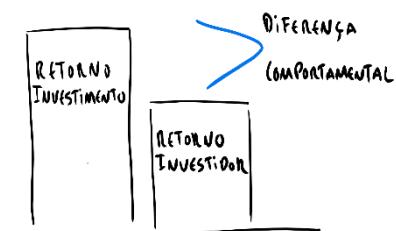


“Algumas pessoas pensam que as finanças comportamentais introduziram a psicologia às finanças, sendo que a psicologia nunca esteve dissociada das finanças” (Statman, 1999).



Fonte: Caixagest

A teoria financeira convencional, também conhecida por teoria moderna de portfólio, assenta nas seguintes premissas fundamentais: **i)** os investidores são racionais (Miller e Modigliani, 1961); **ii)** os mercados são eficientes (Fama, 1965); **iii)** as carteiras de investimentos são desenhadas e construídas com base em teorias de portfólio segundo regras de média-variancia (Markowitz, 1952), sendo que a diversificação melhora a eficiência¹ das mesmas; **iv)** o retorno esperado é uma função do risco assumido (Sharpe, 1964).

Esses modelos financeiros convencionais assumem, assim, o pressuposto da perfeita racionalidade dos agentes económicos, o que significa que as decisões destes são consistentes com a maximização da utilidade esperada e baseadas num adequado processo de avaliação e tratamento da informação disponível.

Em paralelo, a proposição central da existência de mercados eficientes pressupõe, sucintamente, que o preço dos ativos financeiros (obrigações, ações, etc.) reflete, a todo o momento, a informação disponível no mercado. Neste sentido, perante a presença de agentes económicos perfeitamente racionais e capazes de tratar adequadamente essa informação, não deveriam existir divergências entre o preço e o valor fundamental de um dado ativo – até porque, a existirem, seriam prontamente anuladas com a exploração de oportunidades de arbitragem, ou seja, o arbitragista obteria um ganho certo, sem incorrer em custos ou riscos (exemplo: a realização de operações simultâneas de compra - ao menor preço - e venda - ao maior preço - do mesmo ativo financeiro). Assim, e segundo este conceito de equilíbrio entre o preço e o valor fundamental de um ativo, um mercado eficiente seria impossível de ser suplantado, ou seja, não possibilitaria a exploração de ineficiências com a consequente obtenção de retornos excessivos (vulgo “alpha” positivo).

Sucede, na prática, que as decisões dos agentes económicos são impactadas por diversos fatores,

designadamente aspectos emocionais e psicológicos, nível de conhecimento, tratamento de informação ou, simplesmente, por distorções da realidade percecionada. Há, pois, evidência suficiente que demonstra a existência de ineficiências de mercado, como por exemplo fenómenos designados por “bolhas de mercado” (rápido crescimento no preço dos ativos a que se segue uma acelerada contração do mesmo), em que o preço dos ativos diverge do seu valor fundamental - atente-se, por exemplo, ao final dos anos 90 com a designada bolha das “dotcom”, bem como, mais recentemente, à bolha verificada no mercado imobiliário (2007 e 2008). Por outro lado, as referidas estratégias de arbitragem (vistas, aqui, como mecanismos impeditivos/limitadores de eventuais ineficiências de mercado) têm custos elevados e expõem os arbitragistas a níveis de risco potencialmente elevados, o que, no limite, torna desinteressante a sua aplicação. É neste contexto, isto é, na crítica à fragilidade dos conceitos basilares da teoria financeira convencional, que emerge a economia comportamental (*Behavioral Finance*).

Para os defensores das finanças comportamentais, a informação imperfeita ou limitada (ou o imperfeito tratamento da informação disponível) e a racionalidade limitada dos agentes económicos constituem uma descrição mais realista do funcionamento dos mercados financeiros. De facto, o crescente interesse por esta linha de investigação é, em parte, motivada pela incapacidade explicativa (e preditiva) das anomalias de mercado que os modelos financeiros tradicionais frequentemente demonstram, o que motiva o estudo da economia e das finanças através da perspetiva dada pela investigação em psicologia humana, pelas neurociências e outras ciências sociais. Simplificando, devido a circunstâncias comportamentais dos investidores, as quais resultam da sua condição humana, os modelos financeiros convencionais não se ajustam, totalmente, aos problemas da vida real.

Inicialmente tratadas com relutância - o simples facto de o estudo da economia contar com o contributo da psicologia gerou (e ainda gera) hostilidade entre muitos investigadores -, estas teorias obtiveram uma exposição mediática acrescida (e, quiçá, o definitivo reconhecimento) depois de, em 2017, o professor *Richard Thaler*, economista comportamental e autor de obras como “*Nudge*” e “*Misbehaving*”, ter sido laureado com o Prémio Nobel da Economia. Mas não se pense, contudo, que a economia comportamental constitui uma novidade, ou, tão pouco, que *Richard Thaler* é um protagonista isolado nesta linha de investigação.

¹ “A Fronteira Eficiente de Markowitz” engloba, apenas, as carteiras que maximizam a rendibilidade para um dado nível de risco e que minimizam o risco para um dado nível de rendibilidade.

(continua)

(continuação)

Na verdade, os primeiros contributos para o desenvolvimento das finanças comportamentais remontam à década de 70 do século passado (*Kahneman* e *Tversky* desenvolveram estudos sobre enviesamentos sistemáticos que influenciam o processo de decisão), sendo que, ao longo dos anos, vários são os economistas distinguidos com o Prémio Nobel que assumem a defesa das teorias comportamentais, designadamente *George Akerlof*, *Robert Fogel*, *Daniel Kahneman*, *Elinor Ostrom* e *Robert Shiller*. No seu livro “Exuberância Irracional”, este último descreve uma série de fatores que potenciam a formação de bolhas especulativas, como é o caso do mecanismo de “feedback” - isto é, a amplificação de pequenos movimentos nos preços dos ativos que podem gerar tendências exacerbadas de otimismo ou pessimismo nos mercados (o conhecido esquema piramidal, vulgarmente designado por “Ponzi”, é dado como exemplo limite deste mecanismo).

Mas qual é, afinal, o contributo prático da economia/finanças comportamentais?

Necessariamente reduzido, o presente texto nunca poderia ser pretensioso na abordagem a um tema tão vasto e com tantas aplicações práticas demonstradas. Debruçar-se-á, essencialmente (e ainda assim de forma limitada), sobre os principais erros incorridos pelos investidores aquando da tomada de decisão, identificando alguns princípios que podem ajudar a melhorar o processo de investimento. Com efeito, ainda que a literatura disponível identifique um conjunto alargado de “forças irrationais” que podem manipular o comportamento dos investidores, focaremos apenas os seguintes enviesamentos/erros:

- i. Aversão à perda - enviesamento que se caracteriza pela tendência de sentir mais as perdas do que os ganhos de idêntica magnitude. Também conhecido por “recusa miópica de aceitação de perdas”, reflete-se na predisposição para evitar investimentos de longo prazo potencialmente mais rentáveis (ainda que mais voláteis) por receio das perdas de curto prazo.

ii. Efeito disposição - conceito frequentemente ligado à "aversão à perda", centra-se na tendência de venda precoce de títulos que apresentam ganhos e de alienação tardia dos títulos que apresentam perdas.

iii. Excesso de confiança e otimismo exagerado - quando os investidores sobreestimam a sua capacidade técnica ou a qualidade das informações de que dispõem, o que pode levar a decisões com sobreestimação da probabilidade do sucesso e subestimação dos riscos. Neste caso, existe uma predisposição para ignorar os impactos de variáveis que não dominam, culpando terceiros por eventuais fracassos.

iv. Conservadorismo e iliteracia financeira - caracteriza-

se pela falta de interesse ou inadequado tratamento de novas informações, com manutenção de previsões desatualizadas (eventual iliteracia financeira). Conduz a decisões baseadas em emoções, com inexistência ou insuficiente definição de objetivos, e origina carteiras de investimento mal balanceadas ou subdiversificadas com excesso de risco.

v. Confirmação - sobrevalorização de informações que confirmem crenças erradas (exemplo: notícias “bombásticas” produzidas por meios de informação não especializados e/ou fidedignos).

vi. Efeito “manada” e ansiedade - sobretudo observado em períodos de maior incerteza (e volatilidade), consiste na tendência de seguir, de forma irracional e intempestiva, as ações da maioria. Conduz à tomada de decisões erradas, como, por exemplo, a transação de ativos de forma extemporânea e/ou precipitada.

vii. Sobrevalorização do presente e deficiente projeção do futuro - tendência para a escolha de opções que trazem uma recompensa imediata, ainda que menos gratificante, com presunção de que as necessidades e os padrões de mercado atuais vão permanecer inalterados. Consustancia-se na incapacidade para projetar as necessidades financeiras futuras, o que dificulta o exercício de poupança. Eventual recurso excessivo a soluções de investimento de curto prazo (cujo retorno esperado é menor) e subutilização de soluções de investimento de longo prazo (com retorno esperado superior).

viii. Perceção irracional da riqueza - avaliação da riqueza e do rendimento em termos nominais, sem a compreensão dos efeitos da inflação e da capitalização, o que motiva a manutenção de aplicações financeiras cujo retorno efetivo real esperado possa ser negativo.

Assim, e em paralelo com as fases dos ciclos económicos (expansão, auge, recessão e recuperação), também existe um ciclo de sentimento nos mercados financeiros que é impactado por aqueles fatores psicológicos (aversão ao risco, excesso de otimismo, ansiedade etc.)



Fonte: Caixagest, Westcore Funds/Denver Investment Advisors LLC, 1998

Uma incorreta gestão dessas fases pode, pois, redundar em decisões de investimento erradas, gerando perdas difíceis de sanar.

