

INFLUÊNCIA DE EVENTOS ECONÔMICOS NOS VIESES COMPORTAMENTAIS DOS INVESTIDORES E SUAS DECISÕES DE INVESTIMENTOS EM BOLSA DE VALORES

INFLUENCE OF ECONOMIC EVENTS ON INVESTORS' BEHAVIORAL BIASES AND THEIR STOCK MARKET INVESTMENT DECISIONS

INFLUENCIA DE LOS EVENTOS ECONÓMICOS EN LOS SESGOS CONDUCTUALES DE LOS INVERSORES Y SUS DECISIONES DE INVERSIÓN EN LA BOLSA DE VALORES

Eduardo Knebel Del Frari¹
Bruna Carolina Jachinski²
Argemiro Luís Brum³

RESUMO

O presente estudo investiga a influência dos eventos econômicos sobre os vieses comportamentais dos investidores e suas decisões de investimento no ETF BOVA11 no período compreendido entre 2010 e 2024. Para tanto, empregou-se a metodologia de estudo de eventos, utilizando o modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) para a estimação dos retornos esperados, o cálculo dos retornos anormais (AR) e dos retornos anormais acumulados (CAR), complementados pela aplicação do teste *t* de Student para a avaliação da significância estatística dos resultados. Os achados evidenciam que diferentes eventos econômicos produzem padrões heterogêneos de reação no mercado acionário brasileiro, influenciados pelo grau de previsibilidade das informações disponíveis e pela formação das expectativas dos investidores. Observou-se a manifestação de vieses comportamentais associados à aversão à perda, ao efeito manada, ao excesso de confiança e ao viés de confirmação, cuja intensidade varia conforme a natureza do acontecimento econômico analisado. Os resultados reforçam que as decisões de investimento não são determinadas exclusivamente pelos fundamentos econômicos dos ativos, sendo também influenciadas por fatores psicológicos e informacionais em contextos de elevada incerteza. Como contribuição, o estudo amplia a compreensão acerca da interação entre eventos econômicos, comportamento dos investidores e dinâmica dos mercados financeiros no contexto brasileiro.

Palavras-chave: finanças comportamentais; estudo de eventos; ETF BOVA11; eventos econômicos; mercado acionário brasileiro.

¹Mestrando junto ao PPGDR da UNIJUI. Ijuí. Rio Grande do Sul. Brasil. E-mail: eduardo.frari@sou.unijui.edu.br. ORCID: <https://orcid.org/0009-0001-0246-0102>

²Mestrando junto ao PPGDR da UNIJUI. Ijuí. Rio Grande do Sul. Brasil. E-mail: bruna.jachinski@sou.unijui.edu.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9067-5973>

³Professor titular junto ao PPGDR da UNIJUI, Doutor em Economia Internacional pela EHESS de Paris (França). E-mail: argelbrum@unijui.edu.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-8763-9514>

ABSTRACT

This study investigates the influence of economic events on investors' behavioral biases and their investment decisions regarding the BOVA11 Exchange-Traded Fund (ETF) between 2010 and 2024. To this end, the event study methodology was employed, using the Capital Asset Pricing Model (CAPM) to estimate expected returns, calculate abnormal returns (AR) and cumulative abnormal returns (CAR), complemented by the application of Student's *t*-test to assess the statistical significance of the results. The findings indicate that different economic events produce heterogeneous patterns of reaction in the Brazilian stock market, influenced by the degree of predictability of the available information and by the formation of investors' expectations. Behavioral biases associated with loss aversion, herd behavior, overconfidence, and confirmation bias were observed, with their intensity varying according to the nature of the economic event analyzed. The results reinforce that investment decisions are not determined exclusively by the economic fundamentals of assets but are also influenced by psychological and informational factors in contexts of heightened uncertainty. As a contribution, this study advances the understanding of the interaction between economic events, investor behavior, and financial market dynamics in the Brazilian context.

Keywords: behavioral finance; event study; BOVA11 ETF; economic events; brazilian stock market.

RESUMEN

El presente estudio investiga la influencia de los acontecimientos económicos sobre los sesgos conductuales de los inversores y sus decisiones de inversión en el Exchange-Traded Fund (ETF) BOVA11 durante el período comprendido entre 2010 y 2024. Para ello, se empleó la metodología de estudio de eventos, utilizando el Capital Asset Pricing Model (CAPM) para la estimación de los rendimientos esperados, el cálculo de los rendimientos anormales (*Abnormal Returns* – AR) y de los rendimientos anormales acumulados (*Cumulative Abnormal Returns* – CAR), complementados con la aplicación de la prueba *t* de Student para evaluar la significación estadística de los resultados. Los hallazgos evidencian que distintos acontecimientos económicos producen patrones heterogéneos de reacción en el mercado bursátil brasileño, influenciados por el grado de previsibilidad de la información disponible y por la formación de las expectativas de los inversores. Se observó la manifestación de sesgos conductuales asociados a la aversión a las pérdidas, el comportamiento gregario (*herd behavior*), el exceso de confianza y el sesgo de confirmación, cuya intensidad varía según la naturaleza del acontecimiento económico analizado. Los resultados refuerzan que las decisiones de inversión no están determinadas exclusivamente por los fundamentos económicos de los activos, sino que también son influenciadas por factores psicológicos e informacionales en contextos de elevada incertidumbre. Como contribución, el estudio amplía la comprensión de la interacción entre los acontecimientos económicos, el comportamiento de los inversores y la dinámica de los mercados financieros en el contexto brasileño.

Palavras chave: finanças conductuais; estudo de eventos; ETF BOVA11; acontecimentos económicos; mercado bursátil brasileiro.

Como citar este artigo: DEL FRARI, Eduardo Knebel; JACHINSKI, Bruna Carolina; BRUM, Argemiro Luís. Influência de eventos econômicos nos vieses comportamentais dos investidores e suas decisões de investimentos em bolsa de valores. **DRd – Desenvolvimento Regional em debate**, v. 16, p. 297-312, 06 ago. 2026. Doi: <https://doi.org/10.24302/drd.v16.5899>.

Artigo recebido em: 25/03/2025; **Artigo aprovado em:** 24/07/2026; **Artigo publicado em:** 06/08/2026

1 INTRODUÇÃO

Nos mercados financeiros, as decisões de investimento são moldadas por fatores econômicos, sociais e políticos, além de percepções e expectativas dos investidores. Keynes (1936) já apontava que aspectos psicológicos influenciam os mercados, e compreender tais elementos é essencial para investidores, acadêmicos e reguladores.

Este estudo investiga como eventos econômicos afetam vieses comportamentais e decisões de investimento. Kahneman (2011) demonstra que fatores emocionais podem conduzir a resultados subótimos, enquanto Buffett (2014) destaca que, embora fundos de investimento ofereçam diversificação, permanecem sujeitos a influências externas. Shiller (2000) reforça a importância da compreensão dessas forças para a promoção de maior estabilidade nos mercados financeiros.

Soros (1987) ressalta que narrativas coletivas, como crises políticas e mudanças regulatórias, podem impactar os mercados tanto quanto seus fundamentos econômicos. Thaler (2008) evidencia que vieses como aversão à perda e excesso de confiança conduzem a comportamentos de manada e decisões impulsivas. Já Shefrin (2002) defende que compreender esses mecanismos é fundamental para o desenvolvimento de estratégias de investimento mais resilientes.

Apesar dos avanços das finanças comportamentais na compreensão da tomada de decisão dos investidores, a dinâmica pela qual eventos econômicos influenciam a intensificação desses vieses em diferentes ciclos de mercado ainda constitui um campo relevante de investigação. Nesse contexto, a análise do ETF BOVA11 permite avaliar como acontecimentos econômicos significativos podem repercutir sobre o comportamento dos investidores no mercado acionário brasileiro, contribuindo para ampliar a compreensão acerca da relação entre eventos econômicos, vieses comportamentais e decisões de investimento.

Metodologicamente, a pesquisa integra contribuições da psicologia, economia comportamental, finanças e ciência política para analisar o comportamento do ETF BOVA11 no mercado acionário brasileiro. Além da revisão bibliográfica, o estudo emprega a metodologia de estudo de eventos para investigar como acontecimentos econômicos relevantes podem influenciar os vieses comportamentais dos investidores e suas decisões de investimento ao longo do período analisado.

Além dos impactos observados sobre os mercados financeiros, eventos econômicos podem produzir reflexos mais amplos sobre a dinâmica econômica, influenciando fluxos de capitais, investimentos produtivos e estratégias de alocação de recursos. Assim, a compreensão do comportamento dos investidores diante desses eventos também contribui para o

entendimento dos mecanismos que condicionam o desenvolvimento econômico em diferentes contextos territoriais.

Além desta introdução, o presente artigo está estruturado em cinco seções. A segunda seção apresenta a revisão da literatura acerca dos vieses comportamentais, dos eventos econômicos e do processo de tomada de decisão dos investidores. A terceira seção descreve os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa, incluindo a definição da população e da amostra, bem como os procedimentos de coleta e análise dos dados. A quarta seção apresenta e discute os resultados obtidos por meio da aplicação do estudo de eventos ao ETF BOVA11. Por fim, a quinta seção apresenta as considerações finais do estudo, contemplando seus principais achados, limitações e sugestões para pesquisas futuras.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é investigar a influência de eventos econômicos nos vieses comportamentais dos investidores e suas decisões de investimento em bolsa de valores.

1.1.2 Objetivos Específicos

A fim de atingir o objetivo geral deste trabalho, os seguintes objetivos específicos são propostos:

- a. Identificar os principais eventos econômicos que ocorreram no período compreendido entre 01 de janeiro de 2010 até 01 de janeiro de 2024 e que tiveram impacto significativo nos mercados financeiros;
- b. Verificar as reações dos investidores a esses eventos, a partir da utilização de dados históricos de mercado;
- c. Investigar os vieses comportamentais mais comuns entre os investidores em resposta a diferentes tipos de eventos, como aversão à perda, excesso de confiança e efeito manada.
- d. Avaliar os reflexos desses vieses comportamentais nas decisões de alocação de ativos e seleção de fundos de investimento por parte dos investidores, a partir da comparação dos mesmos antes, durante e após a ocorrência dos eventos analisados.
- e. Analisar como a intensificação dos vieses comportamentais diante de eventos econômicos pode afetar o desenvolvimento regional, por meio da dinâmica de capitais, da geração de empregos e do fortalecimento ou retração de setores produtivos localizados em diferentes territórios.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Os vieses comportamentais representam desvios sistemáticos da racionalidade econômica que influenciam a tomada de decisão dos investidores em contextos de incerteza. Esses vieses decorrem da utilização de heurísticas cognitivas que simplificam processos decisórios complexos, podendo conduzir à superestimação das próprias capacidades, à maior sensibilidade às perdas e à adoção de comportamentos coletivos no mercado financeiro. Entre os vieses mais recorrentes destacam-se o excesso de confiança, a aversão à perda e o efeito manada, capazes de influenciar a percepção de risco e a alocação dos investimentos em diferentes cenários econômicos (Kahneman; Tversky, 1974).

