



O EFEITO DAS NOTÍCIAS NEGATIVAS SOBRE O COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES: UM ESTUDO EM TEMPOS DE COVID-19

ROBSON BRAGA

Universidade do Estado da Bahia – UNEB

Resumo

Desde que os primeiros casos de Covid-19 começaram a surgir no epicentro original chinês, diversas transformações e impactos ocorreram ao redor do mundo, tanto no ambiente sanitário, quanto social e econômico, especialmente com o crescimento de notícias negativas sobre a pandemia. Neste contexto, o presente estudo tem como objetivo avaliar de que modo a exposição a notícias negativas, da qual emana o “viés da negatividade” (Kanouse, 1984; Peeters e Czapinski, 1990; Rozin e Royzman, 2001), influencia no comportamento decisório dos investidores no mercado financeiro em tempos de coronavírus. Para tal, foi realizado procedimento metodológico experimental de decisões de investimentos, que contou com a participação de 102 voluntários, que compuseram dois grupos, dos quais um foi exposto a notícias negativas sobre a pandemia do coronavírus. Os resultados mostram que as pessoas que foram expostas às notícias negativas manifestaram tendência maior ao efeito disposição (Shefrin & Statman, 1985), à aversão a perda e ao arrependimento (Kahneman, 2011), que as levaram a ter resultados piores nos investimentos, tanto nos ganhos quanto nas perdas, quando comparadas às pessoas que não foram expostas às notícias negativas. De modo mais representativo, o tardamento nas decisões de vendas em contexto de perdas, demonstram que mesmo cientes do cenário negativo, as pessoas postergam tomar decisões que poderiam reduzir suas perdas. Tais achados corroboram e agregam evidências empíricas à literatura e se mostram relevantes para os tomadores de decisões em investimentos e para analistas de mercado, especialmente no que diz respeito ao entendimento do comportamento decisório em tempos de crise.

Palavras-chave: Finanças; Decisões de investimentos; Viés da negatividade; Efeito disposição; Coronavírus.

1 INTRODUÇÃO

Quando os primeiros casos do novo coronavírus (Covid-19) começaram a ser noticiados, a partir da cidade de Wuhan na China, no fim de 2019, parecia que se tratava de algo distante e de baixo risco para o sistema de saúde mundial e para a economia dos diversos países, especialmente os mais geograficamente distantes do foco chinês. Porém, em um contexto globalizado e de intenso fluxo de pessoas pelo mundo, a coisa começou a mudar no mês de fevereiro de 2020, ganhando contornos trágicos em março do mesmo ano. Para além da expansão do vírus para praticamente todos os países do mundo em poucas semanas, os impactos



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

sobre a economia se agigantaram na medida em que ações de confinamento foram sendo adotadas mundo afora, com fechamento do comércio e controle da mobilidade das pessoas.

Para além dos severos efeitos sobre os sistemas de saúde e a vida das pessoas das mais variadas formas, os impactos sobre a economia global ainda estão longe de serem adequadamente estimados. Pesquisadores nas mais diversas áreas do conhecimento têm produzido estudos, visando mapear tais impactos em praticamente todas as áreas da ciência. No contexto dos mercados financeiros também tem sido produzidas pesquisas relacionadas ao coronavírus, a exemplo de Mamaysky (2020), Albulescu (2020), Gormsen e Koijen (2020), Yan, Tu, Stuart e Zhang (2020), Lopatta, Alexander, Gastone e Tammen (2020) e Alber (2020).

Beck (2020) destaca que os efeitos da pandemia sobre o sistema financeiro dependerão de quanto o vírus ainda se espalhará ao redor do mundo e seu impacto sobre a atividade econômica; as medidas de política econômica e fiscal adotadas para enfrentar o problema e; as reações regulatórias para enfrentar uma possível fragilidade do sistema bancário. Estima-se desdobramentos equivalentes ou mais severos do que aqueles vistos na crise de 2008/09. Contudo, algumas consequências da crise do coronavírus sobre o mercado, em comparação à Grande Recessão de 2008, já são mais intensos, especialmente por sua velocidade e impacto sobre o preço dos ativos, como mostram os dados e exemplos apresentados por Quintino (2020) e Frances (2020).

O mercado financeiro, com seu comportamento típico de busca por precificar os efeitos futuros antes de eles estarem devidamente presentes no ambiente real dos negócios, assumiu de forma drástica os impactos da Covid-19, descontando o preço das ações de forma rápida e intensa. Mamaysky (2020) examinou como os mercados financeiros reagiram às notícias sobre a pandemia do coronavírus. Seus estudos mostram que os índices de preços das ações reagem a expectativas de casos futuros de coronavírus de forma hipersensível. “*Circuit breaker*”, um mecanismo de proteção que interrompe os negócios nas bolsas de valores quando as quedas são muito expressivas, passou a ser expressão comum. No Brasil esse mecanismo foi acionado pela B3 seis vezes entre os meses de fevereiro e março de 2020, comportamento só equivalente a 2008, quando houve esse mesmo número de interrupções, ainda que num intervalo mais longo àquela época, como destaca Quintino (2020).

O comportamento dos preços das ações das empresas tem sido influenciado não apenas pelas notícias relacionadas ao coronavírus, mas também pelos efeitos gerados sobre o preço de algumas *commodities*. O petróleo, por exemplo, teve quedas tão fortes no mercado internacional, que chegou a ter contratos sendo negociados a preços negativos, algo nunca visto na história. Sanches (2020, p. 1) destaca que com a paralisação forçada da economia mundial para tentar conter a pandemia do coronavírus, a demanda por derivados de petróleo caiu drasticamente, as refinarias reduziram a compra de óleo cru para transformar em combustíveis e os estoques de petróleo aumentaram a ponto de os produtores americanos não terem mais onde estocar sua produção. Isso levou os preços do barril do tipo *West Texas Intermediate* (WTI) a quase trinta e oito dólares negativos, em 20 de abril de 2020.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Albulescu (2020) destaca que o preço do petróleo se manteve relativamente estável até início de março de 2020, quando os efeitos da Covid-19 começaram a criar um ambiente de forte medo e incerteza. Para além disso, ele complementa, a Arábia Saudita inundou o mercado com petróleo, influenciando fortemente na queda dos preços, o que levou a uma discussão geopolítica sobre a produção do combustível durante o período pandêmico. Tudo isso combinado traz um cenário instável e de forte volatilidade nos mercados de renda variável, que colocam o investidor em uma posição de insegurança e de busca por ativos menos expostos a risco.

Essa volatilidade se sustenta principalmente no fato de ainda não haver uma clara percepção da extensão e impactos dessa crise sobre os negócios e o desempenho financeiro das empresas. As companhias se veem diante do desafio de realizar projeções e apresentar ou não *guidance* ao mercado nestes tempos de crise. Lopatta, Alexander, Gastone e Tammen (2020), em um estudo com diversas empresas internacionais identificaram que mais de dois terços delas reportaram em seu relatório anual referente ao ano de 2019 os possíveis impactos e medidas para enfrentar a crise do coronavírus. Tais empresas mostraram um indicador de risco Beta menor do que aquelas que não o fizeram. Além disso, as companhias que reportaram sobre o Covid-19 tiveram um aumento incremental nos retornos anormais acumulados de mais de 15% em comparação às demais.

Ainda que a decisão de reporte das companhias possa padecer da suavização do tom das notícias (Huang, Teoh & Zhang, 2014), a escolha por expor a questão pode demonstrar que a companhia de algum modo está sintonizada com o problema e com as ações que merecem atenção. No estudo de Lopatta, Alexander, Gastone e Tammen (2020) não há controle do tom dos reportes apresentados nos relatórios das companhias. É provável que os investidores busquem obter das empresas uma posição positiva para enfrentar um cenário de crise como o atual. Os jornais, por sua vez, parecem ter um apego maior às notícias de tom negativo quando se trata de um ambiente de crise e riscos, ainda que algumas palavras negativas tenham o intuito meramente descritivo (Loughran e McDonald, 2011).

Considerando estudos como o de Peeters e Czapinski (1990), Rozin e Royzman (2001), Ferguson, Philip, Lam e Guo (2015) quanto ao tom das notícias, o contexto atual do coronavírus, em meio a uma avalanche de notícias negativas publicadas nos periódicos diários de notícias, sejam eles jornais impressos ou virtuais, a questão que fica é se as pessoas tendem a reagir de modo diferente em termos de decisões de compra e venda de ações, quando expostas a tais notícias negativas. Além disso, cabe questionar se há diferença de desempenho estatisticamente significativa para o momento decisório, os ganhos e as perdas em operações com ações quando expostas ou não a notícias negativas, considerando o compêndio de estudos apresentados por Silva (2018), que destaca que as pessoas tendem a dar maior importância e atenção a eventos negativos.

No contexto de crise da Covid-19 a publicação de notícias negativas pelos meios de comunicação é constante. Frente ao exposto, o presente estudo busca responder ao



questionamento: **de que modo a exposição a notícias negativas sobre o coronavírus influencia no comportamento decisório dos investidores no mercado financeiro?**

Para atingir o objetivo em torno da questão de pesquisa, o estudo se vale de procedimento metodológico experimental, que colocam os participantes voluntários da pesquisa em um ambiente de tomada de decisões, semelhantes a um *home broker* de negociações de ações. Neste contexto, parte dos participantes é exposta a uma série de notícias de tom negativo, de vários momentos e meios de comunicação brasileiros distintos. As notícias cobrem um período desde a deflagração do coronavírus em 2019 até maio de 2020. Um grupo controle não será exposto a tais notícias, com o intuito de verificar se há diferença de comportamento quanto às decisões de compra e venda de ações no mercado financeiro.

O presente estudo se sustenta na literatura sobre finanças comportamentais, a influência do tom das notícias sobre o comportamento das pessoas, relacionando-as com o ambiente pandêmico da Covid-19 visando agregar elementos empíricos ao ambiente decisório financeiro. Considerando tratar-se de um ambiente novo e ainda incerto, especialmente em termos de perspectivas, o presente estudo contribui com a literatura, com os decisores de mercado e com a sociedade, na medida em que traz achados sobre como parte das pessoas, neste caso os investidores, tem se comportado no contexto da crise do coronavírus.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Decisões e viés da negatividade

O processo decisório em finanças geralmente tende a ser muito complexo, na medida em que sofre a influência de diversas variáveis, tanto do objetivo em questão quanto do ambiente externo. Além disso, o comportamento das pessoas frente a esse contexto é um aspecto altamente relevante, que pode fazer com que haja ações que divergem do que poderia ser considerado racional. Kahneman e Tversky (1979) já demonstravam que as pessoas têm comportamento divergente diante de opções de risco, especialmente quando a configuração apresentada é voltada para chances de ganhos ou perdas. A aversão ao risco e a perda pode tornar as pessoas excessivamente confiante ou sujeitas a vieses comportamentais.

Um desses vieses diz respeito ao efeito negatividade, apresentado por Peeters e Czapinski (1990) como sendo originário do maior impacto que as pessoas dão a estímulos negativos do que a estímulos positivos igualmente intensos. Segundo Rozin e Royzman (2001), o chamado “viés de negatividade” (Kanouse, 1984) pode se manifestar de diversas formas, dentre elas o fato de que, além do fato de as pessoas darem mais peso às entidades negativas do que às positivas, a negatividade dos eventos negativos cresce mais rapidamente do que a positividade de eventos positivos. Para além disso, poder-se-ia considerar que eventos negativos trazem consigo o risco do desconhecido ou a mudança do *status quo*, levando ao que

Kahneman (2011, p. 88) denomina a quebra do “efeito da repetição”, desdobrando em retraimento e medo.

A percepção de que as pessoas buscam por prospectos positivos rendeu os estudos de Kahneman e Tversky (1979). Contudo, a aversão à perda as leva a pesar mais os eventos negativos, gerando um comportamento controverso diante de cenários negativos, que pode conduzir à sustentação de investimentos perdedores por mais tempo (Shefrin & Statman, 1985). Ou seja, o medo de perder pode levar as pessoas a tomarem mais riscos e, de modo controverso, elevar suas perdas. O ambiente dominado por forte negatividade pode levar as pessoas a tomarem decisões mais conservadoras ou se exporem mais ao risco, caso assumam um comportamento como o identificado por Khaneman e Tversky (1979). O contexto pandêmico da Covid-19 é um desses ambientes de intensa negatividade.

2.2 Impactos do coronavírus

Desde o fim de 2019, quando eclodiu os primeiros casos do novo coronavírus na cidade de Wuhan, província de Hubei na China, houve uma escalada de notícias negativas, especialmente quando o mundo se viu diante de uma pandemia. A doença causada pelo novo coronavírus (2019), denominada de Covid-19 (inicialmente denominada de SARS-CoV-2), acomete as pessoas contaminadas com uma “síndrome respiratória aguda grave”. Sendo identificada originalmente na citada cidade chinesa, foi noticiada pela Organização Mundial da Saúde (OMS) em 31 de dezembro de 2019, sendo reconhecida pela mesma OMS como uma emergência mundial de saúde (pandemia) em 30 de janeiro de 2020 (Cennimo, 2020). Desde então, o número de países afetados, pessoas contaminadas e mortes contabilizadas não pararam de crescer, gerando medo e incertezas pelo mundo todo.

O vírus tem forte poder de contágio, o que faz com ele se espraie muito rapidamente e tenha uma curva acentuada de crescimento de pessoas contaminadas e mortas. As medidas adotadas por diversos países, seguindo as recomendações das autoridades de saúde de seus próprios países e da OMS envolve a busca por isolamento social, fechamento de empresas relacionadas a atividades tidas como “não essenciais” e até mesmo o controle mais rígido de pessoas nas ruas, por meio de medidas de *lockdown*. Tais medidas, que representam algo como “uma pausa na economia” (Gormsen & Koijen, 2020) , com o intuito de “achatar a curva de contágio”, podem gerar impactos relevantes e profundos em diversas áreas do ambiente econômico, nos níveis de produção, emprego, renda e endividamento, tanto das famílias e empresas, quanto dos governos dos diversos países do mundo.

Albulescu (2020) afirma que na medida em que novas notícias sobre contágios e mortes foram sendo divulgadas na China e fora dela nos primeiros meses de 2020, o índice de volatilidade dos mercados financeiros sofreu forte impacto. Yan, Tu, Stuart e Zhang (2020) destacam impactos na área de turismo e viagens, entretenimento e tecnologia, sugerindo



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

estratégias que podem ser adotadas para obter lucro ou proteção no ambiente de volatilidade, ainda que não se possa prever se elas suportarão longo período de *outbreak*.

Mamaysky (2020) destaca que o ambiente de negócios nos mercados financeiros está voltado para as previsões futuras e dos desdobramentos do coronavírus sobre a economia. Em tempos de grande estresse econômico e de mercado, os preços dos ativos financeiros respondem instantânea e dramaticamente a notícias sobre as condições relacionadas à economia e aos mercados, destaca. Em um contexto que muda com muita rapidez, o sentimento de incerteza se eleva e refletem o comportamento de instabilidade dos preços dos ativos, trazendo forte volatilidade no curto prazo.

O impacto sobre o preço dos diversos ativos, contudo, nem sempre é na mesma direção e intensidade, pois depende do quanto cada segmento de negócios está exposto ao contexto da crise. Lopatta, Alexander, Gastone e Tammen (2020), em estudo com diversas empresas de vários países percebeu que as empresas que demonstraram em seus relatórios de 2019 como o coronavírus poderia impactar seus resultados futuros e apresentaram medidas de ajuste operacional, tiveram índices de risco menores e retornos maiores do que aquelas companhias que não fizeram destaque ao impacto do coronavírus em seu reporte financeiro anual.

Observando o comportamento do mercado de ações de seis países – China, França, Alemanha, Espanha, Itália e Estados Unidos – aos efeitos da evolução dos casos de coronavírus, Alber (2020) identificou que o mercado financeiro parece ser mais sensível ao crescimento das mortes do que dos casos de contágio propriamente ditos. Houve, segundo os achados do estudo, efeito negativo da disseminação do Coronavírus no retorno do mercado de ações para China, França, Alemanha e Espanha. No entanto, esses efeitos não foram confirmados para a Itália e os Estados Unidos (Alber, 2020).

O comportamento dos investidores pode sofrer influência dos níveis de volatilidade, considerando o aspecto do viés da negatividade, a reação dos mercados aos crescentes casos de coronavírus e o volume de notícias que é produzido. Segundo Mamaysky (2020), em um contexto de alta informação, os investidores entendem que a produção de notícias de cada dia seguinte provavelmente será muito alta e, portanto, que os preços de amanhã serão muito voláteis. Para se proteger contra essa volatilidade, os investidores exigem um prêmio de risco muito alto hoje, e sua alta sensibilidade ao risco torna preços altamente responsivos ao fluxo de notícias de hoje. Portanto, quando os mercados entram na alta volatilidade, os preços das ações caem (e os prêmios de risco aumentam) e a volatilidade percebida dos preços é muito alto (Mamaysky, 2020).

No ambiente brasileiro, o impacto mais severo do coronavírus sobre a economia e o mercado financeiro começou a partir do fim do mês de fevereiro de 2020, mais precisamente após o período festivo do Carnaval. Na volta deste feriado, havia um volume de notícias negativas represado que fez com que a Bolsa de Valores de São Paulo (B3) sofresse um *circuit breaker* no primeiro dia de retorno dos mercados, no dia 26 de fevereiro, que seria seguido por outras cinco paradas técnicas nos dias seguintes, especialmente durante o mês de março. Na



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

bolsa de valores brasileira, o mecanismo do *circuit breaker*, que representa uma parada técnica que suspende todos os negócios com ações no mercado à vista é acionado quando o índice Ibovespa, principal da bolsa, bate 10% de queda dentro do dia. Isso faz com que o mercado fique parado por trinta minutos. Caso a queda atinja 15%, uma nova parada é feita, dessa vez por uma hora. No caso de a queda chegar a 20%, o mercado fica suspenso por tempo indeterminado, ainda que retorne até o fim do pregão.

A sequência de *circuit breakers* da B3 ocorrida entre fevereiro e março de 2020 só tem paralelo com o que ocorreu durante a crise de 2008. Contudo, conforme destaca Quintino (2020), a intensidade e velocidade dessa vez foi muito mais intensa, uma vez que as seis paradas ocorridas em 2008 aconteceram em um período de quatro semanas. Dessa vez, foram necessários apenas nove dias para a mesma frequência ser atingida. Desde então, diversas medidas vêm sendo adotadas pelos governos federal, estaduais e municipais para mitigar ou apaziguar os efeitos da crise, dentre eles apoio aos pequenos empresários, diferimento de prazo para o pagamento de impostos, permissão legal para suspensão de contratos de trabalho, além de auxílio emergencial para a população de baixa renda e linhas de crédito para pessoas físicas e jurídicas. Tudo isso, além das medidas sanitárias e de isolamento social.

Se por um lado a adoção dessas medidas possam ser noticiadas com um tom positivo de que algo tem sido feito para conter a escalada do vírus ou de seus efeitos, o volume de notícias negativas parece ser mais evidente, uma vez que o Brasil ainda não havia atingido o topo da curva de escalada de contágio e mortos no início do mês de maio de 2020, conforme dados estimados por Gamerman (2020). Com o crescimento do número de casos e mortes, as notícias negativas parecem ganhar mais força frente às esperanças em torno de uma provável vacina, medicamento ou reabertura da economia.

Frente a isso, o presente estudo busca verificar se, quando expostas a uma sequência de notícias de tom negativo sobre o coronavírus, os investidores tendem a ter um comportamento que levam a resultados de tempo de decisão, decisões de compra, venda e ganhos e perdas no mercado financeiro, estatisticamente distinto de pessoas que não foram expostas a um contexto de notícias negativas. Para melhor compreender o trilha metodológico deste estudo, a seção seguinte detalhe o método da pesquisa.

3 MÉTODO

A presente pesquisa coloca os participantes voluntários diante de estímulos negativos, em intensidade crescente, com uso de notícias sobre o contexto da pandemia da Covid-19 no Brasil, que vão se mostrando cada vez mais carregadas de negatividade em um grau crescente, desde o surgimento dos primeiros casos de coronavírus na China, passando pela primeira morte até o país se tornar um dos maiores núcleos de contaminação do mundo. Essa proposição de estímulos é destacada por Peeters e Czapinski (1990), uma vez que se apresentam as notícias sobre o coronavírus e espera-se que as pessoas tomem decisões, a fim de perceber se houve e qual foi a influência do estímulo negativo sobre o processo decisório.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Nesse sentido, o estudo considera o impacto que notícias negativas referentes ao coronavírus pode gerar no comportamento das pessoas quanto ao tempo que levarão para tomar decisões de compra e venda de investimentos no mercado financeiro, assim como se haverá mudanças significativas no desempenho obtido por elas, tendo em vista a tendência a manter ativos perdedores por mais tempo na carteira, conforme previsões expostas na teoria do prospecto (Khaneman & Tversky, 1979) e do efeito disposição (Shefrin & Statman, 1985).

As notícias negativas sobre o coronavírus apresentadas aos participantes da pesquisa são extraídas de diversos jornais, revistas e sites de notícias brasileiros durante o período de dezembro de 2019 a maio de 2020. Em um total de dez notícias, elas são apresentadas em nível crescente de tom de negatividade, conforme a epidemia do coronavírus foi se agravando no contexto brasileiro. Enquanto as primeiras notícias falam do início do contágio na China, as mais recentes falam sobre o aumento expressivo de mortes no Brasil. A Figura 1 apresenta exemplo das notícias apresentadas.

Figura 1: Exemplo de notícias que são apresentadas aos participantes da pesquisa.

Data	Fonte	Notícia
31/12/2019	Jornal o Tempo	“Autoridades chinesas emitiram o primeiro alerta à OMS (Organização Mundial da Saúde) sobre uma série de casos de pneumonia de origem desconhecida na cidade de Wuhan”.
28/02/2020	IstoÉ	“Coronavírus chega ao Brasil - Com a primeira vítima confirmada e uma série de novos suspeitos de contaminação pela epidemia, o Brasil começa a enfrentar seu grande teste sanitário e de esclarecimento à população”.
03/05/2020	O Estado de Minas	"Com 7 mil mortes por COVID-19, Brasil assume o 7º lugar em óbitos".

É pedido aos participantes que busquem imaginar o sentimento que teriam na data em que a notícia foi veiculada. Frente a cada notícia apresentada, eles deveriam informar o seu sentimento em uma escala que apresentavam as opções: “muito pessimista”, “pessimista”, “neutro”, “otimista” e “muito otimista”. Espera-se que aqueles que se mostrem “muito pessimista” ou “pessimista” tenham sido mais fortemente afetados pelo viés da negatividade, previsto na literatura ((Peeters & Czapinski (1990); Rozin e Royzman (2001)).

É preciso considerar, contudo, que nem todos os participantes são expostos a esse questionário, de modo que se possa ter o controle do experimento pelo grupo de pessoas que não foi exposto às notícias negativas. Após responderem ao questionário (ou não) todos os participantes são apresentados a um ambiente decisório de negociação de ativos financeiros, de modo que se possam verificar como será seu comportamento na condição de investidor.

Para isso, os sujeitos participantes da pesquisa são expostos a um ambiente decisório que se assemelha a uma plataforma de negociação de ações reais, conhecida como *home broker*. O ambiente desenvolvido e apresentado neste estudo é mais simplificado que um *home broker* real, de modo a manter afastadas outras variáveis que poderiam gerar dispersão e permitir o



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

controle daquelas que se espera venham a explicar o fenômeno em estudo. Neste sentido, os participantes são colocados em um contexto decisório no qual teriam uma quantia investida em um ativo financeiro de ações brasileiras (*Exchange-Traded Fund – ETF*) que é negociado em bolsa. Eles precisam tomar a decisão de vender e ou comprar o referido ativo, na medida em que sua cotação vai se alterando em um ambiente dinâmico, conforme ocorre na prática do mercado de ações. Em duas rodadas de decisões é exposto um ambiente decisório, conforme Figura 2, que apresenta o ativo financeiro tendo o seu preço se alterando a cada segundo. O tempo de decisão para cada uma das duas rodadas decisórias é de até um minuto. Um marcador regressivo de tempo está disposto no topo do ambiente decisório, iniciando em 60 segundos, conforme exposto nas Figuras 2 e 3.

Figura 2: Ilustração do ambiente experimental de decisão de venda do ativo financeiro.



Na primeira rodada decisória, todos os participantes terão a oportunidade de vender seus ativos financeiros, bastando clicar no comando “vender agora”. A decisão de venda não é obrigatória, de modo que a “não venda” na primeira rodada levará os participantes à segunda rodada, onde uma nova oportunidade de venda do mesmo ativo é dada, com o mesmo tempo decisório. Na hipótese de a venda ter sido realizada na primeira rodada, os participantes poderão na segunda rodada decidirem pela compra do mesmo ativo, ao preço corrente que estiver na tela, quando clicarem, dessa vez, em “comprar agora”. A Figura 3 mostra a tela decisória referente ao contexto de compra do ativo em uma suposta segunda rodada precedida de uma decisão inicial de venda.

Do mesmo modo que a de venda, a decisão de compra não é obrigatória. Contudo, espera-se que os participantes que tenham tido acesso a notícias negativas se sintam motivados a vender seus ativos na primeira rodada ou não decidam comprar o ativo na segunda rodada,

sob uma eventual influência do viés da negatividade ((Peeters & Czapinski (1990); Rozin e Royzman (2001)).

Nota-se nas Figuras 2 e 3 que os participantes podem acompanhar a evolução dos preços do ativo subjacente, o valor do seu investimento e o saldo instantâneo de sua aplicação, de modo a facilitar o processo decisório. Os preços do ativo se referem ao ETF BOVA11, o mais líquido da bolsa de valores brasileira (B3). Os preços são reais, referentes ao período correspondente entre 01 de novembro de 2019 e 04 de fevereiro de 2020 (primeira rodada) e 05 de fevereiro a 05 de maio de 2020 (segunda rodada). Durante o intervalo de tempo correspondente o BOVA11 bateu seu topo histórico. Já durante a segunda rodada, considerado epicentro do coronavírus no Brasil e no mercado financeiro, ocorreram as quedas mais fortes e as paradas técnicas (*circuit breaker*). Os participantes, obviamente, não são informados que os preços são reais e que o período experimental se refere exatamente ao do “antes” e “durante” a pandemia do Covid-19.

Figura 3: Ilustração do ambiente experimental de decisão de compra do ativo financeiro.



Como destacado, as duas rodadas decisórias apresentam comportamento distinto de tendência dos preços do ativo. A primeira rodada decisória apresenta um intervalo de tempo anterior ao impacto do coronavírus, com potencial de alta dos preços do ativo e de ganhos de até 30%. Já a segunda rodada corresponde ao período mais agudo da crise do coronavírus sobre os preços do ativo, podendo levar a perdas de mais de 50% do valor investido. A Figura 4 mostra esses dois momentos temporais no gráfico de preços reais do ativo BOVA11, utilizado como base deste estudo.

O experimento foi realizado em ambiente virtual, cujo endereço eletrônico foi disponibilizado aos diversos participantes por compartilhamento em redes sociais e e-mails. A participação voluntária não considerou qualquer compensação monetária ou incentivo direto, que não fosse “a contribuição para a ciência”. Não foi exigida qualquer identificação dos

participantes, tendo eles liberdade para abandonar o ambiente experimental a qualquer momento. Quando isso ocorre, o registro no banco de dados apresenta “*missing values*”, que exige que tal observação seja expurgada da base final.

Figura 4: Intervalos temporais das rodadas 1 e 2 do período experimental.



Os riscos de contaminação do experimento são mitigados pelo fato de o tempo experimental ser baixo, evitando que participantes tenham condições de eventualmente trocar informações ou obter “aprendizado”, como destacam Kantowitz, Roediger III & Elmes (2014). Ademais, em um contexto de pandemia seria um contrassenso procurar os voluntários pessoalmente para participarem do presente estudo. Assim sendo, entende-se que a pesquisa não padece de graves riscos quanto à sua consistência e validade interna.

Na seção seguinte são apresentados os resultados e a discussão dos resultados dos testes estatísticos realizados a partir dos dados coletados.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Para o presente estudo participaram como voluntários 102 pessoas. O processo de coleta de dados se deu por meio de ambiente decisório disponibilizado em sítio na internet. A coleta de dados se deu entre o período de 15 de maio a 30 de junho de 2020. A divulgação da pesquisa e convite à participação se deu por conveniência através das redes de contatos do pesquisador, na qual constam pessoas que investem no mercado financeiro, preferenciais para se voluntariarem para o presente estudo.

Como destacado na seção anterior, o procedimento de coleta de dados se baseou em um experimento, no qual os sujeitos da pesquisa tinham a opção de tomar decisões sobre compra e venda de um ativo financeiro. Antes de ingressarem no ambiente decisório do experimento, alguns dos participantes foram apresentados a um questionário no qual tinham que responder qual o seu sentimento quanto a um conjunto de dez notícias negativas sobre o contexto da pandemia do coronavírus.

Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas referentes aos participantes, assim como o número de pessoas que foram submetidas ao referido questionário e aquelas que compuseram o grupo controle, que não teve acesso às notícias e questões sobre o coronavírus.

Tabela 1:
Perfil dos participantes da pesquisa.

Sexo	n	Idade (μ)	Idade (σ)	Submetidos às notícias negativas	Não submetidos às notícias negativas
Feminino	38	35,42	12,67	24	14
Masculino	64	35,16	11,79	26	38
TOTAL	102	35,25	12,06	50	52

Fonte: Dados da pesquisa.

O processo de definição de qual participante seria ou não submetido ao questionário se deu de modo aleatório, sendo apresentado ou não o questionário alternativamente a cada novo acesso ao ambiente de coleta de dados experimental. Desse modo, houve um pequeno desbalanceamento entre o total de sujeitos que responderam ao questionário de sensibilidade em comparação aos que não responderam.

Isso não é considerado um problema, uma vez que a diferença não é expressiva e ainda pelo fato de o tratamento de dados não considerar a necessidade de um painel balanceado, ainda que a técnica de dados em painel viesse a ser utilizada, o que não é o caso do presente estudo. O perfil dos participantes, por seu turno apresenta grande similaridade entre os voluntários do sexo feminino e masculino, no que diz respeito a idade.

Defrontados com a questão sobre o perfil como investidores, os participantes tiveram a opção de sinalizar as opções “conservador”, “moderado” ou “arrojado”. Adicionalmente, a essa questão, havia a pergunta sobre como viam o momento atual do mercado financeiro, escolhendo dentre as opções de resposta: i) “com extremo pessimismo (excelente momento para vender ou ficar de fora)”; ii) “com pessimismo (bom momento para vender ou ficar de fora)”; iii) “neutro”; iv) “com otimismo (bom momento para investir)” e v) “com extremo otimismo (excelente momento para investir)”.

Os dados relacionando sexo dos participantes, perfil como investidor e percepção sobre o momento do mercado são apresentados na Tabela 2, mostrando que a maior parte das pessoas percebiam o cenário da crise sanitária como sendo negativo para decisões de investimentos.

Tabela 2:

Percepção do momento do mercado para investimento.

Sexo	Perfil	Extremo otimismo	Otimismo	Neutro	Pessimismo	Extremo pessimismo	TOTAL
Feminino	Conservador	2	2	5	10	5	24
	Moderado	0	5	7	2	0	14
	Arrojado	0	0	0	0	0	0
Masculino	Conservador	0	14	6	8	0	28
	Moderado	0	11	13	4	0	28
	Arrojado	3	0	5	0	0	8
TOTAL		5	32	36	24	5	102

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados expostos na Tabela 2 mostram que há uma predominância da percepção “neutra” e otimista no que diz respeito ao momento do mercado para investimento, sendo esse sentimento mais evidente entre pessoas do sexo masculino. Mulheres conservadoras perceberam o mercado com mais pessimismo, sendo o único perfil a apontar com “extremo pessimismo” a decisão de investir no contexto da pandemia.

É preciso considerar que os resultados expostos na Tabela 2 apresentam todos os participantes da pesquisa, sem discriminação entre aqueles que foram expostos ao questionário com notícias negativas sobre o coronavírus. Não há viés das respostas apresentadas na Tabela 2 pelas notícias negativas, uma vez que essas só foram expostas aos participantes após as questões apresentadas na referida Tabela.

Dessa forma, a consideração dos eventuais impactos das notícias negativas é feita no âmbito da presente pesquisa para verificar como que o tom das notícias influencia as decisões de investimento, etapa final e central do estudo. Desse modo, a seguir são apresentados os resultados referentes às decisões que os participantes tomaram quanto às decisões de investimentos (compra e ou venda de um ativo financeiro).

Antes de apresentar os resultados é preciso resgatar alguns elementos importantes e fundamentais para a compreensão dos dados que serão expostos e discutidos a seguir. Um desses elementos diz respeito ao questionário com as notícias negativas sobre o coronavírus no Brasil. Como destacada na seção que tratou da metodologia, as notícias foram extraídas de jornais de grande circulação ou sites de ampla visibilidade no período entre dezembro de 2019 e maio de 2020. Cada notícia exposta tinha um tom de negatividade mais elevado em relação à anterior, considerando o que destacam os estudos de Peeters e Czapinski (1990), Rozin e Royzman (2001), Ferguson, Philip, Lam e Guo (2015).

Após essa etapa do processo experimental, os participantes finalmente tinham que tomar a decisão de comprar ou vender um determinado ativo financeiro, representado no contexto da



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

pesquisa pelo ativo real BOVA11, um dos principais ETF (*Exchange-Traded Fund*) de ações da bolsa de valores brasileira (B3). A variação da cotação do referido ativo era real, referente ao período compreendido entre os dias entre 01 de novembro de 2019 e 04 de fevereiro de 2020 (primeira rodada) e 05 de fevereiro a 05 de maio de 2020 (segunda rodada). Obviamente, os participantes não tiveram acesso a essas informações.

A decisão na rodada 1, compreendida por um intervalo decisório de até um minuto, representava escolher entre “vender” ou “manter” o referido ativo. Já a rodada 2, dependente da decisão da rodada 1, poderia ser de “venda” (caso essa decisão não tenha sido tomada na rodada 1) ou “manter” (equivalente à “não fazer nada”) ou “compra” (se a decisão de “venda” tiver sido feita na rodada 1). As decisões tomadas pelos participantes nas duas rodadas estão apresentadas na Tabela 3, segregadas entre os participantes que foram submetidos às notícias negativas e os que não foram submetidos.

Tabela 3:

Decisões investimentos considerando a exposição ou não às notícias negativas.

Sexo	Exposição às notícias	Decisões rodada 1		Decisões rodada 2		
		Venda	Manutenção	Venda	Compra	Manutenção*
Feminino	Sim	18	6	6	9	9
	Não	8	6	4	4	6
Masculino	Sim	20	6	10	10	6
	Não	15	23	15	15	8
TOTAL		61	41	35	38	29

Fonte: Dados da pesquisa.(*) **Nota:** A decisão de “manutenção” na rodada 2 tanto pode ter sido tomada por quem não vendeu na rodada 1 e nem rodada 2 quanto por quem vendeu na rodada 1 e decidiu não comprar na rodada 2.

Os resultados expostos na Tabela 3 sugerem que as notícias negativas tiveram impacto sobre as decisões de investimento dos participantes. Entre os participantes do sexo feminino que foram expostos às notícias, 100% tomaram a decisão de vender o ativo, sendo 75% (18 indivíduos) na primeira rodada e 25% (6 indivíduos) na rodada seguinte. Do lado de quem tomou a mesma decisão dentre os indivíduos de mesmo perfil que não foram expostos às notícias, esses índices caem para 57,1% e 28,6%, respectivamente.

Já entre os indivíduos do sexo masculino, a proporção daqueles que mantiveram o ativo na rodada 1 foi expressivamente maior entre aqueles que não tiveram acesso às notícias negativas (60,5% para os que não tiveram acesso às notícias negativas contra 23,1% para os que foram expostos às notícias). Notadamente, pode haver influência de outras variáveis no processo decisório dos indivíduos, que não estão sendo consideradas nesta discussão, assim como diversos outros cruzamentos de resultados que poderiam ser feitos à luz dos dados coletados. Contudo, as evidências sugerem que o viés da negatividade (Kanouse, 1984; Peeters e Czapinski, 1990; Rozin e Royzman, 2001) parecem ganhar lugar, associado ao nível do tom das notícias, como sugerem Peeters e Czapinski (1990), Rozin e Royzman (2001), Ferguson, Philip, Lam e Guo (2015). Adicionalmente, os vieses emanados da heurística da

disponibilidade, que dá mais peso aos eventos recentes também têm seu lugar (Kahneman, 2011).

Em complemento aos objetivos do presente estudo, é preciso verificar se houve diferença de desempenho entre os sujeitos que tomaram a decisão de venda do ativo, com e sem exposição às notícias negativas. Os resultados são expostos na Tabela 4, expondo o percentual de ganhos (ou perdas) dos participantes, segregadas por sexo e exposição às notícias negativas.

Tabela 4:
Desempenho dos participantes nas decisões de investimento.

Sexo	Exposição às notícias	n*	Ganhos		Perdas	
			μ	σ	μ	σ
Feminino	Sim	24	6,61%	3,71%	-20,76%	11,77%
	Não	12	6,01%	4,28%	-11,75%	15,37%
	Teste t		0,2996 (p. 0,386)		0,7291 (p. 0,271)	
Masculino	Sim	30	7,86%	4,69%	-21,55%	6,68%
	Não	30	8,12%	4,07%	-15,90%	9,49%
	Teste t		0,1763 (p. 0,431)		1,0875 (p.0,156)	
Todos	Sim	54	7,25%	4,28%	-21,20%	8,63%
	Não	42	7,82%	4,08%	-14,71%	10,19%
	Teste t		-0,5123 (p. 0,305)		-1,3507 (p. 0,101)	

Fonte: Dados da pesquisa.

(*) **Nota:** Os resultados consideram apenas os participantes que tomaram decisões de venda ao longo do experimento, por isso o n não representa o total dos participantes do estudo.

Os dados apresentados na Tabela 4 mostram que os indivíduos que tiveram acesso às notícias negativas obtiveram resultados diferentes daqueles que foram expostos às notícias negativas. Contudo, tais resultados não apresentaram uma direção específica quanto aos ganhos, de modo a que se possa afirmar que os sujeitos expostos às notícias tiveram um desempenho consistentemente pior do que os demais, visto que há um resultado divergente quando comparado os ganhos dos grupos feminino e masculino.

O mesmo não pode ser dito quando o contexto é de perda. Conforme destacado no contexto metodológico da pesquisa, a rodada 2 representou o período mais agudo da crise, com um processo de perda crescente ao longo do tempo. Dessa forma, ao se notar os resultados dos sujeitos expostos às notícias negativas em comparação aos demais, tanto no grupo feminino quanto masculino, percebe-se perdas expressivamente maiores em ambos. Isso sugere que a suposta influência das notícias negativas levou os indivíduos a manifestarem mais fortemente o efeito disposição (Shefrin & Statman, 1985). Ou seja, aguardaram muito tempo para tomar a decisão de vender o ativo em condição perdedora, elevando os níveis de perdas.

Diante de situações de risco, as pessoas tendem a retardar as decisões que envolvem perdas, considerando, além da aversão ao risco e à perda, a manifestação do chamado aversão



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

ao arrependimento (Kahneman, 2011). A crença de que as coisas podem melhorar a qualquer momento, revertendo perdas que seriam certas caso a decisão de venda fosse tomada, faz com que as pessoas mantenham ativos perdedores por mais tempo, como sugere o efeito disposição (Shefrin & Statman, 1985).

Em outras palavras, o fato de considerar um cenário negativo para o processo decisório de investimentos não significa que as pessoas tomarão decisões que as levem a ter perdas menores. Neste sentido, no âmbito da presente pesquisa, o fato de estarem pessimistas e serem expostas a um contexto decisório permeado de notícias negativas e cada vez mais negativas não levam as pessoas a anteciparem decisões que as levem a perdas menores. Isso sinaliza que o viés da negatividade pode influenciar o comportamento decisório das pessoas de diversas formas, como destaca (Kanouse, 1984). Isso, contudo, não significa que as levarão a tomar decisões melhores, especialmente no sentido de reduzir perdas em decisões de investimento.

Considerando o presente estudo e suas limitações, ficam questões complementares associadas ao objeto desta pesquisa, dentre elas a que considera a velocidade das mudanças de ambiente e a percepção das pessoas à incerteza de uma mudança tão rápida e profunda como foi e tem sido a crise do coronavírus e o meda da mudança do *status quo* e da quebra do efeito repetição apresentado por Kahneman (2011, p. 88) que levam a retraimento e procrastinação. Dito tudo isso, o presente estudo visa contribuir com tomadores de decisões e analistas do comportamento dos investidores, sinalizando que o processo decisório de investimento segue como um campo de estudos fértil e cheio de novas oportunidades de pesquisas, como as que se sugerem a partir dos achados aqui expostos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a eclosão da pandemia do coronavírus o ambiente sanitário, social e financeiro sofreu severas transformações, exigindo adaptação por parte dos diversos tomadores de decisões. A coisa não foi diferente dos decisores de investimento no mercado financeiro, que se defrontaram com grandes mudanças no ambiente dos negócios e do potencial de retorno dos ativos financeiros, com uma crescente de notícias negativas ao longo do processo de expansão do contágio, desde o primeiro caso na China.

Considerando tal contexto, a presente pesquisa busca verificar de que modo a exposição a notícias negativas sobre o coronavírus influencia no comportamento decisório dos investidores no mercado financeiro. Por meio de uma pesquisa com estratégia metodológica experimental, o estudo contou com a participação voluntária de 102 indivíduos, divididos em dois grupos, dois quais um foi submetido à exposição ao conjunto de notícias negativas sobre o coronavírus e depois tiveram que tomar decisões de investimento em um ambiente semelhante a um *home broker*.

Os resultados mostraram que a exposição às notícias negativas gerou impacto sobre a percepção de risco de decisões de investimento, especialmente no que diz respeito a decisões



que envolvem perdas, reforçando as evidências da literatura quanto aos vieses comportamentais associados à evitação à perda, ao arrependimento e ao efeito disposição. Os resultados, contudo, deixam escapar que a velocidade com que as mudanças ocorrem podem fazer com que o viés da negatividade leve os sujeitos a tardar a tomarem decisões, especialmente no campo financeiro.

Todavia, é preciso reconhecer as limitações do presente estudo, que tendo o intuito exploratório, não se propõe a considerar que tais achados sejam extrapolados para outros contextos e mesmo para o mercado financeiro como um todo. Deve-se destacar ainda que o contexto da pandemia do coronavírus se mostra particularmente diverso de outras crises que o mundo já viveu, apresentando uma constante e rápida transformação no contexto decisório. Por tudo isso, esta pesquisa busca deixar uma contribuição que remeta a novos estudos sobre esse que será, indubitavelmente, um período marcante da história humana e não apenas no campo dos estudos sobre decisões financeiras.

REFERÊNCIAS

- Alber, N. (2020). *The Effect of Coronavirus Spread on Stock Markets: The Case of the Worst 6 Countries*. Recuperado em 07 de junho de 2020, de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3578080.
- Albulescu, C. (2020). *Coronavirus and oil price crash*. Recuperado em 07 de junho de 2020, de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3553452.
- Beck, T. (2020). *Finance in the times of coronavirus. Economics in the Time of COVID-19*. Recuperado em 15 de maio de 2020, de: <http://www.amcham-egypt.org/bic/pdf/corona1/CEPR%20COVID-19.pdf#page=80>.
- Cennimo, D. (2020). *Coronavirus Disease 2019 (COVID-19)*. Recuperado em 06 de maio de 2020, de: <https://emedicine.medscape.com/article/2500114-overview#a1>.
- Gameran, D. (2020). *Modelando a pandemia de Covid-19*. Recuperado em 06 de maio de 2020, de: https://dest-ufmg.shinyapps.io/app_COVID19/.
- Gormsen, N. J. & Koijen, R. S. (2020). *Coronavirus: Impact on stock prices and growth expectations*. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, (2020-22).
- Huang, X., Teoh, S. H. & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Macmillan.
- Kanouse, D. E. (1984). Explaining Negativity Biases in Evaluation and Choice Behavior: Theory and Research. *Advances in Consumer Research*, 11(1).
- Kantowitz, B. H., Roediger III, H. L., & Elmes, D. G. (2014). *Experimental Psychology*. Belmont, CA: Cengage Learning.
- Lopatta, K., Alexander, E. K., Gastone, L. M. & Tammen, T. (2020). *To Report or not to Report about Coronavirus? The Role of Periodic Reporting in Explaining Capital Market Reactions during the Global COVID-19 Pandemic*. The Role of Periodic Reporting in Explaining Capital Market Reactions during the Global COVID-19 Pandemic.(April 3, 2020).
- Mamaysky, H. (2020). *Financial Markets and News about the Coronavirus*. Recuperado em 07 de junho de 2020, de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3565597.
- Peeters, G. & Czapinski, J. (1990). Positive-negative asymmetry in evaluations: The distinction between affective and informational negativity effects. *European Review of Social Psychology*, 1(1), 33-60.
- Quintino, L. (2020). *Bolsa aciona circuit breaker pela 6ª vez no mês, igualando crise de 2008*. Recuperado em 03 de maio de 2020, de: <https://veja.abril.com.br/economia/bolsa-aciona-circuit-breaker-pela-6a-vez-no-mes-igualando-crise-de-2008/>.
- Rozin, P. & Royzman, E. B. (2001). Negativity bias, negativity dominance, and contagion. *Personality and Social Psychology Review*, 5(4), 296-320.
- Sanches, M. (2020). *Por que o preço do petróleo americano caiu abaixo de zero e como isso afeta o mundo?* Recuperado em 03 de maio de 2020, de: <https://www.bbc.com/portuguese/internacional-52363005>.
- Silva, M. D. D. O. P. (2018). *O efeito do sentimento das notícias sobre o comportamento dos preços no mercado acionário brasileiro*. Tese de doutorado, Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília.
- Shefrin, H. & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Yan, B., Stuart, L., Tu, A. & Zhang, T. (2020). *Analysis of the Effect of COVID-19 on the Stock Market and Potential Investing Strategies*. Recuperado em 11 de maio de 2020, de: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3563380.