

**Economia comportamental:  
de volta à filosofia, sociologia e psicologia**

*Behavioral economy: back to the philosophy, sociology and psychology*

Fernando Nogueira da Costa

Professor-adjunto/livre-docente

Instituto de Economia

Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP

Cidade Universitária “Zeferino Vaz”

Caixa Postal 6135

13083-970 – Campinas – SP - Brasil

E-mail: [fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br)

Fones: (19) 3287-8685 / 8166-3707

**Resumo:** Depois de investigar 250 anos da história do pensamento econômico, através do exame das obras de Smith, Bentham, Mill, Veblen, Hobson, Berle & Means, Thaler, Layard, conclui-se que está sendo retomado o caráter multidisciplinar dos primórdios da ciência. Os cientistas estão empenhados em conhecer o comportamento humano na tomada de decisões de comprar, vender ou investir. Áreas distintas da ciência estão somando recursos para estruturar a área de pesquisa destinada a cumprir essa tarefa: a *neuroeconomia*. Ela é resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos de filosofia, psicologia, sociologia, economia e neurologia.

**Palavras-chave:** Finanças Comportamentais – Economia da Felicidade.

**Abstract:** After investigating 250 years of history of economic thought, through the examination of works of Smith, Bentham, Mill, Veblen, Hobson, Berle & Means, Thaler, Layard, this article concludes the multidisciplinary nature of the early science is being returned. Scientists are committed to what leads us to buy, sell or invest. Different areas of science are adding resources to structure the search area to perform this task: the neuroeconomics. It is the result of the union of research tools and knowledge of philosophy, psychology, sociology, economics and neurology.

**Keywords:** *Behavioral Finance – Happiness Economics.*

**Classificação JEL / JEL Classification:** B10 – B52 – G11

**Área ANPEC:** Área 1 - Escolas do pensamento econômico, metodologia e economia política.

Campinas, 14 de julho de 2009

## 1. Introdução

Os primeiros autores reconhecidos como economistas, por terem se formado no debate filosófico, trataram tanto dos fenômenos sociais quanto do comportamento individual. Poderiam também ser considerados psicólogos. O objetivo deste artigo-resenha é recuperar, sinteticamente, a história desse pensamento econômico multidisciplinar. Mostraremos, na segunda seção, como Smith (1759/1999) usou diversos conceitos psicológicos em sua obra *Teoria dos Sentimentos Morais*. Ele apresentava descrições dos efeitos psicológicos sobre o bem-estar humano que, quase 250 anos depois, seriam estudadas pelos economistas comportamentais.

No final do século XIX, segundo Nunes (2008: 22), “os economistas acreditavam que a economia poderia se tornar ciência natural. A partir da revolução marginalista, a física e a matemática começaram a ser usadas como ferramentas na análise econômica. Com a síntese neoclássica, a queda da hipótese hedonista e a crítica à mensurabilidade das preferências na teoria da escolha, iniciou-se processo de expurgo dos pressupostos psicológicos da teoria econômica. A formalização axiomática da teoria da escolha aliada ao desenvolvimento dos métodos econométricos enterraram a tentativa de agregar os pressupostos psicológicos à economia ainda nas primeiras décadas do século XX”.

A adoção de pressupostos estritamente racionais e do método dedutivo-lógico eliminou qualquer resquício de fundamento psicológico na análise econômica. Seus desenvolvimentos via modelo de expectativas racionais, economia da informação, equilíbrio na teoria dos jogos, precificação de ativos com base no binômio risco e retorno, etc., possibilitaram a exclusão dos fatores psicológicos da análise científica dos investimentos. Supõem que as diferenças individuais que não estejam de acordo com o comportamento racional são eliminadas, no mercado, pela arbitragem.

Mas, antes de chegarmos a esses estágios da história do pensamento econômico, vamos na terceira seção resgatar, em seus primórdios, o significado do Princípio da Utilidade, de acordo com seu maior divulgador, Bentham (1789/1984). Seu conhecimento será importante para a apresentação, no último tópico, da “Economia da Felicidade”, corrente do pensamento econômico contemporâneo. Citaremos, brevemente, o empirismo e o psicologismo de Stuart Mill (1843/1984).

Depois, na quarta seção, apresentaremos as idéias de Veblen (1899/1983), considerado o precursor da Escola Institucionalista. Os institucionalistas se opunham à psicologia subjacente aos postulados da economia liberal clássica e às explicações neoclássicas, que pressupunham a natureza humana hedonista. Assim, negavam que o comportamento econômico pudesse ser entendido com a ação racional de indivíduos guiados pela disposição de obter prazer e evitar a dor. Veblen mostra que a “classe ociosa” gasta seu tempo de modo não produtivo, tanto por sentimento da indignidade do trabalho produtivo, quanto para demonstrar a capacidade pecuniária de viver de maneira inativa. Inspira, então, a análise da capacidade de obter proventos para a aposentadoria, isto é, a fase inativa dos trabalhadores produtivos.

Será também examinado, na quinta seção, via Hobson (1894/1983), o mito da “democracia do capital”, isto é, a oportunidade surgida para milhares de cidadãos passarem a ser sócios de empreendimentos capitalistas via mercado acionário. Hobson apresenta compreensão clara do lugar ocupado pelo financista no capitalismo moderno, assim como do conflito de interesses entre ele e o investidor comum. Sua

posição a respeito da sociedade anônima será contraposta à defendida por Berle & Means (1932/1983).

As Finanças Comportamentais serão apresentadas, na sexta seção, para mostrar que investidores individuais se esforçam, durante toda a vida profissional, para acumular reservas destinadas à fase inativa da aposentadoria, mas, em sua maioria, têm pouco ou nenhum conhecimento a respeito de investimentos em ações. Seus erros em tomadas de decisões financeiras podem impor perdas graves às famílias em termos de bem-estar. Seus vieses heurísticos e sua dependência da forma de apresentação das decisões financeiras levam à ineficiência do mercado, isto é, aos preços dos ativos não se ajustarem, nem no longo prazo, ao esperado pela análise fundamentalista. Thaler (1999) mostra que é possível criar modelo teórico coerente, fundamentado firmemente em Psicologia e Economia, que pode explicar o padrão complexo de resultados empíricos na área de Finanças. Quando as finanças pessoais se basearem em bons conhecimentos sobre as fontes dos erros em investimentos, os economistas terão contribuído para limitar os ônus familiares provocados por essas perdas.

Finalmente, na última seção, chegar-se-á à conclusão que, depois de 250 anos da história do pensamento econômico, retoma-se o caráter multidisciplinar dos primórdios da ciência. Os cientistas, para buscar a sabedoria (e a felicidade) em vida econômica, estão empenhados em conhecer o processo cognitivo que nos leva a comprar, vender ou investir. Áreas distintas da ciência estão somando recursos para estruturar o campo de estudo destinado a chegar mais perto dessa resposta: a chamada *neuroeconomia*. Ela é resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos de filosofia, psicologia, sociologia, economia e neurologia.

## 2. Teoria dos Sentimentos Morais

Em 1751, Adam Smith (1723-1790), considerado o fundador da Economia Política, devido à obra seminal *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*, publicada em 1776, foi escolhido professor de Lógica na Universidade de Glasgow. No ano seguinte, foi nomeado professor de Filosofia Moral da mesma Universidade. A primeira edição de sua obra sobre o sistema moral apareceu, em 1759, sob o título de *Teoria dos Sentimentos Morais* e com o longo subtítulo “Ensaio para uma análise dos princípios pelos quais os homens naturalmente julgam a conduta e o caráter, primeiro de seus próximos, depois de si mesmos, acrescida de uma dissertação sobre a origem das línguas”.

Conforme o princípio fundamental de sua teoria, apresentado na *Biografia Crítica*, escrita por Dugald Stewart (1999: XXIII), “os objetos primários de nossas percepções morais são as ações de outros homens; além disso, nossos juízos morais sobre nossa própria conduta são apenas aplicações, sobre nós mesmos, de decisões já proferidas a respeito da conduta do nosso próximo”. Essa obra de Smith, portanto, compreende duas investigações distintas. A finalidade da primeira é explicar como aprendemos a julgar a conduta do nosso próximo. A da segunda, mostrar como, ao aplicarmos esses juízos sobre nós mesmos, adquirimos senso de dever e sentimento de sua suprema autoridade sobre todos os nossos outros princípios de ação.

