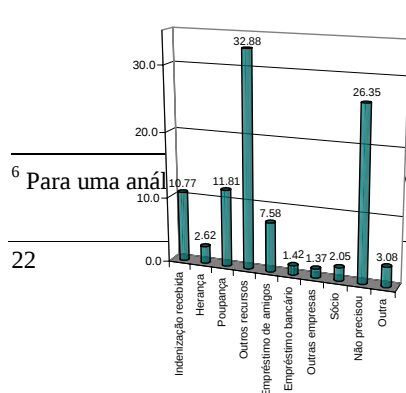
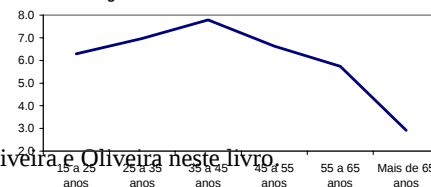


Gráfico 12 B

Pegou crédito nos últimos três meses - %



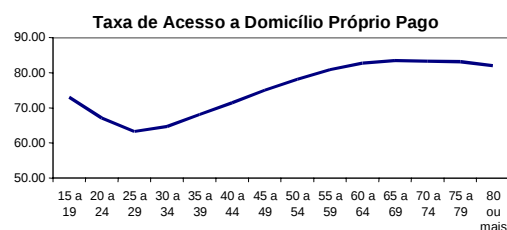
⁶ Para uma análise detalhada, veja Vajman, Oliveira e Oliveira neste livro.

injeção de capital pela sua precariedade, ou utilizam poupança prévia que é um indicador da conjunção de indivisibilidades e restrições de crédito. Curiosamente a principal fonte externa de recursos se refere a indenizações trabalhistas. A análise dos fluxos de financiamento por faixa etária revela que entre os empresários urbanos já estabelecidos a tomada de empréstimos nos últimos três meses é menos freqüente entre os idosos 2.9% do que no conjunto da população, confirmando as evidências da PPV (vide gráfico 12 B).

Imóveis

Como vimos, ao desejar adquirir seu domicílio próprio, as pessoas podem encontrar dois tipos de restrição de mercado: indivisibilidade de bens e racionamento de crédito. Os indivíduos que estão restritos por liquidez necessitam acumular para aquisição de bens indivisíveis como imóveis e bens de alto valor unitário, uma vez que não há mercados de crédito perfeitos. Os jovens, que estão mais necessitados de crédito, possuem taxas de acesso a domicílio próprio pagos inferiores as dos mais idosos. Essa taxa cresce de acordo com a idade em função do maior acesso ao mercado de crédito da população com mais idade e da necessidade de acumular para aquisição de bens de alto valor dada a restrição de crédito aos jovens.

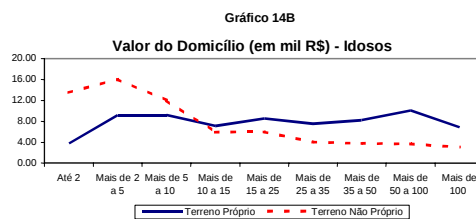
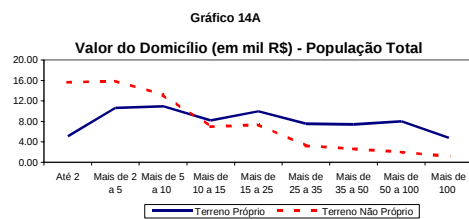
Gráfico 13



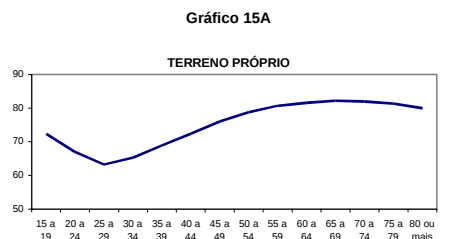
Fonte: CPS/IBRE/FGV através do processamento dos microdados da PNAD

Através dos gráficos 14 A e 14 B podemos comparar os valores dos domicílios nos terrenos próprios e não próprios para a população total e para a população idosa. Os gráficos são bastante parecidos, informando que os valores dos domicílios são mais elevados nos terrenos próprios independentemente da idade.

MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS DA TERCEIRA IDADE



Os gráficos 15 A e 15 B indicam que os idosos têm mais acesso a terreno próprio, seja pagando ou já pago. Esta melhor definição dos direitos de propriedade fundiários potencializa o acesso a crédito entre os idosos e valoriza suas propriedades. Isto é, usando a terminologia do Hernando Soto, o capital dos idosos é mais vivo (e valioso) que dos demais⁷.



5 – CONCLUSÃO

O trabalho investigou o processo de acumulação e desacumulação de recursos financeiros ao longo do ciclo da vida, com ênfase especial na demanda de ativos, crédito e seguro na terceira idade. Dada a literatura brasileira ainda incipiente no tema, buscamos verificar mais a compatibilidade geral de fatos estilizados gerais encontrados na literatura a partir de dados brasileiros. O estudo apresentou uma breve resenha teórica sobre as motivações que levam à demanda por ativos de longo prazo das unidades familiares e uma avaliação empírica de caráter qualitativa acerca destas motivações.

⁷ Hernan de Soto em seu livro *Mistério do Capital* argumenta que o problema do pobre não é só pouca quantidade, mas a baixa qualidade do capital. A alta informalidade da propriedade implica redução do valor de mercado dos ativos dos pobres, que seria uma espécie de capital morto na acepção de Soto.

A teoria do ciclo da vida de Modigliani é freqüentemente apresentada como a principal motivação para demanda de longo prazo de ativos financeiros por parte das pessoas físicas. De acordo com esta teoria, a queda da renda na terceira idade induz à acumulação prévia de ativos financeiros por parte dos indivíduos, a fim de manter um padrão estável de consumo ao longo do ciclo da vida. Observamos, de fato, trajetórias da ocupação e dos rendimentos dos ocupados gerando curvas de rendas do trabalho em forma de sino. As taxas de contribuição previdenciárias, públicas e privadas, seguem movimentos semelhantes, bem como o valor das contribuições médias.

O ativo financeiro mais popular no Brasil é a caderneta de poupança. Os mais velhos são os que mais utilizam a caderneta de poupança, e também os que possuem o maior número de contas e o maior saldo. A segunda motivação de maior importância explicitada pelos detentores de cadernetas é economizar fundos para o futuro. Conforme o esperado na ótica do ciclo da vida, esta motivação se apresenta maior entre os mais jovens. Este resultado assim como o volume menor de depósitos e de maior retiradas dos idosos é compatível com a teoria de Modigliani.

De maneira, mais geral, a evidencia relativa aos fluxos de renda do trabalho versus outras rendas alternativas demonstra a existência de forte comportamento suavizador das rendas totais nas idades mais avançadas em todos os níveis educacionais conforme prevê a teoria do ciclo da vida. Por outro lado, ao contrário da versão simplificada do ciclo da vida, observamos durante a juventude trajetórias de rendas de todas as fontes- e de consumo –positivamente inclinadas, o que coloca em xeque a capacidade dos jovens suavizarem consumo.

A incorporação da possibilidade de endividamento no período inicial da vida ativa nos fornece uma visão complementar àquela proposta por Modigliani. Nesse período inicial, o desejo de consumo geralmente é maior do que a renda, seja pela baixa experiência de quem está empregado, seja pelo alto desemprego ou pela necessidade de tempo e recursos financeiros para investir em capital humano o que induziria a uma demanda por empréstimos. Se os indivíduos não estiverem restritos no mercado de crédito, eles irão financiar o consumo corrente a base de

crédito, ou no caso alternativo, ficarão presos a uma solução de canto consumindo toda renda durante o período de ascensão profissional. Em consonância, reportamos evidências de demanda de crédito seja por pessoa física ou jurídica, formal ou informal, seja mais forte na juventude do que nas idades mais avançadas.

