

Carta Mensal

Nesta Carta, apresentamos a avaliação do mês de Julho e também uma seção “...out of the box” onde apresentamos alguns dos chamados “vieses cognitivos” – que são desvios sistemáticos dos padrões de comportamento humano tidos como racionais. Estes vieses afetam a nossa capacidade de estimar resultados futuros e as probabilidades a eles associadas, influenciando conseqüentemente todo o nosso processo de tomada de decisão.

I. Avaliação Mensal

Com a derrota da seleção brasileira de futebol por 7x1 contra a Alemanha na semi-final da Copa do Mundo realizada no Brasil, renovou-se a expectativa de vitória da oposição na eleição presidencial de Out/14. Afinal, tal derrota da seleção poderia levar a uma queda da popularidade de Dilma Rousseff e a um conseqüente avanço da oposição.

A 1ª pesquisa eleitoral pós-Copa do Mundo — realizada pelo Datafolha e divulgada em 17/07 à noite – confirmou o avanço da oposição, pois revelou um empate técnico entre Dilma Rousseff e Aécio Neves no 2º turno das eleições. Este avanço da oposição exacerbou ainda mais o sentimento de euforia já existente. Com isso, o Ibovespa chegou a subir +9,06% até 22/07, fechando o mês em +5,01%, após alguns pregões de realização de lucros.

Quem não quis “ficar para trás” em Julho teve que desmontar algumas de suas posições para fazer caixa e comprar Petrobras, Banco do Brasil e afins. Com isso, empresas sem *trigger* de curtíssimo prazo sofreram com o “giro” derivado desta realocação de portfólio. Muitas de nossas empresas acabaram sofrendo por conta disso.

É curioso verificar que os resultados de pesquisas eleitorais favoráveis à oposição têm beneficiado basicamente as ações de empresas estatais como Petrobras e Banco do Brasil, por exemplo. A Petrobras PN subiu 10,47% no mês, enquanto Banco do Brasil ON subiu 11,55% no período. Por que as estatais têm sido o veículo escolhido pelos investidores para refletir os efeitos de uma possível mudança de governo? Afinal, a economia brasileira como um todo não se beneficiaria de uma troca de governo?

Muitas vezes, o mercado reage de forma desigual a determinados eventos ou expectativas de eventos. Empresas mais “óbvias” (aos olhos do mercado) e mais líquidas são, muitas vezes, o primeiro “alvo” dos investidores. Depois, quando este *play* se esgota, as outras ações começam a performar e o *gap* que foi aberto entre as mais privilegiadas num primeiro momento e as demais tende a se fechar.

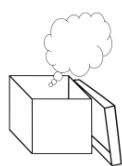
Vale ressaltar que **nosso fundo tem descolado negativamente do Ibovespa desde que as especulações eleitorais se iniciaram. Nunca participamos de movimentos especulativos com as estatais.**

Como explicamos na nossa Carta de Abr/14, historicamente, a capacidade do poder público de “consertar” empresas estatais é muito baixa, mesmo havendo troca de governo. O ideal seria delegar esta tarefa ao setor privado via privatização destas estatais, como fez Margaret Thatcher, primeira ministra britânica entre 1975 e 1990. Uma possibilidade real de privatização destas Cias seria – aí sim – um *trigger* que faria algum sentido para uma valorização sustentável destas ações. Mas, infelizmente, este não nos parece ser o caso. É sempre bom lembrar que nem sempre empresas que a princípio podem se beneficiar de uma situação irão conseguir, de fato, tirar proveito dela.

E quanto às outras empresas brasileiras? O que deve acontecer com elas se a oposição vencer? **Se, como muitos participantes de mercado acreditam, o ambiente econômico vier a melhorar com a eleição de um novo presidente da oposição, não seria o caso de precificar um maior crescimento do PIB para frente neste cenário?** Neste caso, os preços das ações de empresas eficientes em diversos setores da economia não deveriam subir como resultado de uma expansão de múltiplos ou de premissas mais favoráveis em seus modelos DCF?

Nós acreditamos que sim e, se isso de fato ocorrer, ações de empresas eficientes que sofreram ou simplesmente “ficaram de lado” nos últimos meses poderão ter uma reprecificação positiva, consistente e sustentável. E isto, certamente, nos favoreceria.

II. ...Out of the Box



Nesta seção “...out of the box”, apresentamos alguns dos chamados “vieses cognitivos” – que são desvios sistemáticos dos padrões de comportamento humano tidos como racionais. Estes vieses afetam a nossa capacidade de estimar resultados futuros e as probabilidades a eles associadas, influenciando consequentemente todo o nosso processo de tomada de decisão.