É apenas a partir de nossa própria experiência que podemos formar idéia sobre o que sucede, em dada situação, no espírito de outra pessoa. O único modo pelo qual podemos formar essa idéia é, supondo-nos em circunstâncias idênticas, imaginar como reagiríamos nesses casos. A esse princípio de nossa natureza, que nos faz

experimentar as situações de outros, e dividir com eles as emoções que essas situações tendem a despertar, Smith (1759/1999: XXV) dá o nome de *simpatia* ou *solidariedade*, palavras que emprega como sinônimos. Goleman (1995: 109), psicólogo contemporâneo, emprega outra palavra, *empatia*, para designar a capacidade de saber como o outro se sente, afirmando que “quanto mais abertos estamos para nossas emoções, mais hábeis seremos na leitura de sentimentos. (...) [a] incapacidade de registrar os sentimentos de outrem é um grande déficit de inteligência emocional, e uma trágica falha no que significa ser um ser humano, pois todo relacionamento, raiz do envolvimento, vem da sintonia emocional, da capacidade de empatia”.

Smith (1759/1999: XXVIII) examina em que medida os juízos da humanidade a respeito de outro são suscetíveis da influência, em casos particulares, das circunstâncias favoráveis ou adversas do agente. Mostra, em oposição ao senso comum, que, quando não se trata de inveja, nossa tendência a simpatizar com a alegria é muito maior do que a tendência a simpatizar com a dor. Por isso mesmo, é mais fácil obter aprovação dos homens na felicidade do que na adversidade. Partindo de nosso senso de conveniência e inconveniência, ele traça a origem da ambição, ou do desejo de honra e preeminência. O grande objeto dessa paixão consiste em alcançar situação tal que se coloque à vista da simpatia e da atenção gerais, obtendo-se fácil domínio sobre os afetos de outros.

O princípio da simpatia sugere que se a pessoa atentar apenas para seus sentimentos, sua felicidade lhe parece muito mais importante do que de todos os outros homens. Mas ela deve ter consciência de que, por causa dessa excessiva preeminência, os outros não podem, de modo algum, simpatizar consigo. Para eles, em contrapartida, ela parecerá apenas uma pessoa dentre a multidão, por quem não estão mais interessados do que por qualquer outro indivíduo. Se desejar, pois, conquistar simpatia e aprovação, os objetos de maior desejo da natureza humana, segundo Smith, é preciso considerar a felicidade não à luz de que se apresenta a si, mas à luz com que se apresenta à humanidade em geral.

Se alguém prejudicar os interesses de outra pessoa que nunca lhe fez mal, apenas porque interferem no desenvolvimento dos seus próprios interesses, a sociedade há de simpatizar com o ressentimento da prejudicada. Então, seu oponente será objeto de indignação geral. Quando há conflito de interesses, quem agir apenas segundo seus próprios sentimentos jamais deixará de sofrer o castigo do remorso, pois passará a ser objeto de indignação da humanidade. O remorso vem da vergonha pelo sensação de inconveniência de sua conduta passada.

Essas breves observações precedentes referem-se à síntese geral dos princípios de Smith (1759/1999) relativos à origem dos sentimentos morais, pelo menos na medida em que se referem à conduta de outros. Seja qual for a hipótese que se adota quanto à origem das percepções morais, todos os homens têm de reconhecer que, na medida em que o evento favorável ou desfavorável de uma ação depende da fortuna (sorte) ou de acidente (azar), não deveria nem aumentar nem diminuir a nossa aprovação ou reprovação moral do agente. Não é, entretanto, o que costuma ocorrer, como veremos no caso do vencedor ou perdedor no jogo de apostas no futuro do mercado.

É possível resumir, em suas próprias palavras, toda a doutrina de Smith (1759/1999: 406) contida na *Teoria dos Sentimentos Morais*. “Quando aprovamos algum caráter ou ação, os sentimentos que experimentamos derivam de quatro fontes, em alguns aspectos diferentes entre si. Primeiro, simpatizamos com os motivos do agente;

segundo, participamos da gratidão dos que recebem o benefício de suas ações; terceiro, observamos que sua conduta obedeceu às regras gerais por meio das quais essas duas simpatias geralmente agem; por último, se consideramos tais ações como parte de um sistema de conduta que tende a promover a felicidade do indivíduo, ou da sociedade, então dessa utilidade poderá resultar certa beleza, não muito distinta da que atribuímos a qualquer máquina bem engendrada”. De acordo com Smith, esses diferentes sentimentos dão conta, em todos os casos possíveis, do sentimento composto de aprovação moral.

Tais são os contornos gerais da *Teoria dos Sentimentos Morais* de Adam Smith. Mas deparamos, logo na abertura do capítulo que trata “*Da origem da ambição e da distinção social*”, com a franca constatação: “é porque os homens estão dispostos a simpatizar mais completamente com nossa alegria do que com nossa dor, que exibimos nossa riqueza e escondemos nossa pobreza” (1759/1999: 59). Mais ainda, “é sobretudo por considerarmos os sentimentos da humanidade que perseguimos a riqueza e evitamos a pobreza”. Ele se pergunta “qual [é] a finalidade da avareza e ambição, da busca de fortuna, poder e preeminência?”.

À pergunta “de onde, então, origina-se essa emulação que perpassa todas as diferentes ordens de homens, e a que benefícios aspiramos com esse grande propósito da vida humana que chamamos ‘melhorar nossa condição’?” sua resposta não ilude quanto à verdadeira natureza humana. “Ser notado, servido, tratado com simpatia, complacência e aprovação, são todos os benefícios a que podemos aspirar. É a vaidade, não o bem estar ou prazer que nos interessa. Mas a vaidade sempre se funda sobre a crença de que somos objeto de atenção e aprovação” (1759/1999: 60).

Em seguida, ele examina a mais profunda motivação pela qual o homem rico jacta-se de sua riqueza e o homem pobre, ao contrário, envergonha-se de sua pobreza. Sentir que não é notado decepciona o mais ardente desejo da natureza humana.

Sobre a disposição da humanidade a partilhar de todas as paixões dos ricos e poderosos fundamenta-se a distinção social e a ordem da sociedade. Mesmo quando a ordem da sociedade parece exigir que nos oponhamos aos ricos, dificilmente somos capazes disso. Não se trata de se opor a eles, supostamente, instalados em governos.

Na verdade, o homem de posição e distinção não deseja embarçar-se com o que pode resultar em dificuldade e aflição. Tem aversão a todas as confusões públicas, não pelo amor à humanidade, pois os grandes nunca consideram seus inferiores como criaturas iguais, mas pela consciência de que não possui nenhuma das virtudes necessárias para tais situações, principalmente o longo e contínuo exercício da paciência, da força e aplicação de raciocínio. Essas virtudes raramente serão encontradas em homens nascidos para esses altos postos. Assim, em todos os governos, até nas monarquias, os mais altos cargos são geralmente ocupados, e toda a administração conduzida, por homens educados nas posições média e inferior da vida, que ascenderam por sua própria atividade e habilidades, embora oprimidos pelo ciúme e confrontados pelo ressentimento de todos os que nasceram seus superiores.

É a perda desse fácil domínio sobre os afetos dos homens que torna tão insuportável a queda da grandeza. Comenta Smith (1759/1999: 69): “De todos os estadistas depostos que, para seu próprio conforto, estudaram como bater a ambição, e desprezar as honras que já não poderiam mais alcançar, quão poucos conseguiram êxito! A grande maioria passou seu tempo na mais apática e insípida indolência, vexada pela idéia de sua própria insignificância, incapaz de se interessar pelas ocupações da vida privada,

sem alegria, senão quando falava de sua antiga grandeza, e sem satisfação, exceto quando se dedicava a algum vão projeto de recuperá-la”. Conclui com o aconselhamento: “nunca entres no lugar de onde tão poucos foram capazes de retornar; nunca entres no círculo da ambição; nem jamais compara-te àqueles donos da Terra que antes de tu já chamaram a atenção de meia humanidade”.

A primeira parte da Teoria dos Sentimentos Morais (“Da conveniência da ação”) conclui, na Seção III – “Dos efeitos da prosperidade e da adversidade sobre o julgamento dos homens quanto à conveniência da ação, e porque é mais fácil obter sua aprovação numa situação mais que em outra” – com o Capítulo III. Ele se inicia constatando que “essa disposição de admirar, quase de adorar os ricos e poderosos, e desprezar ou pelo menos negligenciar pessoas de condição pobre ou mesquinha, embora necessária tanto para estabelecer quanto para manter a distinção de hierarquias e a ordem da sociedade, é ao mesmo tempo a grande e mais universal causa de corrupção de nossos sentimentos morais” (Smith, 1759/1999: 72).

Freqüentemente, vemos as atenções respeitadas do mundo dirigirem-se mais fortemente para os ricos e grandes do que para os sábios e virtuosos. O que sentimos pela sabedoria e virtude é sem dúvida diferente do que concebemos pela fortuna e grandeza. Considerando idênticos graus de méritos, quase não há homem que não respeite mais os ricos e grandes do que os pobres e humildes.