Segundo a literatura sobre comportamento financeiro das famílias, o processo de suavização do consumo ao longo do ciclo da vida é ainda afetado por três fatores principais, a saber: a) Restrições creditícias; b) Heranças; c) Incertezas.

Em primeiro lugar, as restrições de crédito são percebidas como um limite inferior no volume de ativos, logo por definição elevariam o estoque de poupança. O desejo de aquisição de bens indivisíveis e de alto valor unitário - tais como imóveis - reforçaria ainda mais o efeito da restrição por liquidez sobre a demanda por poupança. De fato, uma parcela dos portadores de cadernetas de poupança, em particular os jovens, declara que o faz para adquirir bens indivisíveis, principalmente bens e imóveis.

A evidência apresentada é consistente com essa hipótese para dois tipos de bens indivisíveis: imóveis e ativos produtivos. O acesso a ocupações microempresariais se dá na fase adiantada do ciclo de vida e o acesso ao financiamento inicial (*seed money*) raramente provém do sistema financeiro. A principal fonte de financiamento é a poupança prévia o que refletiria a conjunção de indivisibilidades e restrições de crédito. Em termos de capital imobiliário além do acesso tardio a casa própria e a renda de aluguéis, observamos que os idosos têm direitos de propriedade fundiários mais bem definidos, alavancado o acesso a crédito e o valor de suas propriedades.

Em segundo lugar, no caso das heranças, o indivíduo pouparia para financiar o consumo dos descendentes. Entretanto, ao contrário da evidência para países desenvolvidos, o raro uso de heranças no financiamento de novos negócios sugere a baixa importância do motivo herança. Complementarmente, os brasileiros - em particular os idosos - não revelaram o hábito de aplicar em caderneta de poupança para garantir o futuro dos seus descendentes. Nesse caso, as eventuais heranças deixadas poderiam ser consideradas acidentais.

MOTIVAÇÕES FINANCEIRAS

Em terceiro lugar, o motivo precaucionário derivado de uma situação de incerteza em relação ao futuro induz demanda por instrumentos financeiros diversos. A demanda por previdência, pública ou privada; analisada anteriormente serve como amortecedor de choques adversos. Seguro-saúde seria outro instrumento fundamental na terceira idade dado aumento do risco de morbidade. A crescente aplicação de recursos em planos de saúde no ciclo da vida observada está menos ligado ao acesso aos planos mas ao maior valor - e ao uso mais intensivo - desses planos. Finalmente, o principal motivo apresentado para aplicar em cadernetas de poupança é o precaucional: quase a metade dos poupadores idosos o fez explicitamente para se prevenir de eventuais emergências.

ANEXO 1

Descrição de Base de Dados

- Censo Demográfico

A Amostra do Censo Demográfico é uma pesquisa domiciliar que procura entrevistar 10% da população brasileira em todo território nacional. O Censo detalhada características pessoais e ocupacionais de todos os membros dos domicílios. O Censo possui informações detalhadas sobre fontes de renda, acesso a moradia, serviços públicos e bens duráveis, entre outros.

- Pesquisas Nacional de Amostras de Domicílios (PNAD)

A PNAD é uma pesquisa domiciliar anual realizada no terceiro trimestre de cada ano e entrevista 100.000. Esta pesquisa possui detalhadas características pessoais e ocupacionais de todos os membros dos domicílios. Acesso a moradia, serviços públicos, bens duráveis, entre outros. Em 2002, a PNAD inovou ao introduzir novas variáveis no questionário, tais como as classes de imóvel segundo valor e área .