“Detentores de ações (...) frequentemente se deixam influenciar pelo comportamento impulsivo e muitas vezes irracional dos demais detentores destas ações e acabam – eles mesmos – agindo desta mesma forma também”. (Warren Buffett)

Como Buffett bem disse, observamos diariamente decisões de compra/venda de ações que parecem motivadas por comportamentos nitidamente **impulsivos e irracionais**. Se este é mesmo o caso, devemos considerar válida a Teoria Econômica tradicional, que tem como premissa básica a racionalidade dos tomadores de decisão? A resposta que muitos têm dado a esta pergunta é “não”.

Na Carta de Mai/14, escrevemos sobre “*animal spirits*”, um conceito introduzido por Keynes (1936) para descrever, no contexto econômico, os instintos e emoções que tipicamente guiam o comportamento humano. Antes de tomar uma decisão, as pessoas em geral não fazem uma conta de “valor esperado”, ou seja, não calculam uma média ponderada por probabilidades de todos os possíveis *outcomes*. De acordo com Keynes, muitas delas simplesmente agem – e agem baseadas em instintos otimistas (ou pessimistas).

Mesmo quando as pessoas acreditam estar tomando decisões racionais, há sérias limitações à sua capacidade de determinar corretamente os *outcomes* futuros e as probabilidades a eles associadas.

Com esta constatação em mente, Herbert Simon (1957) introduziu a noção de “racionalidade limitada” (“**bounded rationality**”) – conceito que depois foi amplamente aprofundado por acadêmicos como Daniel Kahneman, Amos Tversky, Ariel Rubinstein e Dan Ariely. A ideia por trás deste conceito é a de que a **racionalidade** dos indivíduos é **limitada pelas informações** que eles têm, por suas **limitações cognitivas**, e pelo **tempo limitado** para se tomar uma decisão.

As limitações cognitivas dão origem aos chamados “vieses cognitivos” – que são desvios sistemáticos do padrão tido como racional. Vários vieses cognitivos foram documentados ao longo dos últimos anos nas áreas de Psicologia e *Behavioral Economics*. Foge ao escopo desta Carta expor uma lista completa destes vieses. Seleccionamos apenas alguns dos mais interessantes e apresentamos a seguir.

“**Herd behavior**” – na Carta de Mar/14, apresentamos este conceito. Em condições “normais”, um “comportamento de manada” parece ser “seguro” e “lógico”. Entre os animais, por ex., tal comportamento se justifica como uma forma de proteção contra predadores. Um membro do grupo que está sendo perseguido por um predador reduz substancialmente sua chance de ser atacado ao se unir a manada. O problema acontece em caso de quebra desta simetria – o que acontece com frequência, uma vez que o padrão simétrico da manada emerge, de fato, de comportamentos não-coordenados de indivíduos que perseguem seus próprios interesses. Essa quebra de simetria, em geral, é deflagrada por momentos de pânico. Na sociedade humana, exemplos de tal comportamento vão desde tentativas de fuga de locais lotados por grandes multidões, como estádios de futebol, até tentativas de sair de papéis de forma desordenada, o que desencadeia o estouro de bolhas

nos mercados financeiros. Qual é a única maneira de se preservar destes desastres? É simplesmente não engajar em comportamento de manada. É não comprar os papéis que todos estão comprando porque você seguramente não foi o primeiro a comprar e muito provavelmente não será o primeiro a vender – e, quando você tentar vender, poderá ser “tarde demais”. É se manter fiel às suas análises e julgamentos, o que não significa que você não possa se questionar a todo momento sobre a validade de suas conclusões. Ao não engajar em comportamento de manada, você poderá ficar mais exposto no curto prazo, mas no médio e longo prazo a sua chance de se preservar e descolar substancialmente e favoravelmente da média aumenta.

“Anchoring” – este fenômeno trata da tendência dos indivíduos de adotar uma referência numérica baseada numa primeira informação disponível. Quando nos deparamos com um produto ou ativo novo, por ex., não temos referência prévia de preço e aceitamos este primeiro valor observado como “referência” ou “âncora”. A partir daí, qualquer valor acima da âncora poderia eventualmente ser considerado “caro” e qualquer valor abaixo tenderia a ser visto como “barato”. A “âncora” inicial determinaria, portanto, nossa propensão futura a comprar tal produto ou ativo. O valor de um produto ou ativo seria, desta forma, relativo para cada indivíduo e não algo absoluto. Esta atribuição subjetiva de valor que se observa na prática vai contra qualquer comportamento dito racional, uma vez que o valor de um produto ou ativo deveria ser definido unicamente por critérios não-arbitrários.

