

Bons argumentos,
ótimos investimentos.

Julho - 2023

FINANÇAS e COMPORTAMENTAIS

Resenha Trimestral

Por Delano Franco

Mestre em economia pela PUC-RJ e Sloan Fellow da London Business School é estrategista da Argumento Gestão de Investimentos.

A hipótese de mercados eficientes (HME) foi, durante décadas, uma proposição central na teoria de finanças. O arcabouço teórico poderoso que se conseguira construir sobre a sua validade e a quantidade de evidências empíricas a seu favor davam a impressão, em dado ponto, de que pouco espaço restava para polêmica. Uma frase de Jensen (1978) é emblemática: *"there is no other proposition in economics which has more empirical evidence supporting it than the efficient market hypothesis"*.

A partir do final dos anos 1970, no entanto, surpreendentemente foi surgindo uma série de desafios à HME, tanto no campo teórico quanto no empírico. Trabalhos de psicologia experimental, sumarizados por Kahneman e Riepe (1998), acumulavam registros de desvios sistemáticos com relação à racionalidade econômica. Frequentemente, diante de incerteza há comportamento distinto do previsto pelo arcabouço econômico tradicional (chamado von Newman-Morgenstein): os indivíduos baseiam as escolhas em termos de perdas e ganhos com relação a um ponto de referência, que pode variar dependendo da situação, e não em termos de riqueza final, como mostrado por Kahneman e Tversky (1979). Além disso, são comuns a violação de regras estatísticas (regra de Bayes) nas previsões (Kahneman e Tversky, 1978) e a dependência das escolhas com respeito a como

determinado problema é apresentado (Benartzi e Thaler, 1992), entre outros fatos.

Como as evidências apontam para comportamentos semelhantes entre os indivíduos, não há por que se esperar que os desvios da racionalidades no mercado sejam independentes: as decisões de compra e venda geradas tendem a ser fortemente correlacionadas e, portanto, relevantes em termos agregados. Esse problema é acentuado pelo comportamento social dos investidores, que seguem os erros alheios ao dar ouvidos a rumores ou imitar pessoas próximas (Shiller, 1984).

Por fim, os arbitradores, que formam a última linha de defesa da HME, por manterem os preços alinhados com os fundamentos mesmo na existência significativa de agentes irracionais, tiveram essa capacidade relativizada por diversos trabalhos. A eficácia da arbitragem se baseia na disponibilidade de ativos semelhantes aos que se encontram incorretamente apreçados, o que frequentemente não ocorre na prática. O mercado acionário como um todo, como exemplo extremo, não pode ser eficientemente arbitrado (Fingleton, 1979) Campbell e Kyle (1993). Usualmente, a arbitragem envolve riscos, e os arbitradores possuem capacidade limitada de financiamento para sua empreitada. Mesmo

quando existem substitutos relativamente próximos, há chance de o desalinhamento aumentar substancialmente antes de se reduzir, forçando o arbitrador a zerar suas posições antes de poder beneficiar-se das ineficiências (De Long et alii, 1990).

O grau de segurança quanto à validade indiscriminada da HME foi sendo revisto à medida que esses fatos eram tratados pela literatura. Além disso, acontecimentos como o crash de outubro de 1987, quando o Dow Jones caiu 23% sem qualquer aparente mudança nos fundamentos, reforçaram a ideia de que comportamentos irracionais poderiam ter efeito importante sobre o mercado. Tomava corpo o movimento das Finanças Comportamentais.

Hoje, quando o campo celebra algo como 40 anos, e após ter rendido o Prêmio Nobel em diferentes anos para Daniel Kahneman, Robert Shiller e Richard Thaler, existe uma vasta literatura acadêmica e aplicada. As estratégias mais populares baseadas em Finanças Comportamentais são:

- Valor – poder preditivo de razões como preço / lucro e valor contábil / valor de mercado, cujo artigo seminal foi Fama-French (1992). Numa narrativa que remonta a Benjamin Graham, dos anos 30, ações “baratas” por múltiplos tendem

a performar melhor que o mercado em geral no longo prazo.

- Momentum – a partir de Jadgeesh & Titman (1993), ações que vêm performando bem no curto prazo tendem a seguir se destacando por algum tempo.
- Tamanho – fenômeno documentado a partir de Banz (1981), *small caps* tendem a performar melhor que *large caps*.
- Qualidade – tendência de empresas de alta qualidade, com negócios mais estáveis e balanços mais sólidos a performarem melhor que as de baixa qualidade. Vem de diversas linhas de artigos, dentre os quais se destaca Sloan (1996).

Dessas, dados recentes mostram que Momentum e Qualidade seguem gerando resultados consistentes, ao passo que Valor e Tamanho vêm sendo mais questionados.

Existem muitos gestores quantitativos ao redor do mundo especializados na aplicação desse campo de conhecimento. Trata-se, no entanto, de uma literatura tão relevante, com tantos *insights* sobre o comportamento do investidor e suas influências sobre os ativos, que mesmo casas discricionárias têm a se beneficiar de suas conclusões. Na Argumento reconhecemos a

importância de finanças comportamentais e a utilizamos como um dos ângulos conceituais de nossas discussões.

Citações:

Benartzi, S. & Thaler, R. (1992). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. Quarterly Journal of Economics.

De Long, J., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. Journal of Political Economy.

Fama, E. and French, K., 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns"

Jegadeesh, N. and Sheridan Titman, 1993, "Returns to Buying Winners and Selling Losers - Implications for Stock Market Efficiency"

Jensen, M. (1978). Same anomalous evidence regarding market efficiency. Journal of Financial Economics.

Kahneman, D. & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. Journal of Portfolio Management.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1978). On the psychology of prediction. Psychological Review.

Shiller, R. J. (1984). Stock prices and social dynamics. The Brookings Papers on Economic Activity, 2:457-510.

Sloan, R., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? Accounting Review, 71(3), pp.289-315.

*Delano Franco, Mestre em economia pela PUC-RJ e Sloan Fellow da London Business School é estrategista da Argumento Gestão de Investimentos.



www.arg.com.br