- Pesquisas de Comportamentos Financeiros da Associação Brasileira de Crédito e Poupança – ABECIP

Esta pesquisa foi conduzida pela Abecip em 1978, 1980, 1983, 1985 e 1987. Usamos os dados secundários da pesquisa de 1987 que entrevistou cerca de 3600 domicílios nas oito principais regiões metropolitanas brasileiras. A Pesquisa ABECIP gerou informações da posse de ativos financeiros e a composição da carteira, mas seu principal foco é nos depósitos da caderneta de poupança. A pesquisa coletou dados sobre: o montante e o número de contas possuídas, a motivação, o tempo decorrido e a previsão dos futuros depósitos e retiradas, a motivação para não abrir uma caderneta de poupança, a motivação para não depositar em cadernetas de poupança, a motivação e o tempo para fechar a conta, a percepção sobre as mudanças nas várias leis relativas à caderneta de poupança, a percepção da determinação da taxa de juros da caderneta de poupança, as

características do valor depósitos na poupança (retorno, liquidez e risco), dentre outros.

- Pesquisa de Padrões de Vida (PPV)

Outra fonte básica de dados primários utilizados foi o acesso a diferentes tipos de ativos levantado pela Pesquisa de Padrões de Vida (PPV). As principais vantagens da PPV são a de realizar conexões entre o uso destes ativos e uma vasta gama de dimensões dos domicílios.

A PPV corresponde, na verdade, à versão brasileira do Living Standard Measurement Survey (LSMS) e foi implementada no Brasil, somente uma vez em 1995-96 em um projeto conjunto entre o Banco Mundial e o IBGE. A amostra de 5000 domicílios cobre a população das regiões Nordeste e Sudeste. Tal como a PNAD, essa pesquisa também contém informações detalhadas das características pessoais e ocupacionais dos indivíduos, da posse de bens duráveis e condições de moradia. O questionário da PPV possui seções especiais sobre consumo (a nível desagregado), o comportamento financeiro individual, avaliação do acesso aos serviços públicos (Saúde, infra-estrutura, educação e etc.) entre outros.

- Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF)

Tem como principal objetivo obter a estrutura de consumo da população a fim de criar ponderações para o cálculo de Índices de Inflação (IPCA, IGP, etc...). Permite uma análise mais detalhada sobre os padrões de vida da população, em particular as informações sobre o valor da contribuição previdenciária e sua participação na renda.

BIBLIOGRAFIA

- BANKS, J. AND BLUNDELL, R. *Household Saving Behaviour in the UK*. 1993.
- BALTENSPERGER, E. *Credit Rationing - Issues and Questions*. *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 10, no.2.1978.
- BERNHEIM, B.; SHLEIFER, A. E SUMMERS, L. *The Strategic Bequest Motive*. *Journal of Political Economy* 93, pp.1045-1076. 1985.
- BESLEY, T. *Nonmarket Institutions for Credit and Risk Sharing in Low- Income Countries*. *Journal of Economic Perspectives*, volume 9, N. 3. 1985
- _____. *Saving, Credit and Insurance*. *Handbook of Development Economics*. 1992.
- BESLEY, T.; COATE, S. E LOURY, G. *The Economic of Rotating Savings and Credit Associations*. *American Economic Review*, junho, 1993.
- BLINDER, ALAN S. AND STIGLITZ, JOSEPH E. *Money, Credit Constraints and Economic Activity*. Working Paper no. 1084. 1983.
- CABALLERO, R. *Consumption Puzzles and Precautionary Savings*. *Journal of Monetary Economics* 25. 1990.
- CARVALHO, K. *A Introdução das Cadernetas de Poupança na Reforma Monetária do Plano Collor*. Trabalho de Conclusão de Curso, UFF (mimeo).1991.
- CARROL, C. E SAMFWICK, A. *How Important is Precautionary Saving?*. *Economic Activity Section Working Paper Series*, no.145.
- CASE, A. *Symposium on Consumption Smoothing in Developing Countries*. *Journal of Economic Perspectives*, volume 9, N. 3. 1995.
- DEATON, A. *Understanding Consumption*. Oxford University Press. 1991.
- _____. *Saving in Developing Countries: Theory and Review*. World Bank Annual Conference on Development Economics. 1989.
- _____. *Household Saving in LDCs: Credit Markets, Insurance and Welfare*. 1994.
- _____. *Economics and Consumer Behavior*. New York. Cambridge University Press. 1980.

- FLAVIN, M. *The Joint Consumption/Asset Demand Decision: A case study in robust estimation*. Working Paper no. 3802. 1991.
- FRIEDMAN, M. *A Theory of the Consumption Function*. 1957.
- GERSOVITZ, M. *Saving and Development*, Handbook of Development Economics, vol. 1. Amsterdam: Elsevier.
- GUIO, L.; JAPPELLI, T. E TERLIZZESE, D.. *Saving and Capital Market Imperfections: The Italian Experience*. Conferência Internacional em “Saving Behavior: Theory, International Evidence and Policy Implications”, Helsinki, Maio, 1991.
- _____. *Saving and the Accumulation of Wealth - Essays on Italian Household and Government Saving Behavior*, Cambridge. University Press. 1994.
- MELENBERG, B.; ALESSIE, R. AND WEBER, G. *Consumption, Leisure and Earnings-Related Liquidity Constraints, A note*. Economics Letters 27, 101-104. 1988.
- HAURIN, D.; WACHTER, S. AND HENDERSHOTT, P. *Wealth Accumulation and Housing Choices of Young Households: An Exploratory Investigation*. Working Paper no. 5070. 1995.
- HOLTZ-EAKING, D.; JOULFAIAN, D. AND ROSEN, H. *Sticking It Out: Entrepreneurial Survival and Liquidity Constraints*. Journal of Political Economy. Vol. 102, n. 1, Fevereiro, 1994.
- _____. *Entrepreneurial Decisions and Liquidity Constraints*. The Rand Journal of Economics. Vol. 25, n.2, Summer, 1994B
- KIMBALL, M. *Precautionary Motives for Holding Assets*. NBER Working Papers Series. Working Paper no. 3586.
- MORANDI, L. *Estimação da Riqueza Interna Tangível e Reprodutível - Brasil 1970/95*, Universidade Federal Fluminense, mimeo, tese de mestrado. 1997.
- MODIGLIANI, F. *Life Cycle, Individual Thrift, and The Wealth of Nations*. The American Economic Review, 76, pp.297 a 313. 1986.
- _____. *The Role of Intergenerational Transfers and Life Cycle Saving in the Accumulation of Wealth*.

MORDUCH, J. *Income Smoothing and Consumption Smoothing*. Journal of Economic Perspectives, volume 9, N. 3. 1995.

NERI, M.C. *Inflação e Consumo: Modelos Teóricos Aplicados ao Imediato Pós-Cruzado*. BNDES, Rio de Janeiro, 1990.

_____. *O Ciclo de Vida dos Pequenos Empresários*, Rio de Janeiro, 1998.

NERI, M.C., CARVALHO, K. *Demanda por moradia, financiamento habitacional e comportamento financeiro das famílias*. Estudos Econômicos da Construção, vol.3 n.2, São Paulo, 1998.

PAXSON, C. H. *Using Weather Variability to Estimate the Response of Savings to Transitory Income in Thailand*. The American Economic Review, pp. 15 a 33. Março, 1992.

ROSENZWEIG, M. R. *Credit Market Constraints, Consumption Smoothing and the Accumulation of Durable Production Assets in Low-Income Countries: Investments in Bullocks in India*. Journal of Political Economy. 1992.

SKINNER, J. *Risky Income, Life Cycle Consumption, and Precautionary Savings*. Journal of Monetary Economics, 22. 1998.

TOBIN, J. *Life Cycle Saving and Balanced Growth*. Essays in Economics. Volume 2 - Consumption and Econometrics. 1967.

ZELDES, S. P. *Optimal Consumption with Stochastic Income: Deviations from Certainty Equivalence*. The Quarterly Journal of Economics. 1989.