(continua)

(continuação)

E de que forma pode esta área de estudo impactar as decisões de investimento?

Embora a maioria das pessoas procure, genericamente, a rentabilização da sua riqueza, os objetivos e as especificidades de cada uma são diferenciáveis. Deste modo, e com uma pertinência crescente imposta pela nova Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II), as características individuais dos investidores (isto é, os aspectos relacionados com a personalidade, idade, profissão, situação patrimonial e outras circunstâncias pessoais) terão de ser consideradas aquando da definição das estratégias de investimento. Uma correta caracterização dos investidores - com base na sua experiência, capacidade e tolerância ao risco - deve, assim, estar sempre presente no processo de adequação dos investimentos.

Adicionalmente, uma vez que os erros/enviesamentos anteriormente descritos possam ser antecipados, a observação de algumas regras comportamentais ao longo do ciclo de investimento reveste-se de enorme importância, como por exemplo:

- i. Estruturar os objetivos financeiros de curto, médio e longo prazo, definindo planos de poupança/investimento específicos para o cumprimento de cada objetivo.
- ii. Procurar ter uma visão realista sobre os resultados esperados dos investimentos, resistindo a impulsos motivados por perdas/ganhos potenciais de curto prazo.
- iii. Aceder a informação fidedigna (designadamente literatura especializada) que permita a compreensão do binómio risco/retorno patente nas soluções de investimento.
- iv. Perante situações de incerteza nos mercados (com consequente aumento da volatilidade), ter sempre presente os objetivos de investimento que foram previamente definidos, bem como as principais características das aplicações financeiras efetuadas (particularmente os prazos recomendados).
- v. Relativizar dados de curto prazo (exemplo: a evolução diária do preço dos ativos) que farão aumentar os níveis de ansiedade e que podem conduzir a decisões precipitadas.
- vi. Adotar sempre um período de reflexão entre decisões de investimento, evitando ações baseadas em emoções ou em impulsos do momento.
- vii. Dissociar eventuais resultados positivos decorrentes de decisões anteriores (oportunidades) daquilo que são efetivas competências técnicas acerca de investimentos.
- viii. Aceitar que a volatilidade nos mercados é normal e que uma correta diversificação dos investimentos permite uma redução dos riscos e um alisamento do perfil dos resultados obtidos.
- ix. Confiar em especialistas de mercado, reconhecendo a necessidade de apoio especializado na gestão e no aconselhamento de investimentos.

Além das regras referidas, outro contributo prático das Finanças Comportamentais para a estruturação de investimentos começou por ser introduzido por *Shefrin e Statman*, no ano 2000, aquando da apresentação da “teoria de portfólio comportamental”. Esta descreve a divisão do dinheiro em vários “*mental account layers*” (“contas mentais”) correspondentes a uma pirâmide de ativos (ações, obrigações, liquidez e outros), os quais são associados a determinados objetivos particulares (poupar para a reforma, aquisição de uma habitação, educação dos filhos, etc.) e em que a atitude dos investidores em relação ao risco varia entre os mesmos. Assim, da combinação deste conceito com a teoria clássica do “portfólio de média-variância”, nasceu a “teoria do portfólio de contabilidade mental” (*Das, Markowitz, Scheid e Statman*, 2010) que prescreve a alocação da riqueza, por objetivos, em “*mental account layers*” que são, posteriormente, convertidas em subcarteiras de investimento eficientes segundo regras de média-variância - sendo, depois, cada objetivo particular, suscetível de ser alcançado através de uma combinação distinta de ativos em cada sub-carteira. Por exemplo, o objetivo de poupança para a reforma pode ser alcançado através de uma carteira de investimentos cuja exposição a ações e obrigações seja diferente de outra destinada à educação dos filhos. A carteira global de investimentos resultaria, no final, do somatório das diversas subcarteiras e estaria situada na fronteira de eficiência no espaço média-variância.

Conclusão, significa isto que as teorias financeiras convencionais estão em crise perante o crescente fenómeno da economia comportamental?

Voltando ao ponto de partida deste texto, isto é, aos fundamentos das finanças convencionais, sabemos que com a sua teoria de portfólio *Markowitz* demonstrou, nos já longínquos anos 50, que a diversificação melhora a eficiência de uma carteira de investimentos. Por sua vez esta teoria contribuiu, entre outros aspetos, para a explicação e compreensão dos conceitos de risco não diferenciável (ou sistémico) e de risco diferenciável (ou não sistémico) introduzido por *Sharpe* em 1964. Significa, pois, que estas e muitas outras noções basilares relativas à teoria financeira convencional se mantêm totalmente válidas e são diariamente incorporadas na gestão profissional e moderna de investimentos.

Assim, a ascensão da economia comportamental pode ser interpretada como uma evolução natural da teoria financeira como um todo, e pode ter essa interpretação na medida em que incorpora aquela que é, provavelmente, a mais desafiante de todas as variáveis – a nossa condição humana.