“Nas camadas média e inferior da vida, a carreira para a virtude e a carreira para a fortuna, pelo menos a que homens em tais posições podem razoavelmente esperar obter, são, felizmente, na maioria dos casos, quase a mesma. Em todas as profissões médias e inferiores, habilidade profissionais reais e sólidas, associadas à conduta firme, prudente, justa e moderada, raramente deixam de trazer êxito”. Sendo assim, como “os homens das classes inferior e média da vida jamais serão suficientemente grandes a ponto de estar acima da lei”, ele conclui que “o bom e velho provérbio, de que ‘a honestidade é a melhor política’, permanece nesses casos quase sempre perfeitamente verdadeiro”.

Mas, em seguida, Smith (1759/1999: 74) constata que, “infelizmente, nas camadas superiores da vida o caso nem sempre se passa assim”. Adjetiva, criticamente, o tipo de gente que freqüenta as cortes e os salões dos grandes, composta de presunçosos, arrogantes, ignorantes, adulateiros insolentes e insignificantes, falsos como as realizações frívolas dessa coisa impertinente e tola chamada “homem da moda”. Diz: “essa disposição para admirar e, conseqüentemente, para imitar os ricos e os grandes, é que os torna capazes de estabelecer ou conduzir o que se chama de moda”. Um homem fútil é tão capaz de fingir ser o que não é quanto o é um homem astuto. Muito homem pobre coloca sua glória em ser julgado rico.

Para alcançar essa invejada situação, os candidatos à fortuna abandonam com excessiva freqüência as trilhas da virtude. “Não é ócio ou prazer, mas sempre honra de um tipo ou outro, embora seguidamente uma honra mal compreendida, o que o homem ambicioso realmente persegue. Todavia, a honra de sua elevada posição aparece tanto a seus próprios olhos quanto aos das outras pessoas, corrompida e maculada pela baixaza dos meios pelos quais ascendeu até ela”. Ao lembrar-se do que fez, essa lembrança lhe diz que outras pessoas hão de lembrar também.

### 3. Princípio da Utilidade, Empirismo e Psicologismo

Nos *Princípios da Moral e da Legislação*, sua principal obra sob o ponto de vista propriamente filosófico, Bentham (1789/1984) estuda, pormenorizadamente, a aplicação do Princípio da Utilidade como fundamento da conduta individual e social. Logo, em seu primeiro capítulo, apresenta esse Princípio: “a natureza colocou o gênero humano sob o domínio de dois senhores soberanos: a *dor* e o *prazer*. Somente a eles compete apontar o que devemos fazer, bem como determinar o que na realidade faremos. Ao trono desses dois senhores está vinculada, por uma parte, a norma que distingue o que é certo do que é errado, e, por outra, a cadeia das causas e dos efeitos”.

Os dois citados senhores se instalaram na mente humana, aliás, como constata a moderna Neuroeconomia, resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos da Psicologia, da Economia e da Neurologia, com a ajuda de seus aparelhos de diagnóstico por imagem ou tomografia por ressonância magnética funcional. Isto porque eles, segundo afirmação original de Bentham, “nos governam em tudo o que fazemos, em tudo o que dizemos, em tudo o que pensamos, sendo que qualquer tentativa que façamos para sacudir este senhorio outra coisa não faz senão demonstrá-lo e confirmá-lo. Através das suas palavras, o homem pode pretender abjurar tal domínio, porém, na realidade, permanecerá sujeito a ele em todos os momentos da sua vida”.

O *Princípio da Utilidade* reconhece esta sujeição. A esta expressão, Bentham acrescentou, em nota escrita em julho de 1822, até o substituindo, o *Princípio da Maior Felicidade*: “o princípio que estabelece a maior felicidade de todos aqueles, cujo interesse está em jogo, como sendo a justa e adequada finalidade da ação humana, e até a única finalidade justa, adequada e universalmente desejável; da ação humana, digo, em qualquer situação ou estado de vida, sobretudo na condição de um funcionário ou grupo de funcionários que exercem os poderes de governo”.

A palavra “utilidade” não ressalta as idéias de prazer e dor com tanta clareza como o termo “felicidade”. Tampouco o termo nos leva a considerar o número dos interesses afetados. Este número constitui a circunstância que contribui na maior proporção para formar a norma em questão: a norma do *certo* e do *errado*, a única que pode capacitar-nos a julgar a retidão da conduta humana, em qualquer situação que seja. Porém, Bentham reconheceu a resistência à aceitação do citado Princípio, a seu ver devido à falta de conexão suficientemente clara entre as idéias de *felicidade* e *prazer*, por um lado, e a idéia de *utilidade*, por outro.

Ele o define: “por Princípio de Utilidade entende-se aquele princípio que aprova ou desaprova qualquer ação, segundo a tendência que tem a aumentar ou a diminuir a felicidade da pessoa cujo interesse está em jogo, ou, o que é a mesma coisa em outros termos, segundo a tendência a promover ou comprometer a referida felicidade. Digo qualquer ação de um indivíduo particular, mas também de qualquer ato ou medida de governo”.

Por sua vez, “o termo utilidade designa aquela propriedade existente em qualquer coisa, propriedade em virtude da qual o objeto tende a produzir ou proporcionar benefício, vantagem, prazer, bem ou felicidade (...), ou (...) a impedir que aconteça o dano, a dor, o mal, ou a infelicidade para a parte cujo interesse está em pauta. Se esta parte for a comunidade em geral, tratar-se-á da felicidade da comunidade, ao passo

que, em se tratando de um indivíduo particular estará em jogo a felicidade do mencionado indivíduo” (Bentham, 1789/1984: 4).

A comunidade constitui um *corpo* fictício, composto de pessoas individuais, que se consideram como seus *membros*. Portanto, o interesse da comunidade é a soma dos interesses dos diversos membros que integram a referida comunidade. Pode-se então afirmar que alguma medida de governo, que é uma ação praticada por determinadas pessoas, está em conformidade com o Princípio da Utilidade, ou é ditada por ele, quando a tendência que tem a aumentar a felicidade da comunidade for maior do que qualquer tendência que tenha a diminuí-la.

Bentham (1789/1984: 5) acha que a justeza do referido princípio foi formalmente contestada apenas por parte daqueles que não sabiam o que diziam. Metodologicamente, este princípio não é suscetível de demonstração direta. Isto porque “o princípio que se utiliza para demonstrar todas as outras coisas não pode ele mesmo ser demonstrado; uma cadeia de demonstrações deve ter o seu início em algum ponto. Conseqüentemente, fornecer uma tal demonstração é tão impossível quanto supérfluo”.

Enfim, segundo sua argumentação, “em virtude da própria constituição natural da estrutura humana, na maioria das ocasiões da sua vida os homens geralmente abraçam este princípio sem pensar, explicitamente, nele: se não para orientar a sua própria conduta, pelo menos para julgar as suas próprias ações, bem como as dos outros”. Mas reconhece que, “em princípio e na prática, na senda reta ou na errada, a qualidade humana mais rara é a coerência e a constância no modo de agir e pensar”.

Bentham não se indagou, profundamente, por que os homens deveriam conduzir-se em função da felicidade de todos. Em situação de conflito de interesses, o ganho de um pode representar a perda de outros. Em sociedade antagonica, a maximização de lucro de alguém significa a minimização de custos, que são renda de outrem. Por que, então, adotar postura cooperativa e não conflituosa? A Teoria dos Jogos, no século XX, iria dar a resposta.

Na Teoria da Utilidade, o indivíduo opta, isoladamente, ignorando o que os outros possam estar fazendo. Na Teoria dos Jogos, duas ou mais pessoas tentam decidir, simultaneamente, cada uma consciente do que as outras estão fazendo. Esta última teoria traz novo sentido à incerteza ao afirmar que a verdadeira fonte de incerteza reside nas intenções dos outros. Ela trata da previsão do comportamento alheio. É o estudo da tomada de decisão em situação de conflito, onde as ações de um participante afetam não só seus ganhos e perdas como também os dos outros jogadores. Trata-se de ferramenta teórica para analisar o comportamento racional e explicar o comportamento humano e institucional, aplicada a casos particulares de interação entre os agentes econômicos. Apresenta a essência da aversão ao risco: quão longe estamos dispostos a ir na tomada de decisões que possam provocar os outros a tomar decisões que terão conseqüências adversas para nós.

Entre os seguidores do utilitarismo de Bentham estava o filósofo John Stuart Mill (1806-1873), que também percorreu trajetória da Lógica à Economia Política, publicando seus *Princípios de Economia Política* em 1848. Preocupado com os problemas humanos, Stuart Mill almejava criar método inatacável para abordar as questões morais e sociais. “Sua abordagem dos problemas éticos, políticos e lógicos supõe uma certa concepção da experiência, segundo a qual a mesma se compõe de representações atomizadas, estanques, que se reúnem por processos de associação.



Dessas associações resultam as idéias. Em outras palavras, Stuart Mill concebe os fatos psíquicos como estados elementares que se reúnem formando conjuntos. (...) O correto caminho a ser trilhado pelo psicólogo deveria restringir-se única e exclusivamente a investigar as relações entre os estados psicológicos elementares a fim de chegar à descoberta e à formulação de leis. (...) Daí a constituição de duas ordens de realidade, a partir de um conjunto de representações neutras: de um lado, o mundo dos objetos, de outro, o mundo da vida mental” (Giannotti, 1984: 74).

Via empirismo e psicologismo, “Stuart Mill transita, assim, do campo da psicologia para o da filosofia. Nessa passagem, desempenha papel central seu conceito de crença, tomado em sentido lógico e psicológico. (...) Em suma, a psicologia fornece as bases de concepção geral do mundo elaborada por Mill. Por essa razão, sua filosofia poderia ser caracterizada como ‘psicologista’” (Giannotti, 1984: 75).

Por fim, vale destacar ainda neste tópico, a vinculação entre o saber e a experiência, segundo o *Sistema de Lógica Dedutiva e Indutiva* de Stuart Mill (1843/1984). “A Lógica, entendida por Mill no amplo sentido da teoria do conhecimento, deve estudar, principalmente, a teoria da indução. A indução seria o único método adequado para a descoberta da verdade em todos os campos, pois inclusive as próprias generalidades ideais, supostas apriorísticas pelas filosofias idealistas, são também, segundo Mill, produtos de generalizações a partir de dados fornecidos pela experiência sensível. Para Stuart Mill, os dados com os quais se formam os conhecimentos não são conceitos, mas acúmulo de impressões”.

#### 4. Teoria da Classe Ociosa

A Escola Institucionalista de pensamento econômico surgiu na transição do século XIX para o XX, período de concentração de capital na economia norte-americana, representada pelo crescimento das grandes corporações como forma empresarial dominante do mercado. A economia de mercado de capitais, conjuntamente com a formação de trustes e cartéis, propiciou o ambiente de especulação com ações e corrupção nos negócios e na política em que vicejaram os grandes impérios dos magnatas das ferrovias, petróleo, aço, etc. “Suas idéias materializaram anseios de reforma social existentes entre as camadas médias, pequenos proprietários rurais e urbanos, intelectuais reformadores, organizações de consumidores, sindicalistas, enfim, entre os amplo espectro social daqueles que acreditavam poder limitar a ação dos grandes interesses e subordiná-los aos desígnios da maioria” (Almeida, 1983: X).

Thorstein Bunde Veblen (1857-1929) é considerado o precursor da Escola Institucionalista, conjuntamente com John Rogers Commons (1862-1945) e Wesley C. Mitchell (1874-1948). Os institucionalistas se opunham à psicologia subjacente aos postulados da economia liberal clássica e às explicações neoclássicas, que pressupunham a natureza humana hedonista. Assim, negavam que o comportamento econômico pudesse ser entendido com a ação racional de indivíduos guiados pela disposição de obter prazer e evitar a dor.

“[Os institucionalistas] criticavam o empenho dos economistas neoclássicos em buscar as leis imutáveis da Economia e a sua preocupação com a idéia de equilíbrio do sistema econômico. Inspirados em Darwin e nas teorias evolucionistas, afirmavam que o fundamental era captar o movimento e a evolução das instituições econômicas” (Almeida, 1983: IX).

Segundo eles, a análise econômica deveria ser capaz de, ao transformar-se em ciência da evolução, construir teoria do processo de transformação dos sistemas econômicos.

Priorizando isso, abandonaria a idéia de que “o homem é ‘calculador do prazer e da dor, que oscila, com um glóbulo de desejo de felicidade, sob o impulso de estímulos que o levam de um lado para outro, deixando-o contudo inalterado’. O homem não é um imutável ‘pacote de desejos’, mas tem ‘propensões e hábitos que buscam expressão em atividades determinadas’, uma das quais seria o comportamento econômico. Veblen dava grande importância à análise do comportamento coletivo e transformações operadas. (...) Segundo ele, o comportamento humano revelava tendências definidas que terminavam por configurar um padrão de ação coletiva, que com o tempo tornava-se uma instituição. Instituição era, pois, um conjunto de hábitos, costumes e modos de pensar cristalizados em práticas aceitas e incorporadas pela comunidade. A permanência das instituições expressava a existência de modos de pensar e agir arraigados em grupos determinados ou em toda a sociedade” (Almeida, 1983: XIII).

A obra mais conhecida de Veblen (1899/1983) não é considerada por muitos leitores como trabalho de teoria ou análise econômica. “A *Teoria da Classe Ociosa* deve mais à História, à Antropologia e, sobretudo, às abordagens evolucionistas dos processos sociais, tão em voga no século passado, do que à Ciência Econômica” (Almeida, 1983: XIV).

O termo “ócio”, na conotação que tem nesse estudo de Veblen, não implica indolência. Significa simplesmente tempo gasto em atividade não produtiva. Gasta-se o tempo de modo não produtivo, primeiramente, por um sentimento da indignidade do trabalho produtivo e, em segundo lugar, para demonstrar a capacidade pecuniária de viver uma vida inativa.

O motivo usual e ostensivo da classe ociosa não é, evidentemente, aumentar a riqueza por esforço produtivo. “A desnecessidade de trabalhar não é só algo honorífico e meritório; muito cedo torna-se um requisito de decência. Durante os primeiros tempos da acumulação de riqueza, a insistência na propriedade, como base de respeitabilidade, é extremamente ingênua e imperiosa. Esta desnecessidade de trabalhar é a prova convencional de riqueza, sendo portanto a marca convencional de posição social; e essa insistência sobre o mérito da riqueza leva a uma insistência sobre o ócio” (Veblen, 1899/1983: 25).

Logo que a propriedade se torna a base da estima da comunidade, torna-se ela também requisito daquela auto-satisfação que se chama de respeito próprio. Mas nem bem adquire o indivíduo a riqueza e com ela se acostuma (“processo de habituação”), o seu novo padrão cessa de lhe dar maior satisfação que o padrão anterior. O objetivo da acumulação de riquezas é sempre uma autoclassificação do indivíduo em comparação com o resto da comunidade no tocante à força pecuniária. Entretanto, o indivíduo normal, enquanto tal comparação lhe é distintamente desfavorável, vive cronicamente descontente com a própria situação. A comparação odiosa entre os indivíduos nunca se torna tão favorável a um deles, que ele se descuide de tentar colocar-se ainda mais alto relativamente a seus concorrentes na luta pela honorabilidade pecuniária.

O efeito imediato da luta pecuniária seria, à primeira vista, o de tornar os homens laboriosos e frugais. Porém, intervêm outros elementos do processo de emulação, (sentimento que leva o indivíduo a tentar igualar-se ou superar outrem), que acabam superando o incentivo para a diligência e a poupança. “A mais forte das exigências secundárias da emulação, que é igualmente a de mais amplo alcance, é o requisito de abstenção de qualquer trabalho produtivo. (...) Na cultura predatória, o trabalho se

associa nos hábitos de pensamento dos homens à fraqueza e à sujeição a um senhor. Ele é, portanto, marca de inferioridade, sendo considerado indigno do homem em sua plena capacidade. Em virtude dessa tradição, sente-se o trabalho como humilhante; esta tradição perdura ainda. Com o progresso da diferenciação social, ela adquiriu a força axiomática que lhe confere sua longa duração e sua incontestada vigência” (Veblen, 1899/1983: 21).

A vida de ócio deve ser corretamente conduzida. Daí o aparecimento das boas maneiras, o cultivo do gosto de *connoisseur* e do senso estético, que requer tempo e esforço. Essas boas maneiras e os modos de vida refinados são sinais de conformidade com a norma de ócio e de consumo conspicuo, isto é, claramente visível, facilmente notado, que salta à vista, tendendo a atrair a atenção dos outros.

A reprovação popular do gasto supérfluo equivale a dizer que, a fim de estar em paz consigo próprio, o homem comum deve ser capaz de ver em qualquer esforço ou prazer humanos uma intensificação da vida e do bem-estar em sua totalidade. Sob esse ponto de vista, “a fim de obter aprovação irrestrita, qualquer fato econômico deve primeiro ser aprovado no teste de sua utilidade impessoal”. Nesse sentido, “a vantagem relativa ou competitiva de um indivíduo em comparação com outro não satisfaz a consciência econômica, e, por conseguinte, o dispêndio competitivo não obtém aprovação da consciência”. Mas, “freqüentemente, acontece que um elemento do padrão de vida que começou sendo primordialmente supérfluo acaba se tornando, na idéia de consumidor, uma das necessidades da vida, podendo desse modo se tornar tão indispensável como qualquer outro artigo do seu dispêndio habitual” (Veblen, 1899/1983: 47).

Os gastos que se tornaram habituais somente devido ao princípio de reputação pecuniária ou sucesso econômico relativo devem ser ainda classificados como supérfluos. Porém, os gastos honorários, conspicuamente supérfluos, que proporcionam bem-estar espiritual, poderão se tornar mais indispensáveis do que muitos gastos que provêm apenas às necessidades “inferiores” do bem-estar físico ou do sustento. A regressão que significa o abandono de padrão de vida elevado é difícil, enquanto o avanço nos gastos conspícuos é relativamente fácil. “Com exceção do instinto de autopreservação, a propensão para a competição [pecuniária] é provavelmente mais forte, alerta e persistente dos motivos econômicos” (Veblen, 1899/1983: 52).

A moderna neurociência reconhece o instinto da competição ao lado dos outros instintos humanos: sobrevivência, reprodução (ou desejo sexual), agressão, proteção, altruísmo, busca por conhecimento e necessidade de explicação sobrenatural ou divina. Nos 3 milhões de anos que se seguiram à vida na savana, a expansão do número de células nervosas, formando rede neurais, resultou em mente humana mais complexa. Continuou a desenvolver uma série de instintos, concomitantemente à aprendizagem, emoção e racionalidade. Nenhuma das manifestações associadas ao termo “instinto” é universal, isto é, comum a todos os seres humanos. Há tensão entre os instintos herdados na bagagem genética e os limites impostos pela vida social na civilização contemporânea.

Para Winston (2006: 19), a definição de *instinto* está na diferença entre a mente com a qual nascemos e a mente que formamos, via aprendizado, cultura e socialização. “Então, instinto é essencialmente a parte de nosso comportamento que não é fruto de aprendizado. Contudo, nosso ambiente (e, portanto, nosso aprendizado) pode ter uma influência poderosa no modo pelo qual nossos instintos se expressam. O instinto é

constituído de elementos humanos, herdados, de ação, desejo, razão e comportamento; e esses instintos especificamente humanos são aqueles que se formaram durante nosso tempo na savana”.

A revelação da seqüência completa do genoma humano, completada em 2001, é marco na história da ciência. Descobriu-se que as características herdadas são transmitidas por genes. A grande maioria do código genético é idêntica de uma pessoa para outra. Nas diferenças de uma em cada 10 mil letras estão situadas as variações de psicologia humana. Mas o comportamento humano é instável e imprevisível. As possibilidades de comportamento diárias são infinitas, pois ele está sujeito às ações de muitas forças biológicas, cognitivas e culturais. Algumas se anulam, outras se reforçam na mesma direção. Possuímos mecanismo adaptativo ao ambiente natural e social.

Segundo Winston (2006: 24), “pequenas mudanças nas condições iniciais têm um efeito crítico no resultado final de um sistema caótico, e isso se aplica tanto ao comportamento humano quanto ao mundo físico. É impossível termos um modelo para nosso comportamento porque há muitos fatores envolvidos (...). Humanos, aparentemente, têm livre arbítrio. A explicação de grande parte do comportamento humano é processo extraordinariamente complexo. É produto de muitos fatores diferentes – instintivos, psicológicos, racionais e emocionais – e a predição se torna impossível. (...) A aleatoriedade, então, é uma parte intrínseca de nossas características neurais”.

##### 5. Evolução do capitalismo moderno e a sociedade anônima

John Atkinson Hobson (1858-1940) publicou, em maio de 1894, *A Evolução do Capitalismo Moderno: um Estudo da Produção Mecanizada*. Este subtítulo não revela, a priori, o conteúdo dessa obra a respeito da origem e natureza econômica das finanças modernas, particularmente, no capítulo X, “O Financista” (1894/1983: 175-200). Nele, apresenta as relações entre o investidor e o financista, a necessidade do intermediário financista, a capacidade de ganho com a verdadeira base da capitalização, a arte da promoção e manipulação no mercado de ações, o controle das empresas lucrativas sadias, os empréstimos bancários propiciando alavancagem financeira com fator essencial nos negócios capitalistas, além das forças financeiras nos Estados Unidos e a pressão financeira para extravasar em favor dos mercados externos, inclusive o sistema financeiro da África do Sul.

O rápido surgimento da nova empresa manufatureira e comercial exigia movimento de capital mais livre que o normalmente assegurado pela estrutura empresarial mais antiga. Empreendimentos enormes nas ferrovias, navegação, mineração, siderurgias, extração de petróleo, bancos, etc., precisavam de volume de capital maior do que o que as finanças privadas podiam fornecer. Daí a necessidade de formação de sociedade anônima, tendo como base a associação de capitais procedentes de inúmeras fontes individuais, fundido em grandes massas que eram utilizadas para compartilhamento dos lucros pelos sócios nos novos empreendimentos. A grande inovação financeira foi o surgimento da possibilidade de número maior de pessoas aplicar suas sobras de renda familiar. A economia da produção em grande escala, de um lado, retirava competitividade de pequenos empreendimentos, por outro, propiciava acesso a alguns investimentos lucrativos, líquidos e seguros. Separava também o capital da presença e do controle direto de seus proprietários, colocando-o à disposição dos administradores dos grandes empreendimentos, que distribuíam dividendos aos detentores dos direitos de propriedade (ações) e/ou pagavam juros aos

emprestadores. Assim, em todas as esferas do capitalismo, a empresa de capital acionários foi deslocando, rapidamente, as empresas de propriedade individual ou familiar.

Surgiu também o mito da “democracia do capital”, pois milhares de cidadãos passaram a ser co-proprietários de empreendimentos em todas as partes do mundo capitalista. Entretanto, Hobson (1894/1983: 177) alerta que “uma compreensão clara do lugar ocupado pelo financista no capitalismo moderno, assim como da harmonia e divergência de interesses entre ele e o investidor, é essencial ao estudo do sistema industrial dos dias de hoje”.

O financista moderno pode ser encarado como produto da companhia de capital acionário. Existe outra raiz mestra das finanças: o desenvolvimento do empréstimo nacional, que desempenha talvez papel ainda mais importante que a sociedade anônima nos negócios de algumas das maiores instituições financeiras. Estas se dedicam ao financiamento, à comercialização e à manipulação dos títulos de dívida pública.

Seja qual for a base de alguma “idéia rentável”, o empresário inovador preocupa-se com sua capacidade de ser vendida no mercado de investimentos, em outros termos, se ela é possível de ser “lançada no mercado”. Para transformá-la em mercadoria vendável, ele deve recorrer à ajuda de financistas, negociantes de “idéias vendáveis”, habilitados a promover o lançamento primário, de maneira a levar o público investidor a comprá-las. Esse “patrocinador” será, às vezes, um grande capitalista ou mesmo uma grande companhia bancária ou financeira, preparada para “endossar” o projeto, mediante a subscrição de ações.

Já o investidor comum é inspirado ou pelo desejo de deter ações ou obrigações, a fim de obter rendas provenientes da gestão lucrativa da empresa que elas representam, ou pelo desejo de vender em eventual alta, assegurando ganho de capital. São comuns as duas estratégias financeiras, uns compram para manter, outros, para vender. Na realidade, são muito numerosos os investidores que estão, constantemente, alterando suas carteiras de investimentos, em parte para obter juros e dividendos mais elevados, em parte para tentar um golpe de sorte lucrativo.

Hobson (1894/1983: 179) compara a massa desses investidores individuais ao “proletariado dos grandes capitalistas” ao afirmar que “a absorção de novo capital, exigido para a expansão de indústrias antigas e o estabelecimento de novas, é, fundamentalmente, tarefa desses tipos de pequeno e médio investidor, que conhecem pouco o funcionamento real do sistema financeiro e não podem, com sua ação na indústria, controlá-lo. O que nós vemos aqui é de fato um proletariado dos grandes capitalistas, que tem com os operadores das finanças relação rigorosamente análoga à que o proletariado trabalhador tem com a classe patronal. O investidor comum, isto é, o pequeno capitalista, precisa alienar o uso de seu capital, da mesma maneira que o trabalhador precisa transferir o uso de sua capacidade física de trabalhar a um organizador de empreendimento de risco, se quiser auferir alguma vantagem desta”.

Porém, Hobson (1894/1983: 180) cai em lugar comum. “O sistema, como um todo, é um jogo: não, efetivamente, um jogo cego, mas uma especulação em que a previsão e a oportunidade desempenham papéis de dimensões variáveis. (...) A base financeira do sistema de ‘crédito’ como um todo é a estimativa da ‘capacidade de lucro’ (...); os males ou erros do sistema creditício podem ser atribuídos a falhas de mensuração ou representação dessa ‘capacidade de lucro’”.

A maioria dos financistas ou negociantes de dinheiro não está empenhada, principalmente, na promoção de companhias, mas na obtenção de lucros auferidos com a manipulação de ações e obrigações no mercado. “Mas enquanto a ignorância da maior parte dos investidores amadores faz de suas aplicações financeiras simples apostas, o financista profissional não é propriamente um jogador. Quando ele se afasta das finanças ‘legítimas’ não é, fundamentalmente, para jogar, mas para manipular preços, como forma de aperfeiçoar seus cálculos. Ao invés de apenas prever mudanças de preços, ele se esforça por provocá-las. Se pode, de alguma maneira, provocar e regular flutuações de preços de qualquer tipo de valor mobiliário, tem condições de comprar na baixa e vender na alta, que é uma prática obviamente vantajosa” (Hobson, 1894/1983: 185).

Especular na Bolsa de Valores consiste em provocar “altas e baixas de preços” alternadamente. Qualquer grupo de financistas, armados de recursos suficientemente grandes, pode controlar com firmeza um título, utilizando-o seja para esfolar o público investidor ingênuo, com movimentos predeterminados de preços que o enganam, levando-o a comprar e vender com prejuízos. “O acesso especial ou imediato a informações que afetam o movimento de preços assegura-lhes sua primeira vantagem, que pode ser suplementada pela manipulação da opinião pública por intermédio da imprensa; finalmente, com sua posição financeira e o controle que têm dos movimentos, eles podem, com mais eficácia que os de fora, provocar altas e baixas no mercado” (Hobson, 1894/1983: 185).

Por tudo isso, entende-se o comentário de Hobson de que “essas operações realizadas por financistas, no manejo do movimento de títulos negociáveis de grande liquidez, assemelham-se à manutenção de casas de jogo”. Sob o ponto de vista destas, é um negócio. Sob o ponto de vista dos clientes, é um jogo. Em circunstâncias normais, e em longo prazo, há pouco risco para os financistas – “eles têm que vencer e os amadores, seus parceiros, têm que perder”.

Enfim, Hobson denuncia a nova oligarquia financeira. Segundo sua opinião, o objetivo maior dela é “firmar mais ainda o jugo no pescoço do proletariado do capital, que, dessa forma, privado cada vez mais de investimentos seguros, é levado a especular com ações e obrigações nos ‘subterrâneos do jogo’ mantidos por esses senhores das finanças” (Hobson, 1894/1983: 186).

Essa posição é diametralmente oposta à defendida por Adolf A. Berle (1895-1971) e Gardiner C. Means (1896-1988) nos prefácios, escritos em dezembro de 1967, da reedição de *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Eles falam da “revolução da sociedade anônima”.

Os autores acham que os desenvolvimentos ocorridos desde sua primeira publicação em 1932 confirmam as tendências então indicadas de crescentes concentração, dispersão da propriedade das ações e separação entre propriedade e controle. “Ao mesmo tempo em que o poder econômico desenvolveu-se nas mãos dos executivos das grandes empresas, a separação entre propriedade e controle liberou os administradores da pesada exigência de servir aos acionistas. Os lucros são um elemento essencial do sistema de sociedade anônima. Mas o uso de seu poder com o objetivo exclusivo de servir aos acionistas provavelmente não equivale mais a servir ao interesse público. No entanto, ainda não se elaborou nenhum critério que avalie o desempenho de uma sociedade anônima moderna” (Berle & Means, 1932/1984: 23).

Apesar dessa indisponibilidade, eles se perguntam: há algum sistema alternativo que poderia servir melhor ao interesse público? Respondem em linguagem típica da direita em tempo de “guerra fria” entre os Estados Unidos e a URSS: “a crítica mais bem estruturada do sistema de empresa acionária livre, *enquanto sistema*, é feita, naturalmente, pelos comunistas, e os regimes comunistas oferecem as alternativas mais óbvias. Nesse caso, a principal alegação é de que o capitalismo explora os trabalhadores”. Mas, para eles, depois de constatarem que apenas 12% do total da renda gerada na produção ficou com o capital sob forma de dividendos e lucros não distribuídos, destinando-se o restante ao trabalho e aos juros, “seria difícil sustentar que o sistema de sociedade anônima, da forma que opera hoje [1967] nos Estados Unidos, é um sistema que vive ou depende da exploração do trabalho. A verdadeira diferença entre o sistema que hoje [1967] funciona na Rússia e o que funciona nos Estados Unidos relaciona-se ao poder e a quem toma decisões. (...) O sistema americano de sociedade anônima dá (...) uma liberdade, uma flexibilidade e um espaço para a iniciativa independente muitíssimo maiores do que existe na Rússia. Essa é a grande vantagem da livre iniciativa e a base tradicional de nossa sociedade democrática” (Berle & Means, 1932/1984: 25).

## 6. O Fim das Finanças Comportamentais

Finanças Comportamentais são, segundo expressa um de seus principais autores, Richard Thaler, “simplesmente, uma abordagem agnóstica moderada para o estudo do mercado financeiro”. Para entender o que é esta corrente do pensamento econômico contemporâneo, e porque ela foi originalmente pensada para ser uma breve heresia, Thaler (1999: 12) acha que é necessário compreender, primeiro, a abordagem convencional da economia financeira e, segundo, porque os que a seguem acreditam, em termos teóricos, que os vieses cognitivos não afetam os preços dos ativos. Isto ocorre apesar das Finanças Comportamentais terem oferecido evidência para suportar a hipótese que determinado viés cognitivo – a sobre-reação a alguma série de más notícias – pode provocar, previsivelmente, má precificação das ações negociadas em Bolsa de Valores.

As Finanças Tradicionais são baseadas na hipótese em que o “agente representativo” na economia é racional em dois sentidos: primeiro, toma decisões de acordo com os axiomas da teoria da utilidade esperada; segundo, faz previsões sem vieses heurísticos sobre o futuro. A versão extrema dessa teoria, supondo que todos agentes se comportam de acordo com suas suposições racionalistas, é, reconhecidamente, irrealista. Na realidade, os investidores comuns são apenas tomadores esperançosos de decisões. Face a essa constatação, defensores do modelo tradicional argumentam que isso não constitui problema, se eles forem “investidores marginais”, isto é, se apenas alguns agentes econômicos tomarem decisões sub-ótimas. Porém, consideram o investidor, em geral, racional. Investidores inexperientes não aprendem o comportamento racional porque evitam repetir “erro”, ou seja, qualquer experiência que foi traumática. Entram e saem do mercado ao primeiro susto, isto é, quando realizam perda, jurando “nunca mais voltar”...

O argumento que os preços dos ativos são ajustados por investidores racionais, isto é, sendo, portanto, “justos” de acordo com os fundamentos, possui dois problemas. Primeiro, mesmo que os preços dos ativos fossem somente estabelecidos por investidores racionais, considerados no agregado, o conhecimento a respeito de como os investidores se comportam, individualmente, pode ainda ser de interesse geral.

Segundo, embora o argumento tenha apelo, intuitivamente, e transmita certa tranqüilidade, seus aderentes raramente o explicaram de maneira cuidadosa.

Thaler (1999: 12) ilustra a questão com exemplo similar ao seguinte. Suponhamos que o mercado tenha apenas dois tipos de investidores: os investidores *racionais*, que se comportam como os agentes econômicos dos livros-texto, e os investidores *quase-racionais*, pessoas que tentam, seriamente, tomar boas decisões de investimentos, mas cometem erros que seriam previsíveis, portanto, evitáveis. Suponhamos também que duas ações, GM e Ford, deste mercado, tenham, fundamentalmente, valor de mesmo montante, porém elas não são substitutas entre si. Finalmente, assumamos que os quase-racionais pensam que GM tem valor maior do que Ford, uma opinião que pode mudar, pois os quase-racionais mudam suas mentes, freqüentemente, enquanto os racionais sabem que GM e Ford têm o mesmo valor fundamentado. Quais condições são necessárias para assegurar que os preços de GM e Ford serão semelhantes, como deveriam ser, caso o mundo tivesse apenas investidores racionais?

Essa questão é complexa, mas algumas dessas condições essenciais são as seguintes. Primeiro, em termos de valor predominante, tal mercado não poderia ter muitos quase-racionais, de maneira que os racionais ficassem marginais. Segundo, o mercado deve permitir a venda em curto prazo sem dificuldade, então, se os preços estiverem muito elevados, os racionais podem trazê-los para baixo. Terceiro, somente os investidores racionais podem vender em curto prazo, se não, os quase-racionais venderiam Ford, quando os dois preços estivessem semelhantes, pois eles acreditam que GM é mais valiosa que Ford. O resultado não alcançaria o equilíbrio fundamentado. Quarto, em alguma data T, a verdadeira relação entre GM e Ford deverá tornar-se clara para todos os investidores. Quinto, os racionais deverão ter horizonte longo o suficiente para incluir essa data T. Entretanto, essas condições resistem em ser alcançadas.

A lição que Thaler (1999: 13) tira desse exemplo é que, mesmo quando a relação entre dois preços é fácil de se calcular, e estabelecida em gráfico, os preços podem divergir e os arbitradores são limitados em sua arte de restaurá-los à paridade. Considerando esse “limite à arbitragem”, por que, então, o que se espera (o prospecto) dos preços seria previsível, racionalmente, em ajustes ainda mais complexos?

Considerando o caso de “bolha de ativos”, por exemplo, o caso de ações da Internet, muitos, se não a maioria, dos analistas profissionais acreditavam que a avaliação dessas ações estava muito otimista. Suponhamos que os profissionais estavam corretos e essas companhias “.com” valiam a metade que os preços correntes. Suponhamos que essa avaliação fosse o consenso entre os *experts* de Wall Street. Quanto tempo essa situação poderia perdurar? A resposta seria que isto podia ser considerado equilíbrio, embora não fosse equilíbrio racional, enquanto os *experts* de Wall Street não fossem apenas investidores marginais nessas ações. Se as ações da Internet fossem, principalmente, possuídas por investidores individuais, o pessimismo de Wall Street não derrubaria os preços. Isto por que a oferta dos vendedores, em curto prazo, seria ainda muito limitada.

Portanto, os preços das ações podem continuar em alta enquanto os investidores que desejarem apostar na queda colocarem à venda montante insuficiente para fazer prevalecer essa tendência. Primeiro, os maiores investidores – fundos de pensão, fundos mútuos, administradores de grandes fortunas, etc. –, tipicamente, usam alguma regra empírica para a alocação de ativos, tal como 60% em ações. Então, não são sensíveis ao nível dos preços dos ativos. Segundo, tal insensibilidade é ainda mais



característica dos investidores individuais, nos seus planos de aposentadoria, pois eles raramente alteram seus portfólios.

Dessa forma, Thaler (1999: 13) mostra que a premissa das Finanças Comportamentais – os vieses cognitivos podem influenciar os preços dos ativos – é, no mínimo, teoricamente possível. Mas este é o maior problema para as Finanças Tradicionais? Ele apresenta, brevemente, cinco áreas nas quais o comportamento humano no mundo real parece estar em desacordo com as teorias financeiras dos livros-texto, baseadas no paradigma da racionalidade do mercado eficiente.

Primeira, na questão do volume, a dedução lógica dos modelos standard é que os participantes dos mercados de ativos negociam muito pouco. A razão é que, onde todo o mundo sabe que os negociantes são racionais, se alguém está desejando comprar alguma participação em sociedade anônima, quando encontra outro oferecendo para vendê-la, aquele terá que buscar saber qual informação que este tem e ele não detém. Entretanto, no mundo real, as pessoas sentem necessidade de liquidez e de alterar portfólio, então, os bilhões negociados, diariamente, em Bolsa de Valores são muito mais do que o esperado de acordo com modelos standard. Da mesma forma, eles não sugerem ter expectativa de que os administradores de recursos de terceiros façam *turn over* de seus portfólios pelo menos uma vez por ano.

Segunda, quanto à volatilidade, em mundo racional, os preços se alterariam somente quando novas notícias chegassem, tanto que não se acertaria sempre na previsão do “caminho aleatório” de suas chegadas. Entretanto, os preços das ações no agregado parecem mover muito mais que poderia ser justificado por mudanças no valor intrínseco ou fundamentado, isto é, medido pelo valor presente dos fluxos futuros de dividendos. Os preços das ações e dos títulos financeiros são mais voláteis do que a Hipótese do Mercado Eficiente daria a entender.

Terceira, considerando os dividendos, Modigliani e Miller (1958) mostraram que, em mercado eficiente sem impostos, a política de dividendos seria irrelevante. Mas, no mundo real, os dividendos são mais taxados que os ganhos de capital. Portanto, as companhias poderiam propiciar melhor planejamento tributário para seus acionistas se elas readquirissem participações em vez de pagar dividendos. Surgem, então, duas questões que não têm respostas satisfatórias de acordo com a premissa da racionalidade. Por que as maiores companhias pagam, sistematicamente, dividendos? E por que os preços das ações se elevam quando esses dividendos são anunciados ou incrementados?

Quarta, referente ao enigma do prêmio da ação, historicamente, o prêmio pago é enorme, muito superior ao pago pelos títulos financeiros. Embora fosse de se esperar retornos sobre ações maiores, porque são mais arriscadas, o diferencial de retorno anual é muito maior do que o explicado apenas por diferença de riscos.

Finalmente, a quinta área envolve a previsibilidade. Em mercado eficiente, os retornos futuros não podem ser previstos apenas com base nas informações existentes. Neste caso, o mercado se tornaria ineficiente, ou seja, com nível de preço diferente do valor fundamental de cada ativo. Entretanto, quase todos os *experts* concordam que os preços das ações tornam-se, pelo menos parcialmente, previsíveis com base nos retornos passados, ao constituírem tendências capazes de serem analisadas graficamente. Mas reconhecem também que todos os anúncios importantes que a companhia pode fazer, no futuro, também os influenciarão. Embora subsista considerável controvérsia a respeito – se a previsibilidade observada é melhor

explicada por *má precificação* (observando o passado e não o cenário futuro) ou por *risco* –, ninguém ainda foi capaz de especificar alguma medida de risco observável, e não apenas teórica, que possa ser deduzida com base apenas no padrão dos dados existentes. Enfim, parece se aproximar mais da verdade dizer que, virtualmente, qualquer possível choque (evento inesperado) produz retorno aparentemente excessivo, devido ao *overshooting* do preço do ativo, mas não se sabe com segurança se o valor de mercado voltará corresponder ao “valor fundamentado”.

O que Thaler (1999: 14) conclui destes e de outros fatos empíricos? De um lado, de muitas importantes maneiras, os verdadeiros mercados financeiros não parecem com aqueles que imaginamos quando apenas lemos livros-texto sobre Finanças. De outro, seriam evidência, aparentemente, de que os mercados são eficientes a ponto de propiciar boa performance da gestão ativa dos administradores de fundos. Entretanto, muitos estudos têm documentado a sub-performance dos administradores de fundos mútuos e fundos de pensão relativamente à estratégia de gestão passiva dos investimentos. Não há garantia de continuidade de eventual bom desempenho. No mundo real, os gestores treinados com a tradicional teoria financeira não têm vida fácil, pois não conseguem sempre bater o mercado.

O comportamento do mercado, freqüentemente, diverge daquele que esperaríamos, se estivéssemos de acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente. As anomalias, porém, não criam grandes oportunidades para os gestores ativos de fundos, enquanto grupo, se aproveitarem para obter retornos anormais. Uma proposição irônica de Thaler (1999: 14) ilustra o objeto das Finanças Comportamentais: “um bêbado andando em um campo pode criar um caminho aleatório, embora ninguém possa chamar sua escolha de direção racional. Se os preços dos ativos dependem do trajeto que o bêbado adotou, seria boa idéia estudar como bêbados se orientam”...

As Finanças Comportamentais supõem que o estudo do comportamento humano pode enriquecer nosso conhecimento sobre mercado financeiro. Talvez sua mais importante contribuição, no campo teórico, seja a investigação cuidadosa sobre a resultante, no plano do mercado, da agregação da variedade de comportamentos individuais. Desafio importante também é a tarefa de modelagem da precificação de ativos na tentativa de explicar o padrão confuso dos resultados empíricos, em particular dos retornos que exibem sub-reação no curto prazo e sobre-reação no longo prazo. Trata-se de analisar a psicologia que motiva o comportamento dos investidores nesse modelo. Utiliza-se das provas existentes (testes psicológicos em laboratórios) para elaborar a teoria das Finanças Comportamentais. Thaler (1999: 15) acha que “é possível criar um modelo teórico coerente, fundamentado firmemente em Psicologia e Economia, que pode explicar um padrão complexo de resultados empíricos. Até o momento, nenhum modelo rival (não comportamental) pode dizer o mesmo”.

O ramo de investigação empírica sobre o que os investidores individuais fazem com seu dinheiro possui incontroversa importância. Mesmo se as ações individuais não tiverem efeito sobre os preços, o entendimento da qualidade de gestão dos portfólios pelas pessoas comuns é, certamente, útil, inclusive para investidores profissionais.

Essa pesquisa tem demonstrado que comportamentos comuns, documentados pelos psicólogos em laboratórios, tais como os movidos por excesso de confiança e aversão à perda, são também adotados por indivíduos ao administrarem seus portfólios. Os indivíduos negociam excessivamente, pois confiam que podem escolher as ações “vencedoras”, embora, recorrentemente, as que compram sejam piores do que as que vendem. São relutantes em vender “perdedoras” e, mentalmente, contabilizar a perda

como definitiva. Mesmo considerando a vantagem tributária de realizar o prejuízo, geralmente, optam por realizar logo a venda de ações nas quais estão lucrando.

O problema é que trabalhadores que se esforçam, durante toda a vida profissional, para acumular reservas destinadas à aposentadoria, mas, em sua maioria, têm pouco ou nenhum conhecimento a respeito de investimento financeiro. Por exemplo, esse grupo de tomadores de decisões adota estratégia de diversificação ingênua. Usa regra empírica para investir seu dinheiro baseada na “heurística  $1/n$ ”: se há a alternativa de  $n$  fundos, aloca o mesmo montante em cada um desses fundos. Quando, nesse conjunto, há fundos multimercados e de ações, inconscientemente, sua alocação em risco é superior à desejada.

Logo que os economistas financistas se acostumarem a pensar a respeito da influência dos diversos comportamentos humanos na trajetória dos preços das ações, em futuro não muito distante, Thaler (1999: 16) prevê que o termo “Finanças Comportamentais” será, corretamente, visto como redundante. Que outro tipo de finanças existirá? Economistas irão, rotineiramente, incorporar muito mais “comportamento” em seus modelos, assim como eles observam no mundo real. Pós tudo, irracional será não observar comportamento...

#### 7. Conclusão: Economia da Felicidade ou A Felicidade Está de Volta

Layard (2005) sugere que “os responsáveis pelas políticas públicas deveriam se inspirar mais uma vez no utilitarismo do filósofo inglês Jeremy Bentham (1748-1831), que permaneceu fora de moda por muitas décadas, mas que agora vem sendo reivindicado pela neurociência moderna”. Linha de pesquisa econômica contemporânea investiga em que medida os critérios de renda e posse de riqueza realmente servem para medir a felicidade e o sucesso em cada sociedade.

A primeira conclusão, aparentemente óbvia, implica em difícil mudança na filosofia de vida, pois dinheiro, consumo, poder e expectativa de vida longa não trazem felicidade. Layard (2005) estima que, a partir da renda individual anual de cerca de US\$ 20 mil (em torno de R\$ 4.000,00 mensais per capita), padrão que atende às necessidades básicas de consumo, a felicidade não aumenta, proporcionalmente, à elevação dos rendimentos.

Embora comprar possa trazer felicidade, por algum (pouco) tempo, o mesmo não acontece com a posse. Se determinados anseios estão satisfeitos, logo surgirão novos, enquanto nos acostumamos com rapidez ao que possuímos como algo natural. Há “processo de habituação”. Uma vez que se experimenta estilo de vida superior, surge o sentimento de que é preciso continuar a aprimorá-lo para voltar a sentir prazer. Esse estilo passa a ser o vício do consumo conspícuo.

“Riqueza” é termo muito relativo: somos tão ricos quanto nos sentimos, e as pessoas de nosso convívio oferecem, não raro, o parâmetro para esse sentimento. O sonho da independência financeira é o sonho de vida mais freqüente em economia de mercado de capitais. Para isso, investimos a maior parte de nossa preocupação, mas, de fato, parte menor de nossa ocupação, para controlar nossos vieses heurísticos com educação financeira. Não é surpreendente que a maioria de nós nunca chegue a ser realmente “independente”...

Dinheiro e prestígio estão no topo de nosso sistema pessoal de valores, à frente da família e dos amigos. Porém, de acordo com Precht (2009: 295/6), “segundo a escala dos ‘economistas da felicidade’, o que mais traz felicidade são os relacionamentos com as outras pessoas, ou seja, com a família, o parceiro, os filhos e os amigos. Em

segundo lugar, está o sentimento de fazer algo de útil e, de acordo com as circunstâncias [isto é, quando as perdemos], saúde e liberdade. A maior parte das pessoas no Ocidente rico vive de modo equivocado em relação aos valores dessa escala, pois priorizam o dinheiro, fazendo escolhas equivocadas de modo sistemático. Almejam segurança financeira que, provavelmente, nunca alcançarão. Sacrificam liberdade e autodeterminação por salário mais alto. Compram coisas de que não precisam, a fim de impressionar gente de que não gostam, com dinheiro que não têm”.

Há mais coisas na vida que trazem felicidade do que apenas querer ter tudo. Quem continuamente almeja mais riqueza e status, comparando-se com outros, tem sintomas de comportamento viciado: o estado da alma não melhora com maior capacidade de gastar. Sempre será infeliz na comparação: quem compara, perde!

Desejos materiais geram estado contínuo de insatisfação, do qual não é possível surgir felicidade duradoura. Os “economistas da felicidade” concluem, por exemplo, que os índices de divórcio e desemprego dão mais pistas sobre o bem-estar social do que o PIB.

Nossa conclusão é que, depois de 250 anos da história do pensamento econômico, neste início de milênio/século, retoma-se a característica multidisciplinar dos primórdios da ciência. Antes, havia apenas a filosofia para tratar dos fenômenos sociais e do comportamento individual. Os primeiros economistas, por terem se formado no debate filosófico, acabaram sendo os psicólogos de seu tempo. Hoje, os cientistas econômicos estão empenhados em saber o que nos leva a gastar, vender ou investir. Para chegar mais perto dessa resposta, áreas distintas da ciência estão somando recursos para estruturar o campo de estudo destinado a cumprir essa tarefa: a chamada *neuroeconomia*. Ela é resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos da filosofia, psicologia, sociologia, economia e neurologia, com a ajuda de aparelhos de diagnóstico por imagem de ressonância magnética.

Com o conhecimento maior de como funciona a mente humana, diminui nossa ignorância a respeito de como outras pessoas se comportam. Antes, o modelo racionalista utilizava o recurso de extrapolar o pensamento racional para todas as pessoas. Agora, o modelo comportamental constata que as decisões econômicas tomadas por impulso estão, primordialmente, relacionadas à região do cérebro ligada à emoção. O processo cognitivo envolvido nas decisões racionais se encontra em outra região cerebral, cujo processamento seqüencial de representações abstratas é defasado em relação ao ágil processamento paralelo de impressões e sentimentos daquelas decisões intuitivas.

Pesquisadores em Economia Comportamental (ou Psicologia Econômica) apontam a influência dos fatores individuais, abandonando a uniformidade comportamental, suposta pela “racionalidade genérica” do *homo economicus*, no momento de escolher. Reconhecem que há fatores variantes também entre grupos sociais no tocante à capacidade de suportar frustrações, ao tamanho das ambições, e à visão de curto ou de longo prazo. Por isso, os elementos psicológicos, assim como os filosóficos e os sociológicos, fazem parte dos estudos contemporâneos de Economia.

## Bibliografia

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

BARBERIS, Nicholas & THALER, Richard. *A Survey of Behavioral Finance*. Cambridge, National Bureau of Economic Research – Working Paper 9222, september 2002.

BENTHAM, Jeremy (1789). Vida e Obra (Consultoria: José Américo Motta Pessanha). *Uma introdução aos princípios da moral e da legislação*. São Paulo, Abril Cultural, 1984.

BERLE, Adolf A. & MEANS, Gardiner C. (1932). *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo, Abril Cultural, 1984.

GOLEMAN, Daniel. *Inteligência Emocional*. Rio de Janeiro, Objetiva, 1995.

HOBSON, John A. (1894). *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

LAYARD, Richard. A felicidade está de volta. *Happiness: Lessons from a New Science*. Grã-Bretanha, Editora Allen Lane, 2005.

LAYARD, Richard. *Happiness: has social science a clue?* London School of Economics, Lionel Robbins Memorial Lectures, 25 february 2003.

MELLO, Vera Rita de. *Psicologia Econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão*. Rio de Janeiro, Campus-Elsevier, 2008.

MILL, John Stuart (1843). Vida e Obra (Consultoria: José Arthur Giannotti). *Sistema de lógica dedutiva e indutiva e outros textos*. São Paulo, Abril Cultural, 1984.

NUNES, Bernardo Fonseca. *Mapas de precificação de ativos no mercado de capitais: uma análise do poder prescritivo do Behavioral Finance*. Porto Alegre, Dissertação de Mestrado pelo PPG-FCE-UFRGS, 2008.

PRECHT, Richard David. *Quem sou eu? E, se sou, quantos sou? Uma aventura na filosofia*. São Paulo, Ediouro, 2009.

SMITH, Adam (1759). Biografia Crítica por Dugald Stewart. *Teoria dos Sentimentos Morais*. São Paulo, Martins Fontes, 1999.

THALER, Richard. The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*. Association for Investment Management and Research, Nov./Dec.1999.

VEBLEN, Thorstein (1899). Apresentação de Maria Hermínia Tavares de Almeida. *A Teoria da Classe Ociosa: um estudo econômico das instituições*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

WINSTON, Robert. *Instinto Humano*. São Paulo, Globo, 2006.