“Endowment effect” – de acordo com este efeito, uma pessoa tenderia a atribuir um valor maior a um bem ou ativo simplesmente pelo fato de ser dona dele. O racional seria esperar que o valor que uma pessoa estaria disposta a pagar por um bem que ela ainda não possui seja igual ao valor que ela aceitaria pela venda deste mesmo bem caso ela o possuísse. No entanto, muitas vezes isso não ocorre. Uma vez dona do bem, a pessoa tenderia a lhe atribuir um valor maior. Isso acontece frequentemente com proprietários de imóveis e outros ativos pelos quais o indivíduo passa a desenvolver um apego emocional. Esta atribuição exagerada de valor foge à racionalidade, uma vez que o valor de um bem ou ativo deveria, como afirmamos antes, ser definido unicamente por critérios não-arbitrários.

“Framing effect” – este fenômeno refere-se à tendência das pessoas em tirar conclusões diferentes acerca de um fato ou informação dependendo de como ou através de quem tal informação foi apresentada. Este viés pode, por ex., afetar decisões de compra/venda de ativos. Muitas vezes, a forma como um *investment case* é apresentado ou a forma como uma informação acerca de uma empresa é divulgada pode – sim – influenciar a maneira como enxergamos um ativo. Muitas vezes, o embrulho do pacote se revela mais bonito do que o próprio conteúdo. Outras vezes, verdadeiros tesouros se mantêm “abandonados” por conta de uma má estratégia de comunicação (*framing*). Este viés cognitivo pode criar distorções na precificação de um ativo – e, portanto, oportunidades de compra/venda. Por

mais belo (ou feio) que seja o embrulho, espera-se que a qualidade do conteúdo tenda a prevalecer no médio/longo prazo.

“Availability heuristic” – este viés seria a tendência de sobre-estimarmos a probabilidade de eventos mais “disponíveis” em nossa memória. Por “disponíveis” entende-se mais recentes, mais marcantes, ou simplesmente mais em voga num determinado momento. Tomemos, por ex., a postura de um investidor diante de um ambiente econômico desafiador. Tal investidor tenderia a enxergar o futuro com muito mais pessimismo do que seria razoável. Neste contexto, ele certamente correria menos riscos e escolheria investimentos mais “seguros”. Infelizmente, como resultado, ele perderia boas oportunidades de investimento para frente. Vejamos, por ex., uma pesquisa conduzida pela Universidade de Michigan em Jul/1948 (no pós-guerra). Tal pesquisa revela que apenas 4% dos entrevistados acreditavam que o mercado de ações ofereceria um bom retorno na década seguinte, contra 26% que consideravam as ações arriscadas demais. O restante não sabia opinar. De 1949 a 1958, o mercado acionário americano teve simplesmente uma das maiores taxas de retorno da história, com rendimento anual médio de 18,7%. Note que o mesmo tipo de viés pode acontecer também no caso de um *bull market*. Quando a economia está indo muito bem, temos dificuldades de enxergar problemas e de atribuir a correta probabilidade a eventos futuros negativos. Portanto, esta dificuldade que temos de atribuir probabilidades de forma racional a eventos futuros é outro viés cognitivo que nos leva, muitas vezes, a cometer erros nas tomadas de decisão.

“Confirmation bias” – conforme documentado, as pessoas tenderiam a buscar, interpretar, focar, ou lembrar de informações que confirmassem suas ideias pré-concebidas. Ou seja, as pessoas não seriam neutras, isentas, e sempre abertas a descobrir fatos novos ou a buscar evidências que pudessem eventualmente levá-las a mudar sua forma de pensar. As pessoas simplesmente tenderiam a sempre coletar e colecionar fatos que pudessem confirmar suas crenças e, ao mesmo tempo, elas tenderiam a negar, refutar ou rejeitar evidências em contrário – mesmo que tais evidências fossem lógicas e bem embasadas. Este tipo de comportamento gera distorções tanto no contexto da tomada de decisões acerca de investimentos quanto no contexto social, por ex. Nutrir paixões incondicionais por determinadas empresas que já não demonstram ter um bom potencial para frente ou nutrir paixões por ideias pré-concebidas acerca de pessoas, grupos ou entidades em geral pode nos levar a erros graves de percepção acerca da realidade. Tal viés cognitivo pode, de fato, ter consequências potencialmente perigosas em diferentes contextos da interação humana.

“Illusion of validity” – esta seria a crença de que mais informações necessariamente gerariam dados adicionais relevantes para uma tomada de decisão. Muitas vezes, as novas informações só vêm a confirmar as já existentes, o que nos remete ao **“confirmation bias”** mencionado anteriormente. Em geral, a busca ilimitada por informações pode atrapalhar.

Quando conduzimos uma pesquisa acerca de uma empresa, por ex., temos que comparar o benefício de aprofundarmos a investigação – chegando a um maior nível de detalhe – com o custo de fazê-lo. Além disso, aprofundar-se demais poderia levar a um distanciamento do que se supõe mais relevante – e perderia-se o foco.

“Survivorship bias” – costumamos nos concentrar em histórias de “sobreviventes” ou “vencedores”, ignorando ou sub-estimando a existência de perdedores simplesmente por não observá-los. Este viés pode distorcer a probabilidade estimada de sucesso em determinados contextos, levando o observador a ficar demasiadamente otimista. Uma aplicação clássica deste conceito se dá quando uma série de dados é coletada ao longo do tempo, mas inclui apenas observações de “sobreviventes”. Imagine que dados de empresas sejam coletados ao longo de 30 anos. As empresas que pedem falência vão sendo excluídas da amostra, só restando as “sobreviventes”. Qualquer conclusão tirada a partir desta amostra pode ser viesada, pois informações relevantes podem ter sido perdidas quando da exclusão das empresas falidas. Taleb (2007) chama atenção para a existência de “evidências silenciosas” (*silent evidence*) e argumenta que nossos mecanismos de inferência tendem a “ignorar o cemitério”. Isto porque só os sobreviventes estão aqui para contar suas histórias; os perdedores e suas versões estão no cemitério.

“Illusion of control” – muitas pessoas tendem a sobre-estimar sua habilidade de controlar resultados. A ilusão do controle é tão perigosa quanto a ilusão de superioridade (*illusory superiority*) ou o viés de otimismo (*optimism bias*). Os três são catalogados como “ilusões positivas”, mas eles podem ser muito danosos ao elevar demasiadamente o nível de autoconfiança e arrogância do indivíduo, gerando, desta forma, comportamentos imprudentes. Muitos gestores de recursos se perdem justamente por conta desta ilusão de controle. A humildade derivada da noção de que nenhum ser humano é infalível, ou detentor da verdade absoluta, ou capaz de antever resultados futuros com total precisão é essencial para evitar resultados desastrosos.

Distorções nos preços dos ativos podem ser constantemente geradas por desvios de comportamento derivados de nossos vieses cognitivos. A intensidade e duração destas distorções são difíceis de antever. Muitas vezes, uma precificação mais “racional” de um ativo pode demorar meses para acontecer. Exemplos de distorção vão da euforia no processo de formação de bolhas de preços até o pessimismo exagerado acerca de ativos sem *triggers* de curto prazo.

Dada a nossa natureza humana, nenhum de nós pode assumir que é imune a estes vieses. Todos nós estamos sujeitos a tomar decisões erradas. Mas, estando cientes disto, podemos ficar atentos e tentar evitar tomadas de decisão que sejam um nítido reflexo destas armadilhas cognitivas.

Podemos também ir mais além. Ao perceber a existência de distorções na precificação de ativos, podemos atuar de forma a aproveitar uma oportunidade de investimento que se apresente. Ou, uma vez investidos, podemos simplesmente manter a paciência necessária até que uma precificação mais correta do ativo se dê.

Dadas as nossas naturais limitações à racionalidade, é sempre mais fácil prescrever um comportamento do que efetivamente executá-lo. No entanto, o que nos distingue como humanos é, justamente, nossa capacidade de aprendizado e contínua evolução para além do já ultrapassado instrumental básico de sobrevivência nas savanas africanas.

Referências:

Akerlof, George A. and Shiller, Robert J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.

Ariely, Dan (2009). *Predictably Irrational: The Hidden Forces that Shape our Decisions*. HarperCollins.

Kahneman, Daniel (2003). "Maps of bounded rationality: psychology for behavioral economics". *The American Economic Review* 93 (5).

Keynes, John M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Cambridge University Press.

Rubinstein, Ariel (1998). *Modeling bounded rationality*. MIT Press.

Simon, Herbert A. (1957). "A Behavioral Model of Rational Choice", in *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*. New York: Wiley.

Taleb, Nassim N. (2010). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital