

**Comportamentos dos investidores:
do *homo economicus* ao *homo*
*pragmaticus***

Fernando Nogueira da Costa

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 165, ago. 2009.**

ISSN 0103-9466

Comportamentos dos investidores: do *homo economicus* ao *homo pragmaticus*

Fernando Nogueira da Costa ¹

Resumo

O artigo esboça três perfis de investidores no mercado de capitais: o *homo economicus*, o *homo sapiens*, e o *homo pragmaticus*. Existe diversidade de comportamentos dos investidores e não a uniformidade racional que se poderia inferir de leitura apressada da hipótese abstrata do *homo economicus*. Da mesma maneira, os vieses heurísticos, estudados pelas Finanças Comportamentais, são distribuídas de forma heterogênea entre os investidores. As mentes do *homo sapiens* são múltiplas. A arte da especulação, sugerida pela práxis do *homo pragmaticus*, é particular, discricionária, datada e localizada em cada mercado. O desafio é sempre descobrir e antecipar qual será a tendência predominante no mercado. Ela resultará dos diversos comportamentos existentes entre investidores.

Palavras-chave: Finanças racionais; Finanças comportamentais; Especulação.

Abstract

Behavior of investors: from *homo economicus* to *homo pragmaticus*

The article outlines three profiles of investors in capital markets: *homo economicus*, *homo sapiens* and *homo pragmaticus*. There is diversity of behavior of investors and not the uniform rational inference that could be hurried reading of the abstract hypothesis of *homo economicus*. Similarly, the bias heuristic, studied by Behavioral Finance, are in a heterogeneous distribution among investors. The minds of *homo sapiens* are multiple. The art of speculation, suggested by the praxis of *homo pragmaticus*, is private, discretionary, dated and located in each market. The challenge is always to find and anticipate what will be the predominant trend in the market. It will result from the different behavior among investors.

Keywords: Rational Finance - Behavioral Finance - Speculation

Classificação JEL / JEL Classification: G11, G14, G17.

Introdução

As ideias básicas das Finanças Racionais não são difíceis de conhecer, porém dificilmente são aplicadas pelo investidor individual: descontar o valor do dinheiro no tempo, considerando o custo de oportunidade esperado, diversificar riscos e não achar que vai sempre superar o mercado. As decisões equivocadas em investimentos financeiros podem impor perdas graves às famílias. A educação financeira, inclusive nas escolas, poderá contribuir para diminuir esses dramas familiares.

Nesse sentido, as Finanças Comportamentais, ramo da Psicologia Econômica, apresentam o que consideram “erros recorrentes dos investidores”. Em geral, as pessoas tendem a confiar demasiadamente na própria capacidade de tomar decisões financeiras. Há a crença otimista que

(1) Professor-adjunto/livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), Cidade Universitária “Zeferino Vaz”, Caixa Postal 6135, 13083-970 – Campinas, SP, Brasil. E-mail: fercos@eco.unicamp.br - Fones: (19) 3287-8685 / 8166-3707.

sempre serão capazes de escolher ações cujos ganhos de capital (e renda de dividendos) superarão os da média do mercado. O excesso de confiança aparece com a adoção da estratégia de “comprar e vender no momento certo”, pois elas acham que saberão “comprar antes que os preços subam” e “vender antes que eles caiam”. Infelizmente, neste entra-e-sai, em alguns dias, elas poderão estar fora do mercado, justamente quando houver alta acentuada. Em cerca de dez anos, se perderem apenas cinco dessas altas, provavelmente, elas ganharão menos do que ganhariam em renda fixa sem risco. Seria melhor, então, adotar a simples estratégia de “comprar e manter”, aguardando anos para chegar o momento oportuno de realizar os ganhos com ações, durante a aposentadoria.

A pergunta-chave a ser respondida neste artigo é: bastam educação financeira e experiência em lidar com mercado financeiro para se prevenir de seus riscos? Em outras palavras, os investidores profissionais, inclusive gestores, assessores, consultores e especuladores assumidos, não incorrem nos mesmos “erros” (ou anomalias em relação ao comportamento racional recomendado teoricamente) que cometem os investidores comuns?

Para debater sobre a existência (ou não) de diferenças significativas entre os comportamentos dos investidores profissionais e os dos comuns que não são clientes daqueles, este artigo será dividido em três seções e uma conclusão. Na primeira, recuperar-se-á a concepção abstrata do *homo oeconomicus* (ou *economicus*) e sua adoção dos axiomas do núcleo central do Programa de Pesquisa Científica (PPC) das Finanças Racionais para reger seu comportamento. Na segunda, o foco será dirigido sobre o comportamento “quase-racional” do investidor comum, isto é, descendente do *homo sapiens*, inventariado pelas experiências dos pesquisadores das Finanças Comportamentais. Na terceira, tanto os axiomas das Finanças Racionais quanto os das Finanças Comportamentais serão confrontados com os “Axiomas de Zurique”, isto é, os conselhos dos banqueiros suíços para orientar as especulações financeiras do *homo pragmaticus*. Essas regras para se assumir riscos, segundo Gunther (1992), foram deduzidas da prática de participantes do mercado de Wall Street. Contradizem alguns dos mais estimados clichês da indústria do aconselhamento financeiro. Finalmente, será apresentada a conclusão a respeito desse debate.

Em termos teóricos, esse debate ganha relevância na medida que diz respeito à verificação se o PPC das Finanças Comportamentais faz crítica imanente e construtiva ao PPC das Finanças Racionais. Programa de Pesquisa Científica (PPC) é o aglomerado de teorias conectadas que derivam de *hard core* comum, ou seja, núcleo central ou “rígido” composto das crenças comuns que unem os seguidores de determinado PPC. O *hard core* é cercado pelo “cinturão protetor” de teorias testáveis. PPC *progressivo* é o termo técnico da metodologia para designar o PPC cujas formulações sucessivas explicam todos os fatos que falsearam previsões de PPC rival. Além disso, faz a previsão de fatos novos. PPC *em degeneração* ocorre quando, sem confirmação de previsões, o núcleo rígido se mantém somente com emendas. São adotadas hipóteses *ad hoc* (adicionais) para explicar-se face às “críticas perturbadoras”. Revela sinais de fraquejar, na medida em que se mantém sem revisão das premissas ou *hard core*. Como se caracterizam esses PPCs? Pela profusão de hipóteses *ad hoc* adotadas, as Finanças Racionais podem ser consideradas PPC *degenerativo*? Por que?

Em termos práticos, o debate é relevante, porque envolve a importante decisão de investir por conta própria ou transferir a responsabilidade de adotar melhor estratégia em investimentos financeiros para especialistas, ou seja, gerentes de contas, gestores profissionais ou administradores

de recursos de terceiros. O tema vai além do interesse imediato do investidor pessoa física por alcançar a difícil resolução de “terceirizar” a gestão das próprias carteiras de investimentos dos fundos de pensão.

1 *Homo Economicus* e Finanças Racionais

O homem econômico é abstração. Tal abstração ocorreu seguindo os procedimentos científicos do século XIX que aconselhavam a fragmentação do objeto de pesquisa, ou seja, a repartição da realidade para fins de investigação analítica. Os economistas assumiram que o estudo das ações econômicas do homem poderia ser feito abstraindo-se as outras dimensões culturais do comportamento humano: dimensões morais, éticas, religiosas, políticas, etc., além das influências psicológicas. Concentraram seu interesse naquilo que eles identificaram como as duas funções elementares exercidas por todo e qualquer agente econômico: o consumo e a produção. Na economia contemporânea, cabe acrescentar também outra função essencial: o investimento financeiro.

Segundo Blaug (1993: 99), “devemos a Senior o primeiro enunciado da hoje conhecida distinção entre uma ciência da economia pura e estritamente positiva e uma arte da economia impura e inerentemente normativa”. É de Nassau William Senior (1790-1864) também a primeira formulação explícita da idéia de que a economia científica está baseada essencialmente em poucas proposições gerais, entre as quais se destaca que “toda pessoa deseja maximizar sua riqueza com o menor sacrifício possível”.

A distinção entre o positivo (“o que é”) e o normativo (“o que deveria ser”) surgiu a princípio nos escritos de Senior, defensor da aplicação do método dedutivo-lógico à ciência econômica, e de John Stuart Mill (1806-1873), proponente de que a indução a partir de dados fornecidos pela experiência sensível seria o único método adequado para a descoberta da verdade. Eles distinguiram a “ciência” e a “arte” da economia política. Ao passar da primeira para a última, eles compreenderam que, necessariamente, entravam no percurso premissas éticas extra científicas. Também entenderam que elementos não-econômicos tomados de outras ciências (sociologia, política, psicologia, etc.) eram requeridos, além dos julgamentos de valor, para resolver problemas práticos. Em outras palavras, a economia pura nunca deveria aconselhar, diretamente, os tomadores de decisões, seja de política econômica, seja de investimentos. Schumpeter (1954/1964: 124/203) rotulou de “vício ricardiano” essa propensão, que tipicamente David Ricardo possuía, de aplicar modelos econômicos altamente abstratos diretamente à solução de problemas práticos.

John Neville Keynes (1852-1949) era pai do famoso John Maynard Keynes (1883-1946). Foi autor de *Scope and Method of Political Economy*, obra publicada em 1891, que resumiu o pensamento metodológico dos escritores do século XIX. Ele estabeleceu não apenas a distinção como tinha sido realizada por seus antecessores entre “ciência positiva” e “arte normativa”, mas efetuou a classificação tríplice de níveis de abstração diferenciados. O plano mais abstrato seria o da “ciência positiva ou pura”; o intermediário, o da “ciência normativa ou reguladora”; e, finalmente, o mais concreto da “arte” da economia, ou melhor, o plano menos abstrato da solução de problemas práticos. Esta arte da tomada de decisões seria a elaboração de sistema de normas ou regras comportamentais para a obtenção de dados objetivos, ou seja, “o que se tornará a economia no futuro”.

Em termos contemporâneos, estabeleceu-se a divisão entre “economia pura” e “economia aplicada”, aquela seria apenas a “economia positiva” e esta última envolveria a ponte entre a “ciência positiva” e a “arte” da política econômica, ou seja, a camada intermediária de abstração em que se reincorporaria todas as outras ciências antes abstraídas. Esta mediação seria condição *sine qua non* para não se incorrer no “vício ricardiano”. A economia aplicada à análise histórica necessita datar e localizar os problemas a ser enfrentados pela tomadores de decisões. Seus formuladores estariam, então, “iluminados” (ou esclarecidos) pelo conhecimento de teorias, conceitos e outras dimensões da realidade que envolvem as questões práticas.

O termo “homem econômico” [*homo economicus*] foi usado pela primeira vez no século XIX por críticos do método proposto por Mill (1836) para a economia política. O que incomodava aos seus críticos era a passagem em que sugeria que “a economia política não deveria tratar o conjunto da natureza humana como modificada pelo ambiente social, nem do comportamento completo do homem em sociedade. Sua preocupação com ele deveria se restringir a tratá-lo como aquele que deseja possuir riqueza e possui a capacidade de julgar a eficácia relativa dos meios para obter aquele fim”.

Segundo Blaug (1993, p. 99), “o ensaio de Mill, publicado em 1836, *On the Definition of Political Economy*, começa com a distinção de Senior entre a ciência e a arte na economia política, que é a distinção entre uma coleção de verdades materiais e um corpo de regras normativas, e prossegue classificando a disciplina economia, mais uma vez no estilo de Senior, como uma ‘ciência mental’, preocupada fundamentalmente com motivações humanas e modos de conduta na vida econômica (...). Isto leva diretamente a uma famosa passagem em que nasceu a concepção bastante difamada do ‘homem econômico’”. Nela, Mill (1836/1994, p. 52) sugere que a economia política deve fazer abstração completa de todas as outras paixões ou motivações humanas, com exceção das que podem ser consideradas como princípios permanentemente antagônicos ao desejo de riqueza, ou seja, aversão ao trabalho e desejo de desfrute presente de indulgências dispendiosas. Assim, a economia “pura” considera a humanidade como estando ocupada, unicamente, em adquirir e consumir riqueza. Esta motivação seria o guia absoluto de suas ações.

Mill (1834/1994, p. 54) salienta que “não é que qualquer economista político seja tão absurdo a ponto de supor que a humanidade seja realmente constituída dessa forma, porém esse é o modo de acordo com o qual a ciência deveria necessariamente proceder”. Mas ele argumenta que “talvez não exista uma ação na vida do homem em que ele não esteja sob a influência imediata ou remota de outro impulso que não seja o mero desejo de riqueza. Com relação aquelas partes da conduta humana em que a riqueza não constitui o objeto principal, a tais partes da economia política não pretende aplicar suas conclusões. Porém, existem também certos departamentos dos negócios humanos em que a aquisição de riqueza é o fim reconhecidamente principal. A economia política toma conhecimento apenas desses departamentos. (...) O economista político investiga as ações que seriam produzidas por esse desejo [de obter a maior quantidade de riqueza com o mínimo de trabalho e de renúncia], se dentro dos departamentos em questão ele não fosse impedido por qualquer outro”.

Portanto, Mill não afirma que a economia política deve considerar o homem completo como ele é, que seria adotar a teoria do “homem real” (*homo sapiens*), arriscando-se a fazer previsão correta de como ele se comportará realmente nos negócios econômicos. Mill diz que ela deve

abstrair (e teorizar) apenas certas motivações econômicas, ou seja, as de maximizar riqueza sujeita às limitações da renda salarial e do desejo de lazer. Sua teoria não teria a presença de motivações não econômicas como hábitos e costumes. Em resumo, Blaug (1993, p. 101) afirma que “ele opera com uma teoria do ‘homem ficcional’”. Além disso, enfatiza o fato de que a esfera econômica é tão-somente uma parte de toda a arena da conduta humana”.

A economia seria, então, apenas uma dentre várias ciências humanas e sociais, cada qual com suas próprias teorias. Nesse nível mais abstrato, as hipóteses econômicas não deveriam ser refutadas por interferências não econômicas. Sob esse ponto de vista, entende-se a proposição de Friedman (1953) sobre a metodologia da economia positiva de que o grau de realismo das hipóteses de determinada teoria é irrelevante para sua validade, na medida em que todas as hipóteses são reconhecidamente abstrações. É o ponto de vista metodológico que considera teorias e hipóteses científicas se e somente se suas previsões forem, pelo menos em princípio, empiricamente verificáveis e falsificáveis. O “falsificacionismo ingênuo” afirma que as teorias podem ser refutadas por meio de um simples teste, enquanto o “falsificacionismo sofisticado” afirma que é necessário grande quantidade de testes para que se possa refutar qualquer teoria. Mas há ainda o argumento que nenhuma hipótese científica específica pode ser falsificada de forma conclusiva, pois necessariamente o teste da hipótese ocorre em conjunto com condições auxiliares e, portanto, nunca se pode localizar a fonte de refutação.

As previsões referem-se aos valores verdadeiros das variáveis, considerando o comportamento racional e *ceteris paribus*. Hollis & Nell (1975/1977, p. 77) acentua que “o pressuposto de racionalidade não é meramente outra condição *ceteris paribus*. (...) o comportamento irracional, resultante, por exemplo, de um ordenamento inconsistente de preferências, tornaria a previsão impossível. Podemos colocar essa nova qualificação dizendo que a economia é o estudo do homem econômico racional”.

Interessante verificar que mesmo autores assumidamente heterodoxos assumiam que “a economia é o estudo não do *homem em geral*, mas do *homem econômico*”. É uma noção abstrata e unidimensional do homem, segundo a qual o homem seria motivado exclusivamente por razões econômicas, preocupando-se em termos imediatos em obter o máximo de lucro com o mínimo de sacrifício. O homem econômico agiria racionalmente com o objetivo de maximizar sua riqueza, introduzindo novos métodos para enfrentar a concorrência no mercado. Ele é *hedonista*, isto é, partidário da doutrina que considera que o prazer individual e imediato é o único bem possível, princípio e fim da vida moral.

Vale citar, quase integralmente, a longa passagem desses autores (Hollis; Nell, 1975/1977, p. 77), para ser lida e relida.

Poucos livros-textos contêm um retrato direto do homem econômico racional. Ele é introduzido furtivamente e gradualmente (...). espreita por entre os pressupostos que levam uma vida esclarecida entre insumos e produção, estímulo e resposta. Não é alto nem baixo, gordo nem magro, casado ou solteiro. Não se esclarece se ele gosta do seu cachorro, espanca a mulher ou prefere o jogo de dardos à poesia [NT: comparação que contrasta o gosto popular – jogar dardos ao alvo – e o da elite – poesia]. Não sabemos o que deseja; mas sabemos que, o que quer que seja, ele maximizará impiedosamente para obtê-lo. Não sabemos o que compra, mas temos a certeza de que, quando os preços caem, ele ou redistribui seu consumo ou compra mais. Não podemos adivinhar o formato de sua cabeça, mas

sabemos que suas curvas de indiferença [representa diferentes combinações de cestas de bens nas quais o consumidor atinge o mesmo grau de satisfação] são côncavas em relação à origem. Pois, em lugar de seu retrato, temos um retrato falado (com os traços gerais). Ele é filho do iluminismo e, portanto, o individualista em busca de proveito próprio da teoria da utilidade [doutrina segundo a qual toda a felicidade está na obtenção do útil, ou seja, no afastar-se da dor e aproximar-se o máximo possível do prazer]. É um maximizador. Como produtor maximiza sua fatia de mercado ou seu lucro. Como consumidor, maximiza a utilidade, por meio da comparação onisciente e improvável entre, por exemplo, morangos marginais e cimento marginal. (Ele é, por certo, também um minimizador; mas já que minimizar X é maximizar não-X, não há necessidade de nos preocuparmos com isso.) está sempre no ponto que considera ótimo, acreditando (por mais falsa que seja essa crença) que qualquer mudança marginal seria para pior. Da indiferença individual ao comércio internacional, está sempre alcançando os melhores equilíbrios subjetivos entre desincentivo e recompensa. Este é o *primum mobile* racional da economia neoclássica.

Esse homem de caráter perene não se modifica mesmo em diferentes épocas históricas e condições sociais. Ele é abstrato, atemporal e onipresente. Se fosse também onisciente, seria sobrenatural, portanto, divino. Possui dois papéis. Primeiro, vincula a teoria aos fatos. Dele é o comportamento a ser previsto. Todo modelo prevê sua reação racional. “O homem econômico racional é tanto a média quanto o ideal, abstraído dos reais participantes do mercado com a ajuda de pressupostos gerais sobre os desejos humanos. Entretanto, não é uma pura ficção. Na medida em que é possível avaliar o grau de irracionalidade em uma situação real, é possível prever o desvio real em relação ao comportamento ideal” (Hollis; Nell, 1975/1977, p. 78). O segundo papel é fornecer escape para teoria cujas previsões falham, embora “tudo mais, inclusive as condições não econômicas, sejam constantes”. Seu comportamento encarna o valor verdadeiro de variáveis econômicas comportamentais. Mas esse valor verdadeiro não é um tipo de média de valores observados reais, mas sim aquele que seria deduzido pelo agente perfeitamente racional nas condições especificadas. Portanto, se os agentes econômicos reais não o alcançam, não significa que a previsão do que é racional seja refutada.

Em síntese, para (Hollis; Nell, 1975/1977, p. 79), “o homem econômico racional não é um homem real. É, antes, qualquer homem real que se conforme ao modelo a ser testado. Assim sendo, não se trata de testar uma teoria econômica em confronto com o comportamento real do produtor ou consumidor [ou investidor] racionais. Os produtores e consumidores [e investidores] são racionais precisamente na medida em que se comportam como previsto e o teste mostra apenas quão racionais são”.

De acordo com a Teoria de Seleção de Carteira, elaborada por Markowitz (1952), as leis da estatística determinam, cientificamente, o nível ótimo de diversificação entre uma variedade de ativos diferentes e por setores de atividades, no caso de ações. Uma vez que os fatores (“fundamentos”) que afetam essas ações sejam diferentes, a probabilidade de que todas as cotações caíssem, em portfólio diversificado, não seria tão grande. A teoria baseia-se na hipótese de que os diferentes mercados e ativos financeiros não têm excessiva correlação, o que não se verifica em situações de ocorrência de “efeito contágio (ou dominó)”, quando não é possível fugir do risco via diversificação.

Além desse problema macroeconômico, durante crise sistêmica, outros problemas técnicos surgem do pressuposto de Markowitz de que os investidores não terão dificuldades em estimar as

entradas de seu modelo: os retornos esperados, as variâncias e as covariâncias entre todas as ações individuais. Mas há também problema informacional. Berstein (1997, p. 337) alerta que usar dados do passado é perigoso. Graus de crença nem sempre se prestam à medição precisa. Na prática dessa abordagem, é necessário combinar a experiência passada com previsões, resultando em cálculos com margem de erro significativa. A diversificação não é garantia contra o prejuízo, apenas contra perder tudo de uma vez.

Relacionados a esses problemas, vale ler os comentários de Blaug (1993, p. 318), “o postulado da racionalidade implica uma habilidade para o processamento de informações e cálculo que beira o ridículo – ‘a paixão irracional pelos cálculos racionais de John Maurice Clark’. (...) O postulado da racionalidade se refere à motivação individual, porém o comportamento no qual os economistas estão interessados é o comportamento dos agregados de consumidores e produtores [e investidores] em diferentes mercados. Normalmente, esse problema do agregado é deixado de lado, presumindo-se, tacitamente, que todos os indivíduos são iguais e, portanto, têm a mesma função de utilidade (...). Uma vez que realmente os indivíduos não são iguais tanto em preferências quanto em alocações – se eles o fossem, isso implicaria em ausência de transações –, é evidente que as explicações bem sucedidas do comportamento econômico pelos economistas são devidas ao uso do postulado da racionalidade”.

Não compreendendo bem esse papel da racionalidade na economia, Karl Popper, grande teórico do positivismo e defensor do monismo metodológico, recomendou o tratamento da racionalidade como proposição *hard core* para todas as ciências sociais. Tornando-a um postulado, deixa de haver necessidade de sua demonstração direta sob o argumento de que ela é o princípio que se utiliza para demonstrar todas as outras teorias testáveis constituintes do “cinturão protetor” que cerca o *hard core*, ou seja, as crenças metafísicas que unem os protagonistas desse PPC. Sendo postulado ou axioma, não pode ele mesmo ser demonstrado, pois a cadeia de demonstrações deve ter o seu início.

Blaug (1993, p. 318-319) considera que “a hipótese da racionalidade em si própria é, na realidade, fraca. Para fazê-la gerar implicações interessantes, precisamos adicionar hipóteses auxiliares à noção geral de racionalidade, como a homogeneidade de agentes [na resolução do problema de agregação] ou, de forma mais geral, conhecimento antecipado perfeito, resultados em equilíbrio, concorrência perfeita, e assemelhados”. Em outras palavras, o sucesso da premissa racionalista está em muito mais do que apenas na hipótese da ação racional.

Por exemplo, Nunes (2008, p. 29) salienta que “a aplicação do conceito de expectativas racionais para a precificação de ativos tornou-se usual em decorrência da elaboração da Hipótese dos Mercados Eficientes [HME] por Fama (1970). A HME afirma que os preços dos ativos financeiros refletem completamente toda a informação disponível e que em um mercado informacionalmente eficiente, os preços vigentes descontam automaticamente toda nova informação que possa influir no valor fundamental dos ativos. Similarmente ao que foi apresentado pelas expectativas racionais, os preços correntes refletem o valor presente dos papéis e não há maneira alguma de se obter lucros extraordinários com o uso das informações já disponíveis. Em seus esforços para fazer previsões, os investidores combinam as diversas fontes de informações, incluindo aquelas sobre as negociações já efetuadas e os padrões de comportamento passado dos preços. Se o desconto de fluxo de caixa futuro for corretamente processado, a seqüência de

observações de preços (de títulos e ações) seguirá um passeio aleatório e o valor atual será a melhor previsão possível. Por conseguinte, os únicos fatores que poderão alterar os preços dos ativos são eventos aleatórios não conhecidos *ex-ante* e que fazem parte de nossa ignorância”.

Na prática, não se consegue identificar qualquer padrão previsível nas séries temporais de preços no mercado acionário que reflita os fundamentos, principalmente, o desempenho econômico da empresa emissora das ações. Constata-se mais que os investimentos financeiros são dominados por sentimentos de mercado, isto é, psicologia errática e sem nenhuma regra lógica. Mas os movimentos aleatórios dos preços passaram a ser vistos, nas Finanças Racionais, como indicativo de eficiência em refletir o caminho aleatório das notícias e não de irracionalidade nas precificações dos ativos por parte dos investidores.

A grande dedução lógica desse *hard core* das Finanças Racionais – desconto de fluxos de caixa futuros, diversificação dos riscos, eficiência do mercado – é que lucros extraordinários serão obtidos apenas pelos investidores que atuarem com base nas melhores previsões. Elas que permitirão avaliar a oportunidade de compra de ativos abaixo do seu valor fundamental, para o qual, teoricamente, o valor de mercado se dirigirá no futuro. Mas as Finanças Racionais sugerem que a natureza aleatória dos erros de previsão, baseada na adivinhação de qual será a nova notícia a respeito dos fundamentos, impossibilita obter tais oportunidades, sistematicamente, e sempre superar o desempenho médio do mercado. Então, o comportamento dos investidores *racionais* seria apenas acompanhar o índice representativo do mercado. Existiriam outros investidores, isto é, *menos racionais*, oferecendo oportunidades para arbitragem no mercado? “A teoria da arbitragem limitada mostra que, se investidores irracionais causarem desvios do valor fundamental, investidores racionais serão, freqüentemente, impotentes para fazer algo a respeito disso” (Barberis; Thaler, 2002, p. 11).

2 Homo Sapiens e Finanças Comportamentais

“O postulado da racionalidade é, provavelmente, falso (...). Os psicólogos experimentais demonstraram que o comportamento individual, sistematicamente, viola a racionalidade” (Blaug, 1993, p. 319). Este autor dá como exemplo de tais “anomalias” a subavaliação sistemática dos custos de oportunidade por parte dos indivíduos, ou seja, não contabilizam adequadamente o dinheiro perdido em oportunidades que se foram.

Os economistas ortodoxos reagem muitas vezes mal com relação à evidência de tais anomalias. Por exemplo, no que se refere ao comportamento individual, as anomalias são explicadas como resultado da natureza artificial da evidência laboratorial. O motivo da divergência entre psicólogos e economistas a respeito da ação econômica racional das pessoas estaria, provavelmente, no procedimento científico negligente dos primeiros que enganam os participantes da pesquisa ao não lhe explicar a verdadeira intenção do experimento. Os psicólogos observam um comportamento apenas uma vez e dispensam novas medições com o mesmo grupo de pessoas. Com isso, não enxergam como elas são capazes de aprender com a repetição dos eventos. Agir irracionalmente na primeira vez não implica em comportar da mesma forma em outras vezes.

Os psicólogos consideram essas críticas injustificadas, pois alguns temas simplesmente não poderiam ser estudados sem omissões. Não seria possível checar, por exemplo, posturas encobertas se os pesquisadores revelassem seus reais motivos como experimentadores. O método de

investigação adequado seria algo similar ao teste de reação a medicamentos com o uso de placebos. Seria também razoável deixar os participantes decidir apenas uma única vez em seus experimentos, pois a vida é composta de inúmeras “oportunidades únicas”. Em outras palavras, na vida nem sempre há a chance de repetir tudo várias vezes até aprender com os erros.

Quando a evidência empírica se refere não a experimentos de laboratórios de psicologia e sim a comportamento coletivo ou agregado do mundo real, os economistas ortodoxos argumentam, usualmente, que as anomalias são distribuídas ao acaso e os mercados competitivos tendem a eliminá-las ao longo do tempo. É comum se pensar, nessa situação, como a da “sobrevivência do mais apto”. Ela seria parte da teoria de seleção natural de Charles Darwin (1809-1882). Contudo, ela não é originária dela, mas sim de seus divulgadores que a vulgarizaram como a forma mais simples de explicar suas ideias ao público. Em 1852, Herbert Spencer (1820-1903) começou a pensar que a sociedade humana estava sujeita ao processo de seleção natural, assim como as espécies selvagens. Em sua opinião, a sociedade e o mundo natural podiam ser vistos através da mesma ótica científica.

Para Darwin, o ‘mais apto’ era o organismo biologicamente adequado a seu ambiente em qualquer tempo. Spencer, estendendo o modelo para a civilização humana, acreditava que o mais apto era aquele mais adequado à sua sociedade, o que para ele significava ter qualidades mentais, morais e físicas mais desenvolvidas. (...) ele dizia, se a seleção natural não fosse limitada por regras, os membros ‘mais inaptos’ da sociedade seriam eliminados na competição por recursos. Quem não tivesse dinheiro, educação, força de vontade ou talento seria eventualmente ultrapassado por membros mais férteis e bem sucedidos da sociedade (Winston, 2006, p. 225).

Na realidade social e demográfica, no entanto, os cidadãos que mais se reproduziam não pertenciam às classes mais altas. Estes membros da chamada elite moral e intelectual casavam cada vez mais tarde e tinham relativamente poucos filhos. Logo, suas riquezas materiais, intelectuais e físicas não se espalhavam pela população. Pelo contrário, os menos dotados estavam se reproduzindo de modo desproporcional à sua “adequação”. Em desespero para defender sua “tese”, Spencer lutava contra quaisquer tentativas do governo ou de alguém mais ajudar as classes mais pobres, pois, se as deixassem sem proteção social, elas se extinguiriam naturalmente.

Suas ideias se adequavam a uma sociedade empreendedora e iam ao encontro das necessidades dos novos capitalistas norte-americanos. (...) graças a Spencer, ninguém precisava se sentir culpado por sua boa sorte pessoal. O homem rico era o beneficiário inocente de sua própria superioridade. A riqueza pessoal devia ser protegida e nenhum governo poderia interferir sem inibir o processo pelo qual a raça humana estava progredindo (Winston, 2006, p. 226-227).

Pior ainda, esse “darwinismo social” canhestro se desembocou, em 1883, na fundação por Francis Galton (1822-1911), primo de Charles Darwin, do movimento eugênico dedicado à purificação genética da sociedade e ao aperfeiçoamento da raça humana. A teoria da seleção natural foi subvertida para apoiar preconceitos sociais extremos: racismo, esnobismo intelectual e nacionalismo mal dirigido estavam na base da ciência da eugenia, uma mixórdia pseudo científica.

Os darwinistas sociais também estavam errados ao sugerir que a seleção natural deveria agir como um guia para a forma como deveríamos viver. Este é um exemplo da chamada ‘falácia naturalista’. Não há qualquer razão lógica que indique que há algo moralmente válido no processo de seleção natural; este é, por natureza, um processo biológico baseado em mutações aleatórias, moralmente neutro (Winston, 2006, p. 232).

Os pesquisadores das Finanças Comportamentais já acumularam observações empíricas suficientes para apoiar a crença de que a concorrência mesmo em mercados financeiros não consegue eliminar todas as anomalias do nível do indivíduo ao nível agregado. Os preços dos ativos financeiros não convergem para seus valores fundamentais, instantaneamente, pois a arbitragem no mercado é distante da perfeição que supõe a Hipótese do Mercado Eficiente. Os investidores são sempre seres racionais, mesmo em decisão sob stress, aplicando as leis das probabilidades de forma calculista às suas escolhas financeiras? As decisões costumam ocorrer sob condições complexas, desconcertantes ou indistintas, sem tempo para calcular, objetivamente, as leis das probabilidades. É comum entre os seres humanos acreditar que, pessoalmente, está acima da média em habilidade, inteligência, visão, experiência, refinamento, iniciativa e capacidade de cálculo. Por definição, todos não podem estar acima da média...

De acordo com a HEM, os preços das ações seguem ao acaso porque os corretores e investidores possuem expectativas racionais e exploram toda oportunidade de lucro no momento em que elas ocorrem. Porém, se a hipótese das expectativas racionais, que não é senão o postulado da racionalidade com outra roupagem, se desvanece nos mercados financeiros, por que deveríamos considerá-lo convincente em outros mercados? (Blaug, 1993, p. 320).

Não se deve praticar o “falsificacionismo ingênuo” e descartar um PPC simplesmente por ser sujeito a “anomalias”, a menos que exista um PPC progressivo disponível. Entretanto, segundo Blaug (1993, p. 320), “tais alternativas estão de fato disponíveis, como, por exemplo, a ‘teoria da prospecção’ de Tversky-Kahneman (1986), uma teoria da utilidade não-esperada da tomada de decisões sob incerteza (...). Seria bobagem tentar ensinar aos colegas economistas a retificar a economia da corrente principal de forma a fazê-la refletir a escolha de anomalias ou até mesmo abandonar a microeconomia padrão em favor de uma das facções dissidentes da economia que dispensa totalmente o individualismo metodológico. Entretanto, o que fica claro é que a investigação direta da ação racional, a tentativa de testar a urgência da hipótese da racionalidade, não deveria ser descartada como ‘ultra-empirismo’. (...) será importante também testar-se a perfeição descritiva das hipóteses e levar o resultado a sério”.

Só em anos recentes surgiu um modelo científico da mente emocional que explica como tão grande parte do que fazemos pode ser induzida pela emoção – como podemos ser tão racionais em determinado momento e irracionais no seguinte – e o sentido em que as emoções têm suas próprias razões e sua própria lógica. “A mente emocional é muito mais rápida que a mente racional, saltando à ação sem parar um momento sequer para pensar no que está fazendo. Sua rapidez exclui a reflexão deliberada, analítica, que é a característica da mente pensante. Na evolução, essa rapidez, com a máxima probabilidade, girava em torno da mais básica decisão: em que prestar atenção e, uma vez vigilante, quando, digamos, enfrentando outro animal, tomar em frações de segundo decisões como: eu como isso ou isso me come? Os organismos que precisavam parar muito tempo para pensar nessas respostas não tinham probabilidade de ter muita progênie para passar adiante seus genes de ação mais lenta” (Goleman, 1996, p. 307).

Ciclo de resposta dos sistemas cognitivos	
Sistema Emocional (implícito)	Sistema Racional (explícito)
Inconsciente Automático	Consciente Controlável
Aparece já em espécies mais antigas na escala evolutiva	Aparece apenas recentemente na escala evolutiva
Comum entre várias espécies	Deve ser unicamente humano
Pragmático, modular, dependente de conteúdo (parceiros sexuais; reconhecimento de faces)	Lógico, passível de representações abstratas (resolver problemas matemáticos; teorização filosófica)
Processamento paralelo e simultâneo de múltiplas fontes (ex.: expressão facial, postura corporal e entonação vocal)	Processamento serial de representações abstratas descontextualizadas (esquema de resolução passo a passo de um problema)
Processamento paralelo resulta em alta capacidade de processamento de informações, sem necessidade de esforço cognitivo consciente	Processamento seqüencial é limitado pelos recursos de atenção e memória, sendo necessário grande esforço cognitivo consciente
Não se correlaciona com inteligência geral	Correlaciona-se com inteligência geral

Fonte: adaptado de Evans (2002). In: David C. Geary. *The origins of mind* apud *Psique*, ed. Esp. Editora Escala. Ano II, n. 6, p. 42.

A mente racional faz ligações lógicas entre causas e feitos, a mente emocional é indiscriminada, ligando coisas que apenas têm traços visíveis semelhantes. Desta mente emocional brota o *pensamento categórico*, onde tudo é preto ou branco, sem matizes de cinzento. Outro modo dela se expressar é via *pensamento personalizado*, com as coisas sendo vistas com distorção, pois a pessoa está centrada em si mesmo. Esse modo de pensar confirma a si mesmo, em sistema de *validação ilusória*, eliminando ou ignorando lembranças de fatos que solapariam suas crenças e só selecionando aqueles que as apóiam. Enquanto a mente emocional toma suas crenças como verdades absolutas, descartando qualquer indício contrário, a mente racional possui crenças hesitantes, em que novos indícios objetivos podem não confirmar uma crença e substituí-la por outra.

Quando algum traço de um fato parece semelhante a uma lembrança de forte carga emocional do passado, a mente emocional responde disparando os sentimentos que acompanharam o fato lembrado. A mente emocional reage ao presente *como fosse o passado*. O problema é que, sobretudo quando a avaliação é rápida e automática, podemos não compreender que o que valia antes não vale mais (Goleman, 1996, p. 311).

Segundo consulta a dicionário, o termo *heurístico* significa o processo pelo qual as pessoas aprendem as coisas por si só, através de tentativa e erro. Esse processo de aprendizagem experimental leva as pessoas a desenvolverem as chamadas *regras de bolso* (ou regras simplificadoras), que são usadas para simplificar o processo de tomada de decisão e, em geral, se apóiam em generalizações perigosas ou falsas. Um dos grandes avanços da psicologia comportamental foi a identificação dos princípios que regem essas regras de bolso e os erros sistemáticos que elas causam.

Comumente, decisões tomadas sob incerteza são definidas por informações ou conhecimento incompleto sobre a situação, isto é, as possíveis alternativas, tanto suas

probabilidades de ocorrência, quanto seus respectivos resultados em potencial, não são conhecidas pelos tomadores de decisões.

Um aspecto intrínseco do processo de decisão sob condições de incerteza é a capacidade de 'juízo'. Juízo significa a avaliação, estimação e dedução de uma ou mais possibilidades a respeito de um conjunto específico de evidências e metas, ou seja, julgar significa fazer inferências a respeito de algo. Intuição é baseada em experiência acumulada e concerne à compreensão rápida de uma situação sem um pensamento analítico consciente. Portanto, julgamentos intuitivos podem ser considerados processos de tomada de decisão sem raciocínio intencional (Souza; Guedes, 2009, p. 38).

Modelos comportamentais sempre assumem alguma forma de irracionalidade específica. Para se orientarem a respeito, os economistas se debruçam sobre a extensa evidência de experiências compilada por psicólogos cognitivos sobre vieses heurísticos sistemáticos que surgem quando as pessoas formam crenças ou preferências. Barberis e Thaler (2002, p. 12-21) resumem o que os psicólogos aprenderam a respeito de formação de crenças, na prática, que pode ser de particular interesse para os economistas financeiros. Um componente crucial de qualquer modelo sobre mercado financeiro é a especificação de como os agentes criam expectativas. São via as seguintes *heurísticas de julgamentos*:

i. **Excesso de confiança** (*overconfidence*): em geral, as pessoas tendem a confiar demasiadamente na própria capacidade de tomar decisões de investimentos financeiros. Há crença otimista de que são capazes de escolher aplicações que terão melhores resultados que a média do mercado. O excesso de confiança aparece com a adoção da *estratégia de comprar e vender no momento certo*: comprar antes que os preços subam e vender antes que eles caiam. Um dos riscos dessa estratégia é estar fora do mercado durante alta acentuada. Com que margem de erro esse investidor pode conviver para achar que essa estratégia supera a *estratégia simples de comprar e manter*?

ii. **Reação exagerada** (*overreaction* ou *overshooting*): geralmente, a mudança nos fundamentos macroeconômicos produz reação exagerada dos investidores financeiros, seja devido à esperança que a economia tenha entrado em “nova era” com futuro muito mais promissor, seja motivada pela excessiva alavancagem financeira, resultante do período anterior de euforia, que leva rapidamente ao pânico e a vendas excessivas por qualquer preço.

iii. **Representatividade** (*representativeness*): é com base no “conhecimento popular” de estatística que se infere as chances de ganho ou de perda. Os investidores utilizam regras intuitivas de probabilidades, que não seguem a lógica racional da estatística científica, para avaliar a ocorrência de algum fato. Por exemplo, se algum resultado já ocorreu várias vezes, acha-se que a probabilidade de ele se repetir decai, mesmo sendo evento independente. Tomam decisões baseando-se em estereótipos ou mesmo preconceitos. Não avaliam se o tamanho da amostra é *representativa*, por exemplo, confiam em opinião de uma única pessoa sob a crença que basta pequena amostra para representar grupos de indivíduos similares.

iv. **Ancoragem** (*anchoring*): é o ajustamento a uma “âncora” ou valor arbitrário à disposição no momento, que passa a influenciar o juízo dos indivíduos quanto à estimativa do futuro. A *âncora*, isto é, a relevância de determinado valor, pode ser sugerida pela formulação do problema ou pode ser o resultado de computação apenas parcial. Os investidores individuais arbitram tal ponto de referência para realizar suas avaliações. Geralmente, é o valor de seu

investimento inicial. Assim, o preço de compra da ação fica na memória do investidor e ele não a vende se o valor de mercado estiver inferior àquele, mesmo que as perspectivas a respeito de “voltar ao passado” sejam muito pessimistas. É a tentativa de reduzir o sentimento de arrependimento, ao não realizar a perda, optando-se por protelar situação que mais adiante será sem escapatória. Com *medo de arrependimento*, vende logo se subiu acima do valor de compra, para se garantir algum ganho certo. Evita assim qualquer risco de perder esse ganho. Mas acaba assumindo maior risco, no caso de perda: diante da opção entre a perda certa, quando o valor caiu abaixo daquele da compra, e a possibilidade, arriscada e incerta, de retorno futuro, prefere ficar com o risco desta segunda alternativa.

v. **Disponibilidade** (*availability biases*): é a heurística cognitiva na qual o tomador de decisões confia no conhecimento que está prontamente disponível em vez de examinar outras alternativas ou procedimentos. Estima a probabilidade de ocorrência de determinado evento baseando-se nas lembranças que dispõe a respeito das circunstâncias sob as quais aquele evento ocorreu no passado, sem julgamento de frequência com que ocorre na realidade. Quando as pessoas são solicitadas para avaliar a frequência ou a probabilidade de um evento, fazem-no considerando a facilidade com que os exemplos ou as ocorrências podem ser trazidos à mente. Mas “a memória é curta”, isto é, não trata os acontecimentos antigos como os eventos mais recentes. Quando se julga a probabilidade de determinado evento se repetir, as pessoas buscam em suas memórias a *disponibilidade* da informação relevante. Esse procedimento pode produzir estimativas enviesadas, porque nem todas as lembranças estão igualmente disponíveis. Os investidores utilizam a ocorrência recente de evento mais saliente para extrapolar sua continuidade ou mesmo seguem a tendência delineada no passado e não o novo cenário esboçado sobre o futuro.

vi. **Otimismo e pensamento positivo** (*wishful thinking*): a maioria das pessoas superestima suas próprias habilidades, pois se considera acima da média, o que não pode ser verdade de maneira coletiva. Também há a “falácia do planejamento sistemático”: as pessoas predizem que suas metas serão cumpridas mais cedo do que realmente são e falham em cumprir o planejado. O otimismo gera menosprezo do risco de obtenção de resultados ruins e ilude a respeito da sensação de controle sobre condições futuras que, absolutamente, não têm nenhuma ingerência.

vii. **Perseverança ou validação ilusória** (*perseverance*): geralmente, os investidores relutam em buscar informações que contradizem suas crenças formadas previamente. São céticos quanto às evidências que enfraquecem suas opiniões. “Depois de feitas as previsões, os assessores financeiros buscam, constantemente, dados que corroborem suas projeções. Assim, falam com analistas que pensam da mesma maneira, lêem matérias e reportagens que apóiam sua decisão, enquanto o que deviam procurar fazer era ter contatos com pessoas ou fontes que questionassem suas projeções, fazendo-os refletir, procurar por pontos que não foram capazes de prever. Depois de concluída a projeção, ao invés de buscarem dados e informações que pudessem mostrar que estão errados, procuram casos que mostrem que estão certos. Essa sutil diferença pode causar grandes erros de previsão, pois o assessor de investimentos não recebe questionamentos e, portanto, não revê suas análises de maneira criteriosa” (Aranha, 2006, p. 37).

viii. **Similaridade**: essa ligação heurística conduz os investidores a acreditar que novo evento “parece igual” a alguma experiência prévia e confundir “aparência” e “realidade”. A heurística é

usada para esclarecer como as pessoas fazem os julgamentos baseadas na similaridade entre situações atuais e outras situações vividas ou protótipos daquelas situações.

Alguns economistas racionalistas desconfiam desse conjunto de evidências experimentais porque eles acreditam que as pessoas, através da repetição, aprenderão seu próprio caminho fora dos costumeiros vieses heurísticos. Crêem também que os *experts* em determinada matéria, como os operadores de bancos de investimentos, cometerão menos erros. Enfim, dizem que, com mais incentivos poderosos, esses vieses irão desaparecer.

Entretanto, segundo Barberis e Thaler (2002, p. 15), “há pouca evidência que isso, de fato, ocorra. O efeito da aprendizagem é anulado por erros de aplicação: quando o viés é explicado, as pessoas o entendem, mas imediatamente violam a racionalidade em outra aplicação específica. Especialização, muitas vezes, é obstáculo em vez de ajuda: *experts*, armados com seus sofisticados modelos, costumam exibir mais excesso de confiança do que leigos, particularmente, quando eles recebem apenas alguns *feedbacks* sobre suas previsões. Finalmente, (...) incentivos podem algumas vezes reduzir os vieses heurísticos, mas ‘não há nenhum estudo replicável que tenha demonstrado que as violações da racionalidade desaparecem simplesmente pelo aumento de incentivos’”.

Ingrediente essencial em qualquer modelo que busca entender os preços dos ativos e o comportamento dos investidores é alguma hipótese a respeito das preferências do investidor ou como investidores avaliam os riscos do jogo. A vasta maioria dos modelos assume que investidores avaliam apostas de acordo com sua estrutura de utilidade esperada. Se as preferências satisfazem determinado número de axiomas plausíveis – completude, transitividade, continuidade e independência –, de acordo com a Teoria dos Jogos de Von Neumann e Morgenstern (1947), eles podem ser representados pela função de utilidade esperada.

Barberis e Thaler (2002, p. 20) centraram a discussão no entendimento de como as pessoas atuam quando as probabilidades objetivas a respeito das ocorrências de determinado evento são conhecidas. Concluíram que, “na realidade, probabilidades raramente são objetivamente conhecidas. Para enfrentar estas situações, Savage (1964) desenvolve uma contrapartida para a *utilidade esperada* conhecida como *utilidade esperada subjetiva* [SEU na sigla em inglês]. Sob certos axiomas, as preferências podem ser representadas pela expectativa da função utilidade, desta vez ponderada pela probabilidade decorrente da avaliação subjetiva do indivíduo”.

A experiência sugere que as pessoas não apreciam situações onde estão incertas a respeito da distribuição de probabilidade do jogo. Tais situações de incerteza são conhecidas como de *ambigüidade*, e o desgosto geral delas, como *aversão à ambigüidade*. Segundo Santos (2007, p. 29), elas ocorrem “quando os investidores não se sentem competentes o suficiente para tomar decisão que envolva risco (Heath; Tversky, 1991). Normalmente, os indivíduos buscam dois caminhos: algum mercado no qual possui conhecimento suficiente para avaliar os riscos ou algum especialista que possua competência para avaliar melhor os cenários prováveis de ocorrência” (Fox; Tversky, 1995).

A tendência reativa à *aversão à ambigüidade*, normalmente, gera a busca de caminho conhecido: denominada *preferência pelo familiar*, ocorre muito quando os investidores optam, demasiadamente, por aplicar em ações da empresa onde trabalham ou em outras conhecidas nacionalmente. Partem para a “*diversificação ingênua*”, ou seja, diversificação insuficiente dos

riscos dos investimentos com tendência de seleção da carteira de ativos baseada na “*regra 1/n*”, isto é, n é o número de opções disponíveis nas quais são distribuídas, igualmente, as alocações do dinheiro disponível. “A diversificação ingênua ocorre quando indivíduos resolvem decisão complexa através de regra de bolso simplista. (...) *não se deve colocar todos os ovos na mesma cesta*” (Santos, 2007, p. 38).

No estudo apresentado por Thaler (1999), há quatro fatores com conexão direta com a diversificação ingênua. O primeiro é a *contabilidade mental*: a maneira como os investidores individuais, cognitivamente, contabilizam as suas atividades financeiras. Eles possuem a tendência de manter contas mentais separadas para cada investimento, fazendo com que tenham dificuldade de olhar a carteira de investimentos como um todo. Os investidores enxergam os dividendos como renda e não como capital, logo, retirar os dividendos e gastá-los faz sentido e não é doloroso, ao contrário de vender ação com lucro, consumir parte desses recursos e comprar outra ação. Seguindo a regra de bolso “*não se faz compra com venda de patrimônio*”, usar renda para o consumo é mais aceito pelos investidores do que consumir capital.

A forma como os investidores separam “capital” de “renda” faz com que eles tomem decisões diferentes em relação a seus investimentos, comprovando a *dependência pela forma*. Os teóricos das Finanças Comportamentais afirmam que, quando um investidor ou tomador de decisão não consegue avaliar o problema por todos os ângulos, suas decisões dependem muito da maneira como ele enxerga o problema naquele momento, ou seja, o comportamento depende da forma de apresentação da situação. Segue daí o segundo fator da diversificação ingênua, que é a “*conta de riqueza*” (*wealth accounts*), ou seja, a propensão a resgatar aplicações classificadas em contas de maior liquidez interfere, inconscientemente, na alocação adequada de recursos. Nesse caso, os investidores individuais não seguem a seguinte regra de bolso dos profissionais: “*dinheiro não tem carimbo*”...

O terceiro fator relacionado à diversificação ingênua refere-se à *aversão à perda*, somada à dependência da forma. As maneiras diversas pelas quais os mesmos retornos dos investimentos são demonstrados aos investidores influenciam muito em suas novas alocações. Os investidores reagem de maneira diferente ao mesmo problema quando a forma de apresentação desse problema é alterada.

Segundo leitura de Aranha (2006, p. 18) do trabalho de Kahneman e Tversky (1979), há assimetria entre os sentimentos de ganho e perda. “Perda tem duas vezes e meia mais impacto emocional, em qualquer pessoa, do que ganho de mesma magnitude. A esse fenômeno foi dado o nome de *aversão à perda*. Esse fenômeno, amplamente estudado e empiricamente verificado, leva os investidores a não quererem vender nenhum ativo com prejuízo já que estariam, assim, assumindo a perda. A esperança pela recuperação do investimento, provavelmente, é a maior causa de perdas em carteiras de investimento já que pode fazer com que os prejuízos se perpetuem e os lucros se limitem”.

Finalmente, o quarto fator com conexão direta com a diversificação ingênua é o *medo do arrependimento*. Não é, exatamente, a aversão à perda, mas sim à sensação de ser o responsável direto pela perda. Ele faz com que as pessoas tomem decisões uniformes ao longo do tempo, por exemplo, aplicar em ações o mesmo percentual de sua renda, todos os meses, independentemente do estado do mercado acionário, isto é, em alta ou em baixa. A busca pela minimização do

arrependimento também leva os investidores a preferir consumir os dividendos a vender ação para gastar os recursos, pois, se sua cotação subir, depois, eles se arrependerão. Cria-se a *heurística da afeição* em relação àquela ação ou qualquer outra propriedade. As respostas afetivas a determinado estímulo ocorrem rápida e automaticamente.

A aversão à perda está também ligada ao “efeito da dotação” (*endowment effect*) e ao “viés do *status quo*” (*status quo bias*). O primeiro é caracterizado pela exigência dos investidores por valores mais altos do que eles mesmo estariam dispostos a pagar para abrir mão de determinado bem. O segundo descreve a predisposição dos investidores em manter as coisas da maneira como estão. Em oposição aos investidores ansiosos (*daytraders*), que negociam, freneticamente, em busca de melhores retornos, há os lentos com viés do *status quo*. Investidores conservadores preferem guiar-se por aquilo que lhes foi oferecido, em determinada conjuntura, e com o qual se comprometeram, sem rever essa estratégia, mais tarde, ao verificar que não houve acerto em vista dos resultados auferidos. Há também a resistência a realizar qualquer tipo de investimento, dada a complexidade da estressante decisão, preferindo-se manter, por muito tempo, o dinheiro inativo na conta-corrente, arcando com custo de oportunidade.

Heródoto disse que as grandes façanhas são geralmente obtidas com grande risco. Winston (2006, p. 257) acrescenta: “grandes riscos frequentemente ocorrem sem que se tente qualquer grande façanha”. Várias realizações humanas devem sua existência ao desejo de se arriscar. O instinto de sobrevivência é constantemente minado pela capacidade humana de abandonar toda precaução. Por que se joga quando se sabe que as chances estão contra? Será que o instinto de se arriscar é uma adaptação útil? Em tempos remotos, ocasionais períodos de escassez em determinadas regiões só foram superadas pelas descobertas de regiões longínquas mais abundantes. Essa emigração não tinha garantia de sucesso. A seleção natural pode ter favorecido aquele que se arriscou. Às vezes, o risco não vale a pena, mas a estratégia apenas será julgada em longo prazo.

Algumas pessoas sempre se arriscam, e não só quando avaliam que a chance de perda é menor. Winston (2006, p. 265) diz: “eu suspeito que o instinto esteja tão enraizado que se arriscar é um elemento fundamental da psicologia humana, independentemente do fato de estarmos ou não procurando uma parceira [sexual]”.

Este autor também lembra que “a competição pode em algumas circunstâncias ser uma força extremamente positiva para a sociedade humana, não necessariamente, como Adam Smith poderia dizer, para garantir a eficiência do mercado livre e a geração de riqueza. O instinto de competição tem um papel em cada ramo da atividade humana (...). Talento natural raramente é o bastante para os verdadeiros gênios – o talento é geralmente acompanhado de persistência, propensão para o risco e um desejo ardente de ser o melhor” (Winston, 2006, p. 268).

3 Homo Pragmaticus e Arte da Especulação

Todos esses fatores emocionais que envolvem as decisões financeiras levam os investidores individuais a confiar seus investimentos a gerentes de carteiras em atividade profissional, apesar das evidências apontarem que a maioria deles não consegue, sistematicamente, superar os principais índices do mercado. Os poucos gerentes ocasionalmente bem-sucedidos mostram pouca consistência de ano para ano, dificultando a distinção entre sorte e habilidade. A lei das médias prevê que cerca de metade dos gerentes em atividade superará o mercado em cada ano. O investidor

comum se coloca a seguinte dúvida: será que o seu gerente não estará entre eles? Alguém irá ganhar, afinal... Quando transfere a responsabilidade de decidir para outra pessoa, o investidor se livra da carga emocional de ser o responsável direto pela decisão que levou à perda. O auto-engano é menos doloroso que o medo do arrependimento.

Entretanto, um dos debates na “fronteira teórica” das Finanças Comportamentais diz respeito a se as heurísticas dos investidores individuais, “amadores” e/ou pessoais de “investimentos pequenos” são distintas das dos investidores institucionais, “profissionais” e/ou terceirizados de “investimentos grandes”. É importante inclusive para deduzir se faz sentido segregar operações financeiras de grande porte, deixando-as restritas aos “investidores qualificados”. Envolve também a discussão da importância e dos limites da “educação financeira” em que, supostamente, se formaram os investidores profissionais. Cabe a reflexão sobre o papel dos órgãos reguladores em exigir e das instituições em prover essa educação aos seus clientes. Pode-se inclusive debater se o fato de existir *insider* e *outsider* provoca *boom* e *crash*, comportamentos miméticos de “seguir o líder da manada”, etc.

Kindleberger (1996/2000, p. 37-38), por exemplo, afirma que “os *insiders* desestabilizam, elevando os preços mais e mais, e vendendo, no auge, aos *outsiders*, que compram nessa fase e vendem no final, na baixa, quando os *insiders* estão retornando ao mercado. (...) *Insiders* profissionais desestabilizam, exagerando as altas e as quedas, enquanto os *outsiders* amadores, que compram por preço alto e vendem por outro mais baixo, são vítimas da euforia, que os irá afetar mais tarde”.

Outra crítica que ele faz à suposta racionalidade (única) dos participantes do mercado por parte das Finanças Racionais é que “os participantes da cotação por um ativo podem pertencer a classes distintas, com distintos interesses, experiências e propósitos: há diferentes graus de especialização diante de cada situação” (Kindleberger, 1996/2000, p. 281). Há capacitação em termos de cinco estágios: 1. Principiante, neófito ou amador; 2. Principiante avançado; 3. Competente; 4. Proficiente; 5. Especialista.

Berstein (1997, p. 297-300; 2008, p. 33-37) acaba distinguindo entre os seguidores de Ideias Capitais (Finanças Racionais) e os que cometem os “erros” apontados pelas heurísticas pesquisadas pelas Finanças Comportamentais. Aqueles se aproveitam dos comportamentos “irracionais” destes.

O próprio Daniel Kahneman, autor das Finanças Comportamentais, laureado por Prêmio Nobel em 2002, em entrevista à FSP, em 31/05/09, afirma que “os indivíduos tomam direções diferentes da dos investidores institucionais. Estes atuam de forma muito diferente da psicologia do investidor individual. Eles têm mais informação, utilizam pesquisas e tecnologia para detectar oportunidades. Há pesquisa que mostra que os investidores institucionais e os indivíduos não respondem da mesma forma às mesmas notícias. Aqueles são mais estáveis e costumam tomar vantagem destes últimos. Na tentativa de acertar, o investidor individual reage demais e erra mais e mais”.

Aranha (2006, p. 34-35) discorda de todos eles. “Como se não bastassem todas as armadilhas que a natureza humana dos investidores arma, esses por diversas vezes aconselham-se com assessores financeiros que, claro, são mais treinados e acostumados ao dia a dia do mercado,

mas que, antes de mais nada, são humanos e, portanto, estão também sujeitos a diversos fenômenos comportamentais”. Ele se coloca a pergunta: “Os assessores financeiros estão livres dos fenômenos comportamentais e conseguem aconselhar seus clientes de forma perfeitamente racional, sem se deixar levar pelas emoções de seus clientes ou sem cair em suas próprias armadilhas?”. Responde: “A resposta, claro, é que *não*, afinal, são eles, os assessores financeiros, mais treinados e habituados às práticas do mercado, mas sua psicologia humana continua presente em seu comportamento e, portanto, apresentam racionalidade limitada”.

Com o propósito de oferecer mais um testemunho neste debate, vale a pena examinar os “Axiomas de Zurique”. Esta expressão foi cunhada em clube de investidores suíços, estabelecidos em Wall Street, depois da Segunda Guerra Mundial, que operavam em mercadorias e ações. Além da nacionalidade, o que os unia eram o desejo de enriquecer e a convicção de que ninguém jamais ficou rico recebendo apenas salário. O trabalho de codificar os “Axiomas de Zurique” foi assumido pelo filho de um desses banqueiros suíços, chamado Max Gunther. Seu livro, publicado no Brasil em 1992, encontra-se facilmente para download na internet.

Esses axiomas constituem doze regras para assumirem riscos. Segundo seu compilador, constituem não apenas uma “filosofia da especulação”, mas também referências para a obtenção de sucesso financeiro, na medida que “enriqueceram muita gente”. São 12 grandes axiomas e 16 axiomas menores. Examiná-los, brevemente, servirá para verificar se essa cartilha do especulador profissional sobre estratégia de mercado colide com as Finanças Racionais e sanciona as Finanças Comportamentais, ou vice-versa.

O primeiro Grande Axioma é o *do Risco*: “*preocupação não é doença, mas sim sinal de saúde; se o investidor não está preocupado, ele não está arriscando o bastante*”. Preocupam-se em solicitar conselhos sobre investimentos aqueles indivíduos que têm seus salários começando a ser mais do que se precisam para cobrir as necessidades básicas de suas vidas, mas insuficientes ainda para obterem o status de quem não necessita trabalhar, produtivamente, ou seja, de ser membro da “classe ociosa”, segundo a concepção de Veblen (1899).

A maioria dessas pessoas agarra-se à segurança como se fosse a coisa mais importante do mundo. Os psicanalistas espalharam, sem provar, a convicção de que as preocupações fazem mal e a sanidade mental significa, antes de tudo, manter-se calmo. Algumas seitas místicas e meditativas sugerem que “quanto menos o indivíduo tiver, menos terá com que se preocupar”. A filosofia dos “Axiomas de Zurique” diz exatamente o oposto: “*se o seu principal objetivo na vida é fugir das preocupações, então você nunca deixará de ser pobre*”.

Para não se morrer de tédio, vegetando, a vida tem de ser vivida como uma aventura. Esta aventura está em enfrentar algum tipo de risco e superá-lo. Lógico, ao enfrentar riscos, entra-se em estado de preocupação. E daí? Preocupações são parte integrante dos grandes prazeres da vida, por exemplo, ocorrem no amor e nos esportes! Não se deve sacrificar a aventura de enfrentar riscos, que dá sabor à vida, apenas em nome de alcançar a “felicidade da quietude”.

Depósitos em poupança oferecem o sossego de saber que o dinheiro está seguro, mas não enriquecem ninguém. No início do ano, deposita R\$ 10.000,00, soma no final menos de R\$ 800,00 com o rendimento de 6,17% mais TR (Taxa de Referência), na média, menos de R\$ 67,00 mensais, mas sabe que mais do que a metade disso apenas compensa a perda de poder aquisitivo devido à

taxa de inflação (4,5% aa). Ninguém jamais conseguirá qualquer mudança substancial na sua situação financeira apenas depositando em poupança. Assim como tampouco ficará rico apenas recebendo salário sem bônus nem participação em lucro. Mas a classe média é, inexoravelmente, empurrada nessa direção – viver de salário e aplicar em poupança – por questão de educação e condicionamento social.

A regra básica educacional deveria ser ensinar que só metade do potencial de uma pessoa deveria ser utilizada para ganhar salário; a outra metade devia ser aplicada em investimentos e especulações. A menos que tenha riqueza por herança, a única maneira de sair da pobreza é se submeter a riscos especulativos. Logicamente, assumir riscos implica a possibilidade de perder em vez de ganhar. Ao especular com seu dinheiro, arrisca-se a perdê-lo e acabar mais pobre. Gunther (1992, p. 6) faz a pergunta: “que diferença faz, realmente, se ficar um pouquinho mais pobre, na tentativa de se tornar mais rico?”. Afinal, quem organizar sua vida financeira em torno de salário como sustentação principal passará o resto da vida no máximo como “remediado”.

Os mais célebres operadores de Wall Street jamais esconderam que o estado de quase permanente preocupação é parte do seu estilo de vida. Mas eles não se queixam do modo como vivem. Se fossem obrigado a escolher entre preocupações e pobreza, certamente prefeririam as preocupações. Gostam de se preocupar o tempo todo com as suas especulações. O nível de risco que assumem a maior parte do tempo dá preocupações suficientes apenas para dar algum sabor à vida, porque todas as jogadas financeiras visando lucro envolvem riscos, seja o indivíduo especulador ou não. Se quiser apenas manter o dinheiro protegido da inflação, é melhor aplicar em poupança ou títulos de dívida pública, isto é, renda fixa. Mas quando o risco é baixo, o retorno é igualmente baixo.

Há supostas diferenças entre investir e especular. Os seguidores dos “Axiomas de Zurique” se denominam de especuladores. Embora ser investidor pareça mais seguro, na verdade, não existe nenhuma diferença: todo investimento é especulação, pois não existe investimento sem risco. Toda jogada financeira será sempre especulação.

Deste primeiro grande axioma deriva-se o primeiro menor: “*só aposte o que valer a pena*”. Um antigo clichê diz: “*só se deve apostar o que se possa perder*”. Por ser tão repetido, acabou adquirindo aura de verdade. Como a maioria das pessoas o interpretam, parece ser a fórmula que, praticamente, garante contra maus resultados. Uma soma que se pode perder é tão diminuta que não representará diferença significativa no bem-estar financeiro. Mas, se apostar pouco e dobrar o dinheiro, continuará pobre!

A única maneira de enriquecer é apostando quantias que valham a pena. Se a quantia for tão pequena que a sua perda não represente diferença significativa, o mais provável é que tampouco trará ganhos significativos. Mas não deve ser soma que, perdida, levará à bancarrota. Deve se avaliar, pouco a pouco, ganhando experiência e confiança na solidez da psique para ir aumentando a dosagem de preocupação. Cada especulador acaba encontrando o seu próprio nível de tolerância a riscos.

O certo é que, com participações minúsculas, não se fica rico nunca. Apostar grande, ter disposição de correr risco e, afinal, sorte, são ingredientes necessários para a carreira de

especulador. Mas, se perder, não pode ser o fim do seu mundo. Tem de tentar de novo. Geralmente, tem-se muito mais a ganhar do que a perder.

O segundo axioma menor é: “*resista à tentação das diversificações*”. Diversificação, no sentido usado pela comunidade de investimentos, significa “espalhar dinheiro”, isto é, colocá-lo em uma porção de pequenas especulações, em vez de em poucas e grandes. A idéia de segurança que está por trás dessa atitude. Esta é a ladainha dos aconselhamentos convencionais de investimentos. “O fato é que a diversificação, ao reduzir os riscos, reduz também, na mesma medida, qualquer esperança que você possa ter de ficar rico” (Gunther, 1992, p. 8).

Os aventureiros de classe média costumam começar suas proezas especulativas com capital limitado, por exemplo, 5.000 dólares. Como a sabedoria convencional manda diversificar, costumam adotar a “regra de 1/n” e fazer 10 apostas de 500 dólares cada. Enfim, ficam protegidos, praticamente, de todos os perigos, inclusive do “perigo de enriquecer”...

A diversificação tem três grandes defeitos. Primeiro, viola o preceito do Primeiro Axioma Menor – fazer apostas que valham a pena. Diversificando muito, pode acabar ganhando quantias que, absolutamente, não valem nada. Segundo, ao diversificar, cria uma situação em que, provavelmente, ganhos e perdas acabam se cancelando e deixando o investidor exatamente onde começou: no ponto zero. Terceiro, ao diversificar, perde-se o foco, enquanto se tiver somente umas poucas especulações em andamento e, se uma ou duas se derem mal, dá para adotar posição defensiva. Quanto maior o número de especulações em que se entra, mais tempo e necessidade de pesquisa terá de dedicar-lhes. Quando as coisas começam a dar errado, surgindo um problema atrás de outro, o pânico pode tomar os novatos no mercado e deixá-los paralisados. Pressionados a tomar decisões demais, rapidamente, acabam não fazendo nada.

São três grandes defeitos da diversificação face apenas a uma qualidade: segurança. Mas um pouco de diversificação, provavelmente, não fará mal. Gunther sugere três boas especulações, talvez quatro, até meia dúzia, se a atração for demasiadamente forte, mas, pessoalmente, ele não gosta de ter mais de quatro de uma só vez. Mas sua recomendação maior é, ao especular, colocar seu dinheiro em alternativas que realmente o atraiam, e em mais nenhuma, jamais comprando algo apenas pela necessidade de ter uma “carteira diversificada”. O clichê em Wall Street foi reformulado: “*ponha todos os seus ovos no mesmo cesto e tome conta do cesto!*”. Enfim, é muito mais fácil tomar conta de um, ou poucos cestos, do que uma dúzia deles.

O segundo Grande Axioma é o da Ganância: “*realize o lucro sempre cedo demais*”. O alerta é necessário porque os “amadores” demoram demais nas paradas – e perdem. Conseguindo dominar a ganância via autocontrole, isto é, parando quando está ganhando, o especulador aumenta as chances de ficar rico. Ganância significa querer em excesso, querer mais, sempre mais, até perder o controle do seu desejo, ou seja, passar a querer mais do que queria no começo. O “comprismo” descontrolado também é inimigo do especulador. Se ele quiser menos, vai para casa com mais.

Outras advertências são feitas: “*não force seu ganho*”; “*não estique sua sorte*”; “*aposte sempre por períodos breves e modestos*”; “*não se deixe dominar pela ganância, quando estiver com bom lucro, realize-o e caia fora*”. No curso de alguma jogada especulativa, de tempos em tempos, ocorrerão períodos de ganhos. São breves, não duram sempre. E não se pode saber de

antemão quanto vai durar um período de ganho. O melhor, portanto, é não ficar esperando lucro em excesso.

De vez em quando, o especulador lamentará ter saído do mercado. O período de ganhos prosseguirá sem sua participação. Observando esse movimento, ele ficará contabilizando o que deixou de lucrar. Mas, para compensar ocasiões que deixou de ganhar, haverá muitas outras em que a decisão de sair terá sido acertada. Em longo prazo, o controle da ganância rende mais.

O Segundo Grande Axioma sugere sempre realizar o lucro cedo demais, isto é, antes que o período de ganhos tenha atingido o pico. Como não se consegue avistar o pico, é prudente presumir que esteja próximo e não longe. Não se deve preocupar com a possibilidade de se arrepender, caso os ganhos continuem ainda por longo tempo. A preocupação deve ser realizar o lucro antes do pico. Embolsar um bom lucro é o que importa, e não ter ganhado o máximo que seria possível. Nunca se saberá isso a priori.

Para prevenir contra o medo do arrependimento, comum nas cercanias da Bolsa de Valores, não se deve olhar a cotação de ação que já se vendeu. “Ficar na saudade”, segundo Gunther (1992, p. 13), “é uma das sensações mais penosas que um especulador do mercado de ações é capaz de experimentar. (...) É, simplesmente, algo com que o especulador tem de aprender a conviver”.

Esse medo de arrependimento ocorre porque ações têm cotações diárias, em dias úteis, diferentemente, por exemplo, de imóveis. A ausência de cotações diárias dá proteção emocional ao investimento imobiliário. Pode-se ter uma idéia geral, bem vaga, de quanto vale a residência, mas, a menos que a propriedade se ache realmente à venda, recebendo ofertas, não há muito mais do que palpites sobre quanto possa valer. Tampouco pode se saber, exatamente, o valor de mercado de imóvel que vendeu no passado, o que evita a sensação de arrependimento. Para a maioria das famílias, que tem a casa não só como o lugar para morar, mas também como o maior investimento realizado, isso tudo dá maior tranquilidade do que investir em ações.

Para se investir em ações, não se pode viver se martirizando a ponto de toldar o raciocínio estratégico. Crise de ódio ou arrependimento leva ao medo de vender qualquer coisa. O temor da história se repetir provoca paralisia que impede comprar outras ações.

O Terceiro Axioma Menor – “*entre no negócio sabendo quanto quer ganhar; quando alcançar a meta, caia fora*” – ajuda a resolver o paralisante problema de saber quanto é o bastante. Quanto mais se tem, mais se quer. Se a especulação dá certo e a fortuna do especulador cresce, a posição recém-atingida vira posição inicial. Quando se ganha, de repente, surge a sensação de dotação de poder natural de ganhar sempre. É o processo de habituação que produz a sensação de que sempre teve “direito natural” àquele dinheiro. Em vez de considerar aquela soma como sua posição final, na estratégia adotada, trata-a como posição que vai se desdobrar, naturalmente, em novos ganhos. Perde-se a noção de que é necessário sair daquela posição.

Na linha temporal, o presente pode ser o início de novo ciclo, como também o final de tendência anterior. Como isso somente será confirmado *ex-post*, não se deve confiar na permanência do sucesso obtido em eventos já transcorridos, mas sim avaliar *ex-ante* qual é o grau de incerteza quanto ao futuro.

No mundo dos jogos financeiros especulativos, as posições finais não são claramente visíveis, percebidas e compreendidas. O próprio investidor terá de decidir quanto basta. *Saber qual*

é o ponto final, quando cumpre seu objetivo inicial, é técnica essencial que o bom especulador tem que dominar. Antes de começar a corrida especulativa, deve estabelecer onde é a linha de chegada. Seja qual for seu objetivo, não pode buscar nada inalcançável, mas sim meta viável em certo prazo.

Boa maneira de reforçar a sensação de “final” é estabelecer alguma forma de premiação para si próprio. Por exemplo, pegar parte modesta do lucro para gastar em algo que dê prazer imediato. Assim, o final associa-se a algum objetivo concreto. Esse estratagema psicológico dá a sensação de “dever cumprido” e a disposição para pensar em outro desafio.

A contabilidade mental dos investidores comuns possui a crença de que o dinheiro de investimento deve ser intocável. Supostamente, não se deve gastá-lo em recompensas triviais, “esbanjando capital”. Gunther (1992, p. 16) faz pergunta-chave: – “Por que se dar tanto trabalho para ganhar dinheiro? Para que serve? Para dar prazer ou dor?”. Responde, sem se envergonhar: “o investidor ou especulador deve gastar parte de seus ganhos”. Dinheiro de investimento é dinheiro como outro qualquer; não tem nada de ficar segregado em nome do futuro, isto é, de emergência, da velhice, de herança para os filhos. Gastar um pouco, para comemorar objetivos alcançados, previne a ganância que leva a perder muito.

Neste sentido, é aconselhável manter o capital especulativo o mais líquido que puder, facilmente resgatável. Inovação financeira recente permite ter também o objetivo de liquidez que facilita celebrar o alcance de “posição final”. É melhor habituar-se a vender cedo demais e, uma vez resgatado o dinheiro, comemorar e não se atormentar se a alta continuar sem sua presença. Se durar muito, é o caso de se consolar, pensando que protegeu ganhos certos. A única razão para não liquidar a posição, quando se atingiu o previamente traçado, é o surgimento de algum fato novo que, praticamente, garanta que continuará ganhando durante algum tempo mais.

O terceiro Grande Axioma é *o da Esperança*: “quando o barco começar a afundar, não reze, abandone-o”. O anterior dizia sobre o que fazer quando a estratégia dá certo, este é sobre como escapar quando dá errado. Não se deve ter dúvida que tanto haverá acertos quanto equívocos nos palpites sobre o futuro. Parte das opiniões sobre os fundamentos macroeconômicos serão equivocadas. Alguns conselhos ouvidos atrapalharão. Haverá falsas esperanças. Especuladores que progridem sabem o que fazer, sem hesitação, quando a onda especulativa se voltar contra eles.

“Saber sair de situação complicada talvez seja o mais raro dos dotes especulativos”, diz Gunther (1992, p. 17). A maioria dos profissionais prefere dizer que “opera” no mercado, mas ele prefere a palavra correta para o que eles fazem: especulação. O talento essencial requisitado para se tornar “vencedor”, paradoxalmente, é “aprender a perder”. O amador fica na esperança de ocorrer um lance fortuito de sorte; o profissional estuda o meio de se safar. Esta é a grande diferença entre os dois. Este vive do jogo, aquele joga ocasionalmente.

A incapacidade de abandonar, rapidamente, a operação perdedora custa mais que qualquer outro erro. Aprender a perder significa ter coragem de vender com prejuízo, antes que ele se agrave mais. Exige estudar logo a situação, perguntar-se se o problema que vem crescendo tem solução. Se não há nenhum indício confiável e tangível de melhora, deve-se começar a agir, sem mais delongas. Ter calma e sair antes do pânico geral.

Nos casos de mercados com pregão diário, tipo ações ou mercadorias a futuro, a “regra de ouro” é vender quando o preço da ação cair entre 10% e 15% em relação ao preço mais alto

alcançado enquanto em seu poder. Não importa se, nessa altura, você estiver perdendo ou ganhando. A idéia é cortar os prejuízos cedo: “aceitar pequenas perdas, para se proteger das grandes”.

Para agir como sugere o Terceiro Grande Axioma, há três grandes obstáculos, para os quais tem de estar psicologicamente preparado para enfrentá-los. O primeiro é o medo de arrependimento. Deve-se saber que reviravoltas da fortuna não acontecem todo dia. Mas os problemas que costumam causar quedas de preços em ativos especulativos – ações, mercadorias, imóveis, moedas, etc. – tendem a perdurar muito tempo. Não se pode deixar o capital imobilizado em operação perdedora, quando ele deveria estar rendendo em negócio lucrativo.

O segundo obstáculo é a necessidade de se abrir mão de parte de algum investimento. O instinto do pequeno especulador típico o condiciona a agüentar o sacrifício na esperança de, em algum dia, recuperar o dinheiro na mesma operação. Mas o jeito de recuperar alguma perda é tirar logo o dinheiro dali e aplicá-lo em algo rentável.

Quando se especula com recursos próprios, ou seja, quando não se utiliza dinheiro emprestado, para alavancar a rentabilidade, a vida financeira é relativamente simples. Ninguém tem nada a haver com a perda. Mas quando, para adquirir algum papel financeiro, uma percentagem é financiada, as ações ficam hipotecadas como garantia. Se cair o preço à vista do papel, cai junto o seu valor dessa garantia. Haverá, então, a temida “chamada de margem”: ou se comparece com dinheiro para cobrir o valor da garantia dada, ou será vendida a posição. Se não quiser abrir mão de parte do seu investimento, o especulador terá de colocar dinheiro novo nele. Geralmente, a reação mais correta é não se comprometer ainda mais.

O terceiro obstáculo é a dificuldade de admitir o próprio erro. Você faz um negócio, dá errado, o jeito é cair fora. Para isto, porém tem de admitir, para si próprio, que errou. Processo de auto-análise honesta é doloroso. O perdedor típico tenta escapar dessa “punição”. Quando compra algo, cujo preço passa a cair, ele se agarra ao que comprou na esperança que fatos futuros venham a lhe dar razão. Crer que a queda é apenas temporária, aplaca o ego ferido... temporariamente. Até que o valor do investimento retorne ao valor nominal original, sua “âncora”, ele pode ter sofrido depreciação real ou custo de oportunidade que o auto-engano não esconde mais. “Recusar-se a aceitar que está errado é a mais errada das reações possíveis”, diz Gunther (1992, p. 20).

O Quarto Axioma Menor – *“aceite as pequenas perdas como fatos da vida, pois vai incorrer em várias, enquanto espera um grande ganho”* – sugere que as pequenas perdas nos protegem das grandes. É excelente proteção criar o hábito de aceitar pequenas perdas, caindo fora e partindo para outra operação. O antigo provérbio – *“quem espera sempre alcança”* – não é verdadeiro no mercado financeiro.

A atitude correta é aceitar como normais as pequenas perdas assim como se aceita pagar impostos ou tarifas de serviços públicos. Ninguém paga de maneira voluntária, mas sim porque é compulsório. As pequenas perdas são parte do custo da especulação: através delas é que se adquire o direito de esperar os grandes ganhos.

Uma maneira de preparar-se, antecipadamente, para as pequenas perdas, é dar ordens de *stop-loss* de caráter permanente para o corretor. Algumas corretoras só as aceitam acima de certo volume de investimento. Limitam as perdas em nível predeterminado. Caso ele seja atingido, o

corretor venderá as ações automaticamente. A grande vantagem é que esse tipo de ordem tira a angústia de decidir a cada momento se vende ou não. Delimita o montante de perda a priori. A desvantagem é que as ordens de *stop-loss*, justamente, retiram a flexibilidade do julgamento discricionário. A regra não possibilita o arbítrio conjuntural. Gunther (1992, p. 20) acha que “é melhor operar sem mecanismos automáticos que decidam as perdas”. Enriquece, pessoalmente, aprender a tomar decisões difíceis na vida. Viver implica em aceitação de riscos.

O Quarto Grande Axioma é o das Previsões: “o comportamento do ser humano não é previsível; desconfie de quem afirmar que conhece algo que seja do futuro”. O conhecimento do futuro é um dos mais desesperadamente ambicionados. Mas, freqüentemente, é erro ouvir os “profetas da economia”, que sabem tanto do futuro quanto você, isto é, quase nada. Os oráculos financeiros são videntes regamente pagos para dar palpites errados sobre o futuro. Como a verdade é que ninguém tem a mais remota idéia do que vai de fato acontecer no futuro, é necessário largar o vício de dar atenção às previsões de economistas ou qualquer outro oráculo do mercado financeiro. Estes videntes só sabem a regra básica: “se não consegue prever certo, preveja muito”. Afinal, depois, eles só lembram as previsões que deram certo...

Há a profecia auto-realizável. Quando determinada celebridade do mercado diz que alguma coisa irá acontecer, ela pode acabar acontecendo, simplesmente, porque as pessoas passam a agir como acreditassem que aquilo aconteceria. Mas nem sempre as profecias acabam se confirmando por si mesmas de maneira confiável. Todo profeta às vezes acerta, outras vezes erra, erra mais do que acerta, mas quem vai fazer previsões acerca das previsões do profeta? Neste caso, para que serviriam os próprios profetas? Talvez eles sirvam apenas para “validação ilusória” das nossas próprias convicções...

Não existe ninguém capaz de prever com certeza os eventos humanos. Os fenômenos envolvendo dinheiro são manifestações do comportamento humano. Na Bolsa de Valores, predominam as emoções humanas. O que os seres humanos participantes do mercado estão sentindo e fazendo é que determina as altas e as baixas. Gunther (1992, p. 24) afirma que “o preço das ações de determinada empresa não sobe por causa de dados contábeis, nem porque as perspectivas futuras da empresa são objetivamente boas”. Ele descrê da análise fundamentalista, baseada em índices e agregados macroeconômicos. Tudo resulta de interação humana. Bons e maus tempos são causados por gente, por pessoas empenhadas na batalha pela sobrevivência.

O fato, simplesmente, é que são demais as variáveis envolvidas, quando inúmeros agentes econômicos tomam incalculáveis decisões. Assim, descrê da possibilidade de estudos macroeconômicos produzir previsões confiáveis a respeito dessa complexidade. O comportamento humano é imprevisível. Toda previsão implica risco, jamais sendo inteiramente confiável. Portanto, a sugestão é esquecer todos os prognósticos.

O especulador de sucesso não baseia sua jogadas no que, supostamente, vai acontecer; ele reage ao que realmente acontece. Tem de traçar seu projeto especulativo baseado em reações rápidas a eventos que vê que está acontecendo à sua frente, na hora. O ato de colocar dinheiro em determinada operação exige pesquisar, estudar, pensar. Ela é, por si só, uma espécie de previsão pessoal. Mas a aposta especulativa pode não dar certo. Se não estiver a caminho da linha de chegada preestabelecida, é necessário mudar de rumo, rapidamente.

O Quinto Grande Axioma é o dos Padrões: “até começar a parecer ordem, o caos não é perigoso”. Gunther (1992, p. 27) adverte: “no momento em que você começa a acreditar ter enxergado determinado padrão de ordem nos assuntos que envolvem seres humanos, inclusive nos assuntos financeiros, está correndo risco”.

Todo teórico está buscando encontrar algum padrão no meio ao caos. Na visão pragmática, o mundo do dinheiro é desordenado, sem nenhum padrão de comportamento, ou seja, verdadeiro caos.

Os fundos mútuos de investimentos são administrados por profissionais formados nas melhores universidades norte-americanas, disputados por salários e bônus extraordinários, atendidos por milhares de assistentes, tendo à disposição imensas bibliotecas especializadas em fatos e teorias financeiras, dispoendo também de apoio computacional para elaborar os modelos econométricos mais sofisticados. Se, em meio à desordem financeira, fosse possível discernir algum padrão com dedução da fórmula ideal para se operar no mercado, sem dúvida, essas “mentes fabulosas” já deveriam tê-lo feito há muito tempo.

Porém, Gunther (1992, p. 28) constata que “os fundos mútuos são especulações como outras quaisquer: seus administradores às vezes ganham, outras vezes perdem. (...) [não são] mais espertos nem mais bem-sucedidos que o especulador solitário, que opera apenas com a sua dor de cabeça e uma calculadora barata”.

A razão que esses cérebros privilegiados não acham a fórmula do sucesso é só uma: ela não existe. Se o investidor comum preferir especular em cotas de fundos, estará operando no mesmo caos que encontraria se estivesse especulando diretamente com ações, arte, mercadorias, moedas, metais preciosos, imóveis, antiguidades ou rodas de pôquer. As regras do jogo especulativo são as mesmas, seja para os investidores individuais, seja para os investidores institucionais.

Os consultores financeiros, na sua maioria, têm à venda algum tipo de “ilusão de ordem”, porque este tipo de conselho vende. Mas não se deve confiar na aparência de banqueiro... Cuidado com qualquer especialista em aconselhamento que, observando o panorama financeiro, afirma enxergar outra coisa que não o caos.

De acordo com a visão cética, quem ficou rico foi porque deu sorte. “Se você estiver em maré de sorte, qualquer arremedo de esquema o fará ganhar dinheiro. Na maré contrária, não há um sequer que funcione. (...) isoladamente, a sorte é o dado mais poderoso no sucesso ou fracasso de qualquer especulação” (Gunther, 1992, p. 29). Entretanto, a maioria dos “especialistas” não reconhece isso, pois o negócio deles é vender um elixir milagroso: o conhecimento de sistema ordenado. Na realidade, a fórmula que deu certo no ano passado não tem compromisso em dar certo neste ano corrente com conjunto de circunstâncias financeiras distintas. Não se pode confiar em nenhuma fórmula que ignore o papel dominante da sorte. A verdade é a seguinte: o preço de qualquer coisa que se compre visando lucro subirá se o comprador tiver sorte!

O Quinto Axioma Menor adverte: “cuidado com a armadilha do historiador”! É um tipo especial de ilusão de ordem. Baseia-se na crença, totalmente sem fundamento, de que a história se repete. A repetição ordenada da história permitiria, em determinadas circunstâncias, previsões corretas. Os eventos raramente ocorrem como esperam, mas a necessidade de acreditar em ordem é forte demais. Fica-se a esperar que a mesma configuração de circunstâncias torne a ocorrer. Alguns

acham que o mercado está errado, enxergando o mundo real pelo avesso, pois fórmulas teóricas podem estar erradas, mas o mercado nunca erra. Simplesmente, porque o mercado é “o que é”, isto é, resultado de múltiplas decisões descentralizadas, descoordenadas, desinformadas uma das outras e conflitantes. O mercado não é “o que deveria ser”.

O Sexto Axioma Menor adverte: “*cuidado com a ilusão do grafista*”! É uma extensão gráfica da Armadilha do Historiador: têm sua própria ilusão de ordem, visualizada em gráficos, pois acreditam que o preço futuro de uma ação pode ser determinado por meio de curvas nas quais são registradas as oscilações de preço passadas. Acha que o mercado pode ser previsto pelos gráficos, desde que ele seja capaz de perceber os padrões corretos. Faz um monte de números desordenados parecer uma importante tendência que irá vazar a “reta de suporte” ou a “reta de resistência”, indicando momentos de comprar ou de vender. Entretanto, a vida jamais acontece em linha reta...

O Sétimo Axioma Menor adverte: “*cuidado com as ilusões de correlação ou de causalidade*”! É característica das mentes racionais tentarem perceber relações de causa e efeito onde não existem. Quando for necessária, a mente humana a inventa, pois é um órgão em busca de ordem, não se sentindo à vontade diante de conflito cognitivo. Quando ocorrem dois ou mais eventos perto uns dos outros, a mente inquieta vai logo tentando buscar correlação entre eles, quando não vai descobrindo elos causais, sendo o fenômeno antecedente colocado como causador do evento posterior. As correlações simplesmente acontecem e nada mais além deve se concluir delas para tomar decisões de investimento.

O Oitavo Axioma Menor adverte: “*cuidado com a falácia do jogador*”! É uma espécie peculiar de ilusão de ordem. Neste caso, a ordem não é percebida no mundo caótico à volta, mas dentro de si mesmo, quando expressa o sentimento “hoje é meu dia de sorte”! Parece até que os fatos deixarão de acontecer de maneira tresloucada e passarão, naquele dia, obedecer à sua ordem... Assim, a gente teria que “testar” a sorte todos os dias, fazendo algumas apostas pequenas, para ver como ela anda. Pessoas assombradas pelos demônios (ou iluminadas divinamente) gostam de acreditar nessa ilusão de ordem. Haveria imbatíveis dias ou períodos de sorte, tendo por trás alguma espécie de mecanismo ordenador, porém inexplicavelmente discriminador. Não dá para saber com antecedência quando tal seqüência de sorte começará e, uma vez iniciada, ninguém será garantir quando encerrará ou quantas vezes ocorrerá.

Se especular durante longo tempo, é de se esperar períodos de ganhos memoráveis. O que não existe é a maneira ordenada pela qual se pode tirar proveito de tais períodos. Não há como perceber, exatamente, quando começam, nem como prever sua duração. São apenas aspectos do desordenamento universal. Incontáveis especuladores foram à falência por não terem saído da especulação enquanto estavam ganhando. A “falácia do jogador” tende a encorajar esse fracasso na medida em que estimula a sensação de temporária invencibilidade.

Portanto, não se pode ver ordem onde não existe. Deve-se estudar a especulação na qual se está interessado e, quando topar com algo interessante, apostar. Mas não se pode esquecer que não se consegue controlar todas as causalidades capazes de afetar a aplicação de dinheiro. Logo, deve se permanecer atento, pronto a saltar na direção que os fatos apontarem.

O Sexto Grande Axioma é o da *Mobilidade*: “evite lançar raízes que tolhem seus movimentos”. Diz respeito ao desarraigamento: quanto mais procurar aquela sensação de estar cercado pelo antigo, conhecido e familiar, menor será o sucesso como especulador.

O Nono Axioma Menor alerta: “em operação que não deu certo, não se deixe levar por sentimentos como lealdade ou saudade”. Há momentos em que se tem de escolher entre raízes e dinheiro. Se o objetivo da especulação é ganhar dinheiro, não tem sentido deixar-se prender demais a coisas materiais nas quais o capital esteja investido. Prenda-se a pessoas, não a casas, bairros, cidades, empresas.

O Décimo Axioma Menor aconselha: “jamais hesite em sair de negócio se algo mais atraente aparecer à sua disposição”. Deve-se separar especulação de hobby. Coleção de moedas raras ou quadros, alcançada a meta pretendida, por exemplo, dobrando o capital, deve se passar adiante sem apego. Porém, a “culpa” de especular com arte visando lucro pode levar ao dilema: ser ou não ser especulador? A recomendação, novamente, é jamais se apegar a coisas, somente a pessoas.

O Sétimo Grande Axioma é o da *Intuição*: “só se pode confiar em palpite que possa ser explicado”. Palpite é parte de uma sensação, não chega a ser conhecimento. Aprender a usar palpites é fácil de falar, mas difícil de fazer. Pode se partir para o desprezo de todos os palpites e insistir em apoiar todas as manobras especulativas em fatos ou material que represente fatos, não confiando nem mesmo na própria intuição. Outras investidores se apóiam totalmente em palpites, com confiança indiscriminada e sem suficiente ceticismo: apenas seguem seus palpites, mesmo que análise racional sugira idéia completamente diferente. Finalmente, há a utilização seletiva, que acha que a intuição pode ser útil, mas deve separar entre os palpites os que têm valor dos que não valem nada.

Intuição ou palpite não é percepção extra-sensorial, mas sim evento mental que ocorre, normalmente, envolvendo instintos ou informações das quais as pessoas não têm a consciência de dispor armazenados em seu cérebro. Elas sabem quando um palpite é bom, mas não sabem como sabem disso.

O Décimo Primeiro Axioma Menor sugere: “nunca confunda palpite com esperança”. Quando se quer muito alguma coisa, é comum passar a acreditar que tal coisa acontecerá. A melhor regra é manter em alta o nível de ceticismo. Em contrapartida, deve-se confiar em intuição que diz que acontecerá algo que não se deseja, para se manter prevenido a respeito.

O Oitavo Grande Axioma é o da *Religião e do Ocultismo*: “é improvável que entre os desígnios de Deus para o Universo se inclua o de fazer você ficar rico”. Não se fica rico apenas rezando. Se alguém depende de alguma força ou entidade sobrenatural, para alcançar a fortuna, há grandes possibilidades de, em algum dia, cair em conto-do-vigário. Apoiar-se no sobrenatural tem o mesmo efeito que apoiar-se em previsões ou em ilusões de ordem. Nenhuma força divina se preocupa com o saldo bancário. Este problema é pessoal.

O Décimo Segundo Axioma Menor ironiza: “se astrologia funcionasse, todos os astrólogos seriam ricos”. A astrologia é a mais popular das crenças ocultas. Mas astrólogos não sabem sobre o mercado nem mais nem menos que qualquer leigo.

O Décimo Terceiro Axioma Menor adverte: *“não é necessário exorcizar uma superstição, desde que ela conheça o seu lugar”*. Dinheiro e sobrenatural fazem mistura perigosa. É melhor manter os dois mundos bem separados.

O Nono Grande Axioma é *o do Otimismo e do Pessimismo*: *“otimismo significa esperar o melhor, mas confiança significa saber como se lidará com o pior; jamais faça uma jogada apenas por otimismo”*. Ele adverte que o otimismo pode ser inimigo do especulador. Costuma toldar completamente o raciocínio. Pode levar a caminhos sem saída. Antes de alocar dinheiro em negócio é necessário se perguntar como se safará se der errado. De posse dessa resposta se terá confiança.

Esteja como estiver o mercado de capitais sempre se encontram otimistas para dizer que o futuro será promissor e pessimistas que dirão que a apocalipse está chegando. Quem é mais escutado? Os jornalistas, geralmente, escolhem os midiáticos para ocupar a posição de oráculo baseados em três critérios: acessibilidade, falar (e pensar) articuladamente, e otimismo. As opiniões otimistas acabam predominando. Segundo os colunistas de jornais, a grande maioria do mercado é altistas. Devido ao processo de “validação ilusória” das estratégias de ganho, há preferência por ler e ouvir otimistas.

O Décimo Grande Axioma é *o do Consenso*: *“fugir da opinião da maioria, porque, provavelmente, estará errada”*. Deve-se estudar cuidadosamente os jogos especulativos, que envolvem, além de sorte, cálculos e psicologia, rejeitando todos os clichês e lugares comuns, insistindo em descobrir verdades e falácias por conta própria. O truque é rejeitar tudo o que lhe dizem, até ter pensado tudo por conta própria. Prudente é recusar a ouvir a opinião da maioria, mesmo que seja composta por auto proclamados especialistas. Contar votos em questão técnica não significa nada já que é mais provável que a verdade seja descoberta por uns poucos do que por muitos. Conhecendo o poder coercitivo da maioria, é melhor desconfiar de resoluções estratégicas de comitês. A maioria das pessoas acredita que os antigos clichês são verdades indiscutíveis. A maioria das pessoas não é rica...

O Décimo Quarto Axioma Menor sugere: *“jamais embarque nas especulações da moda; com frequência, a melhor hora de se comprar alguma coisa é quando ninguém a quer”*. A fórmula de “comprar na baixa e vender na alta”, aparentemente simples, é difícil de ser posta em prática. Isto porque o especulador tem de ir contra a pressão da opinião pública. Como regra geral, o preço de determinada ação cai quando número significativo de pessoas passa a crer que não vale a pena comprá-la. O paradoxo é que a hora de comprar é, precisamente, quando a grande maioria está dizendo que não deve comprar. Na hora de vender, a maioria faz o contrário. Portanto, deve-se entrar comprando, quando os outros querem vender, e sair vendendo, quando os outros querem comprar, isto é, entrar na baixa e vender na alta.

Outro problema é o do “contrarismo”, ou seja, do dogma de ir sempre contra a maioria, automaticamente. Ele começa como boa estratégia, mas vira ilusão de ordem. Comprar, automática e impensadamente, apenas por que se trata de ativo que ninguém mais quer, é tão equivocado como o “comportamento de manada”. O rebanho nem sempre está errado. Cada caso é um caso, e tem de ser pensado em si para sua avaliação correta. Entretanto, a especulação “Maria-vai-com-as-outras” muitas vezes leva a comprar na alta e vender na baixa.

O Décimo Primeiro Grande Axioma é o da *Teimosia*: “*se não deu certo da primeira vez, esqueça*”. A perseverança sempre teve estímulos favoráveis do tipo: “se não deu certo da primeira vez, tente de novo”. Em especulação, embora tenha momentos em que ela é de utilidade, há outros em que pode levar ao desastre, pois o papel não recompensa o afeto...

A teimosia é típica de investidores noviços. É humano, mas é besteira achar que um papel de investimento pode lhe “dever” dinheiro. É claro que o investidor está a fim de recuperar o dinheiro que perdeu, mas a recuperação não tem de ser com o mesmo papel.

As razões da perseverança são emocionais. A idéia de “dever” vem da personificação da entidade especulativa. Em outras palavras, surge sentimentos de vingança contra determinado investimento que “derrotou” sua estratégia, revelando seu equívoco. Surge o desejo de ter razão, mesmo que vá contra os fatos. Neste estado de espírito, o raciocínio frio desaparece. Contra este descontrole emocional, é necessário aconselhamento psicológico, mas o financeiro aconselha controlar essa vontade de perseverar.

O Décimo Quinto Axioma Menor propõe: “*jamais tente salvar mau investimento com a técnica do ‘preço médio’*”. Este sistema, à primeira vista, parece absolutamente lógico: melhorar a posição, na média, comprando mais da mesma ação em que está perdendo, agora por preço bem inferior ao adquirido antes. Quando se faz preço médio, tudo que consegue fazer é se iludir, ou seja, fazer uma situação ruim parecer menos ruim. Coloca-se dinheiro novo, na parada perdida, para se sentir, emocionalmente, um pouco melhor, durante algum tempo, não melhora em nada a situação financeira.

Em qualquer situação em que se sentir tentado a reduzir os custos por média, a pergunta-chave é a seguinte: é um investimento que se escolheria, atualmente, baseado apenas nos seus méritos? Se a resposta for negativa, não se deve colocar dinheiro “sadio” em negócio “doente”. Focar apenas a perda, em detrimento de qualquer outra especulação que pode ser muito melhor, não é a melhor decisão para absorver pequeno prejuízo. Quando o investimento começa a afundar, o melhor a fazer é abandoná-lo, rapidamente, embora essa decisão possa ser extremamente penosa em termos emocionais. Mas, em termos financeiros, só ganhando em outros negócios se compensa a perda. Não se deve ficar obcecado com a transação que não deu certo, mas sim garantir a liberdade de escolher investimentos apenas pelos méritos deles.

O Décimo Segundo Grande Axioma é o do *Planejamento*: “*planejamento para longo prazo gera a perigosa crença que o futuro está sob controle; é importante não levar a sério qualquer plano de longo prazo*”. Este plano provoca apenas o nascimento de raízes imobilizantes. O inesperado vai contra qualquer planejamento. Não se deixe embromar pelo próprio plano, seja decenal, seja anual, pois, de fato, a continuidade dos acontecimentos mal permite divisar a próxima semana. Um mês adiante, a visibilidade cai muito; um ano após, quase tudo fica opaco; dez anos, 35 anos, todo esse tempo de vida profissional não permite enxergar nada com a certeza de saber o que virá pela frente. Como planejar para o futuro que não se vê?

Planejamento é ilusão de ordem para toda a vida. Os vendedores de planos de aposentadoria privada falam como se o mundo do dinheiro fosse o lugar de maior ordem. Observam as tendências atuais e as projetam para o futuro. Elas permanecerão até o surgimento de novas tendências. Eventos totalmente imprevisíveis, hoje, certamente ocorrerão no futuro.

Portanto, o aconselhamento de Gunther (1992, p. 61) é: “não faça nenhum plano a longo prazo, nem deixe ninguém fazer por você. Só serviria para atrapalhar. Em vez disso, viaje leve feito a cigarra [em contraste com a formiga da Fábula de Esopo]. Em vez de tentar organizar a sua vida para acomodar coisas imprevisíveis, no futuro, reaja aos fatos à medida que forem surgindo, no presente. Quando enxergar uma oportunidade, corra atrás; quando vir o perigo, dê o fora”.

O *homo pragmaticus* diz ainda: “no que se refere a dinheiro, tudo que precisa, em matéria de planejamento a longo prazo, é da intenção de ficar rico”. Não questiona essa meta, não discute se ela entra em conflito, por exemplo, com a meta de ter qualidade de vida. Escolhida a área de especulação (com respeito ao futuro), no mercado, a única preparação que se pode fazer é continuar estudando o mercado, continuar aprendendo tudo que houver sobre os negócios que mais o atraem, melhorando sua capacidade de avaliação... do futuro! Não será essa postura a de planejamento em curto prazo?

O Décimo Sexto Axioma Menor é: “fuja de investimentos em longo prazo”. Não se deve imaginar que colocar todo o dinheiro em ações da melhor empresa é suficiente para viver feliz para sempre, recortando cupons de dividendos. Na realidade, o dinheiro perdido em especulação de curto prazo é ninharia se comparado à imensa soma perdida pelos que deixam seus capitais empatados durante muito tempo em um só negócio. Os investidores que fazem uma única aposta, plantam-se nela, se der errado, podem perder tudo. Apostar no amanhã já é risco; apostar como estará o mercado, no dia da aposentadoria, daqui a vários anos, é o maior risco.

O maior entre os encantos dos investimentos em longo prazo é, mais uma vez, emocional: o alívio de ter de tomar decisões frequentes e, talvez, penosas. Comprar e reter o ativo relaxa o investidor. Menos ruim que isso é comprar as formas mais baratas de seguro de vida até que seus dependentes já não precisem de você. Como os prêmios são baixos, fica-se com dinheiro livre pra investir em outras coisas mais rentáveis do que seguro de vida.

“Tudo o que se pode saber sobre o futuro é que, quando chegar, chegou” diz Gunther (1992, p. 64). O que se pode fazer a respeito é se preparar para reagir às suas oportunidades e aos acasos. Diz que “só existe um plano financeiro em longo prazo necessário: o plano de ficar rico”. *Quis? Quid? Ubi? Quibus auxiliis? Cur? Quomodo? Quando?* [Quem? O que? Onde? Por que meios? Por que? Como? Quando?]; o *homo pragmaticus* nada mais tem a dizer sobre o método para circunstanciar a pessoa, o fato, o lugar, os meios, os motivos, o modo, o tempo.

Por um lado, ele contraria o núcleo do PPC das Finanças Racionais. Critica à dispersão (e conseqüente diminuição de escala de cada investimento) necessária à diversificação de riscos proposta pela teoria do portfólio. Seu horizonte de decisões restringe-se ao curto prazo, portanto, desdenha a comparação entre investimentos com base no desconto de estimados fluxos de caixa futuros. Não se importa com a análise dos fundamentos, isto é, se o mercado terá a eficiência de sujeitar seus valores a essa âncora.

Por outro lado, ele demonstra alguns vieses heurísticos entre os levantados pelas experiências das Finanças Comportamentais. Sem dúvida, possui excesso de confiança ao adotar a estratégia de comprar e vender no momento certo. Mas tenta manter o auto-controle e não ter nenhuma reação exagerada. Delimita, previamente, seu ganho e sua perda. Não segue meros palpites, seja com ou sem representatividade. Sua ancoragem é colocada em termos de limites

preestabelecidos de flutuação dos valores de mercado “para cima” ou “para baixo” do valor inicial do investimento. Seu olhar está voltado para a frente, o futuro, e não para trás, o passado. Sabe que a história não se repete e pouco se importa com a disponibilidade de informações do passado. Critica também a falácia do planejamento para prazo longo. Suas apostas são de curto prazo. Ironiza a perseverança e a busca de similaridade entre o presente e alguma experiência vivida.

Conclusão

Traçamos três perfis de investidores no mercado de capitais: o *homo economicus*, o *homo sapiens*, e o *homo pragmaticus*. Respectivamente, seriam os perfis do homem teórico, do homem real e do homem prático, isto é, da *praxis* do especulador profissional.

O homem econômico racional é o idealizado, ou seja, abstraído dos comportamentos reais dos participantes do mercado com a ajuda de pressupostos gerais sobre os desejos humanos. Entretanto, não é pura ficção. Na medida em que é possível avaliar o grau de irracionalidade em determinada situação real, é possível prever o desvio real em relação ao comportamento ideal. Deste comportamento idealizado deriva o valor restrito a variáveis econômicas comportamentais. Esse valor não é um tipo de média de valores observados reais, mas sim aquele que seria deduzido pelo agente perfeitamente racional nas condições especificadas. Portanto, se os investidores reais não o alcançam, não significa que a teoria do comportamento racional seja refutada.

Em síntese, o investidor racional não é homem real. É, antes, qualquer homem real que se conforme à lógica das Finanças Racionais. Assim sendo, não se trata de falsear o raciocínio da teoria financeira ortodoxa que não se adéqua ao comportamento real do investidor comum, como pensam os autores das Finanças Comportamentais. O investidor seria racional, precisamente, na medida em que se comportasse como o previsto. O teste mostra apenas qual é o grau de sua racionalidade. A conclusão é que, naturalmente, existem também os investidores *quase racionais*.

A tipologia adotada classifica os investidores pragmáticos como aqueles que adotam ponto de vista, modo de pensar, resolução, etc., que contém considerações apenas de ordem prática. O *homo pragmaticus* é, inteiramente, voltado para objetivos práticos. Busca ser sempre realista e objetivo. Avesso à discussão teórica, sacrifica também princípios ideológicos para a consecução de objetivos em curto prazo. Não se interessa em ganhar dinheiro seja denunciando, seja defendendo o capitalismo. A etimologia da palavra “pragmático” é concernente à ação e ao bom êxito de algum empreendimento. Sua origem em grego (*pragmatikós*) indica aquele capaz de agir, eficaz. É relativo a negócios, isto é, o indivíduo próprio para manejo de negócios. A ele importa mais os fatos do que as palavras, o gesto do que o verbo, a ação do que a inação. O termo é derivado do substantivo grego *prâgma* somado ao sufixo *atos*, no significado de “negócio, coisa por fazer, o que se faz, ação, atividade, obrigação”. Do latim *pragmaticus* derivou o vernáculo português “pragmático”, relativo aos que tem experiência, habilidade em negócios públicos.

A práxis envolve o conjunto de atividades humanas caracterizadas especialmente por sua natureza concreta, em oposição à reflexão teórica. Refere-se à ação objetiva que, superando e concretizando a crítica social meramente teórica, permite ao ser humano construir a si mesmo e o seu mundo, de forma livre e autônoma, nos âmbitos cultural, político e econômico. É a maneira de proceder na prática, o comportamento costumeiro na ação de aplicar, usar, exercitar uma teoria,

arte, ciência ou ofício. Evidentemente, cabe falar em práxis especulativa, no mercado de capitais, principalmente baseada no instinto “pré-científico” de caça à riqueza financeira.

Os racionalistas acham que o senso comum deve dar lugar à ciência. Se isso não ocorre, como disse o mais conhecido divulgador de conhecimentos científicos para o grande público, Sagan (1996), “o mundo fica assombrado pelos demônios”. No senso comum, a superstição e a pseudociência estão sempre se intrometendo. Seus seguidores baseiam-se em evidência insuficiente ou ignoram pistas que apontam para outro caminho explicativo.

Sendo assim, a conclusão óbvia deste artigo é que existe sim diversidade de comportamentos dos investidores e não a uniformidade racional que se poderia inferir de leitura apressada da hipótese abstrata do *homo economicus*. Da mesma maneira, os vieses heurísticos estudados pelas Finanças Comportamentais se distribuem de forma heterogênea entre os investidores. As mentes do *homo sapiens* são múltiplas. A arte da especulação, sugerida pela práxis do *homo pragmaticus*, por sua vez, é particular, discricionária, datada e localizada em cada mercado.

O problema é que todos esses comportamentos de investidores se referem à motivação individual, porém o comportamento no qual os macro economistas estão interessados é o comportamento coletivo resultante do agregado de investidores em diferentes mercados. Tradicionalmente, esse problema da agregação (ou da resultante das decisões microeconômicas) era deixado de lado, presumindo-se, tacitamente, que todos os indivíduos eram igualmente racionais e, portanto, tinham a mesma lógica comportamental. Uma vez que, realmente, os indivíduos não são iguais tanto em preferências quanto em alocações – se eles o fossem, isso implicaria em ausência de transações –, é evidente que as explicações do comportamento macroeconômico tradicionalmente dadas pelos economistas estavam baseadas no uso do postulado da racionalidade como micro fundamento. Quando a evidência empírica se refere não a experimentos de laboratórios de psicologia e sim a comportamento coletivo ou agregado do mundo real, os economistas ortodoxos argumentam, usualmente, que as anomalias são distribuídas ao acaso e os mercados livres tendem a eliminá-las ao longo do tempo via arbitragem.

Os pesquisadores das Finanças Comportamentais já acumularam observações empíricas suficientes para apoiar a crença de que a concorrência mesmo em mercados financeiros não consegue eliminar todas as anomalias do nível do indivíduo quando considerado o nível agregado. Os preços dos ativos financeiros não convergem para seus valores fundamentais, pois a arbitragem no mercado é distante da perfeição que supõe a Hipótese do Mercado Eficiente. Não tendo os fundamentos como âncora para o sistema de preços relativos, torna-se extremamente complexo o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, seja para verificar qual é a correlação entre seus movimentos, seja para calcular o Beta de cada ativo em relação ao mercado. Daí ser ilusão, na prática, os investidores conseguirem fazer a seleção de portfólio diversificado exatamente como propõem as Finanças Racionais.

Caso o mercado tenha, de fato, todos esses três tipos de comportamentos de investidores descritos, desde os *racionais* até os teoricamente *irracionais*, passando pelos *quase-racionais*, porém anômalos em relação às teorias convencionais, a questão chave para cada investidor será deduzir qual será o valor predominante de cada ativo no futuro esperado. Em tal mercado, caso tenha a maioria composta por investidores *quase-racionais* e *pragmáticos*, de maneira que os

racionais fiquem marginalizados quanto ao seu poder de influência, é de se esperar que os valores se afastem dos fundamentos. O mercado não pode, então, ser considerado eficiente.

Muitos processos ocorrem simultaneamente, interferindo uns nos outros, e as seqüências boom e crash são pontuadas por choques externos. O processo se inicia com tendência que não é ainda reconhecida. Apenas após seu reconhecimento pelos participantes do mercado que há tendência de reforçá-la. Nessa fase inicial, a tendência corrente (reta de suporte ou de resistência) e o efeito do viés corrente (alta ou baixa) tendem a reforçar-se mutuamente. Não se pode ainda em falar em condições distantes do equilíbrio entre valor de mercado e fundamentos. A tendência torna-se crescentemente dependente do viés e este torna-se cada vez mais exagerado.

Soros (1987/1996, p. 52-73) constrói modelo de interação das tendências dos participantes do mercado com a situação na qual eles participam. As tendências dos participantes são parte da situação à qual elas se referem. Como os mercados têm muito participantes, cujas opiniões tendem a diferir, muitas das tendências individuais se excluem, mutuamente, restando apenas a “tendência predominante”. No mercado de ações, a tendência dos participantes, resultante da agregação de percepções individuais, se expressa em aquisições e vendas. *Ceteris paribus*, tendência positiva (reta de suporte) conduz à alta dos preços das ações, tendência negativa (reta de resistência), à baixa dos preços.

Soros postula a “tendência subjacente” que influi no movimento dos preços das ações, seja ela reconhecida ou não pelos investidores. A tendência nos preços das ações pode ser encarada como mistura da “tendência subjacente” e da “tendência predominante”. Há relacionamento reflexivo no qual os preços das ações são determinados por dois fatores: tendência subjacente e tendência predominante, ambos, por sua vez, influenciados pelos preços das ações. Essa interação não tem constante: o que se supõe ser a variável independente em uma função é a variável dependente na outra. Sem uma constante, não há tendência para o equilíbrio, mas apenas a dinâmica.

O conceito de *tendência subjacente* foi introduzido como termo substituto para denotar mudanças nos “fundamentos”. Entretanto, não foi definido por Soros, precisamente, o que são os fundamentos nem como devem ser medidos. O peso dado a cada um deles depende do próprio julgamento dos investidores, estando, portanto, sujeito à tendência predominante. Os preços das ações devem exercer certa influência sobre os fundamentos para criar o padrão boom-crash. Duas abordagens são reconciliadas: a análise fundamentalista procura estabelecer como valores subjacentes se refletem nos preços das ações, enquanto a teoria da reflexividade de George Soros busca mostrar como os preços das ações podem influir nos valores subjacentes. Uma ilustração disso ocorre quando o boom no mercado secundário facilita o lançamento primário de ações e, assim, a capitalização e a alavancagem financeira das empresas de capital aberto.

Na seqüência de eventos típica, as três variáveis reforçam uma à outra, primeiro em uma direção e depois na outra, no padrão boom e baixa. Há um ponto em que a tendência subjacente e a tendência predominante se combinam para reverter a tendência dos preços das ações. Quando os participantes do mercado reconhecerem essa confluência, a mudança nas percepções afetará os preços das ações. A tendência intensificada afetará a tendência predominante: ela levará ou à expectativa de aceleração adicional, até o “momento da verdade”, ou à expectativa de correção, no

“período de descrença”. Quando a tendência dos preços não pode satisfazer mais as expectativas predominantes, tem início a correção.

Expectativas frustradas têm efeito negativo sobre os preços das ações, e os preços vacilantes das ações enfraquecem a tendência subjacente. Se esta tornou-se abertamente dependente dos preços, a correção pode se transformar em reversão total, com processo auto-reforçador se iniciando na direção oposta. O modelo oferece apenas explicação parcial da maneira pela qual são determinados os preços das ações.

A primeira generalização tirada do esquema analítico de Soros é que é possível ter conexão reflexiva entre os preços das ações e a tendência predominante mesmo quando os fundamentos não são afetados, mas, sem isso, ela é passível de ser corrigida no curto prazo. Quando os fundamentos são afetados, a tendência dá início a processo auto-reforçador que faz com que os preços das ações, os fundamentos e as tendências dos participantes mudem, de maneira conjunta, em relação ao que eram.

A segunda generalização de Soros é que a percepção dos fundamentos pelos participantes está fadada a ser imperfeita. Quando essa má percepção acontece, tem início a fase de reversão na tendência predominante. Se a mudança na tendência predominante reverte a tendência subjacente, um processo auto-reforçador tem início na direção oposta. Saber qual é a imperfeição da percepção, como e quando pode se manifestar, é fundamental para entender as seqüências de boom-crash.

Como reagiria o especulador profissional, isto é, o *homo pragmaticus*, à essa teoria da reflexividade do conhecido megaespeculador internacional George Soros? Provavelmente, sorriria e, desdenhosamente, sacramentaria: – “Trata-se de mais uma ilusão de ordem”... Soros (1987/1996, p. 52) reconhecera: – “Fui estranhamente malsucedido na formulação da teoria: meu fracasso como filósofo contrasta radicalmente com minha carreira como profissional de investimentos. A teoria da reflexividade surgiu como uma especulação abstrata, e só aos poucos descobri sua relevância para o comportamento dos preços das ações. Ao apresentar as ideias na ordem inversa daquela que em que as concebi, espero não me perder em obscuras abstrações”. Será que todos os investidores bem sucedidos têm comportamento de especulador teórico?

Quanto à pergunta-chave, levantada na introdução deste artigo, a resposta é clara: não bastam educação financeira e experiência em lidar com mercado financeiro para se prevenir de seus riscos! Em outras palavras, os investidores profissionais, inclusive gestores, assessores, consultores e especuladores assumidos, incorrem nos mesmos “erros” (ou anomalias em relação ao comportamento racional recomendado teoricamente) que cometem os investidores comuns. O senso comum está certo: errar é humano! Porém, sem dúvida, alguns seres humanos, não dispendo nem de educação financeira, nem de experiência, costumam cometer mais erros, para proveito dos outros.

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 (2002). A survey of behavioral finance. Cambridge: National Bureau of Economic Research, september. 78p. In: THALER, Richard (ed.). *Advances in*

Behavioral Finance. Princeton University Press, 2005. v. II. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9222./>>.

BERNSTEIN, Peter (1996). *Desafio aos deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

BERSTEIN, Peter (2007). *A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos*. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2008.

BLAUG, Mark (1980). *Metodologia da economia – ou como os economistas explicam*. São Paulo: Edusp, 1993.

FAMA, Eugene. The behavior of stock prices. *Journal of Business*, v. 37, n. 1, Jan. p. 34-105, 1965.

FOX, C.; TVERSKY, A. Ambiguity aversion and comparative ignorance. *Quarterly Journal of Economics*, 110, p. 585-603, 1995.

FRIEDMAN, Milton (1953). The methodology of positive economics. In: HAUSMAN, Daniel (Ed.). *The philosophy of economics: an anthology*. 2nd ed. Cambridge University Press, 1994. Chapter 9, p. 180-213.

GOLEMAN, Daniel (1995). *Inteligência emocional*. Rio de Janeiro: Objetiva, 1996.

GUNTHER, Max. *Os axiomas de Zurique*. Rio de Janeiro: Record, 1992.

HEATH, C.; TVERSKY, A. Preference and belief: ambiguity and competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4, p. 5-28, 1991.

HOLLIS, Martin; NELL, Edward J. (1975). *O homem econômico racional: uma crítica filosófica da economia neoclássica*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1977.

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

KINDLEBERGER, Charles P. (1996-3rd ed.). *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. *Journal of Finance*, v. VII, n. 1, p. 77-91, Mar. 1952.

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

MILL, John Stuart (1836). *On the definition of political economy, and on the method of investigation proper to it*. London and Westminster Review. In: HAUSMAN, Daniel (Ed.). *The philosophy of economics: an anthology*. 2nd ed. Cambridge University Press, 1994. Chapter 1, p. 52-68.

NUNES, Bernardo Fonseca. *Mapas de precificação de ativos no mercado de capitais: uma análise do poder prescritivo do Behavioral Finance*. Dissertação (Mestrado)–PPG-FCE-Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

SAGAN, Carl (1995). *O mundo assombrado pelos demônios: a ciência vista como uma vela no escuro*. São Paulo: Companhia das Letras, 1996.

SANTOS, Bernardo Queima Alves. *Finanças comportamentais: diversificação ingênua em planos de previdência de contribuição definida no Brasil*. Dissertação (Mestrado)–PPG em Administração de Empresas da PUC, Rio de Janeiro, 2007.

SAVAGE, L. *The foundations of statistics*. New York: Wiley, 1964.

SCHUMPETER, Joseph (1954). *História da análise econômica*. Parte III – De 1790 a 1870. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1964. v. 2.

SHARPE, William. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, Sept. 1964.

SOROS, George (1987). *A alquimia das finanças: lendo a mente do mercado*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

SOUZA, Altay Alves Lino de; GUEDES, Álvaro da Costa Batista. Cognição. *Psique Edição Especial*. Editora Escala, Ano II, n. 6, p. 36-43, 2009.

TAHLER, Richard. Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, p. 183-206, 1999.

VON NEUMANN, J.; MORGESTERN, O. *Theory of games and economic behavior*. Princeton University Press, 1944.

WINSTON, Robert (2002). *Instinto humano*. São Paulo: Globo, 2006.