



ISCAL

Instituto Politécnico de Lisboa

Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa

O comportamento do investidor português:  
Análise comparativa de anomalias e desvios

Constituição do Júri:

**Presidente** Joaquim Ferrão

**Vogal** Sónia Bentes

**Vogal** Orlando Gomes

Diogo Filipe Silveira Beja Sobral

Orientador: Orlando Gomes

Lisboa 03/2022



Instituto Politécnico de Lisboa

Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa

O comportamento do investidor português:  
Análise comparativa de anomalias e desvios

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação científica de Orlando Gomes

Constituição do Júri:

**Presidente** Joaquim Ferrão

**Vogal** Sónia Bentes

**Vogal** Orlando Gomes

Diogo Filipe Silveira Beja Sobral

Orientador: Orlando Gomes

Lisboa 03/2022



## Resumo

A economia comportamental considera que os agentes económicos não são completamente racionais, estando limitados por diversos fatores psicológicos como heurísticas e enviesamentos. Os agentes que participam nos mercados financeiros não são exceção, cada um apresentando uma estratégia de investimento personalizada consoante a sua suscetibilidade a estes fatores. Assim, ao depender de inúmeros fatores psicológicos, existe a hipótese de se poder distinguir o comportamento dos investidores pelo contexto social-económico em que se encontram.

Recorrendo a dados financeiros de mais de 50 mil agentes entre três países distintos, foi elaborada uma análise comparativa do comportamento dos investidores em Portugal, Espanha e Estados Unidos. Em geral, existem evidências de que as diferenças culturais e sociais entre cada país têm capacidade, por si só, de influenciar o comportamento e as decisões de cada investidor. Comparativamente, a prestação dos investidores portugueses situa-se entre os outros dois países estudados, realçando-se a capacidade de tentar investir objetivamente, mas demonstrando alguma suscetibilidade aos enviesamentos mais comuns. A cultura financeira mais difundida nos Estados Unidos leva a que o mercado financeiro seja mais acessível e diversificado entre todos os tipos de ativos. Em Espanha, o mercado financeiro parece ser dominado por um grupo mais envelhecido de investidores maioritariamente avessos ao risco.

Existem, ainda, evidências de barreiras à entrada nos mercados financeiros. Enquanto que nos EUA o mercado é mais acessível à população, em Portugal, o ato de investir é considerado demasiado complexo, arriscado e dispendioso por muitos. Estas barreiras, por um lado, diminuem o número de investidores, mas, por outro, aumentam as competências daqueles que conseguem participar.

Palavras-chave: Finanças comportamentais, mercados financeiros, enviesamentos do investidor, comportamento do investidor individual, sobreconfiança, efeito disposição

## **Abstract**

Behavioral economics considers that economic agents aren't completely rational, being limited by various psychological factors like heuristics and biases. Financial agents aren't an exception, each displaying a personalized investment strategy according to each one's susceptibility to these factors. Therefore, by depending on numerous psychological factors, there is a hypothesis that the behavior of investors can be distinguished by the social-economic context of each.

Using financial data from over 50 thousand agents between three distinct countries, a comparative analysis was conducted studying the behavior of investors in Portugal, Spain and the United States. In general, there is evidence to suggest that cultural and social differences between each country are capable of influencing the behavior and decisions of each investor. Comparatively, the performance of Portuguese investors is situated between the other two countries studied, highlighting their ability to attempt to invest objectively but still showing some susceptibility to the most common biases. The United States' more widespread financial culture leads to a more accessible and diversified financial market between all types of assets. In Spain, the financial market seems to be dominated by an older group of mostly risk averse investors.

Furthermore, there is evidence of barriers to entry in financial markets. While in the US the market is more accessible to the population, in Portugal the act of investing is considered too complex, risky, and costly by many. These barriers, on one end, reduce the number of investors, but, on the other end, increase the skills of those who manage to participate.

**Keywords:** Behavioral finance, financial markets, investor biases, individual investor behavior, overconfidence, disposition effect

## Índice geral

Índice geral.....	vi
Índice de quadros e tabelas .....	viii
Introdução .....	1
Capítulo 1 - Enquadramento Teórico .....	2
1.1. A Economia e Finanças Comportamentais.....	2
1.1.1. Teoria Comportamental vs Teoria Neoclássica.....	2
1.1.2. Heurísticas e enviesamentos.....	6
1.2. Investidor Individual .....	9
1.2.1. Limitações de racionalidade.....	9
1.2.2. Efeito disposição .....	10
1.2.3. Os avanços das finanças comportamentais e os resultados alcançados .....	12
Capítulo 2 - Caracterização dos dados.....	14
2.1. Recolha de amostras representativas .....	14
2.2. O perfil do investidor português e o conceito de investidor .....	16
2.2.1. Elementos demográficos .....	17
2.2.2. Elementos financeiros .....	23
2.3. O comportamento dos investidores no plano internacional.....	32
2.3.1. Elementos demográficos .....	33
Capítulo 3: Análise e Interpretação dos Dados .....	42
3.1. Análise aos dados demográficos.....	42
3.1.1. Género .....	42
3.1.2. Distribuição etária .....	43
3.1.3. Estrutura profissional .....	44
3.1.4. Escolaridade .....	45
3.2. Análise dos dados financeiros .....	46
3.2.1. Composição de carteira .....	46
3.2.2. Risco.....	48
3.2.3. Autonomia.....	48

3.3.	A evolução do investidor português e análise de desvios.....	49
3.3.1.	Análise da sua evolução .....	49
3.3.2.	Análise de desvios .....	51
	Conclusão.....	55
	Referências.....	56
	Apêndice .....	58

## Índice de figuras e tabelas

Figura 1.1. Representação da fronteira eficiente do modelo CAPM com ativo sem risco.....	3
Tabela 2.1. Distribuição por género da amostra (2018).....	17
Figura 2.1. Estrutura etária dos investidores inquiridos (2018).....	18
Figura 2.2. Estrutura etária dos investidores inquiridos (2009).....	18
Figura 2.3. Distribuição de investidores por profissão (2009).....	19
Figura 2.4. Taxa de atividade dos inquiridos face à taxa de atividade global.....	20
Tabela 2.2. Situação laboral da amostra (2018).....	20
Tabela 2.3. Distribuição da amostra pelo território nacional (2018) .....	21
Tabela 2.4. Distribuição do grau de escolaridade obtido pelos inquiridos em 2009 e 2018 (%)..	22
Tabela 2.5. Percepção de risco dos investidores inquiridos (2018) .....	24
Tabela 2.6. Percepção de risco dos não investidores inquiridos (2018) .....	24
Figura 2.5. Peso da carteira no património total .....	25
Tabela 2.7. Autonomia dos investidores inquiridos (2018) .....	25
Figura 2.6. Autonomia dos investidores inquiridos por tipo de ativo financeiro (2018).....	26
Tabela 2.8. Avaliação da rentabilidade de carteira e mercado no passado (2018).....	27
Tabela 2.9. Avaliação da rentabilidade de carteira e mercado no futuro (2018).....	28
Figura 2.7. Deverá investir num produto financeiro que, com igual probabilidade, lhe permite ganhar €80 ou perder €50?.....	29
Figura 2.8. Resultados obtidos à questão sobre representabilidade (2018) .....	30
Tabela 2.10. Efeito disposição na amostra quando o ativo se aprecia (2018) .....	31
Tabela 2.11. Efeito disposição na amostra quando o ativo se deprecia (2018).....	31
Tabela 2.12. Avaliação dos inquiridos sobre a frequência a que verificam o porfólios (2018) ....	32

Tabela 2.13. Distribuição por gênero entre as amostras dos países .....	34
Figura 2.9. Distribuição etária (Espanha 2017) .....	35
Figura 2.10. Distribuição etária (Estados Unidos 2018).....	35
Figura 2.11. Estrutura profissional entre países .....	36
Figura 2.12. Níveis de escolaridade concluídos entre países.....	37
Tabela 2.14. Percentagem de investidores que detêm cada tipo de ativo entre países.....	39
Figura 2.13. Propensão ao risco entre países .....	40
Tabela 2.15. Autonomia na gestão das carteiras das amostras dos países em percentagem .....	41
Tabela 3.1. Distribuição etária entre Espanha e Estados Unidos .....	44

## Introdução

Segundo os modelos financeiros tradicionais, os investidores são agentes perfeitamente racionais, utilizam toda a informação disponível para prever o mercado e alcançar o melhor nível de retorno possível, minimizando o risco. Pelo CAPM, o modelo financeiro mais comum, esta maior eficiência passa pela posse de um portfólio altamente diversificado formado da conjugação entre ativo sem risco e carteira de mercado. No entanto, na prática, os investidores não se comportam assim. Na realidade, os investidores são influenciados por onde vivem e trabalham, investem em ativos que conhecem pessoalmente e recebem informação dos meios de comunicação e de amigos. Estes são ainda expostos a vários enviesamentos: erros comuns e sistemáticos de natureza psicológica que levam o investidor a agir de maneira menos eficiente no mercado. Este comportamento tem um efeito negativo nas suas carteiras de investimento, levando a retornos inferiores ao nível do mercado e riscos desnecessariamente elevados.

Assim, se os investidores são influenciados pelo contexto social-económico em que se encontram, será possível distinguir o investidor pelo seu país? Quais as características do investidor português? Quais as diferenças entre o investidor português e o investidor estrangeiro?

Este estudo procura analisar o investidor português, focando a atenção na qualificação dos seus enviesamentos e erros sistemáticos e a forma como estes afetam o retorno das suas carteiras face ao índice de mercado. Por fim, será comparado com o perfil do investidor mediano estrangeiro de modo a observar se o investidor português investe melhor ou pior, com mais ou menos erros sistemáticos do que a média internacional, para um grupo selecionado de países e mercados.

# Capítulo 1 - Enquadramento Teórico

## 1.1. A Economia e Finanças Comportamentais

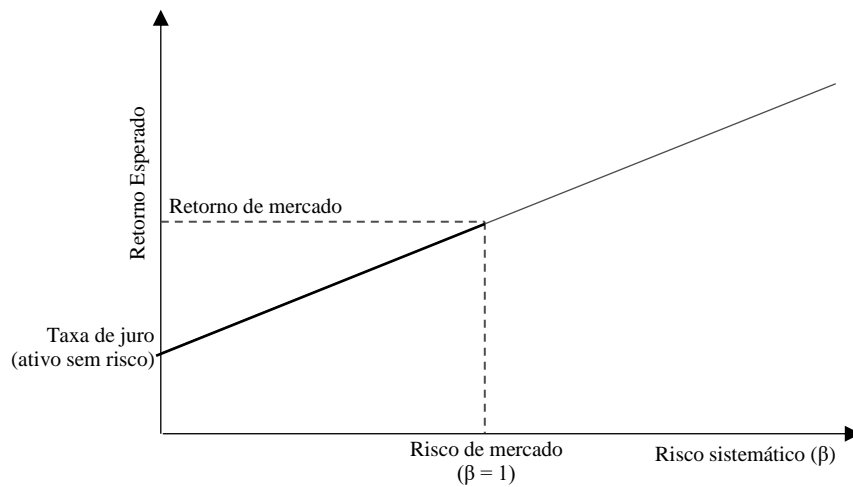
### 1.1.1. Teoria Comportamental vs Teoria Neoclássica

O estudo académico à volta da economia sempre evoluiu à procura da melhor compreensão dos processos que levam à criação de valor na sociedade. Nesta ótica, os modelos económicos e financeiros são uma ferramenta fundamental para a compreensão das decisões dos agentes: ao aproximar os resultados obtidos cada vez mais à realidade, tem-se um maior domínio da matéria e de como cada agente interage um com o outro, podendo-se utilizar essa informação para melhorar a alocação de recursos, cortar o desperdício ou preparar para o futuro. No entanto, os modelos não são perfeitos: sendo impossível, na prática, considerar todos os componentes que levam ao resultado final, havendo sempre variáveis exógenas ao modelo em estudo. A evolução destes modelos parte, assim, da compreensão destas variáveis, de modo a chegar a um resultado final mais preciso e a teorias económicas mais robustas.

No ramo das finanças, o principal foco deste estudo, o *Capital Asset Pricing Model* é o principal modelo financeiro servindo de base teórica para o cálculo do rendimento esperado dos investimentos. Este cálculo é feito pela fórmula CAPM de Sharpe-Lintner, em que o rendimento esperado do ativo A ( $R_A$ ) é igual ao rendimento do ativo sem risco ( $R_f$ ) mais um prémio de risco, que é obtido através do risco inerente ao ativo A face ao mercado ( $\beta_{AM}$ ) multiplicado pelo prémio de risco de mercado ( $R_m - R_f$ ). Ou seja:

$$E(R_A) = R_f + [E(R_m - R_f)] \beta_{AM} \quad (1.1)$$

O CAPM fundamenta, assim, a relação positiva entre o risco sistémico dos ativos, risco inalienável e inerente no mercado, e o rendimento esperado, traçando uma fronteira eficiente em que, para cada nível de variância, o rendimento esperado é maximizado. Incorporando-se o ativo sem risco no modelo, normalmente associado à taxa de juro de certificados de aforro, tem-se que a fronteira eficiente, ou seja, as possibilidades de investimento que maximizam o rendimento esperado para cada grau de risco, torna-se numa linha reta composta por todas as conjunções entre o ativo sem risco e um portfólio que represente o rendimento de mercado, tal como representado na figura 1.1.



**Figura 1.1.** Representação da fronteira eficiente do modelo CAPM com ativo sem risco

**Fonte:** Elaboração própria

Como esta fronteira representa as situações em os portfólios são o mais eficiente possíveis, este modelo considera, então, que todos os investidores devem agir de modo a se situarem nesta fronteira visto que, só assim é que o rendimento esperado é maximizado, e o risco minimizado. Assim, os intervenientes no mercado devem todos seguir o mesmo processo para chegar à fronteira eficiente: são incentivados a apostarem num portfólio altamente diversificado composto por uma proporção de ativo de mercado e de ativo sem risco, obtido diversificando as suas carteiras ao máximo de modo a anular o risco idiossincrático, risco não sistemático e inerente a cada ativo e, assim, garantindo a maior quantidade de retorno esperado por cada unidade de risco, ou seja, a maior eficiência possível por cada unidade investida. Ao não cumprir estes requisitos, o investidor estaria voluntariamente a fugir da fronteira eficiente proposta pela teoria do CAPM e não estaria a maximizar o seu rendimento a longo prazo.

A principal ideia subjacente nas teorias económicas tradicionais é a de que o agente económico é perfeitamente racional: procura toda a informação disponível, calcula, e toma decisões com base na previsão do futuro e de modo a maximizar a sua utilidade. Ora, num universo financeiro perfeito, todos os investidores encontrar-se-iam no segmento de reta caracterizado por todas as combinações entre ativo sem risco e carteira de mercado, tal como previsto no modelo CAPM. No entanto, na prática, os investidores não se comportam assim: não têm acesso à mesma informação e são influenciados por vários fatores socioeconómicos que acabam por desviar cada agente financeiro da curva eficiente.

“In short, neoclassical finance tells us the following: (i) the market value of an asset should be aligned with its fundamental value; (ii) financial markets react quickly to new information; (iii) prices follow a random walk [1] process resulting from the random arrival of information; and (iv) no investor can consistently earn abnormal return in excess of what is consistent with risk. While the contribution of neoclassical finance is unquestionable, the doctrine has failed to provide valid explanations for the persistence of market anomalies. Furthermore, the main pillars of neoclassical finance (the efficient market hypothesis and CAPM) have come under severe criticism since the global financial crisis”. (Ramiah, Xu, Moosa, 2015, p90)

Segundo Thaler (1999), se os investidores fossem perfeitamente racionais, seria apenas transacionado uma quantidade residual de ativos em bolsa. Isto porque se todos os agentes são racionais, e sabem que são racionais, não haveria ninguém disposto a vender um ativo abaixo do preço de mercado bem como ninguém disposto a comprar acima. Nesta realidade, se um agente adquirisse informações adicionais que levassem ao aumento do preço de mercado de um ativo, estas informações seriam imediatamente absorvidas por todos os agentes e o preço do ativo financeiro subiria para o nível do novo preço de mercado. Ou seja, seriam transacionados ativos em mercado apenas em caso de novas informações sobre o ativo subjacente. No entanto, na realidade, os mercados são muito dinâmicos: segundo a Federação Mundial de Bolsas de Valores, em 2019, foram transacionados 60,359 biliões de dólares em ações mundialmente com o índice da bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE composite) a atingir mais de um milhar de milhão de transações diárias.

A acompanhar o enorme volume de transações nos mercados financeiros, também se observa uma volatilidade nos preços dos ativos muito superior ao esperado. Pela teoria dos mercados eficientes, o preço do ativo em mercado deve acompanhar o seu valor intrínseco, ou seja, o valor descontado de todos os *cash flows* esperados. Com investidores racionais, este valor, visto que todos têm acesso à mesma informação e com expectativas racionais, só deve mudar apenas quando novas informações chegam ao mercado. No entanto, observamos que cada agente tem uma valorização diferente para cada ativo, potenciando a sua transação muito mais frequentemente e a diferentes preços.

[1] Random Walk: Traduzido de Inglês – Passeio Aleatório. Evento matemático que descreve um caminho composto por passos aleatórios como, por exemplo, a flutuação do valor de um ativo financeiro.

Segundo o estudo de Adam, Marcet e Nicolini (2013) o mercado apresenta volatilidade quando se admite subjetividade nas expectativas racionais dos agentes face a fatores externos, ou seja, admitindo que cada investidor cria as suas próprias expectativas face às variáveis fora do seu controlo, como preço e dividendos, mesmo agindo racionalmente, cada investidor terá uma apreciação diferente do valor do ativo permitindo assim, maior volatilidade e volume de transação deste ativo.

A área das Finanças Comportamentais procura, assim, estudar o comportamento dos agentes financeiros, adicionando a componente humana aos modelos económicos. O fator humano tem influência no comportamento dos mercados sendo aquele exógeno nos modelos tradicionais. Esta influência acaba por tornar os mercados financeiros geralmente mais dinâmicos e voláteis do que previsto na teoria dos mercados eficientes.

Ainda assim, se os investidores não são racionais, em teoria, os mercados ainda poderiam ser eficientes desde que houvesse um grupo de investidores perfeitamente racionais, disposto a corrigir os erros dos *noise traders* e, assim, estabilizando o mercado. No entanto, segundo Shiller (2003), esta hipótese não é verdadeira considerando que se verificaria o oposto: os investidores racionais teriam incentivo a amplificar, em vez de reduzir, as oscilações de mercado, aproveitando-se do comportamento dos *noise traders* para atingir maior retorno.

“Rational, expected utility-maximizing smart money never chooses to offset all of the effects of irrational investors because they are rationally concerned about the risk generated by the irrational investors and do not want to assume the risk that their completely offsetting these other investors would entail” (Shiller, 2003, p.97)

Considere-se uma situação em que os investidores se diferenciam por diferentes níveis de acesso e processamento de informação financeira. Prevendo-se a criação de uma bolha especulativa no mercado por parte da ação dos investidores com menores capacidades, os investidores mais racionais, sabendo que o preço irá subir substancialmente, antecipam-se e criam mais ordens de compra do ativo com o intuito de vender quando o preço atingir o pico, contribuindo para a destabilização do mercado. A realidade não se distancia deste cenário.

Logo, é possível verificar que os mercados financeiros não funcionam na máxima eficiência. Os investidores não são perfeitamente racionais, cada um distinguindo-se com diferentes suscetibilidades a vários enviesamentos e erros de racionalidade que aumentam a volatilidade dos ativos bem como a quantidade transacionada. Verifica-se, também, que o acesso à informação não é uniforme, bem como a racionalidade dos investidores. Em geral, as carteiras de investimento dos agentes têm menores níveis de rendimento esperado por unidade de risco que o indicado por modelos como o CAPM. O ponto seguinte pretende mostrar de que maneira o comportamento dos agentes é enviesado.

### **1.1.2. Heurísticas e enviesamentos**

Os investidores são todos diferentes: associado a cada portfólio existe um agente com ideias distintas. Estas ideias diferentes levam à existência de inúmeras estratégias de investimento para além das previstas pela teoria neoclássica, mas comparativamente menos eficientes devido a erros de racionalidade. Mesmo sem se aperceber, os agentes financeiros estão sujeitos a inúmeras escolhas cuja opção escolhida depende apenas da identidade do sujeito, ou seja, provêm de diversos fatores de natureza demográfica e geográfica como local de nascimento, educação, idade, ocupação bem como vários fatores de natureza psicológica.

Por exemplo, a literatura sobre este tópico aponta que ativos de empresas locais ou pessoalmente familiares tendem a pesar mais nas carteiras dos investidores (Barber & Odean, 2011, p 1551). Adicionalmente, utilizando dados relativos a transações na bolsa de Oslo, Døskeland e Hvide (2011) demonstram que não só o investidor tem maior propensão a investir em ativos do mesmo setor que o seu empregador, mas também que esta maior familiaridade não se traduz em aquisição de informação assimétrica nem a maiores retornos. A principal causa apontada pelos autores para estes resultados foi a de sobreconfiança: tema explicitado no ponto seguinte.

No ramo de natureza mais psicológica, os investidores são também suscetíveis às suas emoções bem como vários enviesamentos e heurísticas que acabam por interferir nas suas decisões económicas.

## ***Sobreconfiança***

Em geral os agentes económicos mostram demasiada confiança e otimismo sobre as atividades económicas que realizam, sobrestimando as suas capacidades. Geralmente, a maioria das pessoas apresenta sinais de enviesamento da sobreconfiança, ou seja, pensa ser melhor que a média nas atividades que faz, como na condução ou no trabalho. O mesmo sucede nos mercados financeiros, em que os investidores pensam que os seus portfólios representam uma estratégia acertada e melhor que a média. Segundo Scott, Stumpp e Xu (2003), a sobreconfiança nos mercados de ações está primariamente relacionada com o ritmo de crescimento das empresas e é consistente entre países. Adicionalmente, os investidores têm também dificuldade a prever acontecimentos de baixa e elevada probabilidade, levando-os a pensar que acontecimentos raros, como uma quebra de rendimento num ativo de baixo risco, ocorrem com menor frequência do que é realmente observado e vice-versa (Barberis & Thaler 2003).

Nos mercados financeiros, esta sobreconfiança manifesta-se sob a forma de menor diversificação dos investimentos, esperando obter retornos superiores ao mercado. Investidores confiantes têm menor propensão a diversificar os seus portfólios, preferindo tentar suplantar o mercado com ativos em que confiam, esperando retornos superiores, mas albergando, assim, um risco muito maior. A literatura disponível mostra que a sobreconfiança não leva a retornos superiores (Døskeland & Hvide, 2011, p1035).

O método de estudo da sobreconfiança nos agentes de mercados financeiros tem sido assunto de debate na literatura. Segundo Michailova (2014), o estudo deste tema na literatura financeira utiliza outras variáveis como *proxies* à sobreconfiança, podendo estas variáveis não ser completamente adequadas à situação.

“Rather than providing a direct measure of overconfidence, some of these studies only assess indirect measures of overconfidence.” (Michailova, 2014, p.2)

A sobreconfiança é uma componente de natureza psicológica, sendo muitas vezes impossível de quantificar num ambiente de estudo. O método mais comum de quantificação desta variável passa

pela utilização de variáveis como o retorno esperado pelos investidores face às expectativas do mercado para estudar a sobreconfiança.

### ***Heurística da representabilidade***

A heurística da representabilidade refere-se à dificuldade dos agentes em perceber qual a probabilidade de um acontecimento A estar associado a um modelo B. Isto leva as pessoas a acreditar que dois eventos estão fortemente correlacionados, mesmo quando tal não é verdade. Kahneman and Tversky (1972) foram os primeiros a estudar esta irregularidade, explicitando-a usando o seguinte exemplo:

“Consider Linda. She is 31, single, outspoken and very bright. She majored in economics at university and, as a student, she was passionate about the issues of equality and discrimination.”

Seriam dadas duas opções: que seria mais provável a Linda trabalhar num banco (1) ou que a Linda trabalhava num banco e era ativista em movimentos dos direitos humanos (2).

Apesar de a primeira alternativa ser racionalmente a opção correta por ser mais abrangente, a maioria dos inquiridos mostrou preferir a segunda opção. Isto porque a descrição de Linda é representativa de um ativista.

Segundo Barberis e Thaler (2003) a heurística da representabilidade leva à generalização dos fatores que levam ao acontecimento de um evento com base em informação irrelevante ou amostras de dados demasiado pequenas. Assim, os agentes agem com base em informação observada anteriormente que, apesar de poder ser relevante, pode não ser qualitativamente ou quantitativamente suficiente para se poder inferir. Nos mercados financeiros, isto pode levar investidores a investir, baseando-se em acontecimentos do passado recente ou informações que podem não estar completamente correlacionadas.

“Six tosses of a coin resulting in three heads and three tails are as representative of a fair coin as 500 heads and 500 tails in a total of 1000 tosses. Representativeness implies that people will find the two sets of tosses equally informative about the fairness of the coin, even though the second set is much more so.” (Barberis & Thaler, 2003, p13)

### *Enviesamento da confirmação e o efeito avestruz*

Nos modelos financeiros tradicionais, o agente financeiro investe tendo em conta a informação que tem à sua disposição. No entanto, o enviesamento da confirmação leva o agente a prestar mais atenção a informações que confirmem as suas opiniões e ignora notícias que lhe digam o contrário. Isto sucede por duas razões: o agente não tem interesse em procurar informação que o contradiga e, em segundo, mesmo quando encontra tal informação, tende a desvalorizar.

O efeito avestruz é semelhante ao enviesamento da confirmação na medida que leva o agente a ignorar informações pertinentes. Este efeito considera que as pessoas são mais relutantes a receber informação, sabendo que existe elevada probabilidade de a mesma ser negativa. No ramo financeiro significa que um investidor pode evitar verificar o seu portfólio quando o mercado está a descer face à frequência a que verifica quando o mercado está a crescer.

## **1.2. Investidor Individual**

### **1.2.1. Limitações de racionalidade**

Embora todos os agentes financeiros estejam expostos a enviesamentos, existem grupos de investidores mais predispostos a cometerem erros de racionalidade. Os investidores individuais, pela sua natureza, tendem a investir com base em informação menos precisa, na altura errada ou reagindo mais exageradamente a nova informação do que gestores de fundos de investimento. Estes, para além da maior predisposição a enviesamentos e heurísticas, são também influenciados por diversos fatores de natureza mais demográfica e psicológica sem se aperceberem como idade, local de trabalho e nível de escolaridade.

Segundo, Dorn, D. & G. Huberman (2005), usando dados de questionário bem como dados de milhares de portfólios de investidores alemães mostraram que, os investidores apresentaram geralmente menor aversão ao risco e, por consequência, portfólios menos diversificados. Foi também possível estabelecer uma relação positiva entre a experiência do agente e a diversificação.

Adicionalmente, os investidores da amostra estudada apresentaram taxas de *turnover* elevadas, ou seja, estes eram muito ativos no mercado, aumentando com a pobreza e juventude do agente.

“Real investors are influenced by where they live and work. They tend to hold stocks of companies close to where they live and invest heavily in the stock of their employer. These behaviors lead to an investment portfolio far from the market portfolio proscribed by the CAPM and arguably expose investors to unnecessarily high levels of idiosyncratic risk. Real investors are influenced by the media. They tend to buy, rather than sell stocks when those stocks are in the news. This attention-based buying can lead investors to trade too speculatively and has the potential to influence the pricing of stocks.” (Barber, B.M. & Odean, T., 2011, p1534)

### **1.2.2. Efeito disposição**

Observado originalmente por Shefrin and Statman (1985), o efeito disposição refere-se à tendência dos investidores de vender ativos que se valorizaram e de manter ativos cujo preço de mercado diminuiu, mesmo sem justificção racional para o fazer. O efeito disposição é dos fenômenos comportamentais mais robustos e consistentes das finanças, observável primariamente no mercado de ações e em todos os agentes financeiros, mas mais prevalente em investidores individuais.

Segundo Odean (1998), a análise de registros de 10 000 contas de uma corretora de bolsa nos Estados Unidos, revela que investimentos com ganhos associados eram realizados a uma taxa 50% superior que investimentos com perdas de valor associadas, ou seja, os investidores vendiam 1,5 vezes mais ações se estas tivessem subido de valor desde a sua aquisição e preferiam manter os ativos se estes descessem de valor. Este efeito pôde ser estudado calculando o número de posições no mercado de ações em que estas são vendidas com um ganho associado e com uma perda, bem como as posições que não tenham sido realizadas (denominadas “paper gains” e “paper losses”). Calculando a proporção dos ganhos realizados e das perdas realizadas face ao número de posições totais no mercado, Odean revela que, em média, 14,8% das posições com um ganho associado são realizadas, face a, apenas 9,8% das posições com uma perda associada.

“If investors judge their original purchase decisions on the basis of the returns realized, rather than those accrued, then, by holding losers, they will judge themselves to have made fewer poor decisions”(Odean, T. 1998)

Psicologicamente, a tendência em manter ativos desvalorizados pode ser explicada pelo adiamento da admissão do erro. O investidor, ao decidir manter, adia a apreciação do seu investimento, podendo este até aumentar de valor no futuro. Ao manter, mesmo com uma perda de valor, a ação pode eventualmente subir de valor e realizar um ganho. Ninguém gosta de admitir que errou e, assim, quando a ação é vendida por um valor inferior ao inicial, esta torna-se, inevitavelmente, um erro.

Sendo facilmente e largamente observável, o efeito disposição continua a ser objeto de vários estudos no ramo das finanças comportamentais, com várias hipóteses que visam identificar os fatores que levam esta quebra na racionalidade dos investidores.

Segundo Chang, Solomon e Westerfield (2016), o efeito disposição é causado por uma dissonância cognitiva na mente do investidor. Esta dissonância cognitiva acontece quando o agente reconhece incoerências entre a sua estratégia, que considera ser correta, e o resultado realmente alcançado, levando-o a acreditar sempre que toma boas decisões quando investe apesar de o retorno no futuro não ser o pretendido. Esta incompatibilidade entre a crença e o facto leva a um desconforto quando tem retorno negativo. Os investidores veem um custo psicológico adicional quando estão perante rendimentos negativos e este custo é quão mais elevado quanto maior for a diferença entre a convicção que o investidor decidiu bem e a perda a realizar. Apesar de ser muito mais difícil de identificar, existe também um efeito oposto: uma consonância cognitiva quando o investidor vê a sua estratégia de mercado a dar frutos, levando o investidor a acreditar confiantemente que soube interpretar a informação de forma correta. Tal como visto anteriormente, tal pode não ser o caso, sendo que os fatores que levam o valor de uma carteira de investimentos crescer podem não estar correlacionados com a crença do investidor, podendo este estar sob o problema da representabilidade.

Adicionalmente, o efeito disposição pode ser explicado segundo a “prospect theory” de Shefrin e Statman (1985), em que o investidor é mais avesso ao risco quando tem ganhos e mais tolerante ao risco quando tem perdas, ou seja, pode ser mais atrativo manter o investimento mesmo que o

valor baixe visto que o investidor está disposto a tolerar maior risco. Pelo contrário, a maior propensão a vender ganhos é explicada pela maior aversão ao risco à medida que o ativo sobe de valor. Esta teoria prevê que a aversão ao risco do investidor não é constante face a rendimentos de curto prazo.

Finalmente, pode haver assimetria entre os dois lados do efeito disposição, entre a venda e manutenção dos ativos. Segundo a análise de Lucchesi, Yoshinaga e Junior (2015), ao analisar os processos de decisão de gestores de fundos, verifica-se que os investidores são mais propensos a vender ativos que se valorizaram face a manter ativos com rendimentos negativos. Enquanto que os valores para a primeira situação se mantiveram estatisticamente significantes para horizontes temporais de 3, 6 e 12 meses, o efeito de manter ativos cujo valor diminuiu, apesar do coeficiente desta variável ser positivo, apresentou um grau de significância menor e nunca estatisticamente significativa para os três horizontes temporais estudados.

### **1.2.3. Os avanços das finanças comportamentais e os resultados alcançados**

As finanças comportamentais fazem evoluir o pensamento económico mostrando as várias maneiras em como os agentes económicos podem ser irracionais em vários contextos, adaptando os modelos para incorporar estes novos fatores. Alguns dos avanços mais recentes dentro deste ramo científico permitem relacionar a quebra dos mercados financeiros recentes com o medo pandémico sentido pelos agentes, relacionar a literacia financeira com a aptidão digital, encontrar barreiras cognitivas à entrada de novos agentes nos mercados financeiros e estabelecer modelos de previsão dos mercados com maior precisão (Lobão, 2021).

A teoria comportamental das finanças na sua base mostra que os mercados não são perfeitamente eficientes, ao contrário do observado pelos modelos neoclássicos das finanças, levando a que os portfólios dos investidores apresentem retornos inferiores ao mercado ou seja, por cada unidade de risco, as carteiras apresentam menores níveis de rendimento do que estipulado pelo CAPM, independentemente da aversão ao risco do agente. Adicionalmente, existe maior volatilidade e maior volume de transações nos mercados do que seria de esperar, causado por diversos erros de racionalidade, impercetíveis por parte dos investidores.

Os investidores, ao serem humanos, apresentam graus variados de suscetibilidade a diversas heurísticas e enviesamentos como sobreconfiança e representabilidade. Adicionalmente, observa-se que estes não só não têm o acesso à mesma informação, como também a interpretam de maneiras diferentes, levando a estratégias distintas para cada agente, cada um acreditando que age o mais racionalmente possível. Dentro do grupo dos investidores, os investidores individuais são os que apresentam maior suscetibilidade a estes fatores visto que, podem ter maior dificuldade a aceder a informações mais detalhadas, podem depender dos investimentos para liquidez frequentemente, são mais facilmente influenciados por fatores externos e são, tendencialmente, mais ativos no mercado face à quantidade total investida.

Assim, resta perceber de que modo o seu comportamento se reflete internacionalmente e se existem traços comportamentais comuns nos mercados domésticos. Alguns estudos desta natureza já foram conduzidos nomeadamente analisando a proporção de investimentos em mercados estrangeiros e relacionando com a cultura de cada país estudado (Beugelsdijk & Frijns, 2010). Os próximos capítulos terão uma metodologia diferente, procurando identificar as características, tanto demográficas bem como financeiras, de investidores de nacionalidades diferentes.

## Capítulo 2 - Caracterização dos dados

### 2.1. Recolha de amostras representativas

No primeiro capítulo foram abordados os fundamentos teóricos da Economia Comportamental, incorporando o agente humano imperfeito nos modelos económicos em contrapartida ao agente económico racional da teoria neoclássica. O agente financeiro não racional obedece às mesmas regras da teoria neoclássica: pretende maximizar o seu retorno, minimizando a componente de risco. No entanto, é influenciado por inúmeros fatores psicológicos que mudam a sua estratégia, distinguindo-a da de qualquer outro agente e reduzindo o seu retorno face ao mercado. Estes fatores de natureza psicológica dependem do contexto socioeconómico de cada investidor, ou seja, a idade, género e nacionalidade podem definir inconscientemente a identidade de cada agente.

Assim, torna-se pertinente estudar alguns destes fatores não só teoricamente, mas também com uma aplicação empírica. Este capítulo pretende caracterizar os investidores pelo seu país de origem, de modo a melhor compreender a influência da identidade cultural nas estratégias dos investidores bem como a influência de outros fatores como a idade e género. Estas informações permitirão colocar os investidores portugueses face a investidores estrangeiros, comparando as suas estratégias comuns num plano internacional.

Assim, foram selecionados 3 países, cada um com uma ou mais amostras representativas de investidores individuais domésticos, bem como culturas distintas sendo estes Portugal, Espanha e EUA. A metodologia na obtenção dos dados passa pela conjunção de amostras relativamente menores, mas com informação financeira mais detalhada com amostras maiores e mais abrangentes.

- Portugal: Amostra de dois inquéritos à população realizados pela CMVM em 2009 e 2018. Este primeiro consistindo de uma amostra de 15149 famílias igualmente distribuídas pelo continente e ilhas, diretamente entrevistadas em suas residências. O segundo inquérito, mais detalhado e realizado online, contém dados de 2311 participantes e será a principal fonte de informação para Portugal. Com estes dados, espera-se estabelecer o perfil dos

investidores portugueses e seus comportamentos, servindo de base de comparação para com outras amostras.

Espanha: Dados obtidos através da “Encuesta Financiera de las Familias 2017”. Este estudo é elaborado pelo Banco de Espanha de 3 em 3 anos e contém informação relativamente à situação financeira das famílias espanholas. A EFF 2017 consiste de respostas de 6413 participantes, entrevistados presencialmente. Estes dados possibilitam uma comparação ibérica, focando-se nas semelhanças e diferenças no comportamento financeiro entre Portugal e Espanha e, assim, isolando os efeitos de uma possível componente geográfica.

- EUA: Amostras dos dois inquéritos à população que perfazem o “National Financial Capability Survey” conduzido pela fundação *FINRA*. Este estudo é elaborado também de 3 em 3 anos e consiste de uma primeira amostra de 27091 adultos americanos distribuída geograficamente denominada de “State-by-State Survey” e uma segunda amostra mais detalhada de 2003 investidores denominada de “Investor Survey”. Este país foi selecionado de modo a possibilitar o estudo dos efeitos de uma cultura financeira muito mais antiga e robusta em contraste com a Europa, possibilitando a identificação de igualdades e diferenças entre os perfis de investidores dentro dos dois continentes.

Relativamente a Espanha e EUA, foram disponibilizados os correspondentes dados sob a forma de “Comma delimited Excel File”, sendo possível observar todas as respostas de cada inquirido, devidamente codificadas e correspondendo aos códigos presentes na listagem das questões, que também foram disponibilizadas para os dois países. Estes dados permitem uma análise detalhada não só do que será aqui estudado, mas também de tópicos que vão para além deste tema visto que, os investimentos fazem apenas parte de uma porção da informação aqui contida. Relativamente a Portugal, os dados obtidos não são tão exaustivos, mas permitem, perfeitamente, uma análise comparativa dos mesmos: os resultados aos inquéritos publicados pelo gabinete de estudos da CVMV, para além de fornecerem a listagem das questões, indicam também a distribuição das respostas dos inquiridos por cada questão. Todos estes documentos estão disponíveis online, mediante registo, pelas entidades emissoras.

## **2.2. O perfil do investidor português e o conceito de investidor**

De modo a concretizar o objeto deste estudo, situar o investidor individual português internacionalmente, é necessário explicitar as características dos investidores portugueses em primeiro lugar. Deste modo, o investidor português será estudado à base de dois inquéritos à população, ambos realizados pelo gabinete de estudos da CMVM, em 2009 e 2018. Apesar de não ser o objeto principal deste estudo, os dados de dois anos distintos possibilitam a elaboração de uma pequena análise temporal do investidor português no terceiro capítulo. Uma análise temporal mais detalhada pode ser um tema pertinente para outro projeto.

Estes dados foram selecionados por apresentarem, por um lado, informações mais detalhadas relativamente ao comportamento dos investidores e, por outro lado, uma amostra mais robusta com mais participantes, entrevistados em pessoa. Assim, estes dois estudos foram elegidos com o intuito de se complementarem, focando-se nas suas semelhanças e preenchendo qualquer eventual lacuna de informação.

Primeiramente, é necessário estabelecer uma definição robusta e consistente de investidor para este estudo: isto porque investidor pode ter várias definições, podendo estas ser mais amplas ou mais restritas, consoante o tipo de investimentos em questão. Exemplificando: muitas famílias têm as suas poupanças depositadas em contas a prazo. Estas contas a prazo são, tecnicamente, um meio de investimento visto que, o capital é investido na economia local e acaba por produzir rendimento, em forma de juros. A definição mais ampla diz que qualquer poupança é investimento e, assim, qualquer poupador é também investidor. Naturalmente, esta definição não é aplicável para este estudo e, assim, o conceito de investidor terá de ser mais restrito.

Deste modo, para estudar o comportamento do investidor, serão selecionados os investidores que detenham ativos financeiros tradicionais, como ações, warrants, obrigações, derivados, certificados de aforro, fundos de investimento, moedas digitais, entre outros. No entanto, terá de ser feita mais uma pequena correção adicional: mesmo com esta definição mais restrita, existe uma grande porção de investidores que apenas detêm o ativo sem risco, como obrigações do tesouro ou certificados de aforro. Logo, esta porção mais conservadora também terá de ser excluída, sem excluir os ativos financeiros em questão, ou seja, um investidor que detenha uma carteira

constituída pela conjunção de ativo sem risco e ativo de risco estará incluído, mas um agente que apenas detenha ativo sem risco será considerado não investidor.

### 2.2.1. Elementos demográficos

- Género

**Tabela 2.1.** Distribuição por género da amostra Portuguesa (2018)

Género	Amostra	Amostra (%)	Pop. total (%)
Masculino	1019	86,4%	47,3%
Feminino	161	13,6%	52,7%
Total	1180	100,0%	100,0%

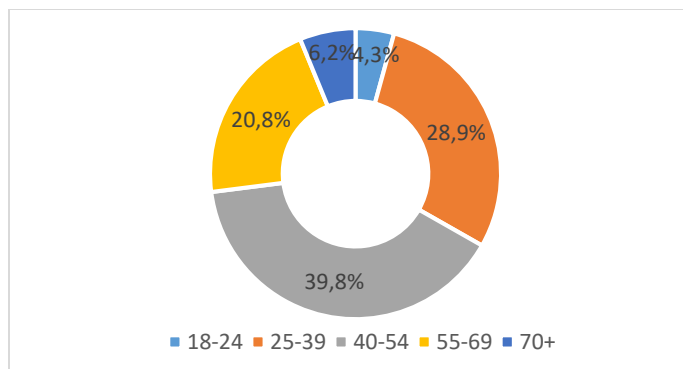
**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019) e Pordata.

Segundo a Tabela 2.1, a amostra obtida é maioritariamente masculina, com estes a representar 86% dos inquiridos. Dos 2311 respondentes, apenas 161 são mulheres confirmando a intuição de que em Portugal as transações financeiras são essencialmente de tradição masculina. Em contraste, estima-se, segundo a Pordata, que 47,3% da população portuguesa seja do sexo masculino para o mesmo ano.

Relativamente aos dados da CMVM em 2009, não é possível distinguir os investidores por género visto que, no processo de recolha de dados, os inquiridos foram entrevistados no seio das famílias, não se podendo constatar nenhuma informação pertinente.

- Estrutura etária

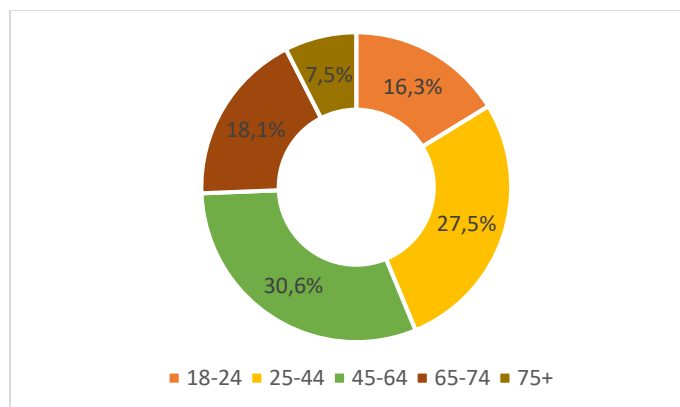
Em ambas as amostras, de 2009 e 2018, a faixa etária mais representada entre os investidores portugueses é a meia idade dos 40 aos 54 anos. Relativamente aos dados de 2018, representados na Figura 2.1, esta faixa etária representa 39,8% dos inquiridos, seguindo-se os relativamente mais jovens com idades compreendidas entre os 25 e 39 anos e os relativamente mais velhos entre 55 e 69 anos com 28,9% e 20,8%, respetivamente. Por outro lado, as faixas etárias nos dois extremos são as têm menor representação.



**Figura 2.1.** Estrutura etária dos investidores inquiridos (2018)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Relativamente aos dados de 2009, representados na Figura 2.2, a maioria dos entrevistados tem a idade compreendida entre os 45 e 64 anos, seguindo-se a faixa etária entre os 25 e 44 anos com 27,5%. Mais uma vez, os segmentos dos mais novos e mais velhos voltam a ser os menos representados com 16,3% e 7,5%, respetivamente.



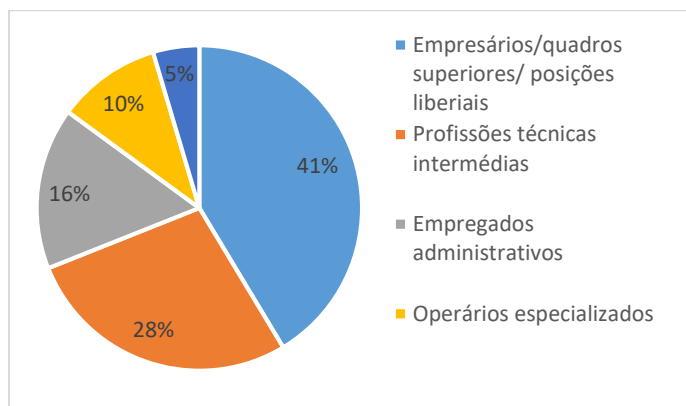
**Figura 2.2.** Estrutura etária dos investidores inquiridos (2009)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2009)

Devido a diferenças nos dados de cada amostra, as estruturas etárias apresentam intervalos ligeiramente diferentes para os dois anos a analisar, dificultando uma possível análise direta. Contudo, as Tabelas 4 e 5 (apêndice), bem como as Figuras 4 e 5 (apêndice) permitem, a comparação das duas amostras face à estrutura etária nacional nos respetivos anos e sua respetiva interpretação.

- Estrutura profissional

Em Portugal, a propensão de investidores em ativos de risco aumenta consoante a qualificação dos seus empregos, segundo a Figura 2.3, relativa aos dados do estudo da CMVM em 2009, as profissões com relativamente maior qualificação representam 69% dos investidores entrevistados. Por outro lado, apenas 15% revelaram ter empregos com menor qualificação.

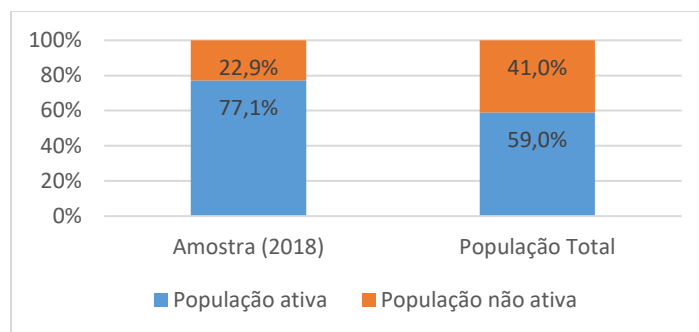


**Figura 2.3.** Distribuição de investidores por profissão (2009)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2009)

Estes dados confirmam a intuição de que um agente tem maior probabilidade de ser investidor consoante a qualificação e rendimento do seu emprego. No entanto, estes dados deixam de parte a porção da população inquirida ainda não empregada ou já reformada. É possível observar mais detalhadamente a estrutura profissional dos investidores inquiridos analisando a Tabela 2.2 e a Figura 2.4, relativas à situação laboral e a taxa de atividade dos inquiridos no inquérito de 2018.

Primeiramente, de acordo com a Figura 2.4, observa-se que os investidores inquiridos em 2018 apresentam maior taxa de emprego, com 77,1% face aos 59% da população total. Adicionalmente, a Tabela 2.2 mostra que a maioria dos investidores inquiridos revela ser trabalhador por conta a outrem (64%) face a 15% que revela trabalhar por conta própria e 13% que responderam como reformados.



**Figura 2.4.** Taxa de atividade dos inquiridos face à taxa de atividade global

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019) e Pordata.

**Tabela 2.2.** Situação laboral da amostra (2018)

Situação laboral (2018)	Amostra	Amostra (%)
<b>Trabalhador por conta própria</b>	180	15,1%
<b>Trabalhador por conta de outrem</b>	763	64,1%
<b>Desempregado</b>	40	3,4%
<b>Reformado</b>	153	12,9%
<b>Estudante</b>	21	1,8%
<b>Outro</b>	33	2,8%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Estes dados permitem determinar o estado profissional dos inquiridos (trabalhador por conta própria, por conta de outrem, desempregado, aposentado, estudante), possibilitando a comparação da atividade laboral destes agentes não só com outras amostras, mas também com os dados de atividade em Portugal

- Distribuição geográfica

Nos dados relativos a 2018 é possível distribuir os investidores inquiridos pelo território nacional, comparando posteriormente com dados relativos à população total. A Tabela 2.3 mostra os resultados obtidos sendo que, a posterior comparação pode ser analisada na Figura 6 (apêndice)

A distribuição dos investidores portugueses pelo território nacional mostra uma tendência de centralização nas áreas metropolitanas. As regiões do Norte e de Lisboa e Vale do Tejo concentram

72.9% dos investidores na amostra, com Lisboa a atingir quase metade dos entrevistados. Por outro lado, as duas regiões autónomas correspondendo à Madeira e Açores, representam apenas 2% e 1,4% dos inquiridos em 2018, respetivamente.

A Tabela 2.3 apresenta, adicionalmente, os dados estatísticos relativos à distribuição da população portuguesa pelo território nacional (Fonte: Pordata), podendo-se observar que a área metropolitana de Lisboa é a única região do país que apresenta maior concentração da amostra face aos valores de toda a população.

**Tabela 2.3.** Distribuição da amostra pelo território nacional (2018)

<b>Territórios (2018)</b>	<b>Amostra</b>	<b>Amostra (%)</b>	<b>População residente</b>
<b>Norte</b>	289	25,0%	34,8%
<b>Centro</b>	177	15,3%	21,6%
<b>Área Metropolitana de Lisboa</b>	554	47,9%	27,7%
<b>Alentejo</b>	60	5,2%	6,9%
<b>Algarve</b>	36	3,1%	4,3%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	17	1,5%	2,4%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	23	2,0%	2,5%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019) e Portada.

Visto que o estudo da CMVM em 2009 visava distribuir equitativamente os entrevistados pelo território português, não se pode concluir sobre a distribuição geográfica dos investidores nesta data.

- Escolaridade

A distribuição do nível de escolaridade completado pelos inquiridos em ambos os inquéritos evidencia uma relação forte entre a educação e a atividade financeira com grande parte da amostra a revelar ter concluído o ensino superior. Todos estes dados estão representados na Tabela 2.4.

Em 2018, 71.5% dos inquiridos na amostra apontou ter pelo menos concluído o ensino superior, com 26% a revelar ter completado adicionalmente mestrado ou doutoramento. Pelo contrário,

apenas 5,9% mostrou ter completado o ensino básico até ao 9º ano ou menos, estes associados a uma faixa etária mais velha. Estes valores contrastam com as estimativas para o grau de educação da população total: em que apenas 18,7% dos portugueses tinham completado um curso superior. Esta diferença entre amostra e população é, então, compensada pelo diminuto número de investidores com menor educação sendo apenas 0.76% face aos 29% da população total com apenas a 4ª classe completada e 5.13% face aos 30,5% com o ensino básico completado.

Em 2009, por ser mais antigo, confirma a intuição de apresentar uma proporção menor de indivíduos com o grau de ensino superior concluído. Apesar de uma comparação temporal estar além do objeto deste estudo, os dados apresentados estão em linha com os de 2018. Os licenciados representam sensivelmente metade da amostra (46%), ao contrário do observado na população total em que os licenciados representam apenas 11%. No entanto, foram entrevistados mais investidores com apenas o 9º ano completado do que com o ensino secundário completo, com 21% face aos 26% com apenas o ensino básico. Os fatores que poderão contribuir para esta ocorrência serão melhor explicitados no terceiro capítulo, mas poderá haver uma correlação entre a idade dos investidores entrevistados e mudanças nas políticas de educação em Portugal ao longo do último século.

**Tabela 2.4.** Distribuição do grau de escolaridade obtido pelos inquiridos em 2009 e 2018 (%)

Grau de ensino	Amostra 2009	Pop. total 2009	Amostra 2018	Pop. total 2018
<b>Até Ensino Primário</b>	7%	41%	1%	29%
<b>Ensino Básico (9º ano)</b>	26%	34%	5%	31%
<b>Ensino Secundário (12º Ano)</b>	21%	14%	23%	22%
<b>Ensino Superior ou Mais</b>	46%	11%	71%	19%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2009), CMVM (2019) e Pordata

Tal como observado anteriormente, a elevada proporção de investidores com níveis de educação elevada é compensada por uma proporção mínima de investidores com baixa educação em relação à população total.

### 2.2.2. Elementos financeiros

- Composição da carteira

Segundo os dados de 2018 (Tabela 6 e Figura 7 em apêndice), a amostra selecionada prefere investir em ativos de risco mais tradicionais, como ações, fundos de investimento e PPRs, ambos sendo escolha de aproximadamente 60% dos inquiridos, lembrando que, de modo a melhor estudar o comportamento do investidor, não são considerados os investidores que apenas detenham certificados de aforro, obrigações do tesouro ou depósitos a prazo. Seguem-se os derivativos e obrigações de empresas, com aproximadamente 22% das escolhas dos inquiridos. Por outro lado, o Crowdfunding e moedas digitais são os ativos menos escolhidos, com apenas 13,1% e 9,9%, respectivamente, possivelmente devido à ainda infantilidade e risco elevados associados a estes meios de investimento. Adicionalmente, verifica-se que os certificados de aforro e obrigações do tesouro são também escolhas populares, com sensivelmente metade dos inquiridos a revelar deter ativo sem risco nas suas carteiras.

Em 2009, segundo a Tabela 7 e Figura 8, ambos em apêndice, verifica-se que a maioria da amostra detém planos de poupança reforma, com este ativo a atingir 70% das preferências dos entrevistados. Em contrapartida, produtos financeiros complexos como derivativos e fundos de investimentos apresentam as taxas de detenção entre a amostra mais baixas (10% e 5%), com estes últimos a apresentarem um valor muito abaixo dos verificados nos dados de 2018, em que atingiu sensivelmente metade. Os ativos financeiros mais tradicionais, ações de empresas e ativos sem risco, ambos mostram taxas de detenção elevadas, com 45% dos entrevistados a revelar possuir ações no seu portfólio e 59% a revelar possuir ativos sem risco como obrigações do tesouro/aforro ou certificados de aforro.

O estudo de 2009 não apresenta dados relativos a moedas digitais ou *crowdfunding* visto que muitos destes ativos ou não existiam na altura, ou tinham popularidade mais reduzida.

- Perceção de risco

Os dados a analisar permitem, também, o estudo dos perfis de risco dos investidores. Devido à impossibilidade em encontrar um critério objetivo que permita a medição da suscetibilidade ao risco de cada um, estes valores foram reportados pelos próprios sendo, assim, a perceção de risco

de cada indivíduo. Estes dados podem ser observados na Tabela 2.5. Adicionalmente, a Tabela 2.6 apresenta os resultados da mesma percepção de risco, mas reportada pelos inquiridos não investidores: aqueles que, revelaram não possuir carteiras com algum ativo de risco.

**Tabela 2.5.** Percepção de risco dos investidores inquiridos (2018)

<b>Percepção de risco (2018)</b>	<b>Investidor</b>	<b>Investidor (%)</b>
<b>Averso ao risco</b>	384	32,2%
<b>Neutro face ao risco</b>	325	27,3%
<b>Propenso ao risco</b>	452	38,0%
<b>Muito propenso ao risco</b>	30	2,5%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

**Tabela 2.6.** Percepção de risco dos “não investidores” inquiridos (2018)

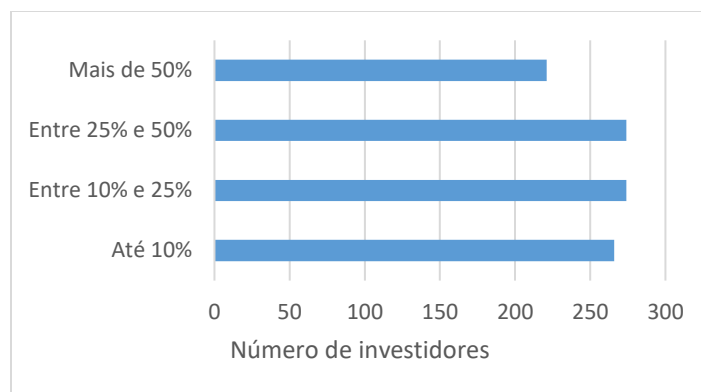
<b>Percepção de risco (2018)</b>	<b>Não investidor</b>	<b>Não investidor (%)</b>
<b>Averso ao risco</b>	229	45,7%
<b>Neutro face ao risco</b>	115	23,0%
<b>Propenso ao risco</b>	149	29,7%
<b>Muito propenso ao risco</b>	8	1,6%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Observa-se que a amostra obtida é distribuída de forma relativamente uniforme entre aversão, neutralidade e propensão ao risco sendo, ainda assim, ligeiramente mais propensa ao risco para os investidores e avessa ao risco para os “não investidores” (Figura 9 em apêndice). Apenas uma pequena porção da amostra total revela ser muito avessa ao risco, correspondendo a apenas 38 indivíduos.

- Peso da carteira no património total

Um dos assuntos abordados no primeiro capítulo acerca do comportamento dos investidores foi a tendência de os mercados financeiros, em geral, apresentarem volatilidade e volumes de transação muito superiores ao esperado. Assim, um investidor enviesado aplica muito mais do seu capital em investimentos do que o investidor racional modelo. Os dados da CMVM para 2018 apresentam dados referentes ao peso do portfólio de investimentos face ao património total sendo possível, assim, medir a atividade no mercado dos investidores inquiridos. A Figura 2.5 apresenta os resultados obtidos.



**Figura 2.5.** Peso da carteira no património total

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Segundo a Figura 2.5, a amostra de investidores portugueses obtida é muito dispersa entre os diferentes intervalos estudados. O número de inquiridos que revela aplicar entre 10% e 25% do seu património em investimentos é o mesmo que revela aplicar entre 25% e 50%, com 274 respostas. Ligeiramente inferior são aqueles que revelaram aplicar 10% ou menos do seu património total, com 266. O número de investidores inquiridos que tem 50% ou mais do valor do seu património total investido é, no entanto, muito elevado, a atingir 221 respostas ou seja, 21,3% dos inquiridos.

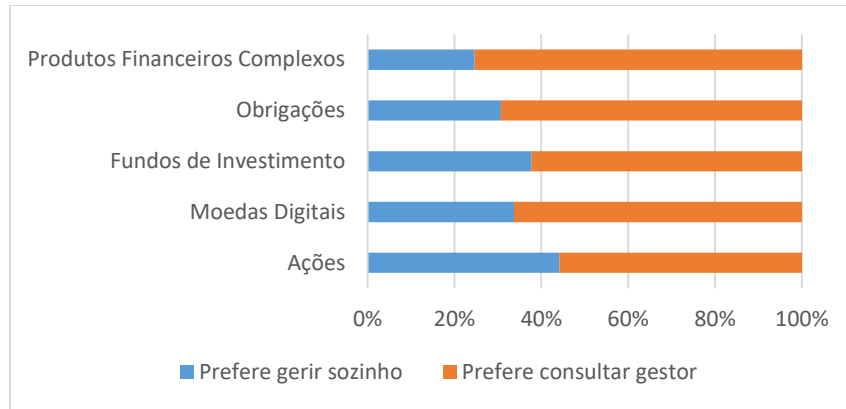
- Autonomia

É possível também estudar a frequência a que os investidores portugueses entrevistados optam pela opinião e gestão de profissionais financeiros. Segundo a Tabela 2.7, referente ao inquérito de 2018, conduzido pela CMVM, aproximadamente 47,6% dos entrevistados admite necessitar da consulta de um gestor financeiro para melhor gerir o seu portfólio de investimentos.

**Tabela 2.7.** Autonomia dos investidores inquiridos (2018)

Autonomia	Amostra	Amostra (%)
Prefere gerir sozinho	554	52,4%
Prefere consultar gestor	503	47,6%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)



**Figura 2.6.** Autonomia dos investidores inquiridos por tipo de ativo financeiro (2018)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

A Figura 2.6 apresenta ainda a autonomia reportada pelos inquiridos por tipo de ativo. Verifica-se que os investidores portugueses apresentam maior confiança em gerir pessoalmente ativos como ações e fundos de investimento. Por outro lado, ativos financeiros de maior complexidade como opções e futuros mostram a taxa de autonomia menor entre a amostra correspondendo a aproximadamente 25% dos entrevistados. Como o ativo sem risco é excluído na Figura 2.6, estes dados em geral apresentam valores relativamente mais baixos do que os reportados na Tabela 2.7, em que ligeiramente mais de metade dos inquiridos considerou preferir gerir sozinho as suas carteiras. O ativo sem risco, por natureza de ser considerado investimento sem qualquer risco, tem uma taxa de autonomia muito elevada.

- Sobreconfiança

Tal como explicitado no capítulo 1, os métodos de estudo da sobreconfiança nos mercados financeiros tem sido assunto de debate na literatura, acabando por ser utilizadas outras variáveis como *proxies* à sobreconfiança. Por exemplo, Barber e Odean (2001) utilizam o pressuposto da psicologia de que homens são mais confiantes que mulheres como base para o estudo da sobreconfiança nos mercados financeiros. Statman, et al (2006) utiliza um método mais adequado ao estudo da sobreconfiança, observando o comportamento dos investidores face aos rendimentos passados, tanto ao nível de mercado como ao nível individual. Aqui, face aos dados disponíveis, o método de estudo da sobreconfiança no investidor português será semelhante a este último, tendo

em consideração o retorno de mercado e individual no passado face às expectativas de retorno futuro dos investidores.

Em primeiro lugar, os investidores inquiridos tiveram a oportunidade de avaliar a rentabilidade das suas carteiras e a rentabilidade de mercado no passado, numa escala de 1 a 5, sendo 1 uma avaliação muito negativa e 5 uma avaliação muito positiva. De seguida, foi-lhes inquirido sobre as suas expectativas face à rentabilidade das suas carteiras e a rentabilidade de mercado no futuro, igualmente pela escala de 1 a 5. Assim, é possível comparar a apreciação de cada investidor inquirido face ao mercado financeiro no passado com as expectativas de cada um face à rentabilidade futura do mesmo.

Observando a Tabela 2.8, serão considerados “confiantes” os investidores que avaliaram a rentabilidade das suas carteiras no passado mais positivamente do que a rentabilidade de mercado no passado, realçada em sombreado mais claro. Pelo contrário, aqueles que avaliaram a rentabilidade das suas carteiras mais negativamente face à rentabilidade de mercado serão considerados “pessimistas”, realçados em sombreado mais escuro. A Tabela 2.9 mostra a mesma avaliação dos investidores inquiridos, mas relativamente ao futuro, em que foram considerados confiantes aqueles que avaliam as suas expectativas de rentabilidade dos seus investimentos mais positivamente do que a rentabilidade de mercado esperada, realçados com a mesma cor.

**Tabela 2.8.** Avaliação da rentabilidade de carteira e mercado no passado (2018)

	Rentabilidade de carteira passada				
	1	2	3	4	5
1	34	26	35	5	1
2	28	106	127	29	3
3	13	52	258	113	10
4	4	11	85	153	26
5	0	1	8	10	12

<b>Confiantes</b>	375	32,6%
<b>Neutros</b>	563	49,0%
<b>Pessimistas</b>	212	18,4%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

**Tabela 2.9.** Avaliação da rentabilidade de carteira e mercado no futuro (2018)

	Rentabilidade de carteira futura				
	1	2	3	4	5
1	26	19	22	3	3
2	12	139	130	44	6
3	5	31	323	169	9
4	2	2	25	151	16
5	0	1	4	5	8

<b>Confiantes</b>	421	36,5%
<b>Neutros</b>	647	56,0%
<b>Pessimistas</b>	87	7,5%

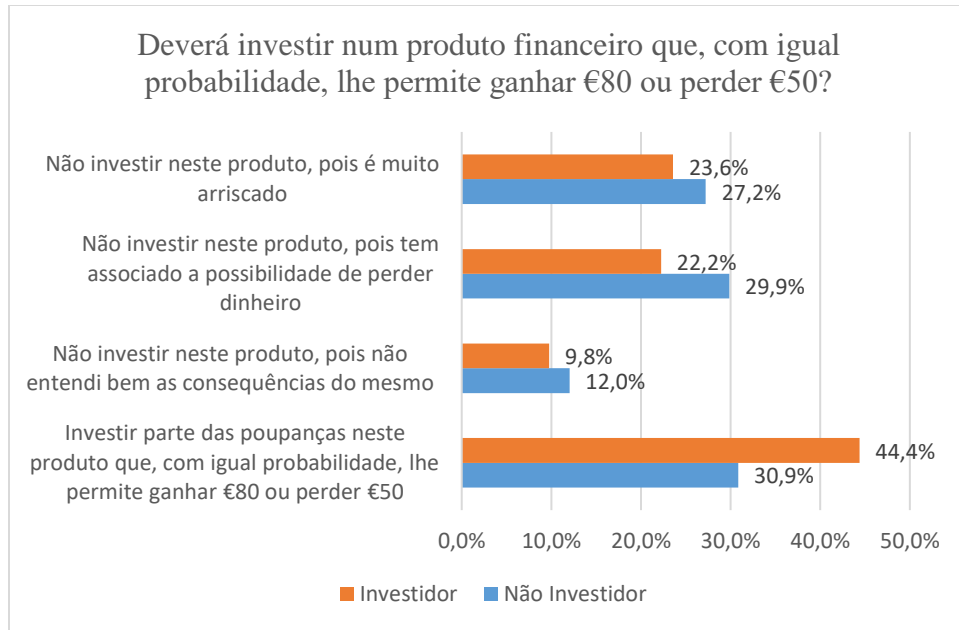
**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Assim, é possível observar que, quanto ao passado, 375 inquiridos mostraram-se confiantes dando nota mais alta aos seus investimentos face ao mercado enquanto que, quanto ao futuro, este número salta para 421 inquiridos. Por outro lado, o número de pessimistas cai de 212 relativamente ao passado para 87 quando inquiridos sobre as suas expectativas de rentabilidade no futuro.

A Tabela 8 (em apêndice) mostra os resultados obtidos. Observa-se que o número de investidores na amostra confiantes na rentabilidade aumenta 12,3%, o número de inquiridos a considerar que as suas carteiras irão acompanhar o mercado cresce 14,9% e o número de investidores pessimistas ou seja, com expectativas mais negativas para as suas carteiras do que para o mercado geral, cai 59%, de 212 indivíduos para apenas 87.

- Aversão à perda

Os dados da amostra obtidos permitem o estudo de desvios comportamentais olhando para as respostas dos inquiridos. A Figura 2.7 expõe os resultados não só da amostra investidora inquirida, mas também do grupo de inquiridos que revelaram não ter quaisquer investimentos. Os inquiridos foram questionados sobre a possibilidade de investimento em um ativo de risco, com rentabilidade esperada positiva, mas com 50% de probabilidade de perda financeira.



**Figura 2.7.** Aversão à perda dos inquiridos em 2018

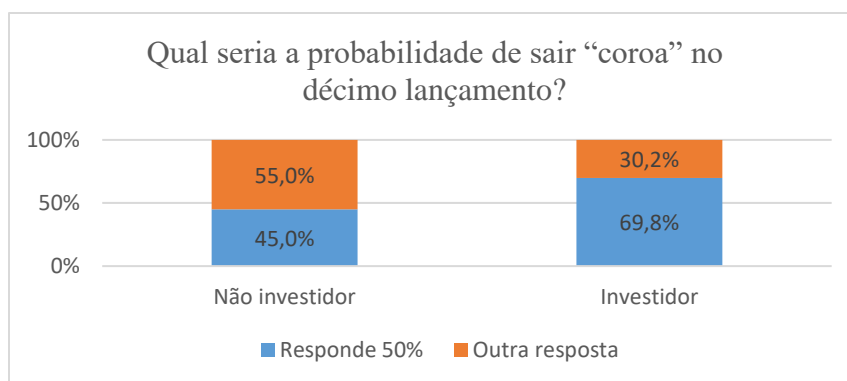
**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

A teoria neoclássica prevê que um agente racional deve sempre optar pelo investimento neste produto, visto que o rendimento esperado deste ativo é de 15€. No entanto, os resultados obtidos mostram que, a maioria da amostra, tanto investidor como não investidor, prefere não arriscar. Apenas 44% dos investidores inquiridos admite investir neste ativo, com 22% e 23% a revelar preferir não investir devido à possibilidade de perda de dinheiro e devido ao risco associado, respetivamente.

- Representabilidade

Tal como explicitado no primeiro capítulo, a heurística da representabilidade é um atalho de raciocínio que leva à perceção de um evento, inconscientemente, baseando-se em informação irrelevante. De modo a estudar este assunto, os dados da amostra contêm as respostas dos investidores e não investidores inquiridos relativamente a uma questão de percepção de probabilidade: supondo que uma moeda é lançada ao ar 10 vezes, e que nos primeiros 9 lançamentos saiu sempre “coroa”, qual seria a probabilidade de sair “coroa” no décimo lançamento.

Segundo a Figura 2.8 e a Tabela 9 (em apêndice), observa-se que 832 investidores inquiridos correspondendo a 69,8% da amostra respondeu de forma correta, sabendo distinguir o evento passado dos fatores que influenciam o décimo lançamento da moeda. Por outro lado, dos inquiridos que revelaram não ter investimentos ou apenas investir em ativo sem risco, 55% não respondeu corretamente, mostrando maior suscetibilidade a esta heurística.



**Figura 2.8.** Heurística da representabilidade dos inquiridos em 2018

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Assim, é possível verificar a presença da heurística da representabilidade nas decisões dos indivíduos que compõem a amostra total, havendo maior ênfase no grupo dos não investidores.

- Efeito Disposição.

Relativamente ao efeito disposição, este refere-se à maior predisposição a vender ativos que se valorizaram, comparativamente à predisposição de manter ativos cujo valor se reduziu. No inquérito conduzido pela CMVM, em primeiro lugar, os investidores e não investidores foram inquiridos sobre a probabilidade de manter ou liquidar um ativo que se valorizou no último ano. De seguida, foi feita a mesma questão, mas na eventualidade do ativo apresentar uma perda. Neste acaso, os indivíduos apresentam comportamentos influenciados pelo efeito disposição se se observar uma tendência de venda dos ativos que se apreciaram no último ano e manutenção dos ativos cujo valor de mercado baixou.

**Tabela 2.10.** Efeito disposição na amostra quando o ativo se aprecia (2018)

	<b>Não investidor</b>	<b>Investidor</b>
<b>Manter</b>	41,7%	54,1%
<b>Liquidar</b>	58,3%	45,9%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

**Tabela 2.11.** Efeito disposição na amostra quando o ativo se deprecia (2018)

	<b>Não investidor</b>	<b>Investidor</b>
<b>Manter</b>	67,5%	76,1%
<b>Liquidar</b>	32,5%	23,9%

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Segundo a Tabela 2.10, relativa ao investimento que se valorizou, 54,1% dos investidores admitiu preferir manter o investimento por mais tempo enquanto que apenas 41,7% dos não investidores admitiu fazer o mesmo. Relativamente a um investimento que apresenta uma perda, representado na Tabela 2.11, apenas 23,9% dos investidores admitiu liquidar o investimento enquanto que 32,5% dos não investidores revelou preferir fazer o mesmo.

- Efeito Avestruz

Tal como explicitado no capítulo 1, este efeito refere-se à maneira a que os agentes enfrentam informação negativa, normalmente evitando esses tipos de informação. Neste caso, é pertinente estudar a frequência a que os investidores verificam os seus portfólios, tendo em conta a tendência de crescimento do mercado. A amostra dispõe de dados relativos a este assunto, reportados pelos inquiridos, possibilitando uma análise deste desvio comportamental.

Utilizando um método de estudo semelhante ao estudo da sobreconfiança, a Tabela 2.12 dispõe dos dados relativamente à frequência a que os investidores verificam as suas carteiras consoante o mercado. Assim, são considerados “avestruzes” aqueles que mostram menor frequência quando o mercado tem tendência negativa do que quando este cresce. Pelo sentido contrário, são considerados “não avestruzes” aqueles que mostram maior tendência a verificar as suas carteiras quando o mercado está a descer do que quando este tem tendência de crescimento positivo.

**Tabela 2.12.** Avaliação dos inquiridos sobre a frequência a que verificam os seus portfólios (2018)

	Quando o mercado está a descer					
	Raramente	Pouco	Nem muito nem pouco	Muito	Sempre	
Quando o mercado está a crescer	Raramente	57	3	2	5	0
	Pouco	2	74	13	11	0
	Nem muito nem pouco	1	8	258	41	4
	Muito	1	16	25	299	29
	Sempre	1	2	3	8	289

<b>Não avestruz</b>	<b>108</b>	<b>9,4%</b>
<b>Indiferentes</b>	<b>977</b>	<b>84,8%</b>
<b>Avestruz</b>	<b>67</b>	<b>5,8%</b>

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)

Os resultados estão explicitados na tabela acima em que se observa que apenas 67 investidores mostraram ser influenciados pelo mercado a descer ou seja, admite verificar o seu portfólio com menor frequência quando sabe que o mercado está em tendência negativa, representando apenas 5,8% da amostra. Aliás, os dados apontam para um maior número de investidores que admitem estar mais atentos às suas carteiras financeiras quando o mercado desce. A grande maioria, atingindo aproximadamente 85% da amostra, mostrou ser indiferente neste assunto, ou seja, verifica a suas carteiras de investimentos com a mesma frequência quer o mercado cresça ou decresça.

### **2.3. O comportamento dos investidores no plano internacional**

Este ponto irá caracterizar as amostras obtidas dos outros países a estudar, selecionando as variáveis mais pertinentes para o método em estudo, de modo a possibilitar uma análise comparativa no próximo capítulo. Os dados obtidos provêm de dois estudos à população com inquéritos compreensivos relativamente à situação financeira dos inquiridos. Para cada inquérito, foi disponibilizada a listagem das questões bem como dados dos entrevistados, contendo todas as

respostas de cada um a cada pergunta, com um código a referenciar a questão para qual a resposta corresponde.

Os dados relativos a Espanha provêm da EFF 2017 conduzida pelo Banco de Espanha e contêm as respostas de 6413 participantes, entrevistados presencialmente, sobre vários fatores socioeconómicos. Destes 6413 participantes e, de modo a manter a mesma definição de investidor para todos os países, foram apenas considerados aqueles que responderam afirmativamente a uma das perguntas sobre: a detenção de ações cotadas em bolsa, obrigações do tesouro e obrigações de empresas, fundos de investimento, outros ativos financeiros como Swaps, futuros ou options e, por fim, PPRs. Deste modo, é possível manter a mesma definição de investidor para a futura comparação com Portugal no terceiro capítulo. Com esta definição, a amostra de Espanha passa, assim, a contar com os dados de 3170 investidores.

Relativamente aos dados dos Estados Unidos, estes provêm do “*2018 National Financial Capability Study*” conduzido pela *Finra Foundation*. A NFCS 2018 contém dados relativos à situação financeira de 27091 participantes, também entrevistados presencialmente, igualmente distribuídos pelo país. Adicionalmente, 2003 dos inquiridos foram também convidados a participar no “*2018 Investor Survey*” com dados mais detalhados sobre o comportamento destes investidores. A definição de investidor utilizada pela *Finra Foundation* é a mesma já utilizada ao longo deste estudo visto que os 2003 inquiridos pelo segundo inquérito foram selecionados pelo mesmo critério: detenção de pelo menos um tipo de ativo financeiro de risco. Deste modo, aplicando o critério para a amostra do NFCS 2018 (considerando apenas aqueles que responderam afirmativamente à detenção de ativos financeiros de risco) a amostra passa de 27091 para 17370 investidores. Sendo que a maioria destes é detentor apenas de um plano poupança reforma, sendo estes investimentos muito populares nos Estados Unidos sob a forma de *401Ks*.

### **2.3.1. Elementos demográficos**

- Género

Os dados obtidos relativamente ao género dos inquiridos começam a mostrar diferenças interessantes que serão aprofundadas no terceiro capítulo.

**Tabela 2.13.** Distribuição por género entre as amostras dos países

<b>Género</b>	<b>Portugal</b>	<b>Espanha</b>	<b>Estados Unidos</b>
<b>Masculino</b>	1019	2229	8330
<b>Feminino</b>	161	941	9040
<b>Total</b>	1180	3170	17370

**Fonte:** Elaboração própria com dados da NFCS 2018

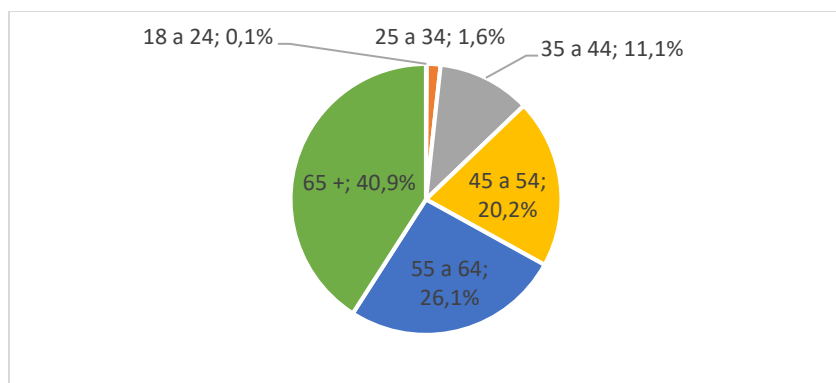
Verificando o a Tabela 2.13 e a Figura 10 (em apêndice), os dados do Banco de Espanha para 2017 mostram que, considerando os inquiridos que afirmaram deter investimentos em pelo menos um tipo de ativos de risco, a amostra espanhola é maioritariamente do género masculino, atingindo 70,3% dos entrevistados. Ou seja, dentro da amostra de 3170 pessoas com investimentos próprios, 2229 são homens e apenas 941 são mulheres.

Os Estados Unidos, por outro lado, apresentam uma distribuição quase repartida pelos dois géneros: dos 17370 entrevistados com investimentos em ativos de risco, 8330 são homens e 9040 são mulheres, representando, assim, 48% e 52% da amostra respetivamente.

- Estrutura etária

Relativamente à distribuição dos investidores de cada país por idades, ambos os países apresentam um maior número de investidores em idade mais avançada. As Figuras 2.9 e 2.10 apresentam a distribuição das amostras obtidas para Espanha e Estados Unidos, respetivamente.

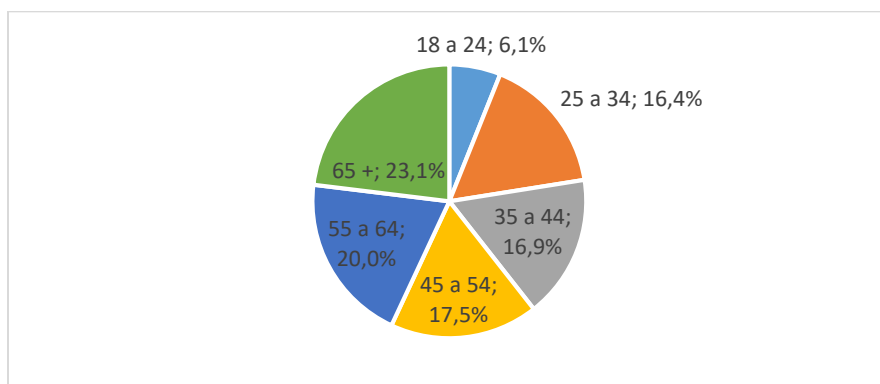
Sobre a Espanha, os dados explicitam a idade de cada entrevistado, possibilitando o agrupamento da amostra por grupos etários à escolha. Deste modo, verifica-se que 40,9% dos investidores inquiridos tinham idades superiores a 65 anos, sendo este grupo etário o mais representado com 1297 dos inquiridos. De seguida, tem-se o grupo etário com as idades compreendidas entre os 55 e 64 anos, representando 826 dos inquiridos ou 26,1% da amostra. Por outro lado, as faixas etárias mais baixas são que têm menor representação: apenas 1,7% da amostra tem menos de 34 anos.



**Figura 2.9.** Distribuição etária (Espanha 2017)

**Fonte:** Elaboração própria com dados da EFF 2017

Os Estados Unidos apresentam uma história semelhante com uma amostra de investidores geralmente mais envelhecida. Infelizmente, os dados recolhidos pela Finra Foundation não reportam a idade exata dos entrevistados, mas sim as suas idades agrupadas em 6 grupos etários pré-definidos nas opções de escolha, dificultando, assim, uma comparação direta com Portugal, cujos dados estão agrupados em diferentes intervalos. Os dados do país Americano mostram, assim, uma amostra de investidores envelhecida: a faixa etária mais representada é a de com idades superiores a 65 anos, com 4006 dos 17370 investidores entrevistados a pertencerem a esta categoria, representando 23,1% da amostra. Segue-se os investidores com idades compreendidas entre 55 e 64 anos, com 20%. A representação dos investidores dentro da amostra vai diminuindo consoante a juventude dos grupos etários sendo que apenas 22,5% dos inquiridos tinham investimentos em ativos de risco e tinham menos de 39 anos.



**Figura 2.10.** Distribuição etária (Estados Unidos 2018)

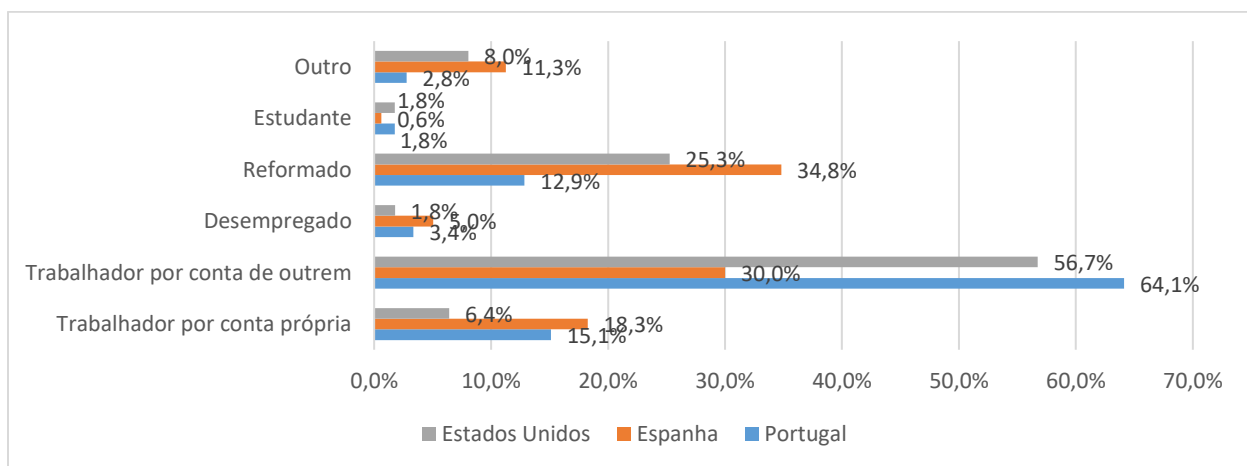
**Fonte:** Elaboração própria com dados da NFCS 2018

- Estrutura profissional

Esta secção permite caracterizar os investidores de cada país, olhando para os tipos de profissões que exercem. As amostras serão agrupadas entre trabalhadores por conta própria, trabalhadores por conta outrem, desempregados, reformados, estudantes e outros (donos de casa, portadores de incapacidade, etc.).

Segundo os dados relativos às famílias espanholas, reportados na Figura 2.11 e em linha com as características relativas à estrutura etária da amostra, 1224 dos investidores inquiridos revelaram estar já reformados, representando aproximadamente 34,8% da amostra. De seguida, os trabalhadores por conta de outrem e por conta própria representam 30% e 18,3%, respetivamente. Por outro lado, e previsivelmente, os desempregados e estudantes a tempo inteiro são os grupos com menos representação dentro da amostra de investidores individuais.

Nos Estados Unidos, a maioria dos investidores entrevistados revela trabalhar por conta de outrem, representando 56,7% da amostra, face a trabalhadores por conta própria que representam apenas 6,4%. Em linha com a informação anterior, aproximadamente um quarto dos investidores inquiridos já se encontra reformado, sendo estes o segundo maior grupo de investidores na amostra a seguir aos trabalhadores por conta de outrem. Por outro lado, os desempregados e estudantes são os menos representados: apenas 309 e 306 inquiridos revelaram estar à procura de trabalho e a estudar, respetivamente, tendo estes uma taxa conjunta de apenas 3,6%.



**Figura 2.11.** Estrutura profissional entre países

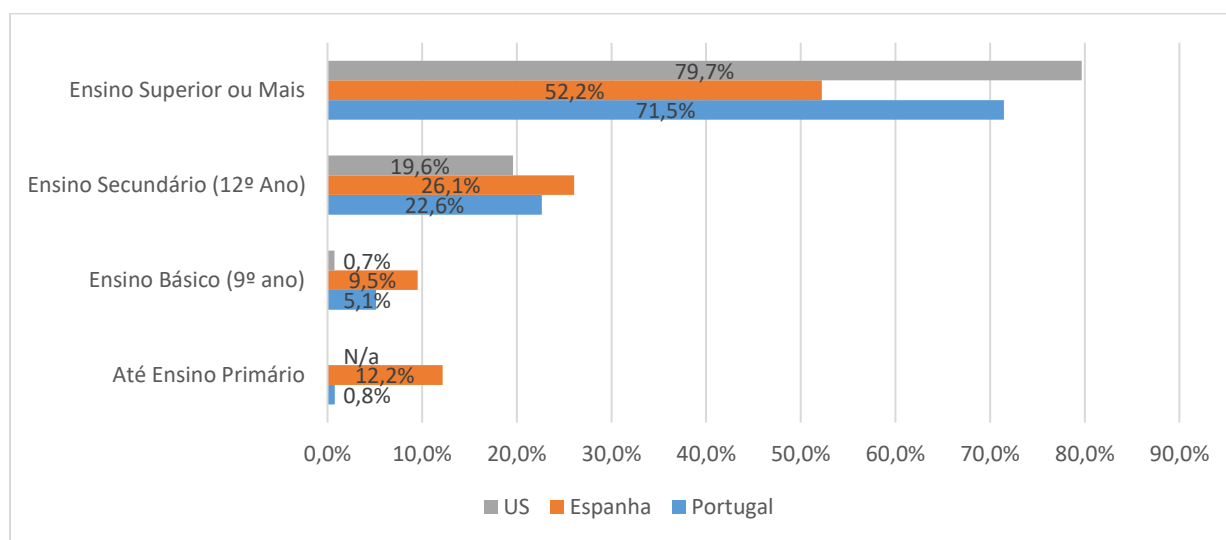
**Fonte:** Elaboração própria com dados da NCFS 2018

De notar que os inquiridos foram questionados, em algumas questões, num contexto de agregado familiar, tendo estes a possibilidade de responder mais do que uma vez. Assim, é natural que o total de respostas possa exceder o número de inquiridos na amostra.

- Escolaridade

Os dados recolhidos representam geralmente uma porção da população de cada país muito mais instruída do que a média da população total, confirmando a intuição que este fator pode ter uma correlação forte com o ato de investir nos mercados financeiros.

A escolaridade em Espanha, semelhantemente a Portugal, está separada por 4 níveis de escolaridade sendo estes: *educación primaria*, *educación secundaria obligatoria*, *bachillerato* e *diplomados*, podendo estes ser equiparados ao ensino primário, ensino básico, ensino secundário e ensino superior em Portugal. Deste modo, segundo os dados do Banco de Espanha representados na Figura 2.12, os investidores entrevistados apresentam um nível de educação médio alto, com 52,2% da amostra a ter completado o ensino superior. Por outro lado, 385 dos inquiridos revelaram ter, no máximo, apenas o ensino primário completo, tendo este nível de escolaridade, assim, uma taxa ainda alta de 12,2%.



**Figura 2.12.** Níveis de escolaridade concluídos entre países

**Fonte:** Elaboração própria com dados da EFF 2017 e NCFS 2018

Relativamente aos EUA, os dados da Finra Foundation apenas explicitam se o inquirido completou o ensino secundário obrigatório e o nível de ensino superior, dificultando uma comparação com os restantes países. De qualquer maneira, apenas 127 dos 17370 investidores inquiridos revelaram não ter completado o ensino secundário, representando apenas 0,7% da amostra. Assim, esta amostra apresenta um nível de educação médio muito alto, com quase 80% dos inquiridos a demonstrar ter completado o ensino superior e 19,6% a revelar ter completo o ensino secundário.

- Composição da carteira

De modo a possibilitar a comparação entre países, foram estudadas as preferências dos investidores selecionados relativamente a 7 tipos de ativos financeiros sendo estes: o ativo sem risco (certificados de aforro/tesouro), ações de empresas cotadas em bolsa, obrigações de empresas, fundos de investimento, planos de poupança reforma ou equivalentes, moedas digitais como Bitcoin e outros ativos ou derivados como swaps, futuros e options.

Relativamente a Espanha, os ativos financeiros mais populares entre estes investidores são os PPR, ações de empresas, e fundos de investimento. Os PPRs são os mais populares, com 68,6% da amostra a admitir deter algum plano de reforma, seguido pelas ações de empresas com 53,4% e os fundos de investimento 33,9% das preferências destes investidores. Por outro lado, apenas 25 dos 3170 inquiridos afirmaram deter ativos financeiros como swaps, futuros ou options, correspondendo a uma taxa de apenas 0,8%. Relativamente às obrigações de empresas e certificados de aforro, os dados relatados são estranhamente baixos, mesmo após múltiplas verificações: olhando para os dados, apenas 46 dos 3170 inquiridos revelaram deter certificados de aforro ou obrigações do tesouro e apenas 31 investidores relataram investir em obrigações de empresas. Estes dois últimos dados devem ser tratados com algum grau de ceticismo.

**Tabela 2.14.** Percentagem de investidores que detêm cada tipo de ativo entre países

<b>Ativos financeiros</b>	<b>Portugal</b>	<b>Espanha</b>	<b>US</b>
<b>Certificados de aforro / tesouro (...)</b>	49,5%	1,5%*	n/a**
<b>Ações</b>	60,5%	53,4%	74,4%
<b>Obrigações de empresas</b>	22,3%	1,0%*	31,1%
<b>Fundos de investimento</b>	54,8%	33,9%	70,5%
<b>Futuros, Opções e outros Derivados</b>	23,4%	0,8%	12,4%
<b>PPR</b>	62,6%	68,6%	90%
<b>Bitcoins, ICOs e outras moedas digitais</b>	9,9%	n/a**	9,10%

**Fonte:** Elaboração própria com dados de CMVM 2019, EFF 2017 e NCFS 2018

\*Estes valores, de acordo com a informação obtida, pertencem à mesma categoria de questões e apresentam valores anormalmente baixos pelo que, por precaução, não serão retiradas conclusões.

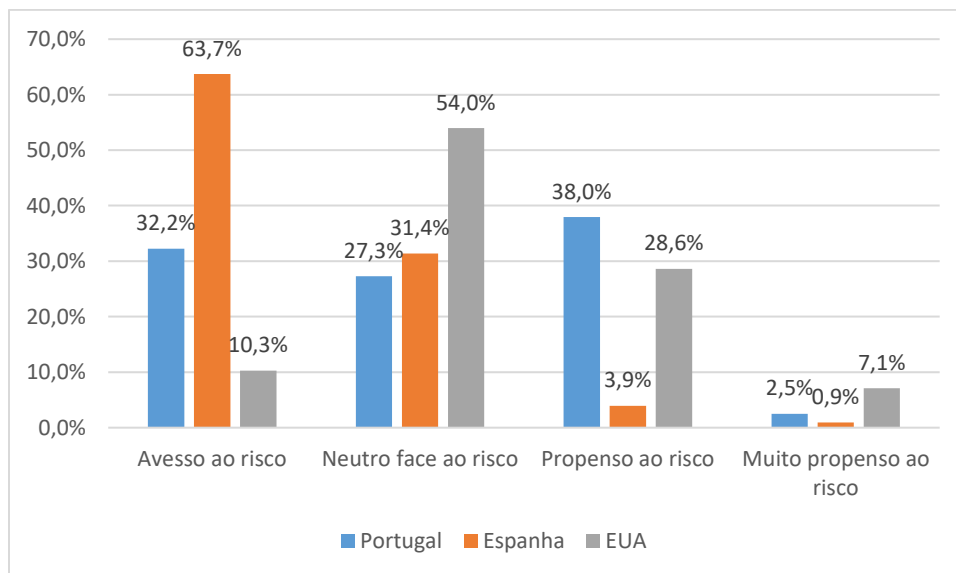
\*\* Falta de informação

Nos EUA, os dados da Finra Foundation revelam que o tipo de investimento mais popular entre as famílias são os planos poupança reforma, com estes a atingir a preferências de 90% dos investidores. Estes dados serão melhor interpretados no capítulo 3 mas a principal causa poderá estar relacionada com a cultura profissional local, em que são os empregadores a patrocinar um plano de contribuições aos trabalhadores, normalmente denominados de 401k. Relativamente aos ativos financeiros mais tradicionais, seguem-se as ações das empresas cotadas em bolsa, com aproximadamente 74,4% da amostra a revelar deter este tipo de ativos nas suas carteiras e os fundos de investimento, a atingir as preferências de 70,5% dos investidores na amostra. Por outro lado, apenas 248 do universo de 2003 inquiridos revelaram investir em derivados como futuros e options, representando, ainda assim, 12,4% da amostra. Adicionalmente, investimentos em moedas digitais também se mostram relativamente baixos, com apenas 9,1% da amostra a admitir deter investimentos nestes tipos de ativos especulativos. Relativamente às apostas no ativo sem risco (certificados de aforro/obrigações do tesouro), o inquérito da Finra Foundation não fornece esses dados. No entanto, um outro estudo da reserva federal americana em Saint Louis estimou, em 2016, que aproximadamente 8,6% das famílias detinham ativo sem risco nas suas carteiras.

- Perceção de risco

Com as amostras obtidas, é possível estudar o grau de aversão ao risco reportado pelos investidores inquiridos e, assim, determinar se existe diferenças entre os países relativamente ao risco geral que os investidores nacionais estão dispostos incorrer e os retornos que esperam. Geralmente, o investidor prefere expor-se a maior risco, esperando retornos superiores ou correr menos riscos com retorno esperado menor. A Figura 2.13 expõe os resultados obtidos bem como a Tabela 10 em apêndice.

Relativamente aos dados de Espanha, observáveis na Figura 2.13 bem como na Tabela 10 (em apêndice) a grande maioria dos inquiridos mostra uma maior aversão ao risco financeiro: 2020 investidores representando 63,7% da amostra. Por outro lado, apenas 155 dos 3170 investidores entrevistados pelo Banco de Espanha revelaram preferir riscos maiores em troca de retornos superiores a curto prazo. Adicionalmente, os restantes 31,4% dos inquiridos revelaram não ser nem avessos, nem propensos ao risco.



**Figura 2.13.** Propensão ao risco entre países

**Fonte:** Elaboração própria com dados de CMVM 2019, EFF 2017 e NCFS 2018

No caso dos EUA, a amostra é relativamente mais propensa ao risco com 35,7% a mostrar preferir maior risco em conjugação com maior retorno esperado, dos quais 140 investidores revelam ainda ser muito propensos ao risco, representando 7,1% da amostra. Pelo contrário, apenas 203

investidores americanos consideram ser avessos ao risco. A maior porção pertence aos investidores neutros, não sendo nem propenso, nem avesso ao risco, representando 54% da amostra.

- **Autonomia**

A autonomia refere-se à propensão dos investidores em consultar a opinião de um profissional nas suas decisões financeiras. Um indivíduo que prefere uma segunda opinião de um gestor tem maior probabilidade de maximizar o seu retorno, com o mínimo de risco. Pelo contrário, um investidor que prefere fazer tudo sozinho, argumentando que sabe o suficiente sobre o mercado, tem maior probabilidade de, mesmo sem se aperceber, cometer erros comportamentais. Deste modo, as amostras obtidas contêm dados relativos ao número de investidores que prefere a ajuda de um profissional e àqueles que preferem gerir as suas carteiras sozinhos. Os resultados estão representados na Tabela 2.15.

**Tabela 2.15.** Autonomia na gestão das carteiras das amostras dos países em percentagem

<b>Autonomia</b>	<b>Portugal</b>	<b>Espanha</b>	<b>EUA</b>
<b>Prefere gerir sozinho</b>	52,4%	85,2%	34,3%
<b>Prefere consultar gestor</b>	47,6%	14,8%	65,7%

**Fonte:** Elaboração própria com dados de CMVM 2019, EFF 2017 e NCFS 2018

Os dados relativos a Espanha mostram um grau geral de autonomia nas decisões de investimento relativamente elevado com aproximadamente 85% da amostra a preferir fazer tudo sozinho e apenas 15% a revelar optar pela opinião de um profissional financeiro.

Pelo contrário, os dados da Finra Foundation mostram que a maioria dos investidores prefere optar pelos serviços de um gestor, quer seja apenas pela sua opinião ou pela gestão completa dos seus portfólios. Aproximadamente 2 terços da amostra prefere a consulta de um profissional financeiro enquanto que os restantes, correspondendo a 674 de 1966 respostas válidas, prefere investir sozinho.

## **Capítulo 3: Análise e Interpretação dos Dados**

Neste capítulo serão analisados os dados recolhidos no capítulo anterior.

### **3.1. Análise aos dados demográficos**

#### **3.1.1. Género**

A distribuição por género das amostras recolhidas mostra diferenças pertinentes entre os países estudados. Por um lado, os dados relativos a Portugal para 2018, a amostra principal usada neste estudo para Portugal, foi obtida através de um inquérito somente online enquanto que, todos os outros dados, incluindo os de Portugal para 2009, foram obtidos através de uma conjunção de entrevistas e questionários. Assim, a aptidão digital mais aprofundada do género masculino pode ser um fator exógeno com influência na representação masculina na amostra portuguesa que, ao atingir 86,4% segundo a Figura 10 em apêndice, apresenta-se como uma amostra muito mais masculina do que a população portuguesa total.

Deste modo, os investidores portugueses são os mais masculinos dos países estudados, ao analisar a Figura 10 em apêndice, com a Espanha ligeiramente melhor, mas ainda a apresentar um valor elevado para a proporção do género masculino. Surpreendentemente, os Estados Unidos conseguem atingir uma distribuição quase igual entre o homem e a mulher podendo-se argumentar que, para este país, ambos os géneros têm igual liberdade de decisão financeira e que, no ato de investir, tanto o homem como a mulher têm as mesmas oportunidades.

É importante que a distribuição de género entre investidores se aproxime da igualdade, garantindo a mais gente a oportunidade de aplicar a suas poupanças às suas preferências. O assunto da igualdade de género é um assunto muito complexo e muito mais compreensivo do que apenas ao ato de investir. Muitas destas desigualdades provêm de identidades culturais do passado que permanecem no presente. Neste caso em específico, a menor preponderância do género feminino nos mercados financeiros nas amostras de Portugal e Espanha poderá estar relacionada à menor independência financeira das mulheres, bem como menores conhecimentos financeiros: todos estes fatores estão relacionados com a identidade cultural que a mulher ocupava no passado dentro destes países. Para os Estados Unidos, tal cultura é muito diferente: a identidade da mulher

trabalhadora e financeiramente independente já vem de há várias décadas sendo que, muita da indústria inicial deste país foi produto da força de trabalho deste género. Deste modo, observa-se uma influência muito forte da cultura de cada país nesta variável.

### **3.1.2. Distribuição etária**

A análise das idades dos investidores de cada país mostra um grupo geralmente envelhecido, mas com diferenças distintas entre países. Em apêndice encontram-se as Tabelas 4 e 5, bem como as Figuras 4 e 5, que comparam a estrutura etária das amostras portuguesas obtidas em 2009 e 2017 com os dados para a população total. Em geral, as amostras obtidas para Portugal mostram os investidores distribuídos entre todas as idades, com uma maior percentagem de investidores entre os 25 e 54 anos face à população total: um sinal positivo visto que, significa que a idade não é um entrave na participação no mercado financeiro. Para 2009, representado na Tabela 4 e Figura 4, observa-se um ligeiro envelhecimento com a faixa etária entre os 65 e 74 anos a ser aproximadamente 7 pontos percentuais mais investidora do que a população total mas, esta diferença pode ser compensada com o aparecimento de uma geração mais jovem de investidores: com os indivíduos a deter entre os 18 e 24 anos de idade a representar aproximadamente 16% da amostra, esta geração mais jovem pode ter mais preponderância em investir devido aos seus níveis mais altos de educação. Relativamente a 2018, tal como explicitado no ponto anterior, o facto de estes dados terem sido obtidos por via online pode distorcer uma análise comparativa visto que investidores mais jovens poderão ter maior probabilidade de participar. Os dados obtidos tendem a confirmar esta afirmação visto que apresenta um perfil de investidor português relativamente mais jovem com os intervalos entre os 40 a 54 e 25 a 39 a representarem a maioria da amostra.

Espanha e Estados Unidos apresentam dados relativamente mais envelhecidos, analisando as Figuras 11 e 12 em apêndice. No entanto, enquanto que este último apresenta uma distribuição muito uniforme a partir dos 25 anos (um sinal positivo), a Espanha apresenta uma amostra de investidores muito envelhecida. A Tabela 3.1 demonstra este envelhecimento, com o número de investidores a aumentar consoante a idade representada ao contrário dos valores para os Estados Unidos, que se mantêm perto dos 3 mil para a maioria das faixas etárias. Nas faixas etárias mais jovens, estes dados evidenciam uma menor capacidade deste grupo de adquirir o capital necessário

para começar a investir, apesar de deter mais oportunidades e melhor acesso a informação económica face às gerações antecedentes com a mesma idade. Para os mais velhos, a experiência e capital adquirido no passado garante a possibilidade para estes de aplicar as suas poupanças no mercado financeiro.

**Tabela 3.1.** Distribuição etária entre Espanha e Estados Unidos

<b>Faixa etária</b>	<b>Espanha</b>	<b>US</b>
<b>18 a 24</b>	3	1054
<b>25 a 34</b>	52	2852
<b>35 a 44</b>	352	2940
<b>45 a 54</b>	640	3046
<b>55 a 64</b>	826	3472
<b>65 +</b>	1297	4006

**Fonte:** Elaboração própria com dados EFF 2017 e NCFS 2018

Os valores reportados em Espanha são os mais preocupantes sabendo que não existem diferenças significativas na metodologia de obtenção de dados para justificar o grande envelhecimento de sua população investidora reportado por estes dados. É importante garantir que os mercados financeiros permaneçam acessíveis para todas as idades. Por um lado, o maior acesso a informação económica com enorme frequência bem como os níveis mais altos de educação da população jovem são fatores que deviam ter influência positiva na entrada de investidores mais jovens. No, entanto, os menores rendimentos e, por consequente, as menores poupanças desta faixa etária diminuem a possibilidades dos mais jovens de entrar no mercado financeiro. Paralelamente, observa-se que os investidores mais velhos permanecem ativos nos mercados, devido à sua experiência e poupanças adquiridas.

### **3.1.3. Estrutura profissional**

A Figura 2.11 exposto no capítulo 2 bem como a Tabela 11 em apêndice permitem uma análise dos efeitos do emprego no ato de investir nos mercados financeiros. Os resultados obtidos demonstram níveis empregabilidade alta da população estudada em geral, mas também confirmam as idades

elevadas reportadas no ponto anterior, com um número elevado de reformados, especialmente para o caso de Espanha.

A percentagem de reformados nas amostras obtidas complementa a análise das idades dos investidores inquiridos em que se observa uma percentagem significativa de investidores já dentro da idade para reforma. A Espanha apresenta os valores mais elevados, com aproximadamente 35% de investidores reformados segundo os dados da EFF reportados pelo Banco de Espanha. Assim, apresenta também a taxa de atividade mais baixa dos países estudados. Portugal apresenta valores muito mais baixos de investidores reformados, mas, tendo em conta a metodologia online dos dados, é possível que este número esteja subvalorizado.

A análise mais pertinente destes dados vem da observação dos níveis de emprego das amostras. É possível observar uma correlação muito elevada entre o emprego e o ato de investir. Esta influência é fácil de explicar: para primeiro entrar no mercado financeiro é necessário rendimento e poupanças provenientes do emprego. Adicionalmente, ao considerar planos poupança reforma (PPRs) um tipo de investimento na metodologia deste estudo, naturalmente um investidor terá de ter emprego de modo a aplicar as suas poupanças nestes ativos. Aliás, os PPRs são normalmente patrocinados pelo empregador ao trabalhador e, como se poderá verificar nas secções seguintes, muitos investidores têm suas poupanças aplicadas nestes planos para a reforma. Como seria de esperar, as taxas de desemprego são muito baixas entre os investidores, entre os 1,8 para os Estados Unidos e 5% para Espanha, sendo que, previsivelmente, a grande maioria dos investidores trabalhadores inquiridos são trabalhadores por conta a outrem.

#### **3.1.4. Escolaridade**

Segundo a Figura 2.12 exposta no segundo capítulo e a Tabela 12 (em apêndice) observa-se que existe uma forte influência da educação nos investidores. Esta influência pode ser explicada de várias maneiras: em primeiro lugar, maiores níveis de educação permitem geralmente acesso a maiores rendimentos, que garantem maiores poupanças e, assim, maiores possibilidades do agente para investir; Adicionalmente, um grau de escolaridade mais alto pode levar a um emprego mais qualificado, muitos dos quais oferecem planos poupança reforma para os trabalhadores;

Finalmente, um agente com um nível de educação elevado terá mais conhecimentos sobre como gerir o seu portfólio e saberá encontrar e interpretar informação de mercado relevante mais facilmente ou seja, terá maior literacia financeira.

Numa análise internacional, Portugal fica posicionado entre os outros dois países nesta métrica com 71,5% dos investidores entrevistados no inquérito da CMVM em 2017 a apontar ter completado pelo menos a licenciatura do ensino superior. Estes dados revelam por um lado uma população investidora mais instruída, mas, por outro lado, revela menor acesso do mercado financeiro àqueles com menor nível de educação. Os investidores americanos são ligeiramente mais instruídos. Mas, por outro lado, a Espanha apresenta ainda valores relativamente menores com 52% dos investidores a concluírem o ensino superior. Por um lado, pode revelar maior acessibilidade do mercado financeiro a agentes independentemente da sua educação. Por outro, estes dados podem estar relacionados com as idades mais avançadas dos investidores de Espanha, em que as gerações mais jovens e mais instruídas participam menos no mercado.

## **3.2. Análise dos dados financeiros**

### **3.2.1. Composição de carteira**

Analisando os resultados representados na Figura 13 (em apêndice) bem como na Tabela 2.14 apresentada no capítulo 2, verifica-se uma tendência geral dos investidores em preferir os mesmos ativos entre si, com investimentos em PPRs, ações e fundos de investimento a serem mais populares enquanto moedas digitais, opções, futuros e outros derivados obtêm menor preferência. Estes últimos ativos apresentam valores de preferência menor por diferentes razões: por um lado, os futuros, opções, swaps e outros derivados são ativos de maior complexidade e requerem uma gestão mais ativa por parte do investidor. As moedas digitais registam taxas de preferência baixas não só por ser um tipo de investimento relativamente novo no mercado, mas também devido à sua natureza especulativa e imprevisível que atrai apenas os agentes mais propensos ao risco a investir. Por outro lado, os PPRs, ações e fundos, de investimento apresentam a maioria das preferências dos investidores devido à sua relativa simplicidade: as ações de empresas e fundos de investimento são os ativos mais transacionados em mercado, sendo estes os melhor entendidos pela população

geral também. Assim, os investidores apresentam níveis elevados de familiaridade e de experiência com a transação destes ativos; as preferências dos investidores pelos PPRs podem ser explicadas pela frequência a que os empregadores patrocinam estes ativos aos seus trabalhadores sendo que, é possível observar na Figura 13, diferenças entre países neste aspeto.

Uma comparação entre os dados de cada país evidencia uma maior preferência dos investidores americanos em investir muito em diversos tipos de ativos. Observando os valores relativamente aos planos poupança reforma, verifica-se que os valores relativos aos Estados Unidos demonstram uma cultura empresarial com base nestes planos de reforma bastante preponderante, normalmente denominados de 401k. Para muitos investidores americanos, estes planos de reforma são o principal destino de suas poupanças atingindo, assim, as preferências de 90% dos investidores da amostra.

Portugal e Espanha apresentam valores semelhantes entre si, com os valores de Espanha ligeiramente superiores, mas ficando-se abaixo dos 70% de preferências dos investidores, evidenciando uma cultura profissional em que planos para a reforma são menos preponderantes. Os resultados obtidos na Figura 13 mostram também que os investidores americanos têm maiores preferências por ações e fundos de investimento enquanto que os investidores portugueses têm maiores preferências em investir em derivados como futuros e opções. Pelo contrário, apenas 0,8% dos investidores de Espanha têm investimentos em derivados.

Estes dados começam a mostrar a influência dos dados demográficos e da sociedade de cada país na composição das carteiras dos investidores: Nos Estados Unidos, existe um maior ênfase nos investimentos em ações e fundos de investimento, por serem os mais acessíveis e simples de compreender pela população geral. Em Portugal, existe uma barreira para entrar no mercado financeiro. A atividade financeira não está tão disseminada na sociedade e, como tal, os investidores atuais aplicam geralmente as suas poupanças em ativos de risco mais complexos, mostrando experiência e competência financeira muito superiores à média. Em Espanha, o maior envelhecimento da população investidora não permite o investimento em ativos mais complexos.

### **3.2.2. Risco**

A Figura 2.13 exposta no capítulo dois, bem como a Tabela 10 em apêndice, permitem uma análise dos perfis de risco das amostras estudadas em que se observam diferenças significativas entre os investidores de cada país. O risco que cada agente está disposto a correr quando investe no mercado tem grande influência no seu comportamento nomeadamente no tipo de ativos em que decide investir e no grau de diversificação dos seus portfólios.

Relativamente aos investidores portugueses, a Figura 14 em apêndice expõe os dados obtidos nas Tabelas 2.5 e 2.6 do capítulo 2, em que se pode concluir que os investidores portugueses são geralmente mais propensos ao risco relativamente à média da população total. Assim, pode-se argumentar que os agentes económicos mais avessos ao risco têm menor tendência em investir, preferindo aplicar as suas poupanças exclusivamente em outros ativos que, na metodologia deste estudo, não foram considerados como investimentos, como certificados de aforro ou depósitos a prazo. Mesmo considerando que, com uma gestão correta e diversificação inteligente qualquer portfólio de investimentos não incorrerá grandes riscos, os agentes económicos portugueses mais avessos ao risco preferem não investir.

Espanha apresenta um grupo de investidores muito diferentes aos restantes países, observando a Tabela 10 em apêndice, correspondendo à composição dos perfis de risco relativamente a cada país. Com 63% de aversão ao risco, os agentes financeiros deste país são muito mais conservadores. Dos países estudados, os investidores dos Estados Unidos mostraram ser os mais neutros face ao risco, preferindo tomar riscos mais calculados sem ser muito conservador.

### **3.2.3. Autonomia**

A autonomia na gestão das carteiras é um indicador interessante devido aos fatores comportamentais que a podem influenciar. Um investidor que pede a segunda opinião de um profissional cometerá sempre menores erros comportamentais. Pelo contrário, um maior sentido de autonomia pode indicar sobreconfiança no investidor e maior propensão ao risco. Ao contrário da intuição, não existe correlação entre autonomia na gestão de investimentos e o nível de literacia

financeira ou escolaridade do indivíduo visto que, grande parte dos maiores investidores e aqueles com maior experiência optam pela consulta da opinião de um profissional.

Relativamente aos investidores portugueses, a Figura 2.6 exposto no capítulo 2 mostra que os investidores se mostram mais recetivos à ajuda de um profissional consoante o grau de complexidade do ativo financeiro em questão. Assim, os investidores portugueses demonstram capacidade de se aperceberem quando é mais vantajoso pedir a opinião de um profissional. Internacionalmente, segundo a Figura 15 em apêndice, Portugal situa-se no meio dos restantes países. Em Espanha, a taxa de autonomia dos investidores é muito elevada: por um lado, a tendência destes agentes de investir em ativos de relativamente menor risco significa que existe uma menor necessidade de consulta de um gestor. Por outro, os valores demonstram elevada sobreconfiança destes investidores, mesmo que investindo em ativos de menor risco. Os Estados Unidos apresentam os valores mais positivos, com mais de metade dos inquiridos a revelar consultar a opinião de um profissional. Assim, ao estarem mais predispostos a obter ajuda de um profissional, estes investidores garantem uma gestão mais objetiva dos seus portfólios e mais próxima do ótimo racional.

### **3.3. A evolução do investidor português e análise de desvios**

Com base nos dados obtidos anteriormente, é possível comparar o perfil e o contexto dos investidores portugueses bem como sua evolução entre 2009 e 2018.

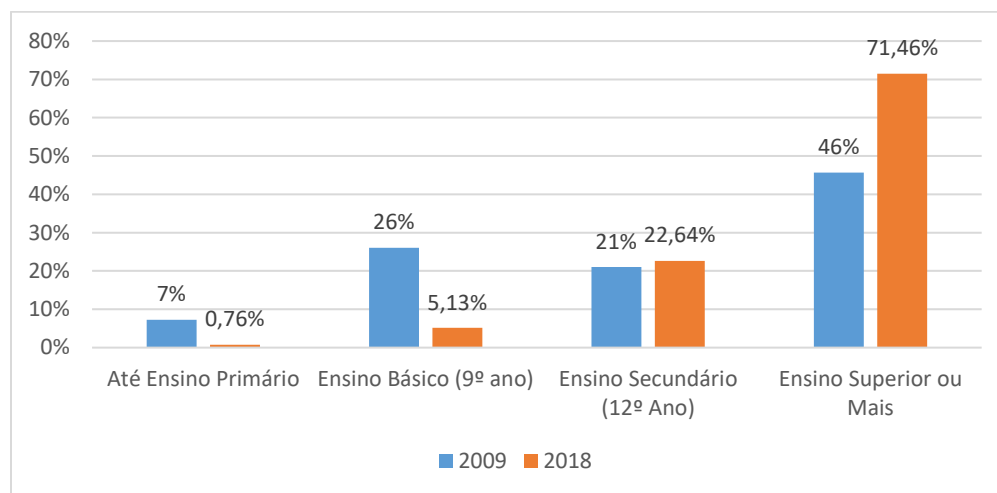
#### **3.3.1. Análise da sua evolução**

Em geral, existem evidências que a distribuição dos investidores portugueses tem vindo a concentrar-se na faixa etária entre os 40 e 54 anos, a aumentar o seu nível de escolaridade e fazendo investimentos mais diversificados em diferentes tipos de ativos.

Observando as Figuras 4 e 5 (em apêndice) observa-se que enquanto que a população portuguesa total teve tendência em envelhecer entre 2009 e 2018, a distribuição de investidores em Portugal teve tendência de concentração na faixa etária dos 40 aos 54 anos. Ou seja, entre 2009 e 2018, a percentagem de investidores mais jovens diminuiu semelhantemente aos valores para a população

total enquanto que os valores para a investidores mais velhos diminuíram, em tendência contrária à população total. Infelizmente, os diferentes intervalos de idades entre os dois inquéritos dificultam uma comparação direta sendo apenas possível fazer uma estimação.

Em conformidade com a tendência geral para Portugal, segundo a Figura 3.1, os investidores entre 2009 e 2018 aumentaram o seu grau de escolaridade médio com apenas uma pequena percentagem a investir sem ter concluído o ensino obrigatório. Assim, os investidores portugueses apresentam-se como um grupo com um nível de escolaridade muito mais alto comparando não só com os dados de 2009, mas também relativamente à população total.



**Figura 3.1.** Evolução do nível de escolaridade dos investidores portugueses entre 2009 e 2018

**Fonte:** Elaboração própria com dados de CMVM 2019 e CMVM 2009

Relativamente à composição das carteiras dos investidores portugueses entre 2009 e 2018, representada nas Figuras 7 e 8, ambos em apêndice, é possível verificar algumas mudanças significativas nas preferências dos investidores relativas a cada ativo financeiro: a maior diferença observada entre 2009 e 2018 é o enorme crescimento da percentagem de investidores a revelar deter carteiras com fundos de investimento, que cresceram de apenas 10% em 2009 para 55% em 2018 e em derivados, que cresceram de apenas 5% para 23%; Os restantes dados comparáveis demonstram pequenas diminuições no número de detentores de planos poupança reforma e certificados de aforro.

Os dados de 2018 permitem uma análise mais detalhada, incluindo dados relativamente a muitos outros ativos como papel comercial, moedas digitais e *crowdfunding*. Infelizmente, não é possível fazer a comparação destes dados visto que, alguns destes ativos ainda não existiam em 2009.

### 3.3.2. Análise de desvios

- Peso da carteira no património total

Como explicitado no capítulo 1, um dos primeiros sinais que o mercado financeiro não funciona na máxima eficiência é o elevado volume de transações financeiras que é reportado por dia em bolsa. Ao nível do investidor individual, esta ocorrência pode ser medida pelo peso que os portfólios têm no património total dos agentes. Ao investir uma elevada proporção do seu património no mercado, o investidor incorre sempre maior risco pessoal, principalmente se falhar ao diversificar o seu portfólio.

Deste modo, segundo a Figura 2.5 exposta anteriormente no segundo capítulo, verifica-se que, em geral, os investidores portugueses demonstram atividade alta no mercado com aproximadamente 20% da amostra a admitir deter mais 50% do seu património em investimentos. Estes valores apontam para uma sobreconfiança dos investidores no mercado, investido mais do seu património em ativos de risco. É importante não aplicar mais do que as finanças do agente possibilitam no mercado, de modo a garantir segurança financeira pessoal a longo prazo.

- Sobreconfiança

A sobreconfiança é dos fatores mais comuns nos erros de racionalidade dos investidores. Um investidor sobreconfiante tem tendência a diversificar menos o seu portfólio, incorrendo riscos mais elevados para o mesmo nível de rendimento. No entanto, é também difícil de estudar, sendo normalmente analisada por meio de proxies. Neste caso, tal como explicitado no segundo capítulo, um investidor é considerado sobreconfiante se avaliar o rendimento da sua carteira face ao mercado mais favoravelmente no futuro face ao passado.

Assim, analisando a Tabela 8 em apêndice, que representa os resultados obtidos pelas Tabelas 2.8 e 2.9, verifica-se que o número de investidores a avaliar os rendimentos das suas carteiras face ao mercado mais positivamente no futuro é 12,3% superior ao passado. Ao mesmo tempo, o número de pessimistas, ou seja, aqueles que apreciaram as suas carteiras negativamente face ao mercado, diminuiu 59% quando olhando para as suas expectativas futuras. Estes dois valores parecem comprovar a existência de níveis de sobreconfiança nos investidores portugueses.

Assim, pode-se concluir que existem evidências de sobreconfiança no comportamento dos investidores portugueses, com uma grande percentagem destes a mostrar confiança nos seus portfólios, mesmo se esses mesmos investimentos foram apreciados negativamente no passado.

- Aversão à perda

A Figura 2.7 permite uma análise da aversão à perda dos investidores portugueses, comparando ainda com uma parte dos inquiridos não investidores. Esta heurística caracteriza-se pela tendência dos agentes em priorizar as perdas mais que os ganhos. Para testar este erro comportamental, os inquiridos foram questionados sobre um eventual investimento com 50% de risco, mas com rendimento esperado positivo.

Sendo o rendimento esperado positivo, a opção racional seria investir neste ativo. No entanto, segundo a Figura 2.7, observa-se que apenas 44% dos investidores inquiridos responde corretamente. Dos que optaram por não investir no ativo, a maioria justifica a sua opção com o elevado risco associado demonstrando, assim, estarem a ser influenciados pela heurística da aversão à perda. No entanto, relativamente ao grupo de controlo (não investidores), os investidores inquiridos mostram maiores probabilidades de responderem corretamente.

Logo, esta heurística tem influência significativa nas decisões dos investidores portugueses apesar de se manifestar a um grau inferior relativamente à suscetibilidade da população total.

- Representabilidade

De natureza semelhante ao ponto anterior, os dois grupos (investidores e não investidores) foram inquiridos relativamente à probabilidade de sair coroa numa moeda ao ar, sabendo que nos últimos 9 lançamentos saiu sempre coroa. A heurística da representabilidade refere-se à tendência dos agentes em considerarem fatores irrelevantes nas suas previsões do futuro. Neste caso, um agente completamente racional nunca consideraria os lançamentos anteriores visto que estes seriam irrelevantes.

Observando a Figura 2.8, aproximadamente 70% dos investidores inquiridos responde corretamente, face a apenas 45% dos não investidores. Estes dados parecem evidenciar uma menor suscetibilidade do grupo dos investidores a esta heurística face ao grupo de controlo. No entanto, 30% dos investidores inquiridos mostrou-se influenciado por este erro comportamental pelo que o seu efeito é existente dentro deste grupo,

Assim, comprova-se que a heurística da representabilidade tem uma pequena influência no comportamento dos investidores portugueses.

- Efeito disposição

O efeito disposição é um dos enviesamentos comportamentais mais robusto observados na literatura referindo-se à maior disposição a vender ativos que se valorizaram e manter ativos cujo valor se depreciou.

Segundo a Tabela 2.10 e 2.11, existe evidência da presença do enviesamento pelo efeito disposição no comportamento dos investidores inquiridos. Conforme a literatura, este efeito é mais pronunciado quando o ativo desce de valor com 76% dos investidores inquiridos a preferir manter o ativo nesta situação. Relativamente ao grupo de controlo, estes revelaram ser ligeiramente menos suscetíveis ao efeito disposição.

A análise dos dados obtidos mostra que os investidores portugueses são suscetíveis ao enviesamento do efeito disposição.

- Efeito avestruz

O efeito avestruz refere-se à tendência dos investidores de ignorarem as suas carteiras quando existe elevada probabilidade de receberem resultados negativos. A metodologia de análise deste efeito é semelhante à análise da sobreconfiança nos investidores, utilizando a frequência a que estes verificam as suas carteiras face ao rendimento de mercado. Assim, um investidor é considerado estar enviesado pelo efeito avestruz quando revela verificar a sua carteira de investimentos mais frequentemente quando o mercado cresce do que quando o mercado cai e vice-versa.

De acordo com a Tabela 2.12, observa-se que não existe influência do rendimento do mercado na frequência a que as carteiras dos investidores são verificadas. Aliás, observa-se que a grande maioria é indiferente ao mercado neste aspeto, atingindo 85% da amostra.

Assim, pode-se argumentar que não foi encontrada qualquer influência do efeito avestruz no comportamento dos investidores portugueses estudados.

Em geral, apesar de não ser tão pronunciado como na população geral, os investidores portugueses mostram alguma suscetibilidade a desvios comportamentais nomeadamente ao efeito disposição, aversão à perda e à sobreconfiança.

## Conclusão

Confirma-se que o contexto social-económico de cada investidor tem influência nos seus comportamentos nos mercados financeiros. Observa-se, por um lado, que uma cultura profissional baseada à volta da aplicação das poupanças em investimentos de risco leva a um mercado financeiro mais acessível e ativo. Por outro lado, observa-se que, quanto mais barreiras houver na entrada para o mercado financeiro, menor será o número de investidores, mas maior serão as competências daqueles que conseguem participar. Mas, no entanto, correndo o risco de impedir novas gerações de possíveis investidores de entrar.

Em Portugal, a participação nos mercados financeiros é considerada demasiado complexa e com demasiadas barreiras por muitos, levando a que apenas uma pequena percentagem da população aplique as suas poupanças em ativos financeiros de risco. Esta percentagem da população é geralmente composta por indivíduos de classe mais alta, com elevados níveis de educação, empregos de elevada qualificação e rendimentos altos relativamente à média nacional. Assim, em geral, têm capacidades de ser inteligentes nas suas decisões, investindo objetivamente e, consoante a complexidade dos ativos, consultam profissionais do ramo financeiro quando necessário. No entanto, mostram ainda alguma suscetibilidade aos erros comportamentais mais comuns. Adicionalmente, os investidores portugueses são propensos ao risco, maioritariamente do género masculino, vivem na área metropolitana de Lisboa e têm na sua maioria idades compreendidas entre os 40 e 54 anos. Finalmente, as suas carteiras são geralmente compostas por ações, fundos de investimentos e certificados de aforro.

Internacionalmente, a prestação dos investidores portugueses situa-se entre os outros dois países estudados. Os investidores de Espanha caracterizam-se por serem um grupo muito envelhecido, avesso ao risco, que aplica as suas poupanças maioritariamente em planos para a reforma e ações de empresas sem qualquer ajuda por parte de um profissional. Os investidores americanos demonstram maior preferência não só de investir em mais, mas também em diferentes tipos de ativos, raramente prescindindo da ajuda de um gestor financeiro. O contexto social deste país significa que planos poupança reforma são muito populares dentro da população, contribuindo para a entrada de mais investidores.

Um passo seguinte para uma possível análise futura seria o estudo da literacia financeira da população, focando-se nas capacidades das famílias em investir e os entraves à entrada no mercado.

## Referências

- Barber, B. & Odean, T. (2001). “Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116(1), pp 261–292
- Barber, B.M. & Odean, T. (2011). “The Behavior of Individual Investors” *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 2, pp. 1533-1570.
- Barberis, N. and R. Thaler (2003). “A Survey of Behavioral Finance.” *Handbook of the Economics of Finance*, pp. 1053-1128.
- Beugelsdijk, S. & Frijns, B. (2010). “A Cultural Explanation of the Foreign Bias in International Asset Allocation” *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, pp. 2121-2131
- Chang, T., D. Solomon & M. Westerfield (2016). “Looking for Someone to Blame: Delegation, Cognitive Dissonance, and the Disposition Effect.” *Journal of Finance* 71(1), pp. 267–302.
- Chien, Y. & Morris, P. (2017). “What Types of Financial Assets Do People Hold?” *St. Louis Fed On the Economy* blog. Disponível em: <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2017/october/what-types-financial-assets-people-hold>
- Dorn, D. & G. Huberman (2005). “Talk and Action: What Individual Investors Say and What They Do”, *Review of Finance* 9(4), pp. 437-481.
- Døskeland, T. & Hvide, H. (2011). “Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based On Work Experience?” *The Journal of Finance*, vol. 66, pp. 1011-1041.
- Lobão, J. (2021). “New Advances in Behavioural Finance” (1ª ed.). Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing
- Lucchesi, E., Yoshinaga, C. & Junior, F. (2015) “Disposition effect among brazilian equity fund managers” *Revista de Administração de Empresas* vol. 55(1), pp. 26-37
- Michailova, J. (2014). “Quantifying Overconfidence in Experimental Finance” *International Journal of Behavioural Accounting and Finance* 4(4), pp. 351

Odean, T. (1998). "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? Published Paper." *Journal of Finance* 53(5), pp.1775–1798.

Ramiah, V., X. Xu & I.A. Moosa (2015). "Neoclassical Finance, Behavioral Finance and Noise Traders: a Review and Assessment of the Literature." *International Review of Financial Analysis*, vol. 41, pp. 89-100.

Scott. J., Stumpp. M. & Xu. P. (2003) "Overconfidence Bias in International Stock Prices" *The Journal of Portfolio Management*, vol. 29, pp. 80-89

Shefrin. H. & Statman. M. (1985). "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, vol. 40, pp. 777-790.

Shiller, R.J. (2003). "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance." *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, pp. 83-104.

Statman, M., Thorley, S. & Vorkink, K. (2006) "Investor Overconfidence and Trading Volume" *Review of Financial Studies* vol. 19(4), pp. 1531-1565

Thaler, R.H. (1999). "The End of Behavioral Finance." *Financial Analysts Journal*, vol. 55, pp. 12-17.

## Apêndice

**Tabela 4.** Estrutura etária da amostra portuguesa face à população total (2009)

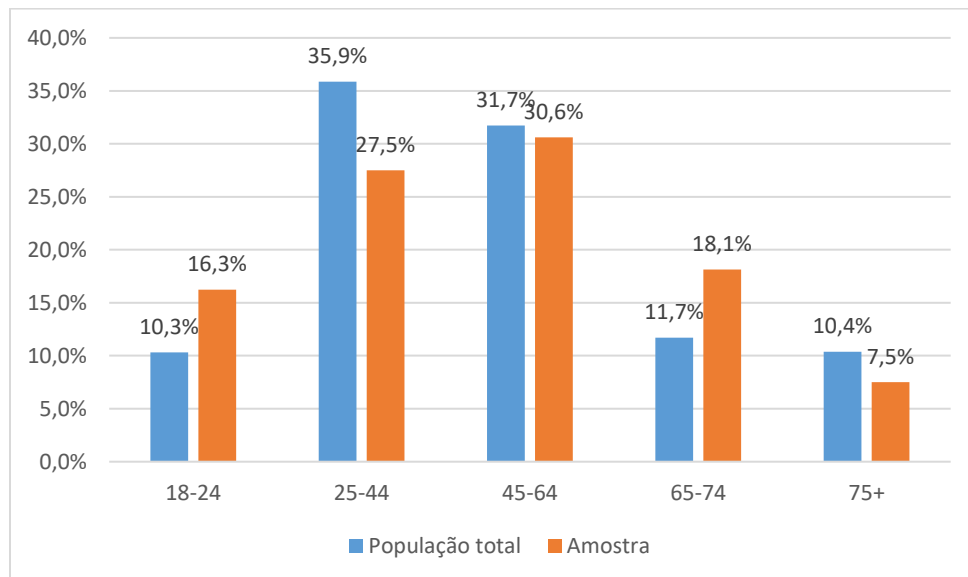
Idade (2009)	Amostra	Amostra (%)	Pop. Total (%)
<b>18-24</b>	18-24	16,25%	10,31%
<b>25-44</b>	25-44	27,50%	35,88%
<b>45-64</b>	45-64	30,63%	31,73%
<b>65-74</b>	65-74	18,13%	11,71%
<b>75+</b>	75+	7,50%	10,37%

Fonte: Adaptado de CMVM (2009) e Pordata

**Tabela 5.** Estrutura etária da amostra portuguesa face à população total (2018)

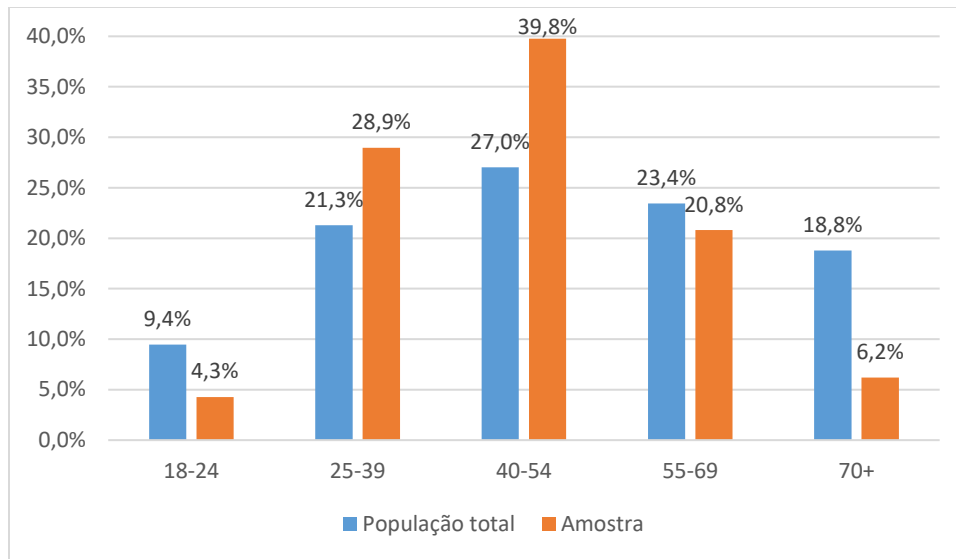
Idade (2018)	Amostra	Amostra (%)	Pop. Total (%)
<b>menos de 24</b>	51	4,3%	9,4%
<b>25-39</b>	345	28,9%	21,3%
<b>40-54</b>	474	39,8%	27,0%
<b>55-69</b>	248	20,8%	23,4%
<b>70+</b>	74	6,2%	18,8%

Fonte: Adaptado de CMVM (2019) e Pordata



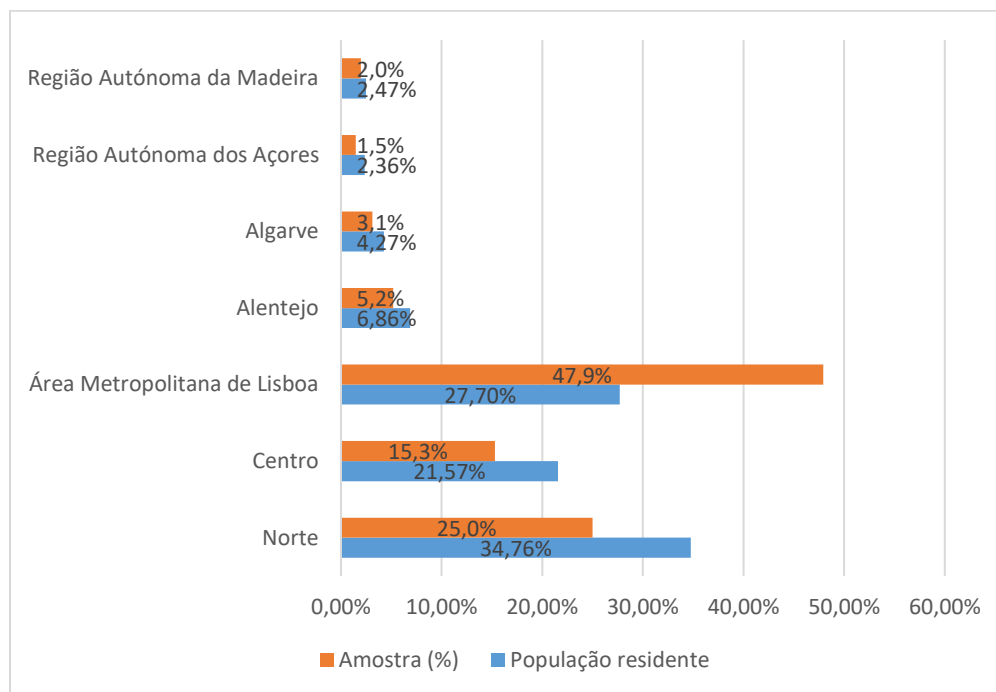
**Figura 4.** Estrutura etária dos investidores portugueses face à população total (2009)

Fonte: Adaptado de CMVM (2009) e Pordata



**Figura 5.** Estrutura etária dos investidores portugueses face à população total (2018)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019) e Pordata



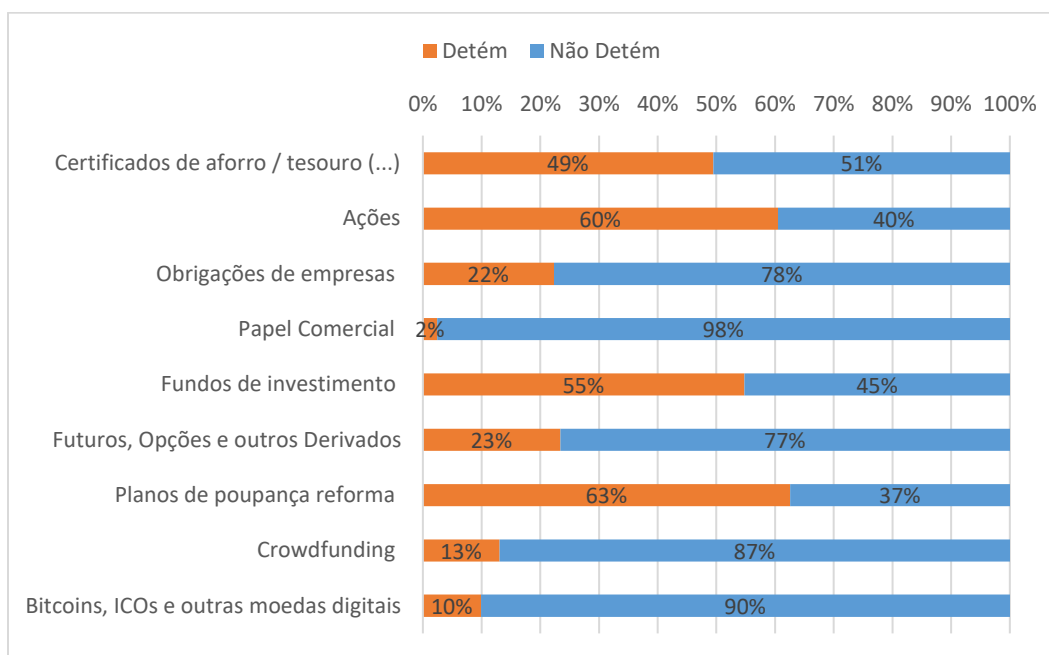
**Figura 6.** Distribuição da amostra portuguesa pelo território nacional face à população total (2018)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019) e Pordata

**Tabela 6.** Composição de carteira dos inquiridos em Portugal (2018)

2018	Não Detém	Detém	Não Detém	Detém
<b>Certificados de aforro / tesouro (...)</b>	602	590	51%	49%
<b>Ações</b>	471	721	40%	60%
<b>Obrigações de empresas</b>	926	266	78%	22%
<b>Papel Comercial</b>	1163	29	98%	2%
<b>Fundos de investimento</b>	539	653	45%	55%
<b>Futuros, Opções e outros Derivados</b>	913	279	77%	23%
<b>Planos de poupança reforma</b>	446	746	37%	63%
<b>Crowdfunding</b>	1 036	156	87%	13%
<b>Bitcoins, ICOs e outras moedas digitais</b>	1 074	118	90%	10%

Fonte: Adaptado de CMVM (2019)



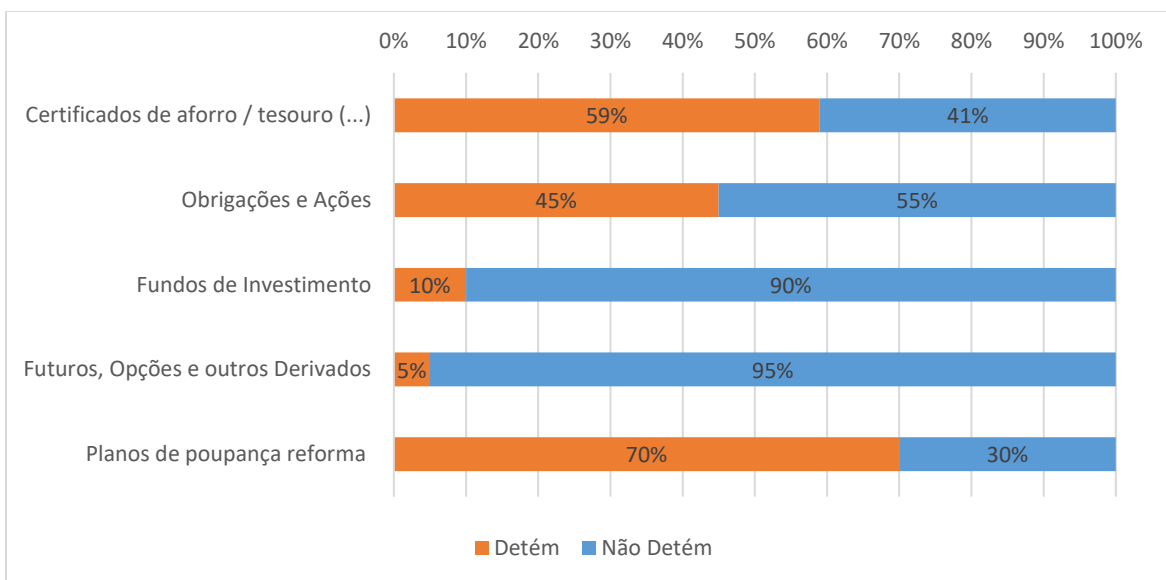
**Figura 7.** Composição de Carteira dos inquiridos em Portugal (2018)

Fonte: Adaptado de CMVM (2019)

**Tabela 7.** Composição de carteira dos investidores portugueses (2009)

2009	Não Detém	Detém
<b>Certificados de aforro / tesouro (...)</b>	41%	59%
<b>Obrigações e Ações</b>	55%	45%
<b>Fundos de Investimento</b>	90%	10%
<b>Futuros, Opções e outros Derivados</b>	95%	5%
<b>Planos de poupança reforma</b>	30%	70%

Fonte: Adaptado de CMVM (2009)



**Figura 8.** Composição de Carteira do Investidores portugueses (2009)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2009)

**Tabela 8.** Cálculo da sobreconfiança no investidor português

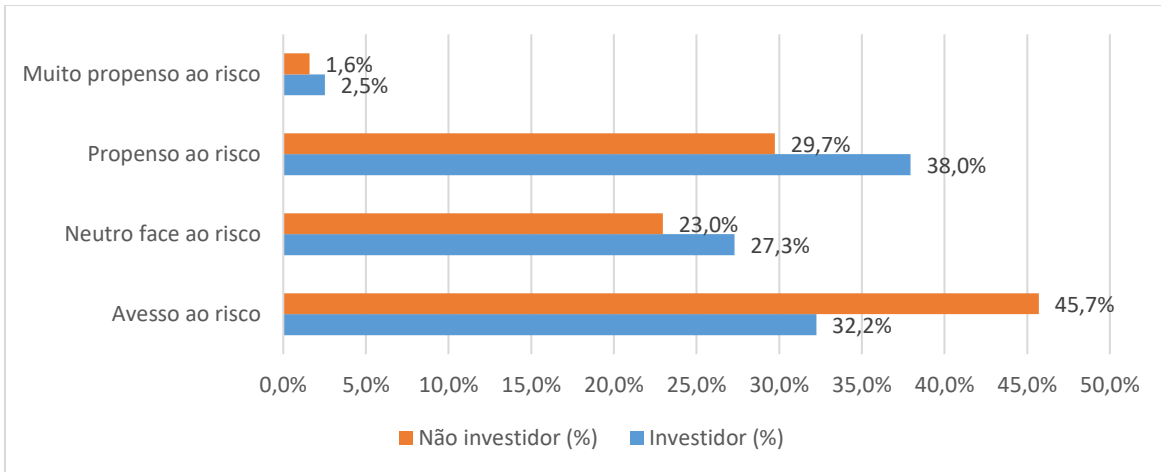
	Rentabilidade de Carteira Passada		Rentabilidade de Carteira Futura		Diferença
	Val. Absolutos	(%)	Val. Absolutos	(%)	(%)
<b>Confiantes</b>	375	32,6%	421	36,5%	12,3%
<b>Neutros</b>	563	49,0%	647	56,0%	14,9%
<b>Pessimistas</b>	212	18,4%	87	7,5%	-59,0%

**Fonte:** Elaboração própria com dados de CMVM (2019)

**Tabela 9.** Heurística da representabilidade na amostra portuguesa (2018)

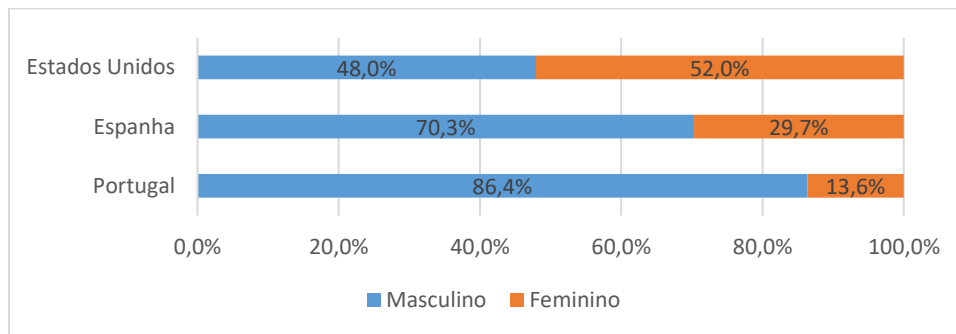
	Não investidor		Investidor	
	Val. Absoluto	(%)	Val. Absoluto	(%)
<b>50%</b>	504	45,0%	832	69,8%
<b>Outra</b>	615	55,0%	360	30,2%
<b>Total</b>	1119	100,0%	1192	100,0%

**Fonte:** Elaboração própria com dados de CMVM (2019)



**Figura 9.** Propensão ao risco dos investidores e "não investidores" portugueses (2018)

**Fonte:** Adaptado de CMVM (2019)



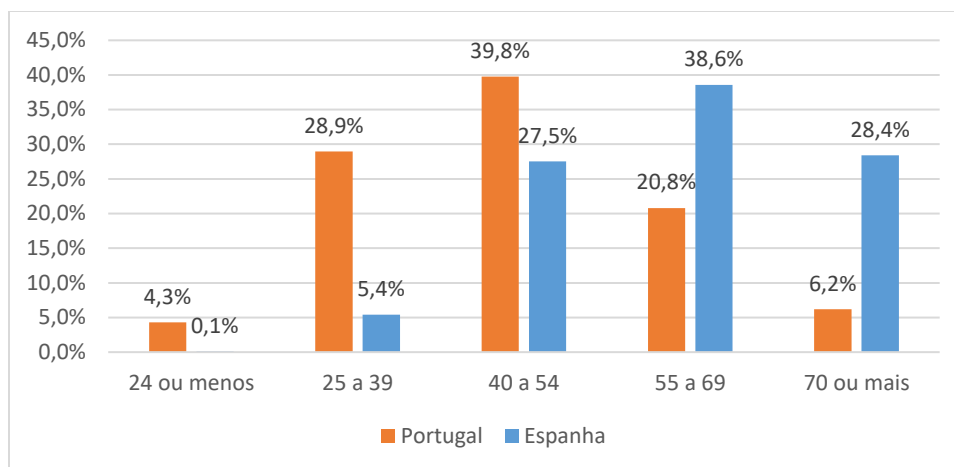
**Figura 10.** Distribuição por género entre os países estudados

**Fonte:** Elaboração própria com dados de NCFS 2018, EFF 2017 e CMVM 2019

**Tabela 10.** Propensão ao risco entre os países estudados

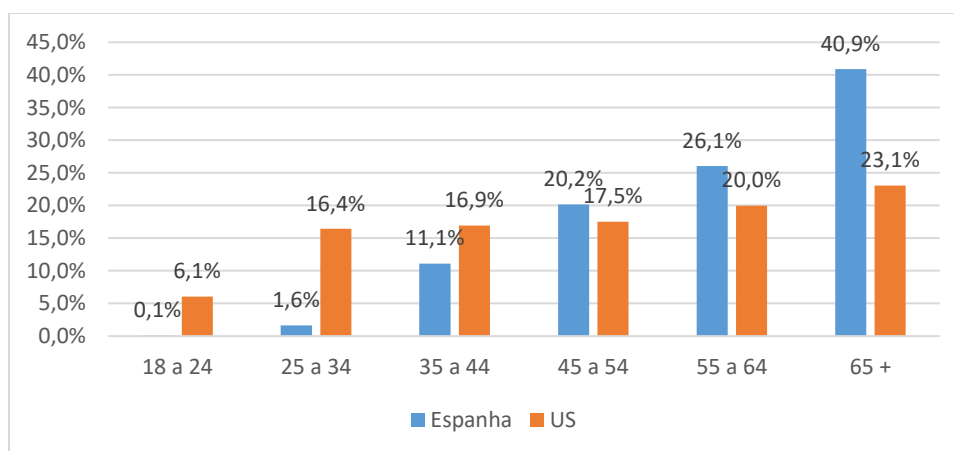
	Portugal	Espanha	EUA
<b>Averso ao risco</b>	32,2%	63,7%	10,3%
<b>Neutro face ao risco</b>	27,3%	31,4%	54,0%
<b>Propenso ao risco</b>	38,0%	3,9%	28,6%
<b>Muito propenso ao risco</b>	2,5%	0,9%	7,1%
<b>Total</b>	100,0%	100,0%	100,0%

**Fonte:** Elaboração própria com dados de NCFS 2018, EFF 2017 e CMVM 2019



**Figura 11.** Distribuição Etária das amostras de Portugal e Espanha

**Fonte:** Elaboração própria com dados de EFF 2017 e CMVM 2019



**Figura 12.** Distribuição Etária das amostras de Espanha e Estados Unidos

**Fonte:** Elaboração própria com dados de NCFS 2018 e EFF 2017

Tabela 11. Estrutura profissional entre os países estudados

	Portugal	Espanha	Estados Unidos
<b>Trabalhador por conta própria</b>	15,1%	18,3%	6,4%
<b>Trabalhador por conta de outrem</b>	64,1%	30,0%	56,7%
<b>Desempregado</b>	3,4%	5,0%	1,8%
<b>Reformado</b>	12,9%	34,8%	25,3%
<b>Estudante</b>	1,8%	0,6%	1,8%
<b>Outro</b>	2,8%	11,3%	8,0%

**Fonte:** Elaboração própria com dados de NCFS 2018, EFF 2017 e CMVM 2019

Tabela 12. Grau de ensino dos investidores entre os países estudados

	Portugal	Espanha	E.U.A
<b>Até Ensino Primário</b>	0,8%	12,2%	N/a
<b>Ensino Básico (9º ano)</b>	5,1%	9,5%	0,7%
<b>Ensino Secundário (12º Ano)</b>	22,6%	26,1%	19,6%
<b>Ensino Superior ou Mais</b>	71,5%	52,2%	79,7%

Fonte: Elaboração própria com dados de NCFS 2018, EFF 2017 e CMVM 2019

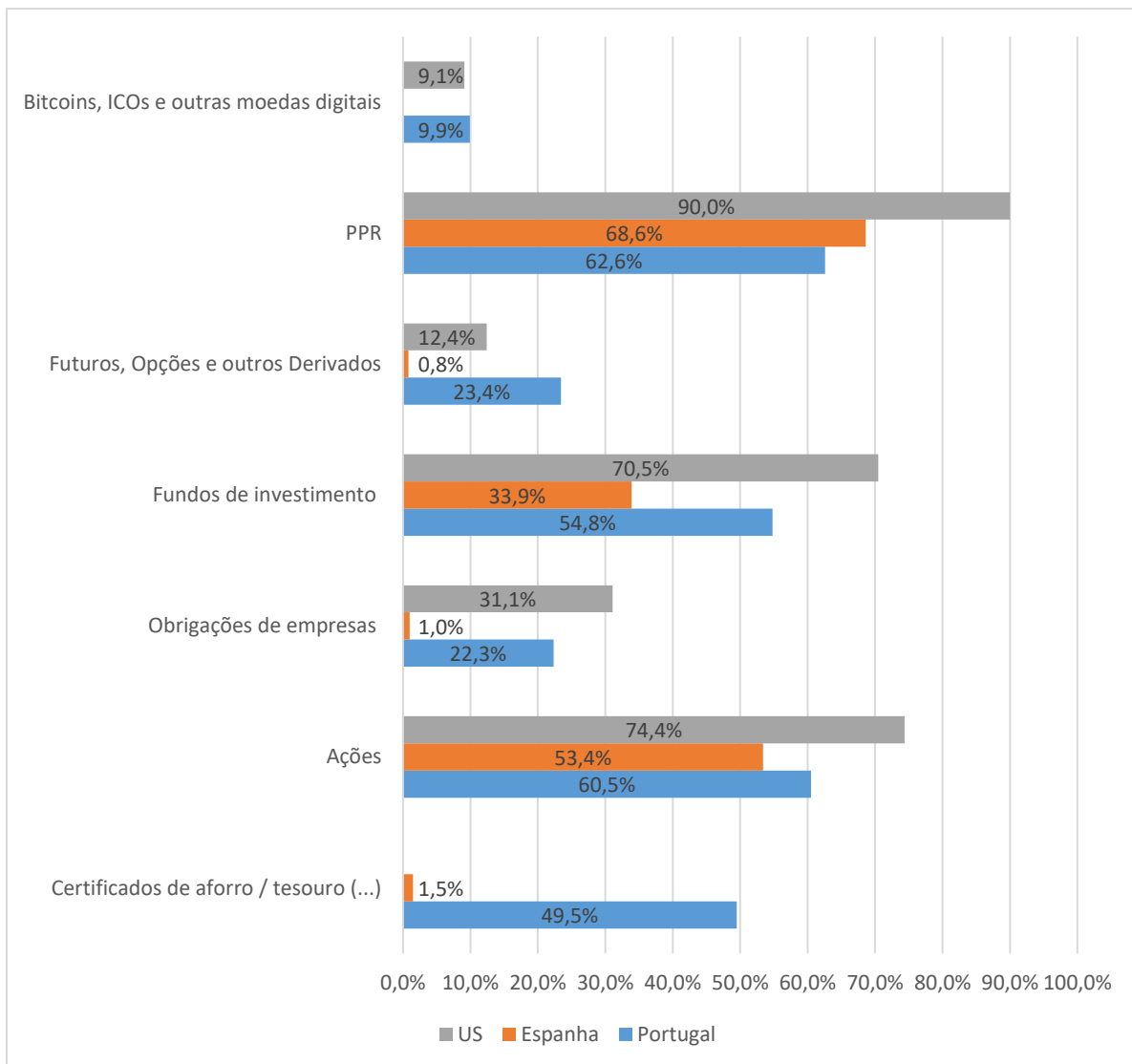
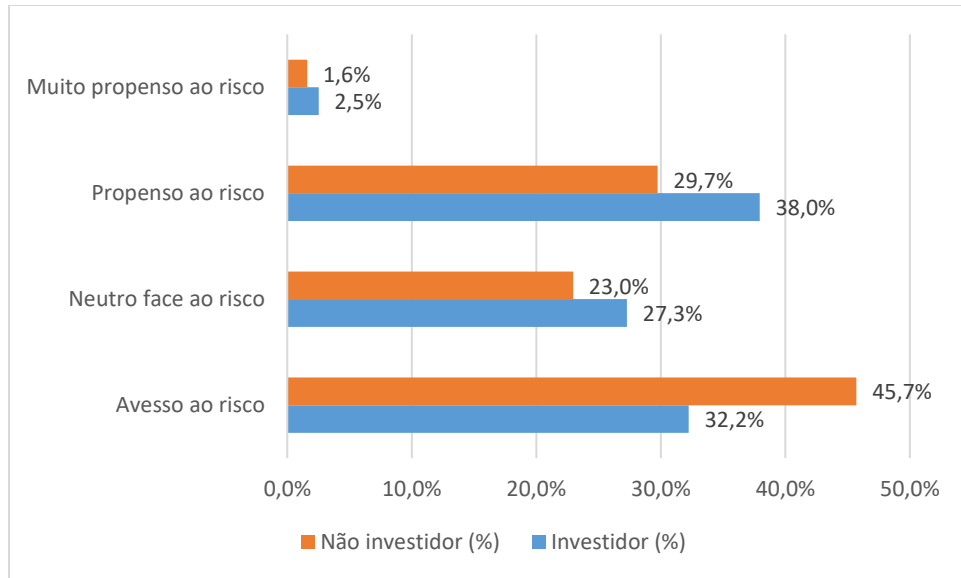


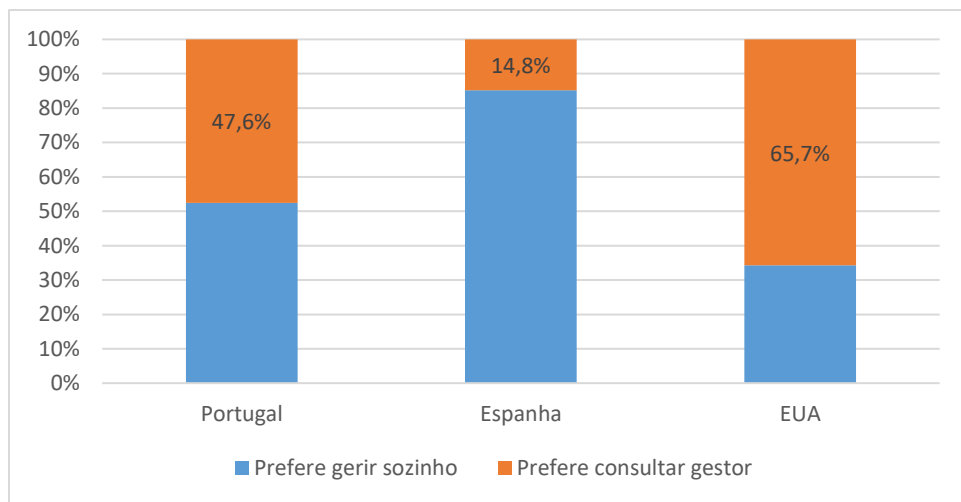
Figura 13. Composição de carteira dos investidores entre os países estudados

Fonte: Elaboração própria com dados de NCFS 2018, EFF 2017 e CMVM 2019



**Figura 14.** Propensão ao risco dos investidores e não investidores em Portugal (2018)

Fonte: Adaptado de CMVM (2019)



**Figura 15.** Autonomia dos investidores inquiridos entre países

Fonte: Elaboração própria com dados de NCFS 2018, EFF 2017 e CMVM 2019