



Emília O. Vieira

Presidente e fundadora da Casa de Investimentos. É licenciada em Gestão de Empresas (Universidade do Minho) e mestre em Finanças (Universidade de Lancaster). Leciona e faz consultoria em engenharia financeira quantitativa para instituições de topo em Lisboa, Porto, Londres, Paris, Zurique, Madrid, Frankfurt, Istambul, Budapeste, Nova Iorque e Tóquio

Finanças comportamentais

O que nos impede de tomar decisões racionais de investimento? Porque é que **o medo e a ganância dominam a nossa actuação?** Como diz Benjamim Graham, o principal problema do investidor – e talvez o seu pior inimigo – é ele próprio

Tal como perder peso, investir é simples, mas não é fácil. Há apenas duas formas de perder peso: comer menos e fazer mais exercício. No entanto, tal revela-se muito difícil num mundo cheio de bolos de chocolate, de batatas fritas, de bons assados ou bons vinhos. A tentação está em todo o lado.

A chave para investir com sucesso também é simples: comprar bons ativos, que produzam rendimentos, quando estão baratos e mantê-los; diversificar apenas o essencial e manter os custos de transação baixos. Infelizmente este conceito tão simples não é facilmente aplicável pelos investidores que todos os dias são bombardeados com a ideia “fique rico depressa”, avisos para saírem do mercado (ou entrem) antes que seja demasiado tarde e comentadores de televisão que gritam dicas de investimento como se tivessem a roupa interior a arder. Os investidores são muitas vezes “forçados” a tomar decisões motivados pelo medo ou pela ganância.

Este ambiente de sobrecarga sensorial seria o suficiente para impedir que o investidor aplique esta receita tão simples. Mas um obstáculo maior bloqueia o seu caminho. Nos últimos 40 anos, neurocientistas e psicólogos têm estudado o nosso processo de tomada de decisões, o que nos condiciona como seres

humanos e porque fazemos muitas vezes as escolhas erradas ao longo da vida.

O que era considerado como as fundações das finanças – Efficient Market Hypothesis (Teoria dos Mercados Eficientes), Capital Asset Pricing Model (Modelo de Avaliação de Ativos Financeiros) e Modern Portfolio Theory (Teoria Moderna de Portefólios) – pressupõe que os investidores são racionais e que, por isso, tomam as decisões sempre no seu melhor interesse. A história financeira, no entanto, está recheada de exemplos que contradizem estas teorias. Basta recordar todas as bolhas e *crashes* que tiveram lugar nos últimos anos.

As finanças comportamentais pretendem ser uma resposta a estes dilemas. Compreendendo a forma como tomamos decisões de consumo e investimento, podemos criar o nosso próprio processo sistemático que nos conduza à tomada de decisões corretas.

Psicólogos e neurocientistas descobriram duas características que são particularmente relevantes na tomada de decisões. A primeira, é que estamos programados para o curto prazo: o ser humano tende a considerar a possibilidade de ganhos no curto prazo extremamente atrativa. Estes ganhos estimulam os centros emocionais do cérebro e libertam dopamina. Isto torna-nos mais confiantes, estimulados e, de uma

forma geral, satisfeitos conosco próprios. A segunda, é a nossa tendência para adotar comportamentos de rebanho: a dor da exclusão social (por exemplo, comprar quando todos estão a vender ou vice-versa) é sentida nas mesmas partes do cérebro que sentem a dor física real. Adotar estratégias de investimentos contrárias é, portanto, um pouco como sermos espancados.

A evidência que tem sido coligida em inúmeros estudos mostra que todos nós, como seres humanos, somos afetados por desafios comportamentais – vieses mentais – que condicionam o nosso processo de tomada de decisões racionais.

Da savana africana à era digital

Porque sofremos estes vieses que tanto nos condicionam na tomada de melhores decisões? Como qualquer outra característica da nossa existência, os nossos cérebros foram, e continuam a ser, refinados por um processo de evolução que ocorre a um ritmo glacial. Os nossos cérebros estão perfeitamente adaptados para o ambiente que enfrentávamos há 150 mil anos (a savana africana). Estão menos preparados para a revolução industrial de há 300 anos e talvez ainda menos preparados para a era digital em que vivemos hoje. Por outras palavras, as nossas mentes estão preparadas para resolver os problemas relacionados com a sobrevivência e não estão ainda otimizadas para decisões de investimento. O resultado desta herança é que todos nós, sem exceção, cometemos estes erros.

Os cientistas sugerem que o melhor método para entender como o nosso cérebro funciona é imaginar que temos dois sistemas diferentes instalados nas nossas mentes: o sistema X e o sistema C.

O sistema X é essencialmente a emoção na tomada de decisões. O sistema X é a opção automática. Toda a informação passa pelo sistema X para processamento e não exige qualquer esforço. As conclusões tiradas pelo sistema X são, geralmente, baseadas em aspetos como a semelhança, familiaridade e proximidade temporal. Estes atalhos mentais permitem ao sistema X lidar com imensas quantidades de informação simultaneamente. O sistema X é um sistema de “satisfação” rápido e pouco sofisticado que tenta dar respostas aproximadamente (e não exatamente) corretas. Para que o sistema X acredite que algo é válido, pode muito simplesmente desejar que assim o seja.

O sistema C requer um esforço deliberado e tenta resolver os problemas através de uma abordagem lógica e dedutiva. Contudo, como qualquer processo lógico, verifica a informação passo a passo de uma forma lenta e em série. Para que o sistema C acredite em algo, precisa de provas.

Todos gostamos de acreditar que o nosso sistema C controla as nossas tomadas de decisão. A realidade é que o sistema X controla muito mais as nossas ações

do que estamos dispostos a admitir. De facto, muito frequentemente acabamos por confiar na nossa reação emocional inicial e só ocasionalmente recorremos ao sistema C para rever a nossa decisão. Por exemplo, quando tropeçamos numa pedra, insultamos o objeto inanimado apesar de ele não ter responsabilidade alguma pelo nosso erro. Ainda assim, o sistema X, segundo conclusões de António Damásio, é indispensável à tomada de decisões. Sem emoção, o ser humano fica paralisado perante os desafios.

Neurocientistas descobriram que as partes do nosso cérebro associadas com o sistema X são muito mais antigas do que as partes associadas com o sistema C. Quer isto dizer que a necessidade da emoção evoluiu mais cedo do que a necessidade da razão. Imagine que estamos a visitar um jardim zoológico. Ao passar pela jaula dos leões, um leão salta na nossa direção; imediatamente damos um salto para trás. O sistema X reagiu para salvaguardar a nossa segurança. De facto, um sinal foi gerado assim que o nosso cérebro se apercebeu do movimento do leão. Este sinal foi enviado por dois caminhos – pelo sistema X que enviou a informação diretamente para a amígdala cerebelosa (o centro do cérebro para medo e risco) que reage com rapidez e força o nosso corpo a saltar para trás. A segunda parte do sinal é enviada para o sistema C que processa a informação de uma forma mais consciente, avaliando a ameaça potencial. O sistema C recorda que existem barras de metal que nos separam do leão. Mas, entretanto, já saltámos para trás. A emoção ganha à razão.

O que tem isto que ver com finanças?

Em que circunstâncias somos mais suscetíveis a deixar rédea solta ao sistema X? Segundo a neurociência e a psicologia há um conjunto de situações em que isto acontece: quando o problema é mal estruturado e complexo, quando a informação disponível é incompleta, ambígua e está em permanente mudança, quando os objetivos estão mal definidos, se alteram ou competem entre si, quando os níveis de stresse estão altos devido a constrangimentos de tempo e/ou porque muito está em jogo, quando as decisões dependem da interação com outros.

Estas circunstâncias caracterizam muitas das decisões que tomamos quando confrontados com oportunidades de investimento. Um dos maiores investidores de todos os tempos, Warren Buffett, diz que os investidores precisam de controlar o seu sistema X: “o sucesso no investimento não está correlacionado com o QI. Se tiver uma inteligência normal, o que precisa é de um temperamento capaz de controlar os impulsos que causam problemas às outras pessoas”.

Ao longo de anos, os psicólogos documentaram e catalogaram os tipos de vieses mentais aos ►

Para Warren Buffett, se tiver uma inteligência normal, o que precisa é de um temperamento que controle os impulsos que causam problemas às outras pessoas

► quais somos suscetíveis. Os resultados principais são surpreendentemente comuns a culturas e países muito diferentes. A maior parte destes erros tem a sua origem em quatro causas: autoilusão, simplificação, emoção e interação social.

Vieses comportamentais mais comuns

Excesso de otimismo e excesso de confiança. Na nossa evolução como espécie, o otimismo terá tido um papel fundamental para ultrapassar grandes desafios de sobrevivência. Estudos científicos demonstram que as pessoas otimistas são mais resistentes e vivem mais tempo quando enfrentam problemas graves de saúde. Nas decisões de investimento, contudo, o resultado não é o melhor.

Responda a estas duas perguntas: o leitor é um condutor acima da média? O leitor é, na sua profissão, acima da média? A esmagadora maioria das respostas a estas perguntas é positiva. Estas perguntas revelam dois dos vieses mais comuns: excesso de otimismo e excesso de confiança. Estes vieses têm origem na ilusão de controlo e ilusão de conhecimento. A ilusão de conhecimento é a tendência que as pessoas têm de acreditar que a precisão das suas previsões aumenta com mais informação. A verdade é que mais informação não é necessariamente melhor informação. A utilização que fazemos da informação disponível é que interessa.

A tendência para sobrevalorizar as nossas capacidades é amplificada pela ilusão de controlo – a crença que as pessoas têm que conseguem controlar acontecimentos incontroláveis. As pessoas pagarão quatro vezes mais por um bilhete de lotaria se puderem escolher os números do que por um bilhete com números aleatórios, como se o ato de escolher os números aumentasse a probabilidade deles serem sorteados. A aleatoriedade é frequentemente confundida com controlo.

Viés confirmatório: mostra-me o que quero ver. Temos o mau hábito de procurar apenas a informação que concorda connosco. Isto é o que se chama o viés confirmatório. Karl Popper dizia que a melhor forma de testar uma hipótese é tentar contradizê-la. Na ver-

dade, não é assim que funcionamos. Tendemos a formar um ponto de vista e passamos o tempo a procurar informação que o confirme. Gostamos de ouvir quem concorda connosco, de ouvir as nossas próprias opiniões refletidas nos outros.

Infelizmente, esta não é melhor forma de tomar decisões. Devíamos ouvir aqueles que discordam, não para mudar de opinião, mas para tomarmos conhecimento dos pontos de vista opostos e para tentar encontrar a falha lógica nos seus argumentos. Se não conseguirmos encontrar essa falha, talvez não devamos ter tamanha convicção nos nossos pontos de vista.

Um problema adicional ao viés confirmatório é o viés dos médios hostis. Isto é, não só procuramos apenas a informação que concorda connosco, mas, quando somos confrontados com informação que discorda connosco, temos a tendência de considerar a fonte dessa informação como tendo um ponto de vista enviesado.

Autoatribuição: caras é mérito nosso, coroa é azar. Todos nós temos um relativamente frágil sentido de autoestima e um dos mecanismos-chave para o proteger é o viés da autoatribuição, a tendência de atribuir bons desfechos à nossa habilidade e os maus desfechos ao azar. Este viés constitui um dos mais fortes limites à aprendizagem que os investidores encontram. Este mecanismo de defesa impede-nos de reconhecer os erros que cometemos e, desta forma, de aprendermos com os erros cometidos no passado. Como disse George Santayana, “a história repete-se e esquecer o passado é estar condenado a repeti-lo”.

Quando questionado sobre se os investidores iriam aprender algo com a crise financeira em 2008 e 2009, Jeremy Grantham, estrategista chefe da gestora de ativos GMO, respondeu: “Iremos aprender muito no curto prazo, alguma coisa no médio prazo, e absolutamente nada no longo prazo.”

Recuando no tempo, John K. Galbraith dizia que os mercados financeiros são caracterizados pela “extrema brevidade da memória financeira. Consequentemente, os desastres financeiros são rapidamente esquecidos. Quando as mesmas ou similares cir-

constâncias se repetem, são saudadas por uma nova, frequentemente jovem e sempre confiante, geração como uma descoberta brilhantemente inovadora no mundo económico e financeiro. Poucos são os campos da atividade humana em que a história é tão pouco importante como no mundo das finanças”.

Hindsight: eu já sabia. Um dos mais perigosos vieses que enfrentamos é o viés do retrovisor (*hindsight*). Refere-se ao facto de, após um evento ter tido lugar, nós estarmos convencidos de que sabíamos o que se iria passar. O melhor exemplo do viés do retrovisor nos investidores é a bolha tecnológica do final dos anos 90. Na altura, chamar a atenção dos investidores para a bolha tecnológica resultava em “ameaças físicas”. Hoje, os mesmos investidores reescreveram a sua história. Todos eles sabiam que era uma bolha – estavam todos investidos, mas sabiam que era uma bolha e que, mais cedo ou mais tarde, iria explodir.

Obviamente, se todos estão convencidos de que conseguem prever o passado, é natural que estejam excessivamente certos de que conseguem prever o futuro. Assim, o *hindsight* é o mais poderoso gerador de excesso de confiança.

Ancoramento: o irrelevante tem valor. Quando confrontados com a incerteza, todos temos a tendência de nos agarrarmos ao irrelevante como se fosse uma muleta ou uma âncora. Esta incorporação do irrelevante acontece frequentemente sem qualquer reconhecimento consciente do facto.

Que âncoras influenciarão os investidores? A toda a hora, os preços das ações são publicitados: nos jornais, na internet, no *ticker* que está permanentemente a rodar na parte inferior dos canais financeiros de televisão. Os investidores agarram-se a estas miragens de preços e, erradamente, fazem-nos equivaler ao valor dos negócios subjacentes.

Representatividade: tiro conclusões com base na aparência e semelhança. As pessoas julgam os eventos pela sua aparência e semelhança, não pela probabilidade deles acontecerem. É o chamado viés da representatividade. Este viés tem muitas aplicações no mercado de capitais. Por exemplo, as boas empresas são bons investimentos? Podem não ser, se estiverem a transacionar a preços acima do seu valor justo.

Nos mercados financeiros, os analistas também sofrem deste viés. Preveem que as empresas com forte crescimento dos resultados nos últimos cinco anos irão continuar a crescer ao mesmo ritmo nos próximos cinco anos. O que os analistas estão a dizer é “esta empresa é excecional e, portanto, continuará a sê-lo”. O que ignoram (inconscientemente) é que o crescimento de resultados é um processo altamente reversivo para a média, em períodos de cinco anos. Um portefólio de empresas com crescimento mais lento consegue quase a mesma taxa de crescimento de longo prazo do que um portefólio de empresas de

crescimento rápido. Efetivamente, os analistas avaliam as empresas pelo que parecem ser e não pela probabilidade de conseguirem sustentar as altas taxas de crescimento. Como salienta Philip Fisher, autor do livro *Common Stocks and Uncommon Profits*: “O mercado bolsista está cheio de indivíduos que sabem o preço de tudo e o valor de nada.”

Experiência direta: não é isso de que me recordo. As nossas mentes não são supercomputadores. Não são sequer bons arquivos. No entanto, estamos convencidos de que as nossas memórias são perfeitas como fotografias ou postais. De uma forma geral, as pessoas recordam-se melhor de informação vívida, bem publicitada ou mais recente. O efeito proximidade temporal é também reforçado pelo facto de as pessoas tenderem a confiar mais nas suas experiências em detrimento de estatísticas ou de experiências alheias.

Estudos concluem que a experiência direta é frequentemente muito mais ponderada do que a experiência geral, mesmo quando esta é igualmente objetiva e relevante. Uma possível razão para a importância excessiva da experiência pessoal é o impacto da emoção: informação diretamente experimentada desencadeia reações emocionais ausentes das experiências alheias. Desta forma, se as pessoas utilizarem a sua experiência pessoal para avaliar a probabilidade de eventos, irão exagerar o peso de eventos improváveis porque passaram e subestimar o peso daqueles que não experimentaram em primeira mão.

A experiência recente da maior parte dos investidores em Portugal é de perdas significativas. Os títulos mais disseminados na Bolsa portuguesa são os que maiores perdas acumulam. Recentemente, um dos jornais económicos noticiava que, diariamente, mais de 700 investidores deixavam de ter ações. Os investidores atribuem maior ponderação à sua experiência pessoal do que a todos os estudos que comprovam o sucesso do investimento em valor. Este comportamento reflete também o efeito da proximidade temporal: o investidor acredita que o futuro será sempre este. Esta atitude verifica-se nos dois extremos do mercado ampliando, assim, os efeitos das bolhas e dos *crashes*.

Porque existem investidores excecionais?

No dia a dia, tomamos decisões de consumo, poupança e investimento. Grande parte de nós não tem formação financeira para as tomar no seu melhor interesse. Os vieses comportamentais de que sofremos são também *handicaps* com que temos de lidar. A história está repleta de bolhas: no mercado bolsista, no mercado imobiliário, nas matérias-primas e até as tulipas excitaram muitos investidores, no século XVII.

Alguns dos melhores investidores do mundo ultrapassaram estes vieses comportamentais que afetam as decisões de investimento e reduzem os retornos à esmagadora maioria dos investidores. Entre 1929 ►

Para investir em valor, compre bons ativos baratos, venda-os, pelo menos, ao seu preço justo e, no intervalo entre a compra e a venda, ignore as cotações de mercado

► e 1934, Benjamim Graham e David Dodd testemunharam o melhor e o pior nos mercados financeiros. Da escalada até ao pico de 1929, até ao *crash* em Outubro do mesmo ano e a implacável Grande Depressão. Desta sua experiência no mercado financeiro e do vasto conhecimento da teoria financeira, os dois professores da Universidade de Columbia, em Nova Iorque, construíram um modelo com o qual os investidores podiam filtrar centenas ou até milhares de ações e obrigações e identificar aquelas em que valia a pena investir. Esta filosofia de investimento é conhecida como o investimento em valor e o seu mais famoso praticante, aluno de Benjamin Graham, é Warren Buffett.

Em 1992, Tweedy, Brown Company LLC, gestora de patrimónios muito conceituada, publicou uma compilação de 44 estudos intitulada “O que funciona no investimento”. O estudo concluiu que o que funcionou é muito simples: as ações baratas conseguem, consistentemente, melhores retornos do que as ações caras; e as ações cujo preço teve pior *performance* (em períodos de três e cinco anos) conseguiram melhores rentabilidades, nos períodos seguintes, do que as ações cujos preços tiveram melhor *performance* nos mesmos períodos.

Ao longo dos últimos 54 anos, Warren Buffett conseguiu rentabilidades médias de 20,2% ao ano. Quando questionado sobre o seu sucesso como investidor, responde: “O nosso método é muito simples. Tentamos selecionar negócios com fundamentos económicos soberbos, geridos por pessoas honestas e capazes e compramo-los a preços sensatos. É só isto que tentamos fazer.”

Warren Buffett escreveu um artigo, em 1984, intitulado “Os superinvestidores de Graham e Dodds-ville”. Nesse artigo, Buffett elenca alguns investidores que, ao longo de vários anos, conseguiram retornos muito acima do mercado. Walter Schloss ganhou, durante 20 anos, 21,3% ao ano; Tom Knapp, da Tweedy Browne, conseguiu retornos de 20% ao ano; Bill Ruane, da Sequoia Funds, conseguiu 17,2% anuais; Charlie Munger, sócio de Warren Buffett, ganhou, num período de 13 anos, 19,8% anuais. Segundo a

teoria dos mercados eficientes, estes investidores foram simplesmente bafejados pela sorte. No entanto, argumenta Buffett, todos estes investidores têm um patriarca intelectual em comum, Benjamin Graham. Eles trabalham em locais diferentes e investiram em ativos diferentes, a única coisa em comum é a estratégia que seguem, o investimento em valor. O seu sucesso, portanto, não pode ser atribuído apenas à sorte; é o triunfo da estratégia certa. Por outras palavras, o investimento em valor funciona.

O que é o investimento em valor?

É investir em bons ativos, que produzem rendimentos, comprados a desconto do seu valor justo e que sejam geridos por gente capaz e honesta. É simples, mas está longe de ser fácil.

O investidor em valor é avesso ao risco e portanto a decisão de investimento é um processo de avaliação profunda dos dados fundamentais das empresas, dos negócios que lhe estão subjacentes e da sua capacidade de gerar um rendimento crescente no futuro. A partir dos balanços e demonstrações financeiras da empresa, avaliam-se a qualidade do negócio, as margens operacionais, a evolução dos lucros, a rentabilidade dos capitais investidos, os níveis de endividamento, as vantagens competitivas dentro do sector e a capacidade de remunerar o acionista. As palavras de Benjamin Graham resumem bem este processo: “A análise deve ser penetrante, não profética.”

No entanto, o investimento em valor não se resume apenas à análise das demonstrações financeiras. Uma vez que nem todos os elementos que afetam o valor da empresa são revelados pelo escrutínio dos documentos contabilísticos, a experiência, a capacidade de julgamento e o ceticismo são fundamentais para estimar o real valor da empresa.

Uma vez estimado o valor da empresa, confrontamo-lo com o preço a que está a cotar no mercado. Preço é o que se paga, valor é o que se recebe e da diferença entre o preço a que estamos a comprar e o valor intrínseco do ativo, obtemos a margem de segurança, a “almofada” necessária para proteger os

valores investidos. Disciplina e paciência para esperar pelo preço certo de compra são essenciais para que o método tenha sucesso. Quando a cotação no mercado refletir o valor da empresa, é altura de vender.

Poucos investidores são suficientemente disciplinados para manter padrões rigorosos de avaliação e aversão ao risco. É em tempos de grande incerteza e de conjunturas negativas que a prática de um método de investimento conservador e seguro – o investimento em valor – é particularmente fundamental.

Sir John Templeton, pioneiro dos fundos de investimento e considerado pela revista *Money* como o melhor investidor global do século xx, mantinha sob vigilância um conjunto de excelentes empresas que transacionavam a preços muito elevados e os preços a que gostaria de as comprar. Quando o mercado caía e arrastava as ações para os níveis desejados, as compras eram executadas. Templeton sabia que, no dia em que o mercado caísse, ele não teria a disciplina para comprar. No entanto, ao determinar, *a priori*, os preços de compra, retirava da equação a emoção e os seus vieses mentais. Um processo disciplinado e objetivo é essencial ao sucesso.

Em agosto passado, na Casa de Investimentos, aplicámos este processo. Aproveitámos a reação negativa do mercado ao *downgrade* da dívida americana – uma queda de cerca de 20% em duas semanas – investimos nalgumas empresas excecionais que, sem qualquer justificação fundamental, ficaram baratas.

Por que tão poucos seguem esta filosofia

Apesar dos resultados excecionais de grandes investidores em Valor e de inúmeros estudos que os comprovam, poucos são os investidores que seguem este método de investimento. Warren Buffett, para lá da publicação trimestral das suas transações, escreve na imprensa, de tempos a tempos. Em 17 de outubro de 2008, aconselhou, em carta aberta no *The New York Times* (“Buy American, I Am”), o investimento em empresas americanas. Em fevereiro passado, escreveu na revista *Fortune* reiterando a sua preferência pelo investimento em ativos que produzam rendimento, isto é, ações.

Os professores universitários Gerald Martin e John Puthenpurackal, num *paper* de 2008, concluíram que, imitando as compras de Warren Buffett um mês após a sua divulgação pública, qualquer investidor bateria o S&P 500 por uma média de 10,75% ao ano, no período de 1976 a 2006. Este resultado é extraordinário tendo em conta que a *performance* de Warren Buffett, no mesmo período bateu o S&P 500 por 11,14% ao ano.

Muito antes de neurocientistas e psicólogos terem descoberto a importância destes vieses, Benjamin Graham refletia que o investidor deveria estar preparado, financeira e psicologicamente, para as flutuações do

mercado e explicava-o através de uma metáfora a que chamava Sr. Mercado: “Imagine que é proprietário de parte do capital de uma pequena empresa e que essa participação lhe custou 1000 euros. Um dos seus sócios, chamado Sr. Mercado, é muito prestável. Todos os dias, ele diz-lhe qual é o valor, na opinião dele, da sua parte da empresa e oferece-se para comprá-la ou para lhe vender uma participação adicional ao mesmo preço. Por vezes, a avaliação do Sr. Mercado parece plausível e justificada pelos desenvolvimentos e perspectivas futuras do negócio. Frequentemente, contudo, o Sr. Mercado é levado pelo entusiasmo ou pelo medo e o valor que ele propõe é pouco menos do que ridículo. Se o leitor é um investidor prudente ou um empresário sensato, vai deixar que as comunicações diárias do Sr. Mercado determinem a sua convicção do que vale a sua participação de 1000 euros na sua empresa? Apenas nos casos em que concorda com o Sr. Mercado ou quando está disposto a negociar com ele. Poderá vender a sua participação quando o Sr. Mercado lhe propõe um preço ridículamente alto, assim como poderá comprar uma participação adicional quando o preço é baixo. No tempo restante, poderá formar as suas próprias opiniões acerca de quanto realmente vale a sua participação, baseado nos relatórios da empresa sobre as suas atividades e situação financeira. O verdadeiro investidor está nesta posição quando tem ações de uma empresa cotada. Ele pode tirar partido do preço diário de mercado ou ignorá-lo. As flutuações de preço têm apenas um significado para o verdadeiro investidor. Elas oferecem oportunidades para compras inteligentes quando o preço cai bastante e oportunidades para vendas inteligentes quando os preços ultrapassam o valor da empresa. No resto do tempo, o investidor deverá ignorar o mercado e concentrar-se nos dividendos e resultados operacionais das suas empresas.”

Por outras palavras, compre bons ativos baratos, venda-os, pelo menos, ao seu preço justo e no espaço de tempo entre a compra e a venda, ignore as cotações de mercado. Ou, como Warren Buffett recomenda: “Encare as flutuações de mercado como amigas e não como inimigas; lucre com a loucura em vez de participar nela.”

O medo e a ganância têm separado muitos investidores do seu dinheiro. Quando o mercado de ações cai porque as notícias são más e a conjuntura macroeconómica difícil, os investidores vendem a qualquer preço ativos de grande valor. Porque muita gente o está a fazer, os investidores ignoram a qualidade dos ativos que têm e adotam o comportamento de rebanho. Do mesmo modo, quando a conjuntura é favorável ou as notícias para determinada empresa são muito positivas, é fácil perder o bom senso e seguir a multidão, comprando a qualquer preço.

Demasiadas pessoas investem no mercado de capitais com o objetivo de enriquecerem da ►

O público investidor festeja o lucro fácil. Mas as bolhas inevitavelmente estouram. E o provérbio é confirmado: “Aquilo que o sábio faz no princípio, o tolo faz no fim”

► noite para o dia. As ações, em vez de serem encaradas como uma “fatia” do negócio subjacente que, ano após ano, cria riqueza para os seus acionistas, são vistas apenas como papel que troca de mãos, frequentemente mais de uma vez por dia. A satisfação imediata, a falta de convicção com que se compram e vendem ativos e a busca de excitação no mundo do investimento potenciam decisões irrefletidas, tomadas por impulso. Muitos consideram que investir em Bolsa continua a ser um jogo de sorte e azar.

A especulação e as bolhas

A definição de investimento expandiu-se muito nos últimos 20 anos: desde selos, arte, vinhos, ouro, petróleo, todo o tipo de produtos financeiros exóticos e até apostas desportivas. Muitos destes ativos não são produtivos e quem os compra tem a esperança de que no futuro alguém venha a pagar mais por eles. Quem investe assim, não é inspirado por aquilo que o ativo produz, mas, sim, porque acredita que outros o desejam ainda mais no futuro. Esta é, na sua essência, a definição de especulação. É desta forma que surge as bolhas especulativas.

Nos últimos 15 anos, tanto as ações tecnológicas como o mercado imobiliário demonstraram os excessos extraordinários que podem ser criados pela combinação de uma tese de investimento sensata (na sua génese) e bem publicitados preços crescentes (o ouro é um bom exemplo). Nestas bolhas, um exército de investidores, a princípio cético, sucumbe à prova entregue pelo mercado e o grupo de compradores expande-se – durante algum tempo – o suficiente para manter a roda a girar. O público investidor festeja o lucro fácil. Mas as bolhas inevitavelmente estouram. E o velho provérbio é mais uma vez confirmado: “Aquilo que o sábio faz no princípio, o tolo faz no fim.”

Canais de televisão de negócios, jornais, revistas, analistas e comentadores alimentam diariamente um público vasto e em expansão. Este é o “circulo” que é montado diariamente à volta do mercado financeiro e que precisa de fazer crer que, durante o dia, irão passar-se eventos extraordinariamente importantes.

A quantidade de informação – completamente irrelevante para a vida diária das empresas – é espremida ao máximo. As “dicas para ganhar dinheiro hoje” encurtam ainda mais o horizonte de investimento. Mais informação não é melhor informação, apenas reforça no investidor a ilusão de controlo, o excesso de otimismo e de confiança.

Larry Summers, ex-secretário do Tesouro americano, investigou os 50 maiores movimentos no mercado de ações americano entre 1947 e 1987. Summers e os seus colegas vasculharam a imprensa na tentativa de encontrar alguma razão para os movimentos do mercado. Concluíram que, “na maioria dos dias com maior movimento, a informação que a imprensa avança como causa não é particularmente importante”. Dito de outra forma, mais de metade dos maiores movimentos nos mercados não tem qualquer relação com os fundamentos económicos das empresas ou da economia.

A indústria financeira tem sido a grande promotora de toda esta “festa”. Se por um lado está a satisfazer necessidades novas aos seus clientes, como argumenta, por outro, está a promover o curtíssimo prazo e o comissionamento excessivo. No seu livro *The Battle for the Soul of Capitalism*, John Bogle, fundador da Vanguard, expõe com grande clareza os conflitos de interesses dos grandes grupos financeiros e como a glorificação do curtíssimo prazo triunfou sobre os tradicionais valores da fidedignidade. As comissões pagas, entre 1997 e 2002, pelos investidores norte-americanos aos bancos, corretoras e fundos de investimentos excederam os 1,275 trilhões de dólares. No final dos anos 90, as previsões dos analistas e dos especialistas em estratégia tornaram-se mais importantes do que nunca nos mercados financeiros. Infelizmente, não se tornaram mais precisas e os exemplos são imensos. Existem hoje previsões sobre todo o tipo de indicadores, desde a inflação, as taxas de juro, o desemprego, os resultados trimestrais das empresas, passando pelos preços das ações e das obrigações, das matérias-primas, etc. Quando os números reais observados são divulgados, raramente coincidem com as previsões. Estão assim

reunidas as condições para que os mercados se comportem com grande volatilidade. Isto não faz qualquer sentido. As previsões – que criam a ilusão de controlo sobre o que pode ser o futuro – vêm limitar a capacidade de tomar decisões baseadas em processos lógicos.

Para Warren Buffett, “as previsões políticas e económicas de curto prazo são uma distração muito cara para os investidores. A prazo, as notícias sobre os mercados financeiros serão positivas. No século xx, os Estados Unidos passaram por duas Guerras Mundiais e outros conflitos militares dispendiosos, uma Grande Depressão, uma dúzia de recessões, vários pânico financeiros, choques petrolíferos, etc. No entanto, o Dow Jones subiu dos 66 para os 11497 pontos.”

Os analistas e gestores de dinheiro são também vítimas destas armadilhas mentais. Têm acesso a demasiada informação e precisam de proteger o seu posto de trabalho. Se seguirem o rebanho e estiverem errados, fizeram o que toda a gente fez. Se não seguirem o rebanho e estiverem errados, o seu emprego está em causa. A evolução tecnológica, a internet, a grande difusão de informação e a engenharia financeira contribuíram para potenciar negativamente os nossos vieses comportamentais.

Conclusões

O investidor deverá ter a disciplina e a coragem de se manter fiel aos seus princípios. Como Benjamin Graham declarou: “Se acredita que o investimento em valor é um conceito sólido, deverá devotar-se a esse princípio. Mantenha-se fiel e não se deixe arrastar pelas modas, pelas ilusões e pela perseguição constante do lucro rápido de Wall Street. Não é preciso ter uma inteligência de génio para ser um investidor em valor de sucesso. O que é necessário é, em primeiro lugar, uma inteligência razoável; em segundo, bons princípios de atuação; e terceiro e mais importante, firmeza de carácter.”

Só dominando estes três elementos é que o investidor inteligente será capaz de agir de forma contrária – comprar quando todos vendem e vender quando todos compram.

Nunca deixaremos de ser suscetíveis aos vieses comportamentais. Reconhecendo as nossas limitações, estaremos mais bem preparados para que os processos lógicos assumam o controlo. Só com processos sólidos de tomada de decisões será possível obter resultados consistentes a médio e a longo prazos. **E**

tempo-team

trabalho temporário | outsourcing | contact centres | hr solutions

Os Recursos Humanos
são o principal recurso
estratégico das empresas



na categoria de trabalho
temporário e outsourcing

Lisboa • Porto • Aveiro • Caldas da Rainha
Carregado • Covilhã • Évora • Famalicão
Figueira da Foz • Leiria • Oliveira de Azeméis
Paredes • Portimão • Santarém • Setúbal • Viseu

tel. 707 20 20 30