Eventos econômicos, como crises financeiras, mudanças nas políticas monetárias e períodos de elevada volatilidade, possuem potencial para alterar significativamente as expectativas dos agentes econômicos e a dinâmica dos mercados financeiros. A divulgação de novas informações tende a modificar a percepção coletiva do risco, influenciando tanto os preços dos ativos quanto o comportamento dos investidores. Em contextos de maior incerteza, esses acontecimentos podem intensificar respostas emocionais associadas aos vieses comportamentais, produzindo movimentos mais acentuados de compra e venda no mercado acionário (Baker et al., 2020).

A interação entre vieses comportamentais e eventos econômicos contribui para explicar por que investidores frequentemente reagem de maneira distinta diante de acontecimentos semelhantes. Enquanto alguns agentes tendem a assumir posições excessivamente otimistas em períodos de expansão econômica, outros adotam estratégias excessivamente conservadoras em cenários de crise. Dessa forma, a intensidade das respostas observadas no mercado financeiro não depende exclusivamente dos fundamentos econômicos dos ativos, mas também da forma como as informações são interpretadas e incorporadas pelos investidores ao longo do tempo (Shiller, 2015).

Os fundos de índice (Exchange-Traded Funds – ETFs) constituem instrumentos financeiros que buscam replicar o desempenho de índices de mercado, oferecendo aos investidores diversificação, liquidez e menores custos operacionais quando comparados a estratégias individuais de seleção de ativos. No mercado brasileiro, o ETF BOVA11 destaca-se por replicar o desempenho do Índice Bovespa, constituindo um importante indicador do comportamento agregado do mercado acionário nacional e permitindo avaliar como eventos econômicos relevantes repercutem sobre as decisões de investimento dos agentes econômicos (BlackRock, 2024).

O processo de tomada de decisão dos investidores resulta da interação entre fatores econômicos, psicológicos e informacionais, sendo influenciado tanto pelas expectativas acerca do desempenho futuro dos ativos quanto pela percepção individual do risco. Embora a Hipótese dos Mercados Eficientes sustente que os preços refletem todas as informações disponíveis, evidências empíricas demonstram que vieses comportamentais podem conduzir a decisões que se afastam da racionalidade econômica estrita, especialmente em períodos marcados por elevada incerteza e volatilidade dos mercados financeiros (Fama, 1970).

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa caracteriza-se como aplicada, de abordagem quantitativa e natureza descritiva, empregando a metodologia de estudo de eventos para investigar a influência de acontecimentos econômicos relevantes sobre os vieses comportamentais dos investidores e suas decisões de investimento no ETF BOVA11, no período compreendido entre 01 de janeiro de 2010 e 01 de janeiro de 2024. O método permite avaliar como novas informações econômicas são incorporadas aos preços dos ativos financeiros, identificando possíveis desvios em relação ao comportamento esperado dos retornos (MacKinlay, 1997).

Os dados utilizados compreendem as cotações históricas diárias do ETF BOVA11, disponibilizadas pela B3, além das informações referentes aos eventos econômicos selecionados, obtidas em documentos oficiais e relatórios institucionais. A escolha dos eventos considerou sua relevância econômica e o potencial impacto sobre o comportamento dos investidores e a dinâmica do mercado financeiro brasileiro. O ETF BOVA11 foi selecionado por representar o desempenho agregado das principais empresas negociadas na bolsa de valores brasileira, constituindo um importante indicador das expectativas dos agentes econômicos em períodos de estabilidade e elevada volatilidade econômica.

Para a aplicação do estudo de eventos, foi adotado um período de estimação de 120 pregões anteriores à ocorrência do evento, utilizado para estimar os parâmetros do modelo de mercado, bem como uma janela do evento compreendida entre cinco dias anteriores e cinco dias posteriores à sua ocorrência (-5,+5). Essa estrutura permite identificar tanto possíveis movimentos antecipatórios dos investidores quanto os ajustes posteriores à divulgação das informações econômicas (Campbell; Lo; MacKinlay, 1997).

Os retornos esperados do ETF BOVA11 foram estimados por meio do modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), desenvolvido por Sharpe (1964), representado pela equação:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

em que R_{it} representa o retorno do ativo i no período t , R_{mt} corresponde ao retorno do mercado no mesmo período, α_i representa o intercepto do modelo, β_i corresponde ao coeficiente de sensibilidade do ativo em relação ao mercado e ε_{it} refere-se ao termo aleatório do modelo. A partir dos retornos esperados, foram calculados os retornos anormais (*Abnormal Returns* – AR), definidos como a diferença entre os retornos efetivamente observados e aqueles estimados pelo modelo CAPM, conforme apresentado na equação:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Em que AR_{it} representa o retorno anormal do ativo i no período t , calculado pela diferença entre o retorno efetivamente observado e o retorno esperado estimado pelo modelo CAPM. Para avaliar a persistência dos efeitos produzidos pelos eventos analisados, foram calculados os retornos anormais acumulados (*Cumulative Abnormal Returns* – CAR), obtidos pelo somatório dos retornos anormais ao longo da janela do evento, conforme demonstrado na equação:

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$$

Em que T_1 e T_2 representam, respectivamente, o início e o fim da janela do evento. A utilização dos retornos anormais acumulados possibilita avaliar a magnitude e a duração dos impactos provocados pelos acontecimentos econômicos sobre o comportamento dos investidores. Por fim, a significância estatística dos retornos anormais foi avaliada mediante a aplicação do teste t de Student, utilizado para verificar se os retornos médios observados diferem estatisticamente de zero. A estatística do teste é expressa pela equação:

$$t = \frac{\overline{AR}}{s(AR)/\sqrt{n}}$$

Em que $\overline{AR}$ corresponde à média dos retornos anormais observados, $s(AR)$ representa o desvio padrão dos retornos anormais e n refere-se ao número de observações consideradas. Valores estatisticamente significativos indicam que os eventos econômicos analisados produziram impactos relevantes sobre os retornos do ETF BOVA11, permitindo identificar evidências associadas à manifestação de vieses comportamentais dos investidores em diferentes contextos econômicos. A interpretação dos resultados foi realizada à luz das contribuições das Finanças Comportamentais e da Hipótese dos Mercados Eficientes, buscando compreender como acontecimentos econômicos relevantes podem influenciar a formação das expectativas, a percepção do risco e as decisões de investimento no mercado acionário brasileiro.

A coleta de dados incluirá dois períodos distintos: o período de estimação e a janela do evento. O período de estimação, é um período de 120 anteriores ao evento, este é utilizado para calcular os parâmetros do modelo de mercado, que são necessários para estimar os retornos esperados, assim como demonstrado na Figura 1.

Figura 1 – Método



Fonte: Autores (2024)

Os eventos econômicos foram selecionados considerando sua elevada repercussão sobre os mercados financeiros nacionais e internacionais, bem como sua ampla cobertura em documentos institucionais e na literatura econômica. Foram priorizados acontecimentos associados a períodos de elevada volatilidade do mercado acionário brasileiro, capazes de produzir alterações relevantes nas expectativas dos investidores.

4 RESULTADOS

Neste tópico serão apresentados os resultados estatísticos do estudo de eventos aplicados em 5 diferentes janelas de evento, sendo elas dia 08/08/2011, 21/11/2014, 17/03/2016, 18/05/2017, 12/03/2020, assim como comentários sobre os possíveis vetores para tais acontecimentos e que vieses econômicos interagem melhor com cada evento.

Tabela 1 – Resultados estatísticos

Dia do evento	08.08.2011 (-8,63%)				21.11.2014 (-5,28%)				17.03.2016 (7,02%)				18.05.2017 (-8,66%)				12.03.2020 (-14,57%)			
	RA	CAR	Valor P	Teste t	RA	CAR	Valor P	Teste t	RA	CAR	Valor P	Teste t	RA	CAR	Valor P	Teste t	RA	CAR	Valor P	Teste t
-5	-0,67%	-0,15%	0,91	-0,12	-1,96%	-1,76%	0,53	-0,74	-0,95%	2,06%	0,57	0,63	0,20%	2,53%	0,25	1,40	-0,55%	0,25%	0,89	-0,31
-4	-2,16%	-2,31%	0,42	-0,99	-0,03%	-1,80%	0,49	-0,77	2,84%	1,76%	0,62	0,53	0,87%	3,40%	0,12	1,93	1,16%	1,41%	0,50	-0,91
-3	-1,88%	-4,20%	0,18	-1,70	-1,05%	-2,85%	0,28	-1,23	-0,30%	-0,99%	0,83	-0,22	0,47%	3,87%	0,07	2,23	2,16%	3,57%	0,23	-1,43
-2	-6,36%	-10,57%	0,14	-1,81	1,62%	-1,22%	0,71	-0,38	-2,92%	-3,91%	0,48	-0,75	0,24%	4,12%	0,05	2,34	-0,94%	2,63%	0,42	-0,70
-1	0,37%	-10,20%	0,16	-1,63	2,52%	1,30%	0,76	0,31	1,17%	-2,75%	0,63	-0,50	-1,71%	2,40%	0,43	0,83	-2,04%	0,59%	0,88	-1,10
0	-8,68%	-18,88%	0,08	-2,03	5,25%	6,56%	0,34	1,00	7,01%	4,26%	0,65	0,46	-8,69%	-6,28%	0,52	-0,66	1,59%	2,17%	0,61	-1,59
+1	5,47%	-13,40%	0,31	-1,08	-1,56%	5,00%	0,48	0,72	-0,72%	3,54%	0,71	0,38	1,54%	-4,73%	0,63	-0,49	-0,39%	1,79%	0,68	-0,75
+2	0,44%	-12,96%	0,32	-1,04	0,35%	5,35%	0,45	0,78	1,02%	4,56%	0,63	0,50	-1,80%	-6,54%	0,51	-0,67	1,17%	2,96%	0,50	-1,16
+3	3,89%	-9,06%	0,51	-0,67	-0,74%	4,61%	0,52	0,66	-0,29%	4,26%	0,65	0,46	2,00%	-4,53%	0,65	-0,45	1,60%	4,56%	0,32	-1,01
+4	0,23%	-8,83%	0,52	-0,65	-0,67%	3,94%	0,58	0,56	-2,77%	1,49%	0,88	0,15	0,68%	-3,85%	0,70	-0,38	0,22%	4,78%	0,30	-1,27
+5	2,12%	-6,70%	0,63	-0,49	-0,28%	3,67%	0,60	0,52	0,35%	1,85%	0,85	0,19	0,16%	-3,69%	0,71	-0,36	0,89%	5,67%	0,22	-1,27

Fonte: Autores (2024)

A Tabela 1 evidencia que os eventos ocorridos em 08/08/2011, 21/11/2014 e 12/03/2020 apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos no dia do evento ($t=0$), indicando que novas informações econômicas foram rapidamente incorporadas ao preço do ETF BOVA11. A significância observada sugere que esses acontecimentos exerceram influência relevante sobre o comportamento dos investidores, produzindo reações que extrapolaram as oscilações ordinárias do mercado. Por outro lado, os demais eventos analisados, embora tenham provocado variações expressivas na cotação do ativo, não apresentaram evidências estatísticas suficientes para rejeitar a hipótese nula no dia do evento. Esses resultados corroboram a literatura das finanças comportamentais ao demonstrar que períodos de elevada incerteza econômica tendem a intensificar vieses como a aversão à perda, o excesso de confiança e o comportamento de manada, afetando diretamente as decisões de investimento (Kahneman & Tversky, 1979; Shiller, 2015; Barberis, 2013).

Tabela 2 – Detalhamento no BOVA11 em 08.08.2011

Dia do evento	08.08.2011 (-8,63%)			
	RA	CAR	Valor P	Teste t
-5	-0,67%	-0,15%	0,91	-0,12
-4	-2,16%	-2,31%	0,42	-0,99
-3	-1,88%	-4,20%	0,18	-1,70
-2	-6,36%	-10,57%	0,14	-1,81
-1	0,37%	-10,20%	0,16	-1,63
0	-8,68%	-18,88%	0,08	-2,03
+1	5,47%	-13,40%	0,31	-1,08
+2	0,44%	-12,96%	0,32	-1,04
+3	3,89%	-9,06%	0,51	-0,67
+4	0,23%	-8,83%	0,52	-0,65
+5	2,12%	-6,70%	0,63	-0,49

Fonte: Autores (2024)

A janela do evento de 08/08/2011 apresentou um dos resultados mais expressivos do período analisado. No dia do evento ($t=0$), o ETF BOVA11 registrou retorno de -8,63%, acompanhado de um retorno anormal de -8,68% e retorno anormal acumulado (CAR) de -18,88%. O valor do teste t (-2,03) e o nível de significância observado ($p=0,08$) permitem rejeitar a hipótese nula ao nível de 10%, indicando que o evento produziu um impacto estatisticamente relevante sobre o comportamento do mercado. Além disso, observa-se que os retornos anormais acumulados permaneceram negativos ao longo da janela do evento, sugerindo que os investidores mantiveram uma percepção pessimista mesmo após a divulgação das informações econômicas.

O evento analisado coincide com o rebaixamento da classificação de risco dos Estados Unidos pela agência Standard & Poor's e com o agravamento da crise da dívida soberana europeia, acontecimentos que ampliaram significativamente a percepção de risco dos investidores em âmbito global. Sob a perspectiva das finanças comportamentais, cenários marcados por elevada incerteza econômica tendem a intensificar o viés de aversão à perda, levando investidores a atribuírem maior peso às potenciais perdas do que aos possíveis ganhos futuros (Kahneman; Tversky, 1979). Esse comportamento pode contribuir para movimentos de venda generalizada dos ativos financeiros, fenômeno frequentemente potencializado pelo efeito manada em momentos de crise (Bikhchandani; Hirshleifer; Welch, 1992).

Os resultados obtidos sugerem que o mercado brasileiro incorporou rapidamente as novas informações econômicas, produzindo uma reação mais intensa do que aquela explicada exclusivamente pelos fundamentos econômicos do ativo. A manutenção dos retornos anormais acumulados em patamares negativos ao longo da janela analisada reforça a hipótese de que fatores psicológicos exerceram influência significativa sobre as decisões dos investidores. Nesse sentido, os achados do presente estudo corroboram as contribuições de Shiller (2015) acerca do papel das narrativas econômicas na formação das expectativas do mercado e evidenciam como choques internacionais podem amplificar vieses comportamentais em economias emergentes.

Tabela 3 – Detalhamento no BOVA11 em 21.11.2014

Dia do evento	21.11.2014 (+5,28%)			
	RA	CAR	Valor P	Teste t
-5	-1,96%	-1,76%	0,53	-0,74
-4	-0,03%	-1,80%	0,49	-0,77
-3	-1,05%	-2,85%	0,28	-1,23
-2	1,62%	-1,22%	0,71	-0,38
-1	2,52%	1,30%	0,76	0,31
0	5,25%	6,56%	0,34	1,00
+1	-1,56%	5,00%	0,48	0,72
+2	0,35%	5,35%	0,45	0,78
+3	-0,74%	4,61%	0,52	0,66
+4	-0,67%	3,94%	0,58	0,56
+5	-0,28%	3,67%	0,60	0,52

Fonte: Autores (2024)

A janela do evento de 21/11/2014 apresentou comportamento distinto daquele observado em 08/08/2011. Embora o ETF BOVA11 tenha registrado retorno positivo de 5,28% no dia do evento ($t=0$), acompanhado por retorno anormal de 5,25% e retorno anormal acumulado (CAR) de 6,56%, os resultados não apresentaram significância estatística ($p=0,34$ e teste $t=1,00$). Esse comportamento sugere que, apesar da reação positiva do mercado, não há evidências estatísticas suficientes para afirmar que o evento provocou uma alteração extraordinária no comportamento dos investidores em relação ao padrão esperado dos retornos. Os resultados indicam que parte das expectativas do mercado pode já ter sido incorporada aos preços dos ativos antes mesmo da data do evento, reduzindo a magnitude do impacto observado sobre o ETF BOVA11.

O contexto econômico de 2014 foi marcado por significativa instabilidade política e econômica no Brasil, caracterizada pela desaceleração do crescimento econômico, aumento das incertezas fiscais e intensificação das discussões relacionadas ao cenário político nacional. Diferentemente de eventos abruptos e inesperados, como crises financeiras internacionais, esse período foi marcado por um processo gradual de deterioração das expectativas econômicas, permitindo que os investidores ajustassem progressivamente suas posições no mercado financeiro. Sob a perspectiva das finanças comportamentais, esse resultado sugere menor predominância de decisões impulsivas motivadas pela aversão à perda e maior influência do processo contínuo de formação das expectativas dos agentes econômicos (Shiller, 2015).

Os resultados também permitem inferir que nem todos os eventos econômicos relevantes produzem retornos anormais estatisticamente significativos. Enquanto acontecimentos inesperados tendem a provocar respostas mais intensas dos investidores, eventos caracterizados por elevada previsibilidade podem ser gradualmente incorporados aos preços dos ativos, reduzindo seus impactos imediatos sobre o mercado. Nesse sentido, os achados corroboram as contribuições de Fama (1998) acerca da rápida incorporação das informações disponíveis aos preços dos ativos, ao mesmo tempo em que evidenciam a relevância das finanças comportamentais na compreensão da forma como as expectativas econômicas influenciam as decisões de investimento ao longo do tempo.

Tabela 4 – Detalhamento no BOVA11 em 17.03.2016

Dia do evento	17.03.2016 (7,02%)			
	RA	CAR	Valor P	Teste t
-5	-0,95%	2,06%	0,57	0,63
-4	2,84%	1,76%	0,62	0,53
-3	-0,30%	-0,99%	0,83	-0,22
-2	-2,92%	-3,91%	0,48	-0,75
-1	1,17%	-2,75%	0,63	-0,50
0	7,01%	4,26%	0,65	0,46
+1	-0,72%	3,54%	0,71	0,38
+2	1,02%	4,56%	0,63	0,50
+3	-0,29%	4,26%	0,65	0,46
+4	-2,77%	1,49%	0,88	0,15
+5	0,35%	1,85%	0,85	0,19

Fonte: Autores (2024)

A janela do evento de 17/03/2016 apresentou retorno positivo de 7,02% para o ETF BOVA11 no dia do evento ($t=0$), acompanhado por retorno anormal de 7,01% e retorno anormal acumulado (CAR) de 4,26%. Apesar da magnitude dos retornos observados, os resultados não apresentaram significância estatística ($p=0,65$ e teste $t=0,46$), indicando que as oscilações registradas não podem ser atribuídas exclusivamente ao evento econômico analisado. Esse comportamento evidencia que retornos expressivos não necessariamente correspondem a impactos estatisticamente relevantes, reforçando a importância da utilização conjunta dos retornos anormais, dos testes de significância e dos retornos acumulados na análise do comportamento dos investidores.

O evento analisado corresponde ao período marcado pela crise política brasileira e pelo processo de impeachment presidencial, caracterizado por elevada polarização política e intensa cobertura midiática. Diferentemente dos eventos de natureza predominantemente econômica, a instabilidade institucional observada em 2016 foi acompanhada pela formação gradual de expectativas quanto aos possíveis desdobramentos políticos e econômicos do país. Nesse contexto, parte das informações relevantes pode ter sido progressivamente incorporada aos preços dos ativos antes da data do evento, contribuindo para reduzir sua significância estatística imediata. Tal comportamento encontra respaldo na Hipótese dos Mercados Eficientes proposta por Fama (1998), segundo a qual novas informações tendem a ser rapidamente assimiladas pelo mercado à medida que se tornam disponíveis.

Sob a perspectiva das finanças comportamentais, períodos prolongados de incerteza política podem favorecer tanto o excesso de confiança quanto o viés de confirmação dos investidores. Em cenários altamente polarizados, investidores tendem a interpretar as informações disponíveis de maneira consistente com suas expectativas prévias acerca do desempenho futuro do mercado, atribuindo maior importância aos dados que confirmam suas convicções e minimizando evidências contrárias (Nickerson, 1998). Dessa forma, o comportamento observado em 2016 sugere que as decisões de investimento foram influenciadas não apenas pelos fundamentos econômicos do período, mas também pela maneira como os agentes econômicos interpretaram e processaram as informações políticas disponíveis.

Tabela 5 – Detalhamento no BOVA11 em 18.05.2017

Dia do evento	18.05.2017 (-8,66%)			
	RA	CAR	Valor P	Teste t
-5	0,20%	2,53%	0,25	1,40
-4	0,87%	3,40%	0,12	1,93
-3	0,47%	3,87%	0,07	2,23
-2	0,24%	4,12%	0,05	2,34
-1	-1,71%	2,40%	0,43	0,83
0	-8,69%	-6,28%	0,52	-0,66
+1	1,54%	-4,73%	0,63	-0,49
+2	-1,80%	-6,54%	0,51	-0,67
+3	2,00%	-4,53%	0,65	-0,45
+4	0,68%	-3,85%	0,70	-0,38
+5	0,16%	-3,69%	0,71	-0,36

Fonte: Autores (2024)

A janela do evento de 18/05/2017 apresentou retorno negativo de -8,66% para o ETF BOVA11 no dia do evento ($t=0$), acompanhado por retorno anormal de -8,69% e retorno anormal acumulado (CAR) de -6,28%. Entretanto, diferentemente dos demais eventos analisados, a significância estatística não foi observada no dia do evento, mas sim nos períodos antecedentes ($t=-3$ e $t=-2$), que apresentaram valores-p de 0,07 e 0,05 e testes t de 2,23 e 2,34, respectivamente. Esse comportamento sugere que parte das informações relevantes já havia sido incorporada pelos investidores antes da ocorrência formal do evento, indicando um processo antecipado de ajuste das expectativas do mercado.

O resultado observado pode ser interpretado sob a perspectiva da Hipótese dos Mercados Eficientes proposta por Fama (1998), segundo a qual os preços dos ativos financeiros tendem a incorporar rapidamente as informações disponíveis ao mercado. A significância estatística observada antes da data do evento sugere que rumores, expectativas e sinais prévios relacionados à Operação Carne Fraca e à crise fiscal enfrentada por diversos estados brasileiros podem ter contribuído para antecipar as decisões dos investidores. Dessa forma, o comportamento do BOVA11 indica que os agentes econômicos não reagiram exclusivamente à divulgação oficial das informações, mas também ao processo contínuo de formação das expectativas ao longo dos dias que antecederam o evento.

Sob a ótica das finanças comportamentais, períodos marcados pela elevada incerteza tendem a favorecer a ocorrência do efeito manada, especialmente quando informações incompletas ou rumores passam a influenciar as decisões dos investidores (Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1992). Em situações como a observada em 2017, os investidores podem optar por replicar estratégias adotadas pelo mercado como mecanismo de redução da percepção individual de risco, intensificando movimentos coletivos de compra ou venda dos ativos financeiros. Assim, a antecipação da reação do mercado observada nesta janela do evento sugere que fatores psicológicos exerceram papel relevante no processo de tomada de decisão, ampliando os efeitos das expectativas negativas sobre o comportamento dos investidores.

Tabela 6 – Detalhamento no BOVA11 em 12.03.2020

Dia do evento	12.03.2020 (-14,57%)			
	RA	CAR	Valor P	Teste t
-5	-0,55%	0,25%	0,89	-0,31
-4	1,16%	1,41%	0,50	-0,91
-3	2,16%	3,57%	0,23	-1,43
-2	-0,94%	2,63%	0,42	-0,70
-1	-2,04%	0,59%	0,88	-1,10
0	1,59%	2,17%	0,61	-1,59
+1	-0,39%	1,79%	0,68	-0,75
+2	1,17%	2,96%	0,50	-1,16
+3	1,60%	4,56%	0,32	-1,01
+4	0,22%	4,78%	0,30	-1,27
+5	0,89%	5,67%	0,22	-1,27

Fonte: Autores (2024)

A janela do evento de 12/03/2020 apresentou o maior retorno negativo observado no período analisado, registrando queda de -14,57% no ETF BOVA11 no dia do evento ($t=0$). Apesar da expressiva variação negativa do ativo, o retorno anormal observado foi de 1,59%, acompanhado por retorno anormal acumulado (CAR) de 2,17%, não apresentando significância estatística ($p=0,61$ e teste $t=-1,59$). Esse resultado evidencia que a magnitude das oscilações observadas no mercado não implica, necessariamente, a existência de retornos anormais estatisticamente significativos, reforçando a importância da utilização conjunta dos indicadores empregados no estudo de eventos para a adequada interpretação do comportamento dos investidores.

Diferentemente do ocorrido em 2011, quando um choque econômico inesperado provocou impacto estatisticamente significativo no dia do evento, a pandemia da COVID-19 foi precedida por um período de crescente deterioração das expectativas dos agentes econômicos em escala global. A ampla cobertura midiática internacional, a rápida disseminação das informações e as sucessivas medidas restritivas adotadas por diversos países contribuíram para que parte significativa das expectativas negativas fosse gradualmente incorporada aos preços dos ativos financeiros. Sob essa perspectiva, os resultados sugerem que o mercado brasileiro iniciou seu processo de ajuste antes mesmo da data analisada, reduzindo a intensidade dos retornos anormais observados no evento selecionado.

Sob a ótica das finanças comportamentais, períodos caracterizados por elevada incerteza econômica tendem a intensificar o viés de aversão à perda descrito por Kahneman e Tversky (1979), levando investidores a atribuírem maior importância à possibilidade de perdas do que aos potenciais ganhos futuros. Simultaneamente, observa-se a ocorrência de movimentos associados ao efeito manada, nos quais decisões individuais passam a ser fortemente influenciadas pelo comportamento coletivo do mercado (Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1992). Durante a pandemia, esses mecanismos comportamentais foram amplificados pela elevada velocidade de disseminação das informações e pela dificuldade de previsão acerca dos impactos econômicos futuros, favorecendo a adoção de estratégias mais conservadoras por parte dos investidores.

Os resultados obtidos evidenciam que a pandemia da COVID-19 constituiu um evento singular no período analisado. Embora tenha produzido a maior queda observada na cotação do ETF BOVA11, sua ausência de significância estatística sugere que o comportamento dos investidores foi influenciado por um processo contínuo de incorporação das informações econômicas ao mercado financeiro. Nesse sentido, os achados do presente estudo corroboram simultaneamente as contribuições da Hipótese dos Mercados Eficientes, ao evidenciar a rápida assimilação das informações disponíveis pelos agentes econômicos, e das Finanças Comportamentais, ao demonstrar como a percepção coletiva do risco e a aversão à perda podem influenciar as decisões de investimento em cenários de elevada incerteza econômica.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objetivo investigar a influência dos eventos econômicos sobre os vieses comportamentais dos investidores e suas decisões de investimento no ETF BOVA11 entre os anos de 2010 e 2024. Os resultados evidenciaram que os acontecimentos econômicos analisados produzem padrões heterogêneos de reação no mercado acionário

brasileiro, influenciados pelo grau de previsibilidade das informações disponíveis, pela percepção coletiva do risco e pela formação das expectativas dos investidores. Enquanto alguns eventos apresentaram impactos estatisticamente significativos no próprio dia de sua ocorrência, outros evidenciaram processos graduais de incorporação das informações pelo mercado, reforçando que as respostas dos investidores não seguem um comportamento único e linear.

Sob a perspectiva das Finanças Comportamentais, observou-se a manifestação de vieses associados à aversão à perda, ao efeito manada, ao excesso de confiança e ao viés de confirmação, cuja intensidade variou conforme a natureza do acontecimento econômico analisado. Mais do que identificar a predominância de um viés específico, os resultados sugerem que a formação das expectativas dos investidores constitui um elemento central para a compreensão das decisões de investimento em contextos de elevada incerteza econômica, influenciando tanto a velocidade quanto a magnitude das respostas observadas no mercado financeiro. Assim, a manifestação dos vieses comportamentais mostrou-se dependente não apenas da ocorrência do evento econômico em si, mas também da forma como novas informações são interpretadas e incorporadas pelos agentes econômicos.

Como contribuição teórica, o estudo amplia a compreensão acerca da interação entre eventos econômicos, comportamento dos investidores e dinâmica dos mercados financeiros no contexto brasileiro, evidenciando que diferentes acontecimentos podem produzir respostas distintas do mercado acionário. Sob a perspectiva prática, os achados reforçam a importância da consideração dos fatores psicológicos e informacionais no processo de tomada de decisão em períodos caracterizados por elevada volatilidade econômica. Ademais, embora o presente estudo tenha analisado exclusivamente o mercado acionário brasileiro, alterações nas decisões de investimento podem influenciar fluxos de capitais direcionados aos diferentes setores produtivos, produzindo efeitos indiretos sobre a dinâmica econômica regional.

Entre as limitações da pesquisa, destaca-se a utilização exclusiva do ETF BOVA11 como objeto de análise, o que restringe a generalização dos resultados para outros segmentos do mercado financeiro brasileiro. Adicionalmente, o estudo concentrou-se em eventos econômicos específicos e em janelas temporais previamente definidas, não contemplando outros ativos financeiros ou características individuais dos investidores que podem influenciar suas decisões de investimento.

Por fim, sugere-se que pesquisas futuras ampliem o escopo de análise para outros ETFs e ativos financeiros negociados no mercado brasileiro, bem como utilizem diferentes horizontes temporais e metodologias complementares de estudo de eventos. Recomenda-se, ainda, investigar de forma mais aprofundada como vieses comportamentais específicos se manifestam em períodos de crise econômica, instabilidade política e mudanças institucionais, assim como seus possíveis reflexos sobre as dinâmicas econômicas e territoriais do país. Tais investigações poderão contribuir para uma compreensão mais abrangente acerca da relação entre comportamento dos investidores, eficiência dos mercados e desenvolvimento econômico.

AGRADECIMENTOS E INFORMAÇÕES

Os autores agradecem à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pelo apoio financeiro, concedido por meio da bolsa de mestrado, fundamental para a dedicação integral ao desenvolvimento desta pesquisa. Reconhece, também, a Universidade

Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (UNIJUÍ) pelo suporte institucional, que proporcionou condições acadêmicas e estruturais adequadas à realização do estudo. Estende seus agradecimentos aos professores e colegas do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Regional, cujos debates e contribuições enriqueceram o processo formativo. Por fim, manifesta gratidão à sua família pelo incentivo constante e pelo apoio.

REFERÊNCIAS

- B3. Brasil, Bolsa, Balcão. **Histórico de cotações do ETF BOVA11**. São Paulo: B3, 2024.
- BAKER, S. R. et al. The unprecedented stock market reaction to COVID-19. **Review of Asset Pricing Studies**, v. 10, n. 4, p. 742–758, 2020.
- BIKHCHANDANI, S.; HIRSHLEIFER, D.; WELCH, I. A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. **Journal of Political Economy**, v. 100, n. 5, p. 992–1026, 1992.
- BLACKROCK. **iShares Ibovespa Fundo de Índice (BOVA11)**: relatórios anuais. São Paulo: BlackRock Brasil, 2010-2024.
- BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily stock returns: the case of event studies. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 1, p. 3–31, 1985.
- BUFFETT, W. **Berkshire Hathaway Inc. 2014 Annual Report**. Omaha: Berkshire Hathaway Inc., 2015.*
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. Princeton: Princeton University Press, 1997.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970.
- FAMA, E. F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of Financial Economics**, v. 49, n. 3, p. 283–306, 1998.
- KAHNEMAN, D. **Rápido e devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124–1131, 1974.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1982.
- MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13–39, 1997.
- NICKERSON, R. S. Confirmation bias: a ubiquitous phenomenon in many guises. **Review of General Psychology**, v. 2, n. 2, p. 175–220, 1998.

SHILLER, R. J. **Exuberância irracional**. São Paulo: Saraiva, 2015.

SHEFRIN, H. M. **Além da ganância e do medo**: entendendo as finanças comportamentais e a psicologia dos investimentos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

THALER, R. H.; SUNSTEIN, C. R. **Nudge**: improving decisions about health, wealth, and happiness. New Haven: Yale University Press, 2008.