

A Arapuca dos Mercados: como as emoções e os vieses comportamentais atraem e prendem os investidores

Gustavo Leite Alvarenga PUCPR

Sidnei Carlos Casanova PUCPR

Resumo

Nas últimas décadas, as teorias econômicas vêm buscando em outras áreas o conhecimento necessário para desvendar o comportamento dos mercados mundiais. A grande volatilidade e outros distúrbios presentes nesses mercados têm gerado questionamentos sobre a validade e a eficiência de modelos tradicionais da economia e finanças. Neste contexto surgiram as finanças comportamentais, uma nova vertente que utiliza como matéria-prima, as ditas anomalias do mercado, fenômenos que vêm sendo associados às heurísticas e vieses comportamentais. Nesta linha, o presente estudo busca investigar esses fenômenos em um canal de comunicação ainda pouco explorado, os fóruns de investimento. Para isso, foram utilizadas técnicas de análise de conteúdo com o suporte do software ATLAS TI. Os resultados indicam que os efeitos dos vieses comportamentais tornam o investidor um “escravo” do mercado, preso por um mecanismo que os autores apelidaram de Arapuca.

Palavras-chave: Finanças comportamentais, bolsa de valores, análise de conteúdo, fóruns de investimento, vieses comportamentais

A Arapuca dos Mercados: como as emoções e os vieses comportamentais atraem e prendem os investidores

Introdução

As recentes crises econômicas têm revelado as fraquezas do sistema financeiro mundial e também o comportamento um tanto irracional e exacerbado dos investidores. Em anos como 2008, o pânico, a euforia e as limitações cognitivas humanas se mostraram mais presentes nos mercados do que os defensores dos conceitos tradicionais da economia poderiam prever.

Por muitas décadas, o desenvolvimento das teorias econômicas teve como principal foco os modelos matemáticos, e muito pouco se preocupou com os aspectos humanos. A convergência entre economia e psicologia ganhou espaço apenas com a percepção de que o paradigma tradicional não era capaz de descrever por completo a dinâmica dos mercados mundiais. Com a aproximação dessas duas áreas, surgiram as finanças comportamentais, que possuem como propósito a compreensão dos mecanismos mentais presentes quando uma pessoa toma decisões referentes aos seus recursos financeiros. O que era expurgado dos modelos clássicos da economia se tornou então um novo campo de estudo.

Essas anomalias ignoradas anteriormente têm sido associadas aos vieses e às heurísticas comportamentais que são causadas pela incapacidade humana em lidar com a complexidade de seu ambiente e com suas próprias limitações. O principal problema é que grande parte das pessoas não tem consciência de que, no momento da decisão, está sendo afetadas por esses fenômenos.

Originalmente, as investigações empíricas no campo das finanças comportamentais tiveram como método problemas hipotéticos aplicados em alunos universitários. Os estudos foram pioneiramente realizados por Kahneman e Tversky (1974) e, posteriormente, desenvolvidos por outros autores, como Thaler (1993) e Shiller (2001). Apesar dos avanços, uma limitação nesse tipo de pesquisa, como em outros experimentos, ainda persiste: de que forma analisar o comportamento do investidor em um ambiente real onde ele se depara com as diferentes situações e movimentos do mercado.

Neste artigo, procurou-se uma investigação exploratória que demonstrasse qual o comportamento do investidor quando pressionado pela volatilidade e pelos desafios do mercado. Por meio de um canal ainda pouco explorado – os fóruns de investimentos –, foram levantados diálogos em diferentes momentos no ano de 2008 e, a partir desses dados, procurou-se identificar os vieses ou distúrbios comportamentais, aqui representados principalmente pelo excesso de confiança, a distorção retrospectiva e os efeitos do arrependimento.

Este artigo é dividido em cinco seções. Além desta introdução, é apresentada uma breve revisão da literatura em que se descrevem alguns aspectos das finanças comportamentais, a metodologia e suas etapas, a análise dos resultados encontrados e, por fim, algumas considerações finais.

Finanças Comportamentais, Heurísticas e Vieses

As finanças comportamentais procuram responder questões negligenciadas pela economia e pelas finanças modernas. Como Ferreira (2008, p. 39) relatou: “ao contrário dos economistas, que desprezam as anomalias, os psicólogos econômicos fazem delas seu objeto de estudo privilegiado.”

Uma das mais promissoras linhas de pesquisa em finanças comportamentais foi introduzida por Daniel Kahneman e Amos Tversky, em 1979, com a publicação do “*Prospect Theory: an analysis of decision under risk*”. Os autores demonstraram, por meio de diversas questões hipotéticas aplicadas aos alunos, que frequentemente as pessoas violavam os pressupostos da racionalidade plena defendida por teorias clássicas. Esses desvios em relação ao comportamento “racional” foram associados a questões emocionais e à incapacidade humana em lidar com um ambiente tão complexo.

Segundo Kahnman e Riepe (1998), a complexidade e o alto grau de incerteza impedem que os investidores utilizem parâmetros e regras fixas para tomar uma decisão. Eles são induzidos a se basearem na própria intuição. Afetados pelos vieses, eles se tornam mais propensos aos riscos e, quando obtém resultados negativos, culpam a si mesmos ou aos outros.

Tversky e Kahneman (1974) demonstraram, no artigo “*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, como as pessoas usam mecanismos mentais para simplificar um problema e seu ambiente de forma que possam encontrar uma solução viável. Segundo os autores, esses atalhos têm grande valia, mas levam o decisor a cometer erros graves e sistemáticos. Para compreender de forma mais clara como uma pessoa toma decisões em uma situação que envolve incerteza, os diversos autores têm buscado organizar e categorizar os comportamentos que interferem no processo decisório. A partir dos estudos de Tversky e Kahnman, essas categorias têm sido representadas principalmente pelas heurísticas e os vieses comportamentais.

As heurísticas, conforme descrito por Bazerman e Moore (2010), são atalhos mentais utilizados pelas pessoas quando tomam alguma decisão. Elas são levadas, muitas vezes, a sacrificar a qualidade de uma decisão em função de uma economia do tempo. A heurística, também conhecida como “regra de bolso”, é um mecanismo mental que automatiza algumas funções cognitivas para que uma pessoa não precise sempre recorrer às “ruminações” mentais para decidir sobre algo. Já os vieses comportamentais podem acontecer mesmo quando as pessoas tentam refletir de forma mais profunda sobre as variáveis que serviram de apoio para a tomada de decisão.

HINDSIGHT

Um viés que representa um dos grandes males para o investidor é o *hindsight* ou distorção retrospectiva. Devido à limitação cognitiva humana, a memória filtra e constrói narrativas sobre o passado de forma que ele se pareça “lógico” e “agradável”. Além de iludir a pessoa sobre a sequencia dos fatos passados, o *hindsight* produz confiança e gera frustração quando não se consegue o que parece ser tão fácil.

Estudos de Kahnman e Riepe (1998) mostraram que as pessoas raramente recapitulam corretamente o que estavam pensando antes de um evento e o quanto esperavam dele. Além de não recordarem os fatos, Bazerman e Moore (2010) relatam que as pessoas ainda tendem a procurar por confirmações, e não por negações, quando refletem sobre o passado, pois preferem informações consideradas mais úteis e coerentes com suas crenças.

Taleb (2008) dedicou grande parte de seu *bestseller*, “A Lógica do Cisne Negro”, à necessidade humana de narrar eventos passados. Para o autor, o ser humano não sabe lidar com eventos aleatórios e inesperados e, por isso, busca construir narrativas sequenciais causais que sejam “coerentes”. No capítulo “A Falácia Narrativa”, o autor cita as três principais causas desse fenômeno: a vulnerabilidade humana às interpretações excessivas, a predileção por histórias compactas e a propensão em impor sentidos e conceitos aos fatos passados.

Para Kahnman e Riepe (1998), o viés do *hindsight* é prejudicial ao investidor já que promove o excesso de confiança ao induzi-lo a pensar que o mundo é previsível, distorcendo assim os riscos existentes. Além disso, quando algo sai errado, o sentimento de culpa deprime e constrange o investidor ou faz com que ele culpe outra pessoa.

OVERCONFIDENCE

No mercado financeiro, um dos vieses que causam grande distúrbio na tomada de decisão é o excesso de confiança (*overconfidence*) ou de otimismo. Investidores frequentemente apostam alto em seu talento e preveem valores e tendências com alto grau de confiança.

Diversas pesquisas vêm demonstrando que a maioria das pessoas se considera “acima da média” quando são questionadas sobre suas habilidades físicas, mentais e motoras, conforme verificado por Peterson (2008). Esse fenômeno também se verifica no mercado, onde, apesar de existirem vencedores e perdedores, grande parte dos investidores que opera por conta própria se considera potencial vencedor. Confiantes, eles subestimam resultados ruins de eventos futuros dos quais sequer possuem controle. Parecem sofrer de uma ilusão que os leva a pensar que podem controlar seu destino, tornando-os imunes aos eventos inesperados (KAHNMAN; RIEPE, 1998). Para Peterson (2008, p.84), “a ilusão de controle é, na verdade, um excesso de confiança nas habilidades preditivas.”

Uma das aparentes consequências do excesso de confiança são os excessos de operações dos investidores. Este fenômeno já foi identificado por diversos autores, como Odean (1998), Grinblatt e Keloharju (2001). Para Nofsinger (2010, p.19), investidores superconfiantes creem tanto em suas opiniões que compram e vendem excessivamente. “As opiniões dos investidores decorrem de sua crença na precisão das informações que obtêm e de sua capacidade de interpretá-las.”

REGRET

As consequências dos maus resultados vão além dos prejuízos financeiros. Ao tomar uma decisão, seja de agir ou não, o investidor espera por resultados que, quando não coincidem com suas expectativas, produzem sentimentos como constrangimento, raiva e culpa. Essa sensação, decorrente muitas vezes do *hindsight*, faz com o que o investidor retorne às operações, causando ainda mais sofrimento.

O *regret*, ou arrependimento dos investidores, é consequência da inconformidade com os resultados não esperados. Esse sentimento é reforçado pela ilusão de controle e de conhecimento sobre as tendências e fenômenos do mercado, pois, quando se verifica o erro, ele parecerá visível e “lógico”. A sensação será então de incompetência, e causará impactos nas próximas atitudes do investidor. Peterson (2008) cita, por exemplo, a tendência de “segurar” uma ação enquanto ela se desvaloriza para que não se “admita” o erro. Em outros casos, os investidores vendem antecipadamente uma ação para evitar o arrependimento de não tê-la vendido antes.

O medo do arrependimento surge tanto por uma ação frustrada, como comprar um título que se desvaloriza, como por uma não ação, quando se permanece com um título que se desvaloriza. Em ambos os casos, o resultado negativo é o mesmo. Porém, como demonstrado por Kahnman e Riepe (1998), para um grande grupo de pessoas, o arrependimento por uma ação causa mais desconforto. Por outro lado, um grupo minoritário parece sofrer mais pela não ação. Kahnman e Riepe (1998) notaram que essa minoria é composta por investidores que detêm alta proporção de seus investimentos em ações, ou seja, em ativos de maior risco. Eles parecem sofrer mais da ilusão de controle do que os outros.

Metodologia

A pesquisa desenvolvida neste artigo se classifica como exploratória e descritiva, sendo que a primeira é a base para a segunda, que é realizada por meio da abordagem qualitativa proposta por Bardin (2010), conhecida como análise de conteúdo.

Segundo Gil (2002), a pesquisa exploratória é flexível e permite a consideração de aspectos variados do objeto de estudo, tendo como fim aprimorar ideias para facilitar etapas posteriores. Suas fontes são, por exemplo, o levantamento bibliográfico, as entrevistas e a análise de documentos que aqui é representada pelos diálogos reunidos em documentos do software ATLAS TI.

A etapa descritiva neste artigo é, conforme Gil (2002), um processo que procura, além de descrever as variáveis, encontrar suas associações e a natureza de suas relações. Apesar de possuir análises também quantitativas, este estudo é predominantemente qualitativo. Minayo (2007) relata que as metodologias qualitativas são as capazes de incorporar as significâncias e intencionalidades dos atos, relações e estruturas sociais.

A abordagem de Bardin (2010) aqui aplicada é realizada por um conjunto de técnicas objetivas e sistemáticas de investigação que procuram revelar, por meio da inferência, o conteúdo simbólico de mensagens. Essa tarefa é facilitada pelo software ATLAS TI, que auxilia, sobremaneira, o gerenciamento, a organização e a integração dos dados. Ressalte-se, entretanto, que a ferramenta não automatiza o processo de análise, não atribui significados e tampouco analisa os resultados.

Esta análise é desenvolvida em três fases, denominadas por Bardin (2010) de pólos cronológicos: a) Pré-Análise; b) Exploração do Material; e c) Tratamento dos Resultados.

a) Pré-Análise

A Pré-Análise consiste em organização, sistematização e operacionalização dos documentos e ideias. Neste artigo, os dados foram coletados eletronicamente de um fórum disponível em um *site* (ADVFN, 2011) provedor de informações, ferramentas e espaços para discussões e debates sobre o mercado financeiro e seus produtos. O fórum foi escolhido propositalmente por possuir grande número de usuários e comentários durante o ano de 2008 e não se limitar a nenhum tema específico, como uma empresa ou setor da economia. A escolha do ano se deu em função dos objetivos deste trabalho, que procura demonstrar o comportamento do investidor em um período que possui momentos favoráveis e desfavoráveis, como ocorrido em 2008.

Tabela 1 – Variação Percentual do Ibovespa no ano de 2008

Mês	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maió	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro
Variação Percentual do Ibovespa (Valor de Fechamento)	-6,88%	6,72%	-3,97%	11,32%	6,96%	-10,44%	-8,48%	-6,43%	-11,03%	-24,80%	-1,77%	2,61%

Fonte: Bovespa (2011)

Para relacionar os padrões comportamentais dos investidores aos diferentes momentos do mercado, o fórum foi organizado em arquivos de texto com extensão “RTF” de acordo com os meses do ano. Ao todo, foram analisadas 44.191 mensagens em 369.312 linhas postadas por 2.219 usuários. Para possibilitar a análise, os textos foram exportados para o software ATLAS TI, onde foram realizadas as análises posteriores.

b) Exploração do Material

Nesta etapa, duas reduções textuais foram realizadas. Na primeira, foram identificadas as expressões que demonstravam alguma expectativa (positiva, negativa ou duvidosa) em relação ao mercado e as expressões que indicavam os resultados obtidos (positivos ou negativos). Na segunda redução, foram selecionadas as expressões que puderam ser identificadas com os vieses comportamentais descritos por Kahnman e Riepe (1998): o excesso de confiança, a distorção retrospectiva e os efeitos do arrependimento.

As reduções são realizadas por operações de codificação, conforme descrito por Bardin (2010, p.129): “A codificação corresponde a uma transformação – efectuada segundo regras precisas – dos dados em bruto do texto, transformação esta que, por recorte, agregação e enumeração, permite atingir uma representação do conteúdo (...)”

Essa tarefa é facilitada pelo software ATLAS TI, que dinamiza o trabalho com os códigos, tornando possível e viável a associação e a comparação das diferentes expressões codificadas encontradas nos fóruns.

c) Tratamento dos Resultados

Nesta última etapa, os códigos representados pelos vieses comportamentais foram confrontados com os códigos representados pelas diferentes expectativas e resultados em cada mês do ano de 2008. Desta forma, analisou-se como essas interações se alteraram em função dos momentos favoráveis e desfavoráveis. Pode-se então perceber como as expectativas, previsões e resultados são distorcidos pelo comportamento humano enviesado em situações diversas.

Análise dos Resultados

Mesmo não sendo o foco do presente trabalho, na contagem de usuários e comentários, os autores notaram um padrão de comportamento um tanto suspeito. Percebe-se que durante todo o ano houve participação mais efetiva de um grupo de forenses. Em média, quinze pessoas foram responsáveis por 80% de todos os comentários. Mas, à medida que a crise se acentuava, novos adeptos surgiam e os comentários aumentavam.

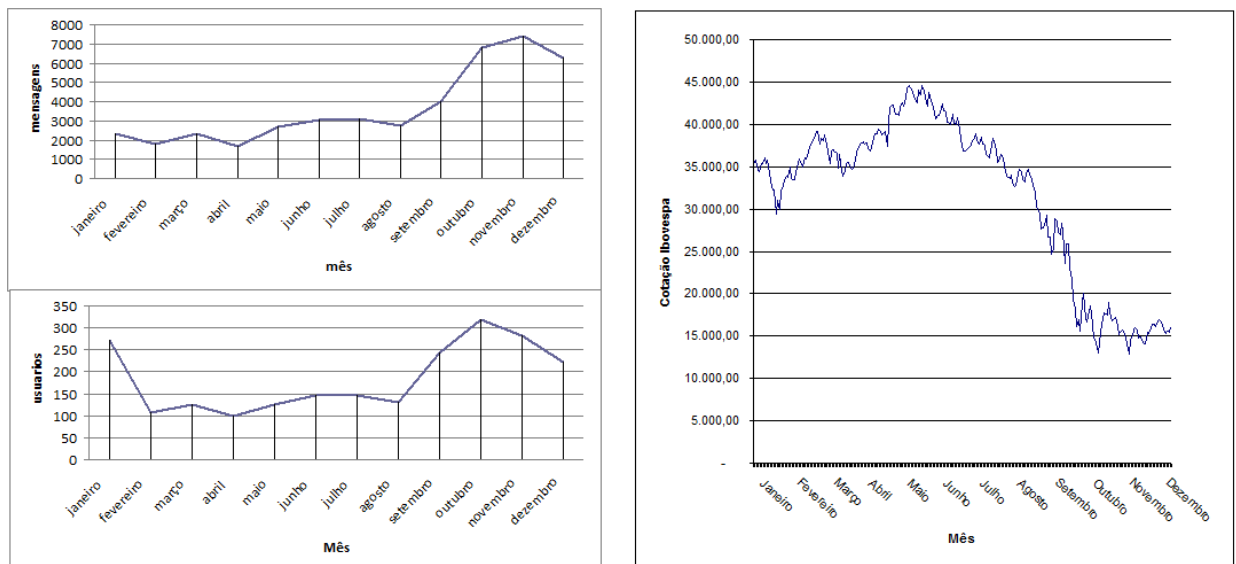


Figura 1: Comparação entre mensagens, usuários e Ibovespa/2008.

Fonte: autores

Em janeiro de 2008, 272 forenses postaram 2.330 comentários, o que resultou em uma média de 8,6 comentários por forense. No mês de maio, quando o índice Bovespa (Ibovespa) alcançou sua valorização máxima, 126 forenses fizeram 2.695 comentários – média de 21,4. Já em outubro, mês em que a crise financeira levou o Ibovespa aos patamares mais baixos, 319 forenses fizeram 6.821 comentários, resultando também em uma média de 21,4 por pessoa.

O aumento significativo de pessoas no fórum justamente no período em que a crise se agravou pode estar associado ao fenômeno conhecido como “efeito manada”. Segundo

Peterson (2008), a tendência de procurar por líderes e referências em uma situação de medo e pânico é uma característica central do efeito manada.

O efeito, em tese, pode ter contribuído ainda mais para a desvalorização das ações naquele ano. Quando os investidores procuram por informações consensuais, são também contaminados pelos sentimentos predominantes no mercado. Conforme Nofsinger (2010, p.115): “Quando muitos investidores são influenciados por seus vieses psicológicos de uma mesma maneira, forma-se uma manada; isso pode afetar o mercado como um todo.”

HINDSIGHT E OS PADRÕES DO MERCADO

A busca por padrões é a atividade central dos forenses. É a matéria-prima que utilizam para tomar decisões, realizar *trades* (comercializações) e também uma fonte de incerteza e ilusão. O viés comportamental causado pela distorção retrospectiva é fortalecido nesse ambiente, pois, seja o resultado negativo ou positivo, as justificativas são inúmeras.

Os investidores agem com base em informações provenientes de diversas áreas, como política e economia, e se munem de ferramentas, como os gráficos e índices. A cada momento, parecem focar diferentes indicadores. Ora são economistas, ora estatísticos e, algumas vezes, apenas acompanham as notícias, como notado na expressão: “O mercado não é tão óbvio, ele muda de tempos em tempos. No momento ele está operando informações. Vamos nessa.”

São tantas as fontes que novos padrões são forjados com o passar do tempo, como observado em raciocínios do tipo: “depois de uma forte queda, sempre vem a alta” ou “Quanto ao IBOV, está ocorrendo aquela famosa alternância de setores que sempre comentei e que impediria quedas abruptas no índice.” E ainda, “Dos últimos 10 pregões, só 3 altas no IBOV. Duas delas, pequenos repiques de quedas fortes anteriores. Já chega. Acho que desde o início de 2007, só uma vez o IBOV fez mais de 3 grandes quedas seguidas.”

No fórum investigado, há grande apelo à análise técnica realizada por meio de padrões gráficos e indicadores formados pela variação dos preços. A análise técnica, segundo Alexander Elder (2004), é feita por meio de dois indicadores: de tendência, que mostra a direção do mercado, e de oscilação, que demonstra o excesso de força compradora ou vendedora. Essas técnicas, a princípio, não têm o propósito de prever o futuro, mas definir a probabilidade de continuação ou alteração do atual comportamento dos preços. Para Fama (1995), a análise técnica ou gráfica procura utilizar o conhecimento acumulado sobre comportamento ou padrões de uma série de preços para prever comportamentos.

O grau de subjetividade permitido por essa análise gera tantas interpretações que não raro são contraditórias, vagas ou ambíguas, como nesta retrospectiva bem sucedida de um forense: “Ontem mesmo havia comentado que deveríamos ficar entre 70 e 74, com possível ‘visita’ a 69 e buscando os 74 nas recuperações. Não deu outra.”

A prática de buscar confirmações de eventos passados, já relatada por Bazerman e Moore (2010), também é citada por Taleb (2008, p. 27), que descreve sobre a necessidade humana em encontrar provas corroborativas: “Qualquer pessoa que procure por confirmações encontrará um número suficiente delas para enganar a si próprio – e também, sem dúvida, a seu colegas.”

Desta forma, o mercado parece possuir regras coerentes que são possíveis de interpretação. O investidor que realizar uma “leitura correta” desses padrões poderá se antecipar ao próximo movimento. A análise técnica torna o passado mais claro e lógico, potencializando o viés do *hindsight* ou distorção retrospectiva.

Outro padrão notado está relacionado com a referência temporal utilizada para se tomar uma decisão. Como os investidores presentes neste fórum comportam-se como especuladores que operam diariamente visando o curtíssimo prazo, a referência que possuem são preços mais recentes. Uma alta ou baixa é considerada exagerada quando comparada com os últimos movimentos do mercado, como notado em “Descolada do IBOV e bem realizada, (ação negociada pelo investidor) caiu muito depois da alta do Investment Grade. Preço bom.” O investidor é influenciado por uma referência e, a partir dela, define se a queda foi ou não acentuada o suficiente para que se possa realizar uma nova operação. “Valeu mesmo. Estou achando seguimento de bancos, chegando a um bom ponto de entrada. Parece que já realizou após Investment Grade. Se cair mais, melhor ainda mais para compra.”

Esse padrão ou fenômeno é conhecido dentro das finanças comportamentais como “efeito ancoragem”. Estudada por Kahneman e Tversky (1979), a ancoragem acontece quando uma pessoa é influenciada por parâmetro ou valor na estimativa de uma variável. Um investidor, questionado sobre o provável valor de uma ação em um momento futuro, muda sua previsão quando tem conhecimento de uma nova informação.

RESULTADOS POSITIVOS E OVERCONFIDENCE

A distorção retrospectiva, ou o viés do *hindsight*, descrito por Kahnman e Riepe (1998), contribui para a formação de outros vieses, como o excesso de confiança. A sensação de compreensão, provocada pelo processo narrativo humano, tem como principais efeitos o aumento da confiança e o consequente aumento de operações no mercado, conforme notado por Odean (1998).

O momento do mercado tem grande impacto sobre a confiança dos investidores. Quando positivo, não só os resultados são exaltados, mas também o acerto nas previsões e análises. Bons retornos geram confiança e mais operações, como nestas três declarações: “Eu gosto de fazer trades com o Unibanco. Têm me dado sorte e um dindim a mais.”; “Bradesco me deu alegrias hoje. Vendi um lote a 36,2. Se amanhã cair, compro mais.”; e “Hoje acertei a abertura do IBOV outra vez, e o fechamento tb. Para amanhã, vou apostar em uma abertura em alta de novo.”

No mês de maio, quando a bolsa brasileira alcançou sua pontuação máxima, observa-se que os padrões utilizados pelos investidores estão funcionando “conforme o script” e, desta forma, gerando uma onda de otimismo, como observado na frase “a previsibilidade do mercado é impressionante”.

Em meses mais favoráveis, os padrões se tornam regras mais fixas e óbvias, como registrado em: “Essa coincidência gráfica entre os dois traçados reforça a importância dos níveis. É impressionante o respeito à Fibonacci.” A confiança nos padrões chega a um ponto

que, em muitos casos, o forense parece torcer para que se forme uma configuração, pois, a partir de então, terá certeza de que o movimento posterior será previsível. “Parece que chegamos ao ponto final desta correção. Só está faltando mesmo um sinal de fundo. Um belo marubozu amanhã seria bem-vindo, o que demarcaria um pivot perfeito, cabeça do novo OCOi e obrigaria os vendidos a cobrirem posições rapidamente.”

O aumento da confiança devido ao sucesso em operações já foi verificado em outros estudos. Peterson (2008) revelou como investidores ganhadores estão mais propensos a manter suas operações no mercado, inclusive os novatos que, após um período de alta, passam a acreditar que possuem a capacidade de identificar as ações que se valorizarão.

Já em meses de queda, percebe-se que os padrões não funcionam muito bem, como em várias declarações registradas: “Continuo muito pessimista. Nada funciona em tempo de bears.”; “AT Não funciona mesmo em crise, buraco sem fim.”; “AT é subjetiva e agora pouco funcional. Figuras não estão sendo cumpridas, depende do que cada um quer ver!”.

Portanto, os resultados e diferentes momentos do mercado parecem ter impacto direto sobre o comportamento dos investidores. Se por um lado os resultados obtidos fortalecem o excesso de confiança, os resultados negativos são neutralizados e transformados em “culpa” devido ao viés *hindsight*.

RESULTADOS NEGATIVOS, ARREPENDIMENTO E CULPA

As ações (*comissioning*) dos investidores muitas vezes geram resultados não esperados, causando decepção, frustração e remorso. No fórum pesquisado, dois sentimentos se destacaram ao longo de 2008. A sensação de incompetência, gerada pela distorção retrospectiva, e a culpa.

O *hindsight*, ou sensação de que algo poderia ter sido feito de outra forma para evitar um prejuízo, pode ser verificado no seguinte raciocínio extraído do fórum: “O mito do Longo Prazo ainda está segurando alguns investidores que se recusam a vender nesses preços, mas agora já pensam que se tivessem vendido nos 58K ou nos 45K poderiam ter recomprado hoje com 50% de lucro no bolso e mantido a mesma quantidade de ações, ou dobrado a quantidade de ações que possuíam.”

Um exemplo claro dos efeitos do *hindsight* sobre o arrependimento pode ser observado nesta passagem do fórum, onde a sequência de falhas do investidor não é devido ao acaso, mas à sua falta de disciplina em seguir as regras para operar: “Pois bem, no meio de maio, em 1 semana comprei e sai de jbs3 com 10% de lucro. Se tivesse ficado, poderia ter feito 30, fui pra petr62, a 0,40, e sai a 0,14, sobrou-me um restingo, fui pra valef58 e perdi mais um pokinho, e to com 200 reais!! Essa historinha é apenas pra vcs pensarem um pouco mais em melhorar sua base pra entrar nas opções. Fui indisciplinado, apressado, olho grande!! Aprendam com os erros dos outros, é a melhor alternativa.”

Além da sensação de incompetência por não ter notado um padrão, devido ao *hindsight*, as expressões postadas pelos forenses também demonstram outro reflexo dos resultados negativos, a culpa alheia. Os xingamentos e agressões verbais são constantes

durante o ano de 2008, principalmente com o agravamento da crise. Os chamados “gurus” do fórum eram os principais alvos dos ataques verbais.

A culpa alheia parece exercer um papel importante na manutenção e confirmação do *hindsight*. Em momentos em que não se conseguia uma explicação plausível para um evento, sempre existia algum culpado. Dentre eles, presidentes de países e instituições financeiras, bancos e corretoras “manipuladoras”. Mas um “culpado” constantemente apontado pelos forenses era a própria irracionalidade do mercado. Parece que, quando o mercado não seguia os padrões gráficos esperados, ele estava sendo irracional. As declarações são diversas: “Hoje a manipulação foi clara, declarada, INDECENTE. Mais uma vez (já a terceira nesta semana) IBOV pressionado e mantido no fundo pelas corretoras gringas”; “Ah, se eu soubesse! Apenas tenho certeza de uma coisa: IBOV era pra ter subido forte na sexta-feira, estão segurando o touro com unhas e dentes, na marra mesmo.”; e “IBOV ‘ontem’ não seguiu AT. Queda absurda e irracional no final do pregão. Anulado o inverted hammer de ontem”.

ARREPENDIMENTO POR OMISSÃO E O EFEITO DA ONDA PERDIDA

Além dos sentimentos derivados do arrependimento por uma ação, são observados também os reflexos do arrependimento por omissão ou não ação, vieses descritos por Kahneman e Riepe (1998). O arrependimento por omissão pode ser percebido em casos em que o investidor permanece com uma ação que se desvaloriza ou quando deixa de comprar uma que se valoriza.

No primeiro caso, o arrependimento pode gerar o chamado “efeito da disposição” (NOFSINGER, 2010; PETERSON, 2008). Quando investidores comprem uma ação que se desvaloriza, muitas vezes mantêm a posição para não “realizar” o prejuízo e, desta forma, não reconhecem o erro. Evita-se assim a sensação de arrependimento. Em alguns casos, além de não vender, o investidor ainda aumenta sua posição, como na frase: “Eu tô comprado direto, acabei refazendo minha carteira ao longo desses meses de baixa, tô com uma carteira bem forte pra quando voltar o período de altas (tomara!)”.

No segundo caso, o medo do arrependimento por omissão ou não ação gera um desconforto que induz o investidor a tomar uma decisão somente para evitar uma frustração caso haja subida dos preços no mercado. “Por via das dúvidas, já comprei algumas hj em suportes e c/candles e osciladores/indicadores favoráveis.”

Parece que um dos fatores que prende o investidor ao mercado é justamente o medo de sentir este arrependimento de não agir e “deixar passar a onda”, ou “ficar de fora”. “Vendi meus ativos no final do mês, satisfeito com o rendimento ganho em abril. Foi um belo mês. Não esperava esta notícia. Agora é aguardar uma realização para entrar novamente.”

Este sentimento parece ser um dos fatores que contribuem para os grandes movimentos de alta ou euforia nos mercados, pois a sensação de “ficar de fora” parece dolorosa. “Mais um dia de alegrias para petro/csn. E agora de novo em vale. Não consigo ficar de fora desta.”; “O que não dá é pra ficar olhando de fora.”.

Existem casos extremos deste fenômeno altamente perversos, como: “Só para dar notícia pessoal. Para quem tá lembrado da minha internação (quase infarto), estou socando a

cara de remédios para pressão e adiei a internação para segunda que vem. NÃO CONSIGO IR. Tenho que ver o final deste capítulo”. O sentimento de não ganhar é também “provocado” por outros investidores que realizaram uma bem sucedida operação, como na expressão: “Quem não surfou perdeu”.

Considerações Finais

A partir dos resultados encontrados, percebe-se que o mercado proporciona riscos e problemas que vão além dos financeiros. Para aqueles que procuram operar livremente por conta e custo, o perigo de ser seduzido, atraído e retido pela falsa lógica do mercado pode levar não só à falência, mas à depressão e frustração.

Conclui-se que, quando os investidores se deixam levar pelos vieses apresentados aqui, se sentem seguros e confiantes, o que os atrai e, ao mesmo tempo, os impede de abandonar as operações. Quando obtém um resultado positivo, sua ilusão sobre o entendimento da lógica do mercado aumenta, fazendo com que ele continue operando ou até aumente seus aportes financeiros. Quando obtém um resultado negativo, o investidor se culpa por não ter percebido aquele padrão tão “óbvio” ou culpa algum outro evento ou pessoa. Desta forma, ao invés de refletir sobre as verdadeiras causas dos resultados, muitas vezes provenientes da aleatoriedade e imprevisibilidade dos mercados, não questiona o processo que o leva a tomar a decisão. Assim, neutraliza-se esse questionamento e continua-se acreditando em uma falsa lógica (*hindsight*), mantendo-se o excesso de confiança.

Abaixo, segue uma demonstração esquemática do comportamento dos investidores afetados pelos vieses:

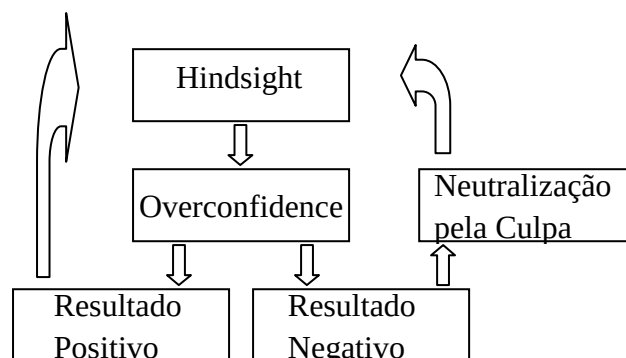


Figura 2: Representação gráfica do comportamento do investidor afetado pelos vieses.

Essa dinâmica pode ainda ser acelerada à medida que o investidor vai se tornando mais confiante e enxerga mais padrões e pontos de compra e venda. Alguns operam

“freneticamente”, conforme demonstrado em muitas expressões. Notou-se ainda que alguns agem sem a menor reflexão ou justificativa, mas apenas para não perder a “onda”.

O “medo de perder a onda” é também um dos sentimentos que atraem e seguram o investidor no mercado. Seja em um grande movimento positivo, como observado em maio de 2008, ou nas pequenas “marolas” observadas durante o pregão, o investidor sofre com o sentimento de que está deixando passar uma oportunidade para se enriquecer. Esse comportamento pode ser exacerbado pelas questões sociais de comparação e competição. Segundo Peterson (2008, p.162), uma pessoa se sente bem não somente por ter obtido bons resultados, mas também por estar melhor que alguém. “Comparações com os pares não apenas conduzem à perseguição de objetivos, mas também motivam as pessoas a vencerem seus medos.”

Esse fenômeno também aparece em momentos críticos, como em outubro de 2008. Apesar das evidências de descrença e pessimismo, os investidores permaneceram no mercado para evitar que perdessem uma nova onda de otimismo. Somando-se a isso, o “efeito da disposição” faz com que o investidor não venda uma ação já muito desvalorizada, evitando assim a dor do arrependimento.

Outros vieses aqui não abordados, como o *sunk costs*, a insensibilidade aos índices básicos, a falácia da conjunção, entre diversos outros, possuem da mesma forma impactos no comportamento do investidor e merecem atenção em novas análises em fóruns de investimento.

Apesar da evidente presença dos vieses comportamentais no fórum, nota-se, em alguns casos, comportamentos mais “racionais”, que incluem reflexões e questionamentos sobre padrões e condutas. A consciência da impotência e limitações perante a complexidade do mercado também é notada, mesmo que em menor número.

Este trabalho não procurou analisar se as ferramentas e crenças dos investidores, aqui investigados, podem ou não servir como base para a tomada de decisão. Verificou-se apenas que existe grande subjetividade, imprecisão e emoção na utilização dessas técnicas. Se tais indicadores têm ou não fundamentação, é tema para outro estudo. No entanto, sem dúvida eles provocam excesso de confiança, pois fazem com que o investidor acredite ainda mais em sua capacidade de prever o futuro.

Referências

ADVFN. Disponível em: <<http://br.advfn.com/>>. Vários acesso em 2011.

BARDIN, Laurence. Análise de conteúdo. Lisboa: Edições 71, 2010. 225 p.

BAZERMAN, Max H.; MOORE, D. Processo decisório. 7 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2010. 336 p.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Vários acessos em 2011.

ELDER, Alexander. Como se Transformar em um Operador e Investidor de Sucesso. Rio de Janeiro: Campus, 2004. 320 p.

FAMA, Eugene F. Random Walks in Stock Market Prices. Financial Analysts Journal, v. 51, n. 1, p. 75-80, 1995.

FERREIRA, Vera R. de M. Psicologia econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão. Rio de Janeiro: CAMPUS, 2008. 338 p.

GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. 4º ed. São Paulo: Atlas, 2002. 159 p.

GRINBLATT, Mark; KELOHARJU, Matti . What makes investors trade. The journal of finance. V. 56. n. 2, p. 589-616, 2001.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. On the psychology of prediction. Psychological Review, v. 80, n. 237, p. 237-251, 1973.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science, v. 185, p. 1124-1131, 1974.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica, v. 47, p. 263-291, 1979.

KAHNMAN, Daniel; RIEPE, Mark. Aspects of Investor Psychology: Beliefs, preferences, and biases investment advisors should know about. Journal of Portfolio Management, V. 24, n. 4, p. 1-21, 1998.

LEOPARDI, M. T. Metodologia da pesquisa na saúde, 2º Ed. Florianópolis: UFSC, 2002. 256 P.

MINAYO, M. C. Pesquisa social: teoria, método e criatividade. 17. ed. Petrópolis: Vozes, 2000. 80 p.

NOFSINGER, John R. A lógica do Mercado de ações: como os investidores podem ganhar mais. 2 ed. São Paulo: FUNDAMENTO, 2010. 152 p.

ODEAN, Terrance. Do investors trade too much?. The American Economic Review. V. 89, n. 5, p. 1279-1298, 1998.

PETERSON, Richard. Desvendando a mente do investidor: o domínio da mente sobre o dinheiro. Rio de Janeiro: Campus, 2008. 214 p.

ROESCH, S. M. A. Projetos de estágios e de pesquisa em administração: guias de estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudo de casos. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 301 p.

SHILLER, Robert J. Human Behavior and The Efficiency of The Financial System. Yale University, 1, 2001.

SHILLER, Robert J. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. Journal of Economic Perspectives, v. 17, n. 1, p 83-104, 2003.

TALEB, Nassim N. A lógica do cisne negro: o impacto do altamente improvável. Rio de Janeiro: Best Seller LTDA, 2007. 464 p.

THALER, R. H. Advances in behavioral finance. New York: Russell Sage Foundation, 1993. 583 p.