

O efeito “excesso de confiança” como contribuição da Economia Comportamental para refletir sobre o otimismo acerca dos investimentos na economia

Maurílio Aquino Ribeiro Neto¹
Lucas Casonato Jacinto²

Resumo: Este artigo propõe reconsiderar a avaliação otimista que a literatura econômica parece ter atribuído à realização de investimentos. Os economistas, de maneira geral, têm enfatizado a necessidade de os indivíduos investirem, seja para ganhos próprios ou por seus efeitos agregados em termos de crescimento econômico. De maneira geral, o investimento não é o tema central nessas teorias, mas acessório na explicação dos fenômenos econômicos, de modo que possíveis resultados adversos não são enfatizados. Essa visão leva à interpretação de que há um viés otimista quanto ao papel do investimento nas finanças pessoais ou no sistema econômico. Por outro lado, estudos ligados à psicologia econômica têm alertado para vieses diversos que podem prejudicar o tomador de decisão. Entre os efeitos que podem comprometer a escolha ótima está o “excesso de confiança” proposto pela Economia Comportamental, alertando para as influências e os resultados adversos do otimismo exagerado, enfatizando a possibilidade de prejuízos. Isso sugere a existência de uma nova tensão na teoria econômica, quanto à avaliação do papel realizado pelos investimentos, e é isto que o artigo procura explorar. Conclui-se que o debate sobre “excesso de confiança” permite a existência de um julgamento assimétrico na literatura econômica sobre os investimentos que pende para a análise dos ganhos em detrimento da discussão das perdas. Portanto, a tese comportamentalista impõe à teoria econômica uma reflexão acerca do otimismo existente no tratamento dos investimentos.

Palavras-chave: Teoria econômica; Investimentos; Economia Comportamental; Excesso de confiança.

Abstract: This article proposes to reconsider the optimistic assessment that the economic literature seems to have attributed to making investments. Economists, in general, have emphasized the need for individuals to invest, either for their gains or for their aggregate effects in terms of economic growth. In general, investment is not a central theme in these theories, but an accessory in the explanation of economic phenomena, such that possible adverse results are not emphasized. This view leads to the interpretation that there is an optimistic bias regarding the role that investment plays in personal finances or the economic system. On the other hand, studies related to economic psychology have warned of different biases that can harm decision-makers. Among the effects that can compromise the optimal choice is the “overconfidence” proposed by Behavioral Economics, warning about the adverse influences and results of exaggerated optimism, emphasizing the possibility of losses. This suggests the existence of new tension in economic theory regarding the assessment of the role played by investments, and this is what this article seeks to explore. It is concluded that the debate about “overconfidence” allows the existence of an asymmetric judgment in the economic literature on investments that tends to analyze the gains in detriment to the discussion of the losses. Therefore, the behavioral theory

¹ Mestrando do Programa Profissional de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Email: murillio.rn@gmail.com

² Doutor em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR) e professor da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR) e da Faculdade de Educação Superior do Paraná (FESPPR). Email: casonato.economia@gmail.com

Submetido em julho de 2021 e aceito em novembro de 2021.

imposes to the economic theory a reflection about the widespread optimism in the treatment of investments.

Keywords: Economic theory; Investments; Behavioral Economics; Overconfidence.

1. Introdução

A literatura econômica a respeito da realização de investimentos tem apontado, de maneira geral, para seus efeitos positivos na economia. Isto é verificado tanto para autores que o tomaram do ponto de vista microeconômico, como Penrose (2006 [1959])³ olhando para a tomada de decisão individual, quanto para os que observaram em perspectiva macroeconômica, como Keynes (1985 [1936]). Também é possível verificar que isso independe das correntes de pensamento econômico às quais tais autores possam ser associados, manifestando que tal otimismo tem lugar comum em diferentes abordagens teóricas, como se vê a partir das obras de Schumpeter (1988 [1911]) e Kirzner (2013 [1973]). Essas constatações levam à percepção de que há certo otimismo na literatura econômica com relação à decisão de investir.

A Economia Comportamental (EC), entretanto, tem chamado a atenção para os diversos vieses na tomada de decisão que podem prejudicar os indivíduos ao desviarem-nos de suas escolhas ótimas, como demonstra Kahneman (2012). O que vale, inclusive, para a realização dos investimentos, como destacado na área de finanças comportamentais (MOSCA, 2008). Caso específico dessa ocorrência é o efeito "excesso de confiança", que mostra como os investidores podem obter resultados aquém dos esperados pela crença exacerbada em suas próprias habilidades.

Desta forma, a EC acaba emitindo um alerta quanto ao otimismo na tomada de decisão. Com base nisso, pode-se argumentar que ela também sinaliza com relação à ênfase positiva que é dada ao papel dos investimentos na economia. Se isso é verdadeiro, neste aspecto a EC acaba indo na contramão do sentimento comumente existente na teoria econômica com relação ao papel executado pelos investidores, seja para si ou para a sociedade.

Com base nisso, justifica-se o problema de pesquisa deste artigo, qual seja, o de indagar se a aproximação entre a economia e a psicologia, por meio da EC, permite rever o aparente otimismo com relação ao papel dos investimentos. Este artigo tem como objetivo geral discutir o julgamento de valor existente na discussão

³ Os anos apresentados em colchetes referem-se aos das publicações originais das obras mencionadas, para contextualizá-las historicamente.

econômica sobre os investimentos. Em específico, procura analisar se o efeito “excesso de confiança” sinaliza a necessidade de revisão do grau de otimismo nas teses que tratam sobre o papel dos investidores na economia.

O restante do artigo está estruturado da seguinte maneira: a segunda seção recupera algumas interpretações sobre o papel dos investimentos e/ou investidores na teoria econômica, buscando apresentar em que medida essa arguição é permeada por uma avaliação otimista; a terceira seção resgata o tratamento dado ao efeito “excesso de confiança”, indicando como essa discussão serve de advertência ao otimismo em relação aos investimentos; a quarta e última seção traz as conclusões do trabalho.

1. O investimento na literatura econômica

O investimento é um dos temas centrais na teoria econômica desde a constituição desta como disciplina a partir da obra magna de Adam Smith, embora já tenha ocupado tanto papel de destaque como sido marginalizado na discussão. Exemplo disso são as diferentes ênfases que o assunto recebeu durante a periodização comumente aceita na História do Pensamento Econômico entre o final do século XVIII e o começo do XX.

A Escola Clássica, iniciada com a publicação de Smith em 1776, teve como uma de suas principais preocupações a possibilidade de o nível dos investimentos retrair a taxa de lucro e, com isso, o crescimento econômico (e.g. COUTINHO, 1993). A Escola Marginalista, que lhe sucedeu a partir 1870, acabou neutralizando a importância do investimento quando o abstraiu enquanto ato decisório, similar aos demais realizados pelos indivíduos. Mesmo quando essa abordagem foi desenvolvida, resultando na Escola Neoclássica que passou a vigorar por volta do início dos anos 1900, o investimento continuou diminuído com relação à importância que tivera no século anterior (e. g. BRUE e GRANT, 2017).

A partir da crise econômica mundial desencadeada pelas quedas das bolsas de valores em 1929, a “Grande Depressão”, a teoria econômica deu uma guinada em direção ao estudo dos agregados macroeconômicos. Essa reversão foi dirigida pelo livro publicado em 1936 por John Maynard Keynes. Como resultado, a formulação de políticas econômicas teoricamente fundamentadas tornou-se comum no setor público, e sua melhor condução transformou o debate político. No campo teórico, a contribuição keynesiana ensejou, além da discussão sobre gastos públicos, o surgimento de novas agendas de pesquisa, como as de desenvolvimento econômico.

A relevância do papel dos investimentos na economia foi recuperada ainda nas primeiras décadas do século XX, e dois autores foram fundamentais neste sentido: Schumpeter, que em 1911 atribuiu o mérito do desenvolvimento econômico ao

investimento empresarial inovador (e.g. SCHUMPETER, 1988 [1911]); e Keynes, que em 1936 esclareceu sobre a centralidade dos gastos em investimentos públicos e privados para sustentar a dinâmica econômica e sua evolução (e.g. KEYNES, 1985 [1936]).

Schumpeter e Keynes, dois autores associáveis a distintas correntes do pensamento econômico, cuja análise dos resultados do investimento já se diferenciava no momento de suas contribuições. O primeiro com um viés microeconômico, preocupado inicialmente com os resultados da inovação sobre a competição e os mercados, enquanto o segundo foi considerado pai da macroeconomia justamente por explicar o funcionamento geral da economia.

Logo, o viés otimista parece transcender as tradições de pensamento econômico e o nível da análise, se micro ou macroeconômica. Isto é ilustrado a seguir, com a recuperação da contribuição destes e de outros autores que trataram do papel dos investimentos na economia para mostrar como essa discussão só considerou seus resultados positivos. Foram selecionadas quatro diferentes abordagens para ilustrar que a visão otimista na interpretação do papel dos investimentos não tem guardado nenhuma relação com uma tradição particular do pensamento econômico até o surgimento das contribuições da EC.

1.1. O viés otimista discussão dos investimentos

Três autores são representativos na literatura econômica que tratou do papel microeconômico do empresário na economia, Joseph Schumpeter (1988 [1911]), Edith Penrose (2006 [1959]) e Israel Kirzner (2013 [1973]). É importante destacar que nenhum deles objetivou descrever o comportamento empresarial no mundo dos negócios, ou ponderar sobre as diferentes possibilidades abertas por suas vias distintas de ação. As contribuições destes três autores, antes, usaram o empresário e suas decisões para ligar o comportamento individual a um determinado fenômeno que buscavam explicar. Porém, suas teses fundamentam visões distintas acerca do empresário e, por meio delas, transparecem julgamentos existentes a respeito do papel dos investimentos na economia.

Pode-se afirmar que Schumpeter esteve alinhado às correntes Neoclássica e Austríaca do pensamento econômico de seu tempo no momento de seus primeiros trabalhos, mas que a partir da sua obra surge uma nova abordagem que dá sequência aos avanços schumpeterianos. Uma das principais contribuições realizadas por Schumpeter (1988 [1911]) foi mostrar a capacidade do empresário, por meio de uma inovação qualquer, romper com o paradigma vigente em determinado mercado por promover novos padrões de demanda e oferta. A demanda afetada em razão da busca pelo novo produto, seja essa novidade uma melhoria técnica ou

um menor preço, e a oferta pela necessidade de se reinventar frente à mudança na concorrência.

Essa contribuição schumpeteriana é resumida no termo “destruição criadora”, que faz referência à capacidade da ação empresarial em reestruturar o mercado: destrói a estrutura que antecede a inovação, ao passo que cria toda uma nova por meio de seus resultados. Embora não se tenha aí nenhuma afirmação de que toda inovação promoverá a destruição criadora, a mensagem transmitida versa sobre o caráter promissor da atividade inovativa. Ou seja, a inovação deve ser perseguida para fins de garantir a liderança nos mercados.

Notadamente, Schumpeter (1988 [1911]) apresenta sua “destruição criadora” como forma de integrar a atividade nos mercados particulares ao desenvolvimento econômico, resultados microeconômicos de efeitos macroeconômicos ao longo do tempo. Então, é necessário reconhecer que não há uma preocupação nessa obra com as estratégias empresariais e suas pertinências.

Porém, quando a tese de Schumpeter (1988 [1911]) é observada do ponto de vista da decisão empresarial, enquanto referência no tema, não há menção à quantidade de recursos a serem empenhados sem garantia de superação da concorrência, nem se discute a possibilidade de o comportamento oportunista em seguir as estratégias inovadoras de terceiros como algo viável. Na leitura proposta neste artigo, disso pode emergir um viés otimista quanto aos investimentos em inovação, já que o papel do empresário é apresentado de maneira descritiva na explicação do desenvolvimento econômico. Essa perspectiva só destaca o lado positivo dos investimentos, já admitidos como acertados pelos empresários.

Outra abordagem que trata dos investimentos em perspectiva microeconômica, embora possa ser admitida como seguidora da tradição econômica iniciada por Schumpeter, é a de Penrose (2006 [1959]). A proposta da autora é delinear uma teoria que explique o crescimento das empresas, motivada pelo descontentamento com o tratamento que a Escola Neoclássica oferecia a este assunto. Desta forma, a tese penroseana fornece uma referência alternativa à teoria da firma na economia, discutindo diferentes barreiras exógenas e endógenas ao crescimento das empresas e as estratