

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

GUSTAVO KOESTER ARANHA

A PSICOLOGIA HUMANA E SEUS IMPACTOS NAS DECISÕES DE INVESTIMENTO

SÃO PAULO
2006

GUSTAVO KOESTER ARANHA

A PSICOLOGIA HUMANA E SEUS IMPACTOS NAS DECISÕES DE INVESTIMENTO

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Especialização
e Atualização em *Business Economics* da
Escola de Economia de São Paulo da
Fundação Getúlio Vargas

Campo de Conhecimento:
Finanças Comportamentais

Orientador: Prof. Ramón Vicente García
Fernandéz

SÃO PAULO

2006

ARANHA, Gustavo Koester. A psicologia humana e seus impactos nas decisões de investimento. 2006. 41f. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização e Atualização em *Business Economics*) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006.

Resumo: O trabalho mostra os impactos da racionalidade limitada dos seres humanos em suas tomadas de decisão de investimento, com maior ênfase nos investidores individuais e nos assessores financeiros.

Palavras-Chave: Racionalidade, Psicologia, Investimentos, Comportamento.

*Para Carolina,
por todo seu amor e companheirismo*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	4
2	CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA	6
3	O VIÉS HEURÍSTICO	14
4	A DEPENDÊNCIA DA FORMA	18
5	A INEFICIÊNCIA DO MERCADO	22
6	INVESTIDORES INDIVIDUAIS	25
7	ASSESSORES FINANCEIROS	35
8	CONCLUSÃO	38
	REFERÊNCIAS	40

1 INTRODUÇÃO

Como assessor financeiro de uma empresa de investimentos nos últimos cinco anos, tenho me deparado com diversas situações onde eu e meus clientes precisamos tomar importantes decisões de investimento.

Diversas vezes, ao longo desse processo de decisão, noto que meus clientes em alguns momentos não estão agindo racionalmente. Em outras situações, percebo que os assessores financeiros em geral apresentam imensa dificuldade em fazer previsões do mercado.

Passei então a questionar se toda a teoria de investimentos que eu conhecia não era suficiente para desenvolver meu trabalho de forma plena. Diversas vezes parecia ter tomado a decisão correta, mas meu cliente me procurava dizendo que gostaria de alterar as decisões, que elas não estavam atendendo seus objetivos, muito pouco tempo depois de termos debatido exaustivamente a alocação.

Passei então a estudar um campo das finanças que até então apenas tinha ouvido falar: finanças comportamentais.

Por se tratar de tema bastante amplo, procurei nesse trabalho focar a pesquisa em elementos que atingem meu dia a dia de maneira direta. Dei mais ênfase aos fenômenos comportamentais que afetassem as decisões dos investidores individuais, por serem esses os meus clientes, e as previsões de assessores financeiros como eu.

Organizei esse trabalho de modo a fazer com que os leitores primeiro tomassem contato com esse campo de estudos de forma mais ampla, num contexto histórico, mostrando quando e porque surgiu a teoria, bem como os conflitos que causou. Em seguida demonstro as principais teorias, separadas em três grandes temas para, enfim, analisar os impactos desses três grandes temas nos investidores individuais e assessores financeiros.

Procurarei mostrar se os padrões de comportamento afetam ou não as tomadas de decisão e se podem trazer risco aos investidores quando são ignorados.

Quais as conseqüências desses padrões de comportamento para investidores individuais e assessores financeiros? São importantes essas conseqüências ou são meramente superficiais? Essas também são perguntas que procurarei responder ao longo desse trabalho.

Entender se a compreensão e conhecimento de todo o arcabouço teórico das finanças comportamentais agrega algum valor para os assessores financeiros em sua relação com os clientes passa a ser de extrema importância. Esse conhecimento evita erros que os clientes poderiam cometer se não tivessem o auxílio de um assessor que domine não somente as técnicas quantitativas de investimento, mas também entenda a natureza humana e sua psicologia?

E, por fim, é possível tirarmos proveito de todas as irracionalidades que aparecem no mercado, gerando lucros sem risco?

Todas as questões acima são de suma importância para assessores financeiros e estão presentes, explícita ou tacitamente, em todas as decisões que são tomadas, todos os dias.

2 CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA

As teorias de mercado eficiente atingiram seu ápice em meados dos anos 70 e, a essa altura, encontravam-se acima de qualquer suspeita e eram amplamente aceitas nos meios acadêmicos que estudavam os mercados financeiros e suas teorias.

A comunidade financeira vivia a primeira grande onda de entusiasmo e as idéias das teorias tradicionais representavam o que havia de mais moderno nesse campo de estudo.

O conceito de que os preços dos ativos sempre incorporam a melhor informação disponível sobre ele e que suas variações de preço são sempre provenientes de alterações em seus fundamentos refletia como os estudiosos da época percebiam e entendiam os mercados financeiros.

Os modelos financeiros dos anos 70 relacionavam os preços dos ativos aos seus fundamentos econômicos, usando a teoria das expectativas racionais como elo de ligação entre as finanças e a economia como um todo, formando assim uma teoria completa e complexa. Por exemplo, em 1973, Robert Merton publicou "*An Intertemporal Capital Asset Pricing Model*" que mostrava como generalizar o *capital asset pricing model* para um modelo de equilíbrio intertemporal.

O meio acadêmico, nesse momento, experimentava grande excitação já que, se esses modelos fossem de fato capazes de descrever a realidade financeira, suas tarefas estariam muito facilitadas, pois teriam importantes ferramentas para estudar e prever o comportamento dos mercados financeiros.

Porém, a década de 70 viu ainda o início do movimento que forçou a teoria financeira a uma tendência de analisar o mercado financeiro de maneira mais eclética. Estudando os jornais financeiros da época podemos encontrar algumas descrições de anomalias dos mercados que pareciam não se encaixar no modelo de mercado eficiente, ainda que a importância dada a essas anomalias fosse pequena.

Por exemplo, o “*Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work*” de Eugene Fama, datado de 1973, mostra algumas anomalias tais como uma pequena dependência temporal nos retornos das ações, embora conclua com entusiasmo a favor da teoria de mercado eficiente, mostrando quão insignificante eram essas anomalias.

Os anos 80 trouxeram importantes discussões acadêmicas acerca da consistência da teoria de mercado eficiente para o mercado de ações como um todo, com estudos econométricos sobre as propriedades temporais dos preços, dividendos e ganhos. Atenção especial era dada ao aparente excesso de volatilidade que se verificava nos preços em relação àquela prevista pelos modelos tradicionalmente aceitos.

As anomalias até então descobertas podiam ser, de fato, vistas como pequenos e insignificantes desvios da teoria tradicional de mercados eficientes, porém, se a maior parte da volatilidade dos mercados não fosse explicada pelos modelos vigentes, esses seriam fortemente questionados e poderiam perder parte de seu prestígio.

Aparentemente a questão do excesso de volatilidade trazia ao modelo de mercado eficiente problemas bem mais sérios do que aqueles trazidos por pequenas anomalias tais como o efeito janeiro e o efeito sexta feira. Na opinião de muitos, esse excesso de volatilidade poderia indicar que as alterações nos preços dos ativos não necessariamente eram decorrentes de alterações em seus fundamentos econômicos, mas sim de efeitos como movimentos de manada, apoiados em fenômenos comportamentais.

Assim, uma premissa básica do modelo de mercado eficiente, que diz que o preço de um ativo deve refletir apenas seus fundamentos econômicos e, portanto, suas variações somente poderiam ser explicadas por alterações estruturais nesses fundamentos, começava a ter sua validade bastante questionada.

Após diversos autores terem pesquisado sobre a questão da existência ou não do excesso de volatilidade no mercado de ações americano ficou claro para a comunidade financeira que a volatilidade do mercado não era satisfatoriamente explicada pelos modelos de mercado eficiente, nos quais o preço de uma ação é uma série futura de

retornos e dividendos trazida a valor presente, utilizando para isso uma taxa de desconto.

Apesar de todos os esforços empreendidos na defesa do modelo de mercado eficiente ainda restaram muitas razões para se pensar que, embora os mercados não sejam completamente irracionais, eles contém uma boa quantidade de ruídos, ruídos esses que dominam os movimentos do mercado como um todo.

Assim sendo, no final dos anos 80, os teóricos das finanças passaram a se aprofundar em outras teorias, mais amplas e menos rígidas, que incluíam em seu arcabouço tópicos provenientes de outros campos do conhecimento humano.

Nos anos 90 as teorias acadêmicas migraram das discussões econométricas sobre séries temporais de preços, dividendos e retornos para a criação de modelos que relacionassem a psicologia humana aos mercados financeiros. Surgiam as finanças comportamentais, uma teoria financeira a partir de uma visão mais ampla, incluindo conceitos de ciências humanas tais como sociologia e psicologia.

Apesar de existirem muitas definições diferentes para finanças comportamentais, elas não divergem muito entre si. Lintner (1998) define as finanças comportamentais como sendo o estudo de como os seres humanos interpretam informações acerca de investimentos e como eles agem no momento de investir. Thaler (1993) define finanças comportamentais como sendo o estudo das finanças com a cabeça aberta, ou seja, aponta que em determinados momentos, para resolver alguns problemas financeiros, devemos aceitar a possibilidade de que os agentes do mercado podem agir de forma não totalmente racional.

Olsen (1998) aponta que as finanças comportamentais não devem definir o que é comportamento racional ou julgar se decisões tomadas estão corretas ou não, mas sim entender e prever implicações no mercado causadas por processos psicológicos de tomada de decisão.

Os pesquisadores haviam estudado anomalias demais e encontrado evidências de menos que comprovassem que os modelos vigentes podiam explicar e capturar as importantes flutuações nos preços que se verificavam no mercado.

Richard Thaler e Robert J. Shiller abriram uma série de conferências sobre finanças em 1991 com uma palestra sobre finanças comportamentais. Muitos outros *workshops* e seminários sobre essa matéria se seguiram.

Muito tem se escrito e pesquisado sobre o assunto, sendo as finanças comportamentais um dos mais controversos e polêmicos campos no mundo contemporâneo das finanças já que seu ponto de partida é o questionamento da racionalidade do investidor.

Segundo a teoria de mercado eficiente os investidores apresentam racionalidade ilimitada, ou seja, em qualquer tomada de decisão procuram maximizar sua utilidade, analisando o problema sob todos os prismas e tomando a decisão ótima.

As finanças comportamentais questionam justamente esse ponto: o da racionalidade ilimitada. Para seus defensores nem todos os investidores se encaixam na descrição do *homo economicus*, maximizadores constantes de suas utilidades. Ao contrário, são seres humanos sujeitos a erros de julgamento, vieses, erros cognitivos, enfim, apresentam racionalidade limitada. Essas características humanas dos investidores os levam a cometer erros no momento da tomada de decisão de investimento e, assim, podem levar os preços dos ativos a se alterar em função de razões que não alterações nos fundamentos econômicos dos mesmos.

Em 1998, por exemplo, em um programa americano de televisão (*Wall Street Week with Louis Rukeyser*) Frank Cappiello, uma autoridade em se tratando de investimentos nos Estados Unidos, explicou que por conta de uma alteração na psicologia do mercado, mas não nos seus fundamentos, havia alterado sua visão de positiva para neutra.

Fácil notar que, nesse momento, as finanças comportamentais já ocupavam espaços importantes na imprensa e nos meios acadêmicos financeiros.

Nas últimas duas décadas os psicólogos descobriram dois fatos muito importantes para as teorias financeiras: as emoções que determinam a tomada de risco dos investidores são esperança e medo e apesar de errar ser humano, os praticantes de finanças (investidores, analistas, gestores, etc) cometem os mesmos erros, repetidamente. As causas desses erros estão documentadas em um importante estudo apresentado pelos psicólogos Daniel Kahneman, Paul Slovic e Amos Tversky no ano de 1982.

Os praticantes de finanças devem saber e entender que por conta da natureza humana eles cometem tipos particulares de erros, erros esses que podem, e geralmente são, muito custosos.

Finanças comportamentais tornam-se importante campo de estudos e conhecimentos para assessores financeiros, que precisam conhecer a psicologia humana para que sejam mais eficientes na alocação dos recursos de seus clientes, não só para atingir seus objetivos quantitativos, mas para evitar desconfortos provenientes de excesso de risco ou de falta de retorno.

Vários autores sugerem que os fenômenos psicológicos que afetam as finanças sejam divididos em três grandes temas: viés heurístico, dependência da forma e ineficiência do mercado. A discussão de cada um dos temas deve começar com uma pergunta.

Os praticantes de finanças cometem erros porque confiam plenamente em regras de bolso? As finanças comportamentais apontam que sim e os financistas tradicionais dizem que não. Segundo a teoria das finanças comportamentais os investidores confiam em regras de bolso para tomar suas decisões. Um exemplo dessas regras é a que diz que retorno passado é a melhor maneira de prevermos os retornos futuros. Assim como essa, a maioria dessas regras é inconsistente, o que faz com que os praticantes de finanças tenham crenças enviesadas. Esse primeiro grande tema é chamado de viés heurístico. Os financistas tradicionais argumentam que os investidores se utilizam corretamente das ferramentas estatísticas apropriadas para sua tomada de decisão e, portanto, não se utilizam das citadas regras de bolso.

Existem boas razões para se utilizar de regras de bolso no momento de tomada de decisão, especialmente quando o tempo disponível para a reflexão não é grande. Barrow (1992) aponta que o fato dos seres humanos se utilizarem muito de regras de bolso em suas tomadas de decisão tem suas origens na própria evolução da espécie humana.

A forma como um problema é apresentado influencia os tomadores de decisão tanto quanto o conteúdo do problema? As finanças comportamentais afirmam que além das considerações práticas os investidores têm sua percepção sobre o risco e sobre o retorno de um investimento bastante influenciada pela forma como o problema é apresentado. Assim, dá-se o nome de dependência da forma para esse segundo tema das finanças comportamentais. Já a teoria tradicional de finanças afirma que os investidores não são influenciados pela forma através da qual um problema é proposto pois conseguem visualizar o risco e o retorno de uma opção de investimento de maneira transparente, independente da forma de apresentação da mesma.

Os erros e a forma como são apresentados os problemas afetam os preços do mercado? Defensores das finanças comportamentais afirmam que sim, que os dois primeiros temas desviam os preços de seus fundamentos e, para esse fenômeno, dão o nome de ineficiência do mercado, que é o terceiro tema. Já os teóricos tradicionais afirmam que o mercado é eficiente e, portanto, não tem seus preços alterados em função dos dois temas anteriores, que em sua visão não passam de pequenas anomalias randômicas, cujos efeitos são mínimos e não permanentes.

Os participantes dos mercados financeiros tendem a cometer erros que podem ser pequenos ou fatais. Assim, é de suma importância que conheçam essa teoria e saibam que os investidores não são racionais e que, portanto, os mercados podem oscilar de forma irracional.

Cabe aqui a descrição de um exemplo prático de como os tomadores de decisão não são totalmente racionais.

Em abril de 1997 o jornal *Financial Times* lançou um desafio inventado pelo economista Richard Thaler. O vencedor ganharia duas passagens da *British Airways* de Londres para Nova Iorque. O desafio consistia em cada leitor escolher um número inteiro de 0 a 100 e o vencedor seria aquele cuja aposta mais se aproximasse de $2/3$ da média das apostas de todos os apostadores.

O jornal dava ainda um exemplo onde 5 leitores entraram no desafio e apostaram respectivamente nos seguintes números: 10, 20, 30, 40 e 50. A média das apostas seria, nesse caso, 30 e, assim, o vencedor seria o apostador que escolheu 20 ($2/3$ de 30).

A questão nesse desafio é que se você estiver jogando para ganhar certamente terá que imaginar o que os outros apostadores farão. Assim, imagine que você pense que todos os outros apostadores vão jogar 20 já que foi o número vencedor do exemplo. Se estiver certo, o número vencedor será $2/3$ de 20, ou seja, 14.

Porém, se pensar nisso por um instante, todos podem ter pensado como você e vão, portanto, jogar 14, sendo assim o número vencedor passará a ser 10. Se continuar fazendo esse raciocínio sucessivamente chegará, rapidamente, à conclusão que a jogada acertada é o número 1.

No concurso do *Financial Times*, porém, o número vencedor não foi 1, mas sim 13. Se todos tivessem escolhido 1 ninguém teria cometido erros de julgamento dado que a escolha racional era essa, mas com o resultado de 13 fica claro que muitos apostadores erraram em sua avaliação, alterando o “preço” do “ativo” vencedor de 1 para 13.

Esse desafio ilustra dois dos três temas apresentados acima: as pessoas cometem erros no momento de tomar decisões por conta da forma como os problemas são apresentados e esses erros são sim capazes de alterar os preços do mercado.

Paul Gompers e Andrew Metrick (1998) documentaram que entre 1980 e 1996 houve grande concentração do mercado acionário americano, concentração essa que pode

ampliar muito os possíveis impactos no mercado decorrentes de erros cometidos por um pequeno grupo de pessoas.

Obviamente os defensores das teorias tradicionais de finanças reagiram à nova tendência do pensamento financeiro, defendendo suas hipóteses de mercado eficiente e investidores racionais. Sua defesa tem como base a teoria de que as anomalias encontradas nos mercados não são fruto de questões de comportamento, mas sim de riscos sistemáticos mal especificados ou de erros nos dados. Fama (1998) sugere, por exemplo, que as aparentes sobre-reações dos investidores a alguma informação adicional sobre um ativo específico são tão comuns quanto as sub-reações às mesmas informações, fazendo, assim, com que os efeitos se anulem, e, portanto, não afetem os preços de mercado, o que seria consistente com a afirmação patrocinada pelos teóricos da eficiência do mercado de que as anomalias são eventos causados pelo acaso.

Como vimos anteriormente, as finanças comportamentais e a teoria tradicional de finanças divergem completamente sobre os três temas apresentados e, assim, a reação foi bastante forte e questionadora, iniciando-se uma batalha acadêmica.

Importante dizer que apesar de toda a discussão acadêmica que se viu depois do surgimento e do aperfeiçoamento dos modelos de finanças comportamentais, destruir ou questionar toda a teoria de mercado eficiente não é a mesma coisa que aprender ou incorporar todos os conceitos das finanças comportamentais.

Fica claro, assim, que os teóricos das finanças comportamentais não têm o objetivo puro e simples de jogar por terra a teoria tradicional das finanças.

O que se pretende, ao contrário, é buscar modelos que sejam capazes de incorporar em seu arcabouço matemático questões vitais para o dia a dia dos mercados financeiros como a racionalidade limitada dos tomadores de decisão, a heterogeneidade de expectativas dos investidores, o viés heurístico, a dependência da forma e a ineficiência dos mercados.

3 O VIÉS HEURÍSTICO

Conforme mencionado anteriormente, toda a base teórica das finanças comportamentais se apóia em três grandes temas que, potencialmente, afetam todos os participantes do mundo das finanças.

O primeiro desses temas é o chamado viés heurístico. A definição de dicionário da palavra heurístico é o processo pelo qual as pessoas aprendem as coisas por si só, através de tentativa e erro.

Esse processo de aprendizagem através de tentativa e erro leva as pessoas a desenvolverem as chamadas regras de bolso, que são usadas para simplificar o processo de tomada de decisão e em geral se apóiam em generalizações perigosas ou falsas.

Um dos grandes avanços da psicologia comportamental foi a identificação dos princípios que regem essas regras de bolso e os erros sistemáticos que elas causam.

Estudando o processo de criação do viés heurístico percebe-se que as pessoas em suas tentativas e erros para aprender algo criam princípios gerais para diferentes situações, suas regras de bolso. Passam então a se utilizar dessas regras para fazer inferências a partir das informações disponíveis e, como as regras nem sempre funcionam, acabam por cometer erros em diversas situações, repetidamente.

Quando perguntamos para as pessoas o que mata mais nos Estados Unidos, derrame ou homicídios, provavelmente as pessoas se utilizarão da memória, de quantos casos de um ou de outro têm tido notícia para responder. Assim, se a mídia, por exemplo, der mais ênfase a casos de homicídio do que de derrames, o indivíduo chegará à conclusão de que o número de mortes por homicídio nos Estados Unidos é maior do que o número de mortes por derrame. Se isso de fato acontecer a pessoa cometerá um erro que pode ser descrito como um viés heurístico pois ocorrem onze vezes mais derrames do que homicídios nos Estados Unidos.

Assim, a regra de bolso de se utilizar das informações disponíveis na memória para responder uma pergunta pode levar os indivíduos a cometer erros importantes.

O julgamento através de estereótipos é outro exemplo de regra de bolso que pode levar investidores e pessoas em geral a tomar decisões bastante equivocadas.

Esse tipo de julgamento foi estudado e denominado representatividade pelos psicólogos Kahneman e Tversky (1979) e depois disso analisado numa série de trabalhos reproduzidos numa coleção editada por Kahneman, Slovic e Tversky (1982).

O problema da representatividade aparece claramente no processo de seleção das universidades americanas, que levam em consideração o histórico escolar dos alunos para decidirem pela admissão ou não desses alunos.

Esse sistema se apóia na representatividade (uma das infinitas regras de bolso), ou seja, na crença de que um bom aluno na escola será necessariamente melhor aluno na universidade do que um aluno com pior desempenho passado.

Existem exemplos documentados de como a representatividade leva investidores e analistas de mercado a cometerem erros que podem custar bastante dinheiro. Segundo De Bondt (1992), as previsões de desempenho de longo prazo de ações feitas por analistas de mercado tendem a ser muito melhores para ações com bom retorno recente, muito embora as evidências mostrem, de acordo com Thaler (1985), que as ações com desempenho ruim nos últimos três anos têm desempenhos muito melhores do que aquelas com bons retornos no mesmo período, mostrando que a representatividade utilizada por investidores e analistas os leva a cometer erros em seus investimentos.

Tais erros são potencializados por outro fenômeno, muito comum, o excesso de confiança. Esse efeito leva as pessoas a cometerem erros de previsão o tempo todo, e tais erros acontecem porque as pessoas são excessivamente confiantes sobre elas mesmas.

Statman (1999) mostra um jogo que ilustra bem como somos atingidos por tal fenômeno. O índice de ações *Dow Jones Industrial Average* fechou o ano de 1998 em 9181 pontos. Por ser um índice, não leva em consideração os dividendos reinvestidos. Se considerarmos os dividendos reinvestidos desde a criação do índice, em 1896 (quando valia 40 pontos), quanto seria o índice no final de 1998? E além de simplesmente prever um número, imagine uma resposta baixa e uma resposta alta de maneira que tenha 90% de confiança que o resultado correto estará entre esses dois números.

A resposta, segundo o autor, é 652.230 pontos! Se as pessoas fossem calibradas em suas suposições, 90 em cada 100 pessoas deveriam ter a resposta correta dentro de seus limites, mas não é o que ocorre. De acordo com Statman, praticamente ninguém tem a resposta correta dentro de seu intervalo de confiança, o que nos mostra que não só as pessoas não são calibradas, como apresentam excesso de confiança.

Em geral, investidores, analistas e demais participantes do mercado, por conta de seu excesso de confiança, são mais frequentemente surpreendidos pelos dados do que capazes de antecipá-los, causando erros em seus investimentos ou recomendações.

A tendência que apresentamos de manter nossa análise inicial e não rever nossas decisões com notícias novas que podem ir contra a primeira decisão é chamada de efeito âncora.

Quando uma empresa que havia sido avaliada como um mau investimento divulga excelentes resultados os analistas tendem a rever sua análise e recomendação de maneira conservadora, ficando ancorados na primeira análise, revendo os números de maneira tímida. Esse é um fenômeno também bastante comum que faz com que surpresas positivas em geral sejam seguidas de surpresas ainda mais positivas, pois as projeções não são suficientemente revistas no primeiro instante.

Estão aqui descritos alguns dos fenômenos psicológicos que podem levar o viés heurístico a se pronunciar, fenômenos esses que induzem os participantes dos mercados financeiros a cometer erros já que baseiam suas decisões em regras de

bolso ou crenças gerais que os deixa em situação extremamente vulnerável a decisões equivocadas.

4 A DEPENDÊNCIA DA FORMA

O segundo grande tema diz respeito a se os investidores reagem de maneira diferente ao mesmo problema quando a forma de apresentação desse problema é alterada.

A independência da forma encontra-se no centro da teoria financeira proposta por Modigliani-Miller. Segundo as teorias tradicionais, a forma como um problema é apresentado não altera o comportamento dos investidores, que são capazes de analisar a essência do problema independente de como o mesmo é apresentado.

Porém, os teóricos das finanças comportamentais afirmam que quando um investidor ou tomador de decisão não consegue avaliar o problema por todos os ângulos, suas decisões dependem profundamente da maneira como eles enxergam o problema naquele momento, ou seja, o comportamento depende da forma de apresentação da situação. Em outras palavras, o comportamento reflete a dependência da forma de apresentação.

Importante tópico nas teorias tradicionais de finanças, a perda foi o ponto inicial dos estudos que levaram à conclusão da dependência da forma.

Segundo Tversky (1979) uma perda tem duas vezes e meia mais impacto numa pessoa do que um ganho de mesma magnitude. A esse fenômeno foi dado o nome de aversão à perda. Esse fenômeno, amplamente estudado e empiricamente verificado, leva os investidores a não quererem vender um ativo com prejuízo já que estariam, assim, assumindo a perda. A esperança pela recuperação do investimento provavelmente é a maior causa de perdas em carteiras de investimento já que pode fazer com que os prejuízos se perpetuem e os lucros se limitem.

Talvez o mais emblemático caso de aversão à perda e de esperança pela recuperação tenha sido a quebra do Banco Barings, onde o funcionário Nicholas Leeson passou a operar nos mercados para compensar erros de sua equipe. Enquanto ganhava nas operações tudo ia bem, mas quando passou a ter posições perdedoras não as vendia,

esperando que se recuperassem. A história termina com a falência de um banco com 232 anos de história e reputação.

O mais intrigante ao se lidar com a tolerância a perdas dos investidores é que a aversão a risco de um mesmo investidor não é uniforme ao longo do tempo, mas depende da situação. Alguns investidores tendem a tomar risco mais facilmente quando estão em uma situação de perda iminente do que quando não estão, numa tentativa quase desesperada de recuperar as perdas, de virar o jogo.

Segundo Johnson (1991) os investidores têm mais prazer ganhando em duas operações seguidas do que ganhando o mesmo valor numa só. O mesmo ocorre na situação de perda, ou seja, a dor causada por duas perdas seguidas é maior do que a dor pela perda de mesmo valor numa operação única. Isso faz com que seja extremamente difícil para um investidor sair de uma posição perdedora e entrar em outro investimento, pois teme a segunda perda. Isso vem da tendência que os investidores têm de manter contas mentais separadas para cada investimento, fazendo com que tenham dificuldade de olhar a carteira de investimentos como um todo.

As razões da dependência da forma são de origem tanto cognitivas quanto emocionais. A origem cognitiva diz respeito à maneira como as pessoas organizam as informações enquanto as questões emocionais dizem respeito ao modo como as pessoas sentem as informações.

Assim, quando um investidor realiza lucro numa operação específica e estuda um novo investimento, pode organizar e sentir a situação de formas diferentes: se ele se sentir mais rico por ter ganho na última operação, pode decidir por tomar mais risco, pois criou uma “gordura” no primeiro investimento que diminui sua aversão à perda naquele momento. Porém, se ignorar o que aconteceu no primeiro investimento na análise do segundo, tende a manter sua aversão a risco.

A preferência pelo recebimento dos dividendos de uma ação é um bom exemplo de como a interpretação dos fatos pode alterar as decisões. Em geral, os investidores preferem receber os dividendos a reinvesti-los, pois consideram o dividendo e o ganho

de capital de forma independente. Assim, se a ação sobe depois de pagar os dividendos, o investidor saboreia os dividendos separadamente do ganho de capital, sem se sentir mal já que deixou de reinvestir os dividendos a uma taxa atraente. Da mesma forma, quando a ação cai, ele não considera o investimento ruim já que a ação caiu “mas pagou dividendos”. Ficam claras aqui as contas mentais separadas através das quais os investidores avaliam e acompanham seus investimentos.

Esse fenômeno ocorre porque os investidores enxergam os dividendos como renda e não como capital, logo, retirar os dividendos e gastá-los faz sentido e não é doloroso, ao contrário de vender uma ação com lucro, consumir uma parte desses recursos e comprar outra ação. Usar renda para o consumo é mais aceito pelos investidores do que consumir capital. A forma como os investidores separam capital de renda aqui faz com que eles tomem decisões diferentes em relação a seus investimentos, comprovando a dependência pela forma.

Outro aspecto que desempenha importante papel nas decisões e erros de decisões de investidores é o arrependimento. O medo do arrependimento faz com que as pessoas tomem decisões uniformes ao longo do tempo. Aqui não me refiro à aversão à perda, mas à sensação de ser o responsável pela perda.

O medo desse sentimento é extremamente poderoso e influencia de maneira permanente os investidores. O melhor exemplo disso talvez seja o que disse Harry Markowitz, criador da teoria de carteiras de média variância, um dos pilares das finanças tradicionais, sobre a maneira como pensou no momento de alocar sua carteira da aposentadoria: “minha intenção foi minimizar meu arrependimento futuro.” (MONEY MAGAZINE, Janeiro 1998, p. 118, tradução minha).

A busca pela minimização do arrependimento também leva os investidores a preferir consumir os dividendos a vender uma ação para gastar os recursos pois, se essa ação subir depois, se arrependerão.

A questão da inflação e de como as pessoas contabilizam seus ganhos também está dentro da dependência pela forma. Em geral os investidores sabem contabilizar

corretamente a taxa de inflação e como essa inflação impacta em seus investimentos. Porém, os investidores são mais influenciados pelos valores nominais do que reais de ganhos, retornos, etc. Assim, costumam, no momento da decisão, eliminar a inflação de seu raciocínio. É normal que um investidor fique mais contente num ano em que sua carteira rendeu 20% com inflação de 10% do que num ano que seu retorno foi de 12% com inflação de 1%.

5 A INEFICIÊNCIA DO MERCADO

O que buscarei neste capítulo é mostrar como os diversos fenômenos descritos até aqui e que compõem o viés heurístico e a dependência da forma podem fazer com que o mercado se torne ineficiente, ou seja, com preços diferentes do valor fundamental dos ativos.

Talvez a questão mais debatida nas finanças seja se o mercado é ou não eficiente. Todos concordam que os erros dos investidores causam má precificação de ativos, que podem ser aproveitadas por outros investidores.

Porém, a questão é se esses erros são simples anomalias, que com o tempo se corrigem (como imaginavam os sócios do *Long Term Capital Management*) ou se podem realmente levar o mercado todo para uma direção de irracionalidade, por um longo período de tempo ou até mesmo permanentemente.

Os efeitos da representatividade foram estudados por diversos autores. De Bondt e Thaler (1985) argumentam que os investidores que confiam na representatividade das ações (ações com bom desempenho passado continuarão a ter bom desempenho) em geral estão otimistas demais com as ações ganhadoras do passado e pessimistas demais com as perdedoras do passado. Esse viés heurístico leva os preços a se desviar do preço justo, fazendo com que as ganhadoras fiquem caras demais e as perdedoras baratas demais. Esses erros de precificação se ajustam e, como os autores comprovam, as perdedoras têm um desempenho bastante melhor que as ganhadoras nos sessenta meses seguintes.

Para os financistas tradicionais e adeptos da eficiência do mercado isso deve refletir um maior risco das perdedoras, logo, maior retorno, mas o que se verificava é que as perdedoras tinham também melhor relação risco X retorno.

Os analistas de mercado que sofrem com o efeito âncora não ajustam suficientemente suas previsões de ganhos como resposta às novas informações contidas nas

demonstrações de resultados e se surpreendem novamente depois. Essa reação conservadora à notícias que os analistas não estavam esperando causa erros de precificação? Aparentemente sim, pois há estudos que mostram que as ações que surpreendem positivamente o mercado com suas demonstrações de resultados tendem a ter desempenho superior no período seguinte, levando os analistas a nova surpresa positiva com aquela ação. Essa tendência também mostra ineficiência do mercado já que desvia os preços dos ativos de seu preço justo.

As finanças comportamentais afirmam que o viés heurístico e a dependência da forma podem desviar os preços dos ativos de seus preços justos no longo prazo e não apenas no curto prazo, o que quer dizer que não apenas os fundamentos das empresas afetam seu preço no mercado.

Shiller (1979) apontou que havia mais volatilidade nos mercados de bolsa e títulos do que deveria haver sob a hipótese de mudanças nos preços em decorrência única e exclusivamente de alterações fundamentais nas empresas.

Assim, provou que os preços se distanciam dos fundamentos por períodos longos, mas de tempos em tempos se ajustam. Esses ajustes, em geral, vêm através de grandes quedas nos mercados.

Os investidores, gestores ou assessores financeiros que acreditem nas finanças comportamentais devem buscar escapar do excesso de confiança. O exemplo da quebra do *Long Term Capital Management* não pode ser ignorado e, quando estudamos sua história percebemos que enquanto as operações se concentraram nos mercados onde seus gestores apresentavam vantagens comparativas, o fundo foi muito bem sucedido. Os problemas começaram quando os gestores passaram a montar grandes posições em mercados dos quais tinham menos informações. O excesso de confiança fez com que subestimassem os riscos e quebrassem.

Fica evidente, assim, a ligação entre os dois temas anteriores, viés heurístico e dependência da forma e a ineficiência dos mercados, através de uma relação causa e

efeito. Os temas citados causam, de fato, alterações nos preços dos ativos, que podem ser levados para longe de seu valor fundamental, por períodos longos de tempo.

6 INVESTIDORES INDIVIDUAIS

Nos capítulos anteriores mostrei quais os principais fenômenos comportamentais presentes nas tomadas de decisão dos participantes do mercado financeiro como um todo e como esses fenômenos podem alterar tanto as decisões quanto os preços dos ativos no mercado.

Nesse capítulo será dado especial enfoque aos fenômenos que afetam os investidores individuais e as conseqüências desses fenômenos para suas carteiras de investimento, através de diversos casos práticos disponíveis na bibliografia pesquisada.

O primeiro fenômeno comportamental que tem importante influência no modo como os investidores se comportam em determinadas situações é a esperança pela recuperação. Esse fenômeno, já anteriormente apresentado, é decorrência da aversão à perda, aversão essa que faz com que os investidores tenham imensa dificuldade em realizar perdas e realizem lucros muito mais facilmente.

Odean (1998) mostra em seu trabalho uma pesquisa sobre a disposição de investidores em vender seus ativos com lucro versus a sua disposição em vender seus ativos com prejuízo.

Nessa pesquisa, na qual acompanhou durante um ano as compras e vendas de 163.000 contas de uma grande corretora americana, constatou que os investidores venderam posições com lucro com frequência 1,68 vezes maior do que venderam posições com perdas o que mostra que uma ação em alta tem 70% mais chance de ser vendida do que uma ação em baixa, mesmo havendo vantagens fiscais em se vender as ações com prejuízo.

É bastante fácil perceber o enorme risco que corre um investidor que apresente em seu comportamento financeiro o efeito da esperança pela recuperação pois esse investidor certamente irá tender a aumentar o tamanho de suas perdas e limitar seus ganhos.

A grande causa desse efeito é que os investidores, em geral, guardam como referência o preço de aquisição do ativo e não o marcam a mercado, analisando a continuidade do investimento de acordo com as novas condições de preço e as possibilidades de retorno a partir do preço atual. Ao contrário, guardam o preço de compra como sua principal referência. Assim, um investidor que comprou uma ação por R\$ 100 e que hoje vale R\$ 150, sofrerá menos com uma queda da ação para R\$ 140 do que sofrerá um investidor que comprou a mesma ação por R\$ 200 e que experimentou a mesma queda, de R\$ 150 para R\$ 140.

Isso ocorre porque ambos guardam os preços de aquisição como referência e, assim, o primeiro investidor encara a queda como uma diminuição nos ganhos e o segundo como um aumento nas perdas. Graças à esperança pela recuperação, certamente esse último investidor será mais relutante em vender a ação pelo preço de R\$ 140 do que será o primeiro investidor, muito embora, racionalmente, a decisão de ambos não deveria ser tomada com base no preço de aquisição e sim na perspectiva futura daquele investimento.

Quando um investidor pensa nas características que sua carteira de investimentos deve apresentar, em geral, é impactado pelo viés heurístico e pela dependência pela forma. Esses dois temas já apresentados anteriormente afetam de maneira direta os tipos de carteira escolhidas pelos investidores, o tipo de ativo que os investidores acham atraentes, a relação dos investidores com seus assessores financeiros e os vieses a que são submetidos.

No processo de construção de sua carteira o investidor enfrenta diferentes emoções pois deve levar em consideração seus objetivos, ponderar as alternativas que tem, tomar a decisão de investimento, decidir quanto risco vai correr, acompanhar o desempenho de sua carteira e de suas realocações, avaliar se deve prosseguir com a estratégia ou alterá-la e, por fim, constatar se obteve sucesso em alcançar seus objetivos finais ou não.

A psicóloga Lopes (1987) identificou a maioria das emoções envolvidas no processo descrito acima e discute a forma como essas emoções influenciam a tomada de risco dos investidores.

Os participantes do mercado e principalmente os investidores individuais são expostos principalmente ao medo e à esperança. O medo induz o investidor a focar nos eventos que são desfavoráveis enquanto a esperança os leva a focar nos eventos favoráveis.

Ao longo de sua vida de investidor os indivíduos enfrentam situações positivas, onde a esperança se torna orgulho e negativas, onde o medo se transforma em ansiedade e em arrependimento.

Esses dois sentimentos opostos, medo e esperança, afetam a forma como os investidores avaliam as alternativas pois o medo faz com que as pessoas tentem entender o quão mal as coisas podem andar e a esperança os faz refletir o quão bom pode ser.

Na terminologia da psicologia, o medo enfatiza o desejo por segurança enquanto a esperança enfatiza a necessidade de ganhos. Esses dois pólos, apesar de opostos, não se apresentam na mesma intensidade nas pessoas, ou seja, há sempre um que predomina.

A relação de forças entre o medo, a esperança e as aspirações individuais determina a alocação entre ações e renda fixa e esses sentimentos não têm ligação alguma com os modelos de maximização da utilidade e de média variância, ou seja, ao montar as suas carteiras os investidores se balizam em seus sentimentos, não em sua racionalidade.

Assim, ao se depararem com uma alternativa de investimento ou uma carteira possível, os investidores não estão interessados nas fórmulas do modelo de média variância, mas sim na probabilidade de serem bem sucedidos em alcançar seus objetivos estabelecidos e, então, tomam suas decisões de alocação.

Outro sentimento que influencia a tomada de decisão dos investidores é o arrependimento. Como foi visto anteriormente, o arrependimento é um sentimento

bastante forte, que costuma afligir os investidores e os faz buscar em diversas situações maneiras de minimizar a possibilidade de arrependimento futuro.

Sem dúvida alguma uma das tarefas mais importantes dos assessores financeiros é a de se responsabilizar pelas decisões do investidor. Se dois investidores fizerem uma mesma operação mal sucedida, mas um deles com a ajuda de um assessor financeiro e o outro sem, certamente o investidor que tomou a decisão sozinho, por não ter quem culpar pelo fracasso, sentirá arrependimento maior.

Ter um assessor financeiro funciona como ter uma *call* psicológica, pois se os investimentos forem bem o investidor pode ficar com os créditos, mas se o investimento for mal, o investidor pode proteger seu ego e diminuir seu arrependimento colocando a culpa no assessor. Esse fenômeno psicológico é bastante verificado e é conhecido como o viés da auto-atribuição. A pessoa atribui às suas competências os sucessos e os fracassos à outras pessoas ou à má sorte.

Pior ainda quando, para tomar uma decisão que depois se torna mal sucedida o investidor mudou sua maneira tradicional de agir. Nesse caso o arrependimento é maior ainda, pois o investidor sabe exatamente o que teria acontecido se tivesse mantido sua forma de agir. É o que sentem os investidores que nunca investiram em ações e que, em sua primeira operação, são muito mal sucedidos e perdem bastante dinheiro.

Intimamente atrelado ao arrependimento está o que na literatura é conhecido como o viés da retrospectiva, que leva as pessoas a analisarem eventos que ocorreram como inevitáveis. Esses dois fenômenos, juntos, fazem com que os investidores tenham dificuldade de investir em carteiras de ações que tiveram mau desempenho, mesmo que, conforme já mostrado, essas carteiras tendam a ter resultados melhores no futuro. Isso se verifica porque se as ações continuarem a cair ao invés de se recuperarem, o investidor pensará que a queda era inevitável e interpretará que era simples não ter incorrido naquelas perdas, gerando um arrependimento bastante grande.

Em sua pesquisa, De Bondt (1998) estudou um grupo de quarenta e cinco investidores que foram recrutados numa conferência para investidores individuais. O investidor

médio de sua mostra tinha cinqüenta e oito anos de idade, operou no mercado de ações nos últimos dezoito anos e tinha 72% de sua carteira alocada em ações. Esse investidor gastava sete horas semanais pensando em seus investimentos.

Por vinte semanas De Bondt estudou as previsões desse grupo de investidores dos retornos futuros tanto do mercado quanto de suas próprias carteiras e encontrou dados bastante ricos sobre o comportamento do investidor individual.

Os investidores são extremamente otimistas acerca do desempenho de suas carteiras, mas não em relação ao desempenho do mercado, apresentavam excesso de confiança e se surpreendem mais do que acertam as previsões. Suas previsões de desempenho estão quase sempre ancoradas nos desempenhos passados e eles subestimam a correlação de suas ações com o mercado, ou seja, subestimam o beta de seus ativos.

As atitudes acerca de seus investimentos também se mostram bastante interessantes, pois eles afirmam que conhecer profundamente poucas empresas é mais eficiente para diminuir o risco da carteira do que a diversificação e rejeitam o fato de risco e retorno serem positivamente relacionados, nesse ponto, não explicitamente.

Tal pesquisa nos mostra que os investidores individuais mostram excesso de otimismo, são excessivamente confiantes, desprezam a diversificação e rejeitam a existência de um *tradeoff* positivo entre risco e retorno.

O excesso de otimismo é um fenômeno amplamente estudado e conhecido, que atinge especialmente os investidores mais jovens, que pensam que eles têm mais chance de ter sucesso em seus investimentos do que os outros investidores. Obviamente que esse otimismo exagerado os leva a tomar riscos desnecessários em suas alocações e, assim, experimentar perdas ou resultados abaixo de suas expectativas.

Fenômeno similar ao otimismo é o excesso de confiança. A diferença é que o excesso de confiança faz com que os investidores se julguem mais capazes que os outros em escolher ativos ou oportunidades de investimento.

A característica mais marcante dos investidores que apresentam excesso de confiança é que esses trocam muito de investimentos, sempre tentando encontrar os investimentos vencedores para o próximo período. Nessas trocas constantes os investidores acabam pagando altos custos de transação e não conseguindo sempre encontrar os ativos vencedores.

Aparentemente as pessoas de fato se julgam mais capazes que as outras, em todos os campos. Em seu estudo, Kahneman e Riepe (1998) mostram que 80% das pessoas se julgam melhores motoristas do que a média. Ainda na mesma linha, 19% dos pais de família americanos pensam que fazem parte do 1% das famílias mais ricas do país.

O giro excessivo em suas carteiras pode também ser decorrência da falsa impressão que os investidores têm de que, quando compram e vendem os ativos, têm em suas mãos o controle da situação.

O fato de os investidores não diversificarem suas carteiras é amplamente debatido na literatura e praticamente todos os trabalhos acadêmicos descobriram que as carteiras de investimentos de investidores individuais contêm poucos ativos.

Isso mostra como os investidores individuais apresentam um entendimento bastante errado e enviesado da teoria da diversificação. Em função de seu otimismo e excesso de confiança esse tipo de investidor acaba por tentar sempre estar nas alternativas mais rentáveis, ignorando uma das regras mais simples e óbvias de minimização de riscos de uma carteira que é a diversificação entre classes de ativos e entre ativos dentro de uma mesma classe.

Em geral os investidores tendem a dividir suas carteiras em parcelas iguais para as diferentes alternativas a que são apresentados em termos de classe de ativos.

Assim, se um investidor tem a opção de investir em, digamos, 4 fundos diferentes, a resposta mais freqüente será a de aplicar $\frac{1}{4}$ da carteira em cada um dos fundos. Essa regra de bolso, conhecida por regra do $1/n$, pode levar os investidores a montarem

carteiras ou excessivamente agressivas ou excessivamente conservadoras, pois não leva em consideração a aversão a risco do investidor.

No momento da escolha dos ativos que vão compor a sua carteira em geral os investidores são também impactados pelo fenômeno da familiaridade, ou seja, preferem alternativas com as quais tenham alguma familiaridade, por exemplo, já ouviram falar do gestor do fundo, conhecem a empresa pelo nome e sabem em que negócio essas empresas estão. Esse fenômeno é consequência do medo que assola os investidores quando esses se deparam com uma situação de não familiaridade e, como vimos anteriormente, em momentos onde o medo impera vis a vis a esperança, a decisão é sempre a mais conservadora.

Quando os investidores se deparam com o planejamento de suas aposentadorias, ou seja, quando pensam em poupar para o consumo no futuro, diversos fenômenos psicológicos os afligem, fenômeno esses que podem fazer de seus planos de aposentadoria grandes fracassos.

Vamos explorar aqui todo o caminho que o investidor deve percorrer para alcançar uma aposentadoria saudável, desde o momento em que trabalha e acumula recursos até a aposentadoria propriamente dita, passando pelos fenômenos psicológicos presentes em cada fase.

Na fase de acumulação de recursos e planejamento de sua aposentadoria os investidores em acham que serão capazes de ter uma aposentadoria confortável, mas não sabem responder quanto vão precisar poupar para alcançar esse conforto esperado. Assim, como não conseguem saber de quanto vão precisar e confiam que vão conseguir, em geral poupam menos do que necessitariam. Esse fenômeno é chamado de miopia, pois faz com que os investidores não consigam enxergar o problema que estão criando para seu próprio futuro.

Essa falta de recursos para o futuro é consequência da falta de controle dos investidores sobre seus gastos. As necessidades presentes têm mais força do que a necessidade de poupar para o futuro longínquo. As pessoas sentem a necessidade de

satisfazer seus desejos de curto prazo (consumo) e apenas pensam em satisfazer suas necessidades futuras (poupança).

Os investidores capazes de poupar para o futuro conseguem fazê-lo pois separam seus recursos em diferentes contas mentais, ou seja, separam o tipo de recursos que são destinados à poupança e ao consumo.

Os recebimentos concentrados em um pagamento único, como bônus anuais, em geral são facilmente poupados, porém, aumentos nos rendimentos mensais tendem a aumentar o consumo do indivíduo. Isso mostra como um aumento anual de, digamos, doze mil reais pode ser mais facilmente poupado ou não, dependendo de como é pago. Ao receber essa quantia, o investidor tenderá a investi-la, porém, se receber mil reais por mês em seu salário, provavelmente aumentará seu consumo mensal e o aumento da renda não aumentará em nada seu conforto na aposentadoria.

No momento de alocar os recursos destinados à aposentadoria os investidores são excessivamente conservadores para suas necessidades. Por quê? Simplesmente porque os investidores focam suas decisões em sua aversão à perda no curto prazo e, assim, carregam mais renda fixa do que ações em suas carteiras de aposentadoria.

O horizonte de tempo aqui desempenha papel fundamental pois os retornos das ações quando os medimos em meses parece muito pior do que quando os medimos em anos. Nos Estados Unidos, desde 1926, as ações tiveram 62% dos meses positivos, com o ganho médio igual à perda média. Porém, se olharmos a cada cinco anos o investimento em ações parece muito mais atrativo, pois as ações tiveram retornos positivos em janelas móveis de cinco anos em 90% das vezes, e a perda média foi 63% do ganho médio.

Esse excesso de conservadorismo proveniente do foco nos resultados de curto prazo de carteiras que deveriam ser analisadas no longo prazo pode ser amenizado ou potencializado pelas experiências passadas do indivíduo em questão, pois conforme vimos anteriormente, investidores que experimentaram maus investimentos tendem a

ser mais pessimistas e, portanto, mais conservadores do que aqueles que experimentaram retornos excepcionais.

Um artifício bastante utilizado por investidores e assessores financeiros nas alocações de ativos com risco é o preço médio. Quando um investidor tem uma soma importante para alocar em mercados de risco é prudente que não o faça tudo de uma vez, evitando assim os malefícios de fenômenos como arrependimento e aversão à perda. A disciplina de investir quantias fixas todos os meses, não importando onde o mercado se encontra minimiza os efeitos desses fenômenos e faz com que o investidor crie uma rotina extremamente saudável para sua vida financeira, não deixando assim, que movimentos de curto prazo do mercado atrapalhem seus investimentos e sua alocação correta de risco.

Efeito muito interessante é a mudança de hábito dos investidores quando eles passam da fase de acumulação de reservas para a aposentadoria para a fase de consumo dessas reservas.

Como vimos anteriormente, as necessidades imediatas são muito mais importantes e presentes para os investidores do que as necessidades futuras, na fase de acumulação. Porém, quando esses investidores têm que vender uma ação com prejuízo em sua fase de aposentados para consumir, preferem não fazê-lo, se dispondo, inclusive, a diminuir seu nível de consumo por tempo suficiente para que o preço da ação se valorize.

Isso justifica a já citada preferência pelas ações que pagam dividendos, pois esses últimos são vistos como renda e juntam-se aos juros pagos pelos títulos de renda fixa e aos salários nas contas mentais dos investidores. A regra que domina os investidores no momento da aposentadoria é que se para consumir precisar se utilizar de capital, não se consome. Regra essa muito diferente da atitude dos tempos de acumulação.

Bernheim et al. (1997) estudaram como os investidores americanos ajustam seu consumo no momento da aposentadoria. O que verificaram é que aqueles indivíduos que foram capazes de planejar sua aposentadoria investindo em ativos que geram

renda mantiveram seus níveis de consumo intactos. Já aqueles que não souberam planejar sua aposentadoria ou não souberam extrair renda de seus ativos apresentam quedas importantes em seus hábitos de consumo, reduzindo assim drasticamente seu padrão de vida.

Como podemos perceber, tarefas aparentemente racionais, como escolher uma carteira de investimentos, tomar contato e seguir ou não os conselhos de um assessor financeiro ou mesmo planejar a aposentadoria, colocam os investidores em contato com diversos fenômenos comportamentais que faz com que eles falhem nessas tarefas.

Como se não bastassem todas as armadilhas que a natureza humana dos investidores arma, esses por diversas vezes aconselham-se com assessores financeiros que, claro, são mais treinados e acostumados ao dia a dia do mercado, mas que, antes de mais nada são humanos e, portanto, estão também sujeitos a diversos fenômenos comportamentais.

7 ASSESSORES FINANCEIROS

Os assessores financeiros estão livres dos fenômenos comportamentais e conseguem aconselhar seus clientes de forma perfeitamente racional, sem se deixar levar pelas emoções de seus clientes ou sem cair em suas próprias armadilhas?

A resposta, claro, é que não, afinal, são eles, os assessores financeiros, mais treinados e habituados às práticas do mercado, mas sua psicologia humana continua presente em seu comportamento e, portanto, apresentam racionalidade limitada.

O que vou explorar aqui são os fenômenos que afetam os assessores numa especial tarefa que têm em seu dia a dia: a de prever os mercados.

Da mesma forma que retratei no último capítulo os fenômenos e suas conseqüências para os investidores individuais, neste capítulo mostrarei os fenômenos que afetam as previsões do mercado que são feitas pelos assessores financeiros.

O retorno à média é um fenômeno que causa muitas confusões e erros de previsão por parte dos assessores financeiros. Em geral, depois de um período de retornos altos para determinado ativo, os assessores costumam acreditar que seu retorno será abaixo da média no futuro se uma reversão estiver prevista. Isso na prática não se verifica e o que está por trás dessa previsão enviesada é um mau entendimento do significado do retorno à média.

Imaginemos uma situação onde jogamos três vezes uma moeda honesta e nas três temos como resultado coroa. Se, nesse momento, alguém nos pedisse para apostar em cara ou coroa, certamente apostaríamos que no quarto lançamento teríamos cara. Mas por que se a probabilidade continua sendo de 50% para cada opção? Simplesmente porque acreditamos na lei da média, que diz que se jogarmos x vezes uma moeda, teremos $x/2$ caras e $x/2$ coroas já que a moeda é honesta. Porém, isso apenas se verifica se x for um número grande o suficiente.

Essa crença faz com que assessores esperem que, passado um período de retornos acima da média de um ativo, o mesmo apresente retornos abaixo da média no futuro. Isso, porém, é uma falácia já que o que se pode esperar é que no longo prazo os retornos se aproximem da média.

De Bondt (1993) estudou as previsões feitas por assessores financeiros e chegou à conclusão de que os assessores (1) tendem a prever o comportamento futuro olhando ingenuamente para os gráficos de desempenho passado e encontrando uma tendência, (2) tendem a apresentar excesso de confiança em suas projeções e (3) seus intervalos de confiança são “tortos”, ou seja, suas melhores suposições para os dados não estão exatamente no centro de seus intervalos de confiança.

O interessante aqui é que podemos notar que os vieses apresentados pelos assessores financeiros não são uniformes: aqueles que fazem projeções através da busca de tendências as extrapolam e aqueles que acreditam em reversão à média esperam reversões drásticas demais.

Em geral os investidores individuais apostam mais na continuidade das tendências e os assessores financeiros nas reversões à média. Ambos os efeitos são vieses heurísticos, mas têm sua origem em percepções diferentes de como os ativos se comportam em diferentes situações.

No mercado, em geral, há certa rivalidade entre os assessores que se utilizam de análise gráfica para fazer suas projeções e aqueles que se utilizam de análises fundamentalistas. Ambas as escolas de previsão sofrem de fenômenos comportamentais que prejudicam suas análises.

Os fundamentalistas tendem a subestimar o impacto do sentimento dos investidores nos preços dos ativos e os grafistas confiam demais na continuidade das tendências (representatividade) e, assim, fazem previsões voláteis demais. O ponto em comum entre ambos é que os erros que eles cometem persistem.

Depois de feitas as previsões, os assessores financeiros buscam constantemente dados que corroborem suas projeções. Assim, falam com analistas que pensam da mesma maneira, lêem matérias e reportagens que apóiam sua decisão, enquanto o que deviam procurar fazer era ter contatos com pessoas ou fontes que questionassem suas projeções, fazendo-os refletir, procurar por pontos que não foram capazes de prever.

Esse é um fenômeno conhecido na literatura como a validação ilusória. Depois de concluída a projeção, ao invés de buscarem dados e informações que pudessem mostrar que estão errados, procuram casos que mostrem que estão certos. Essa sutil diferença pode causar grandes erros de previsão, pois o assessor de investimentos não recebe questionamentos e, portanto, não revê suas análises de maneira criteriosa.

Esses são os principais fenômenos comportamentais que afetam as previsões dos assessores financeiros. A combinação desses fenômenos com aqueles apresentados pelos investidores individuais pode se tornar uma combinação explosiva.

8 CONCLUSÃO

Todas as decisões de investimento são influenciadas pelas finanças comportamentais e essas desempenham importante papel no sucesso ou no fracasso das estratégias adotadas.

As conseqüências da psicologia humana no comportamento dos mercados devem ser compreendidas tanto pelos investidores individuais quanto pelos assessores financeiros e, ignorá-las, certamente os colocará em risco.

O que procurei mostrar ao longo de todo o trabalho, através das teorias e casos ilustrativos, foi que não somente a psicologia humana desempenha importante papel no dia a dia dos investimentos e dos mercados, mas que também é de vital importância para que entendamos o significado dessa psicologia e como ela altera o comportamento dos indivíduos e dos ativos.

O grande objetivo desse trabalho foi mostrar o que os teóricos escreveram sobre o assunto e entender as conseqüências para investidores e assessores de investimento dos fenômenos estudados.

Espero que tanto os investidores quando os assessores financeiros que lerem esse trabalho sejam capazes de reconhecer neles ou em seus clientes os efeitos do viés heurístico e da dependência da forma, em suas mais variadas maneiras de apresentação.

Tanto o viés heurístico quanto a dependência da forma fazem com que investidores e assessores financeiros cometam erros. Diagnosticar esses fenômenos comportamentais é o primeiro passo para que o comportamento seja alterado e os erros evitados.

O grande legado das finanças comportamentais não é destruir os modelos tradicionais de finanças, nem mesmo afirmar que, para vencer o mercado deve-se ser completamente irracional já que o mesmo está repleto de anomalias.

Ao contrário, o que toda a teoria apresentada procura mostrar é que agregar seu entendimento no dia a dia dos investimentos pode evitar que riscos excessivos sejam tomados, pois os mercados não são eficientes e, nem todas as suas ineficiências podem ser transformadas em lucro.

Os investidores e assessores financeiros que apresentarem forte conhecimento dos fenômenos apresentados nesse trabalho serão capazes de distinguir sorte de competência, de reconhecer que os erros dos outros participantes do mercado podem sim proporcionar alternativas de investimento interessantes, mas não sem risco e, por fim, de perceber que nem todo risco vale a pena.

Espero, portanto, com a elaboração desse trabalho ter contribuído para que investidores e assessores financeiros como eu tomem decisões melhores, evitem erros que podem trazer bastante prejuízo para suas carteiras e para seu futuro e, por fim, que sejam capazes de conviver melhor consigo mesmos nos ambientes de alta volatilidade e pressão dos mercados financeiros.

REFERÊNCIAS

BERNHEIM, Douglas; SKINNER, Jonathan; WEINBERG, Steven. *What accounts for the variation in retirement wealth among U.S. households?* Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997. Artigo Acadêmico.

DE BONDT, Werner. *Earnings forecasts and share price reversals*. Charlottesville: Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1992. Artigo Acadêmico.

_____. Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return. *International Journal of Forecasting*, Madison, v. 9, n. 3, p. 355-371, November 1993.

_____. A portrait of the individual investor. *European Economic Review*, Zurich, v. 42, n. 4, p. 831-844, May 1998.

DE BONDT, Werner; THALER, Richard. Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, New York, v. 40, n. 3, p. 793-805, July 1985.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, New York, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

_____. Market-efficiency, long-term results, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, Chicago, v. 25, n. 2, p. 383-417, September 1998

GOMPERS, Paul; METRICK, Andrew. *How are large institutions different from other investors? Why do these differences matter?* Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1998. Artigo Acadêmico.

HALFELD, Mauro; TORRES, Fábio de F. Leitão. Finanças comportamentais: aplicações no contexto brasileiro. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 64-71, Abr./Jun. 2001

KAHNEMAN, Daniel; RIEPE, Mark W. The psychology of the non-professional investor. *Journal of Portfolio Management*, New York, v. 24, n. 4, p. 52-65, Summer 1998.

KAHNEMAN, Daniel; SLOVIC, Paul; TVERSKY, Amos. *Judgment under uncertainty: Heuristic and biases*. New York: Cambridge University Press, 1982. 553 p.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKI, Amos. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, Mar. 1979.

LOLA, Lopes. Between hope and fear: The psychology of risk. *Advances in Experimental Social Psychology*, Iowa, v. 20, n. 2, p. 255-295, May 1987.

ODEAN, Terrance. Are investors reluctant to realize their losses? *Journal of Finance*, New York, v. 53, n. 5, p. 1775-1798, October 1998.

OLSEN, Robert. Behavioral finance and its implications for stock-price volatility. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, v. 54, n. 2, p. 10-18, March/April 1998.

SHEFRIN, Hersh. *Beyond greed and fear*. New York: Oxford University Press, 2002. 368 p.

SHILLER, Robert. The volatility of long-term interest rates and expectations models of the term structure. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 87, n. 6, p. 1190-1219, December 1979.

THALER, Richard. Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, Gainesville, v. 4, n. 3, p. 199-214, 1985.

_____. *The winner's curse*. New York: Russell Sage Foundation, 1993. 230 p.

_____. *Advances in behavioral finance*. New York: Russell Sage Foundation, 1993. 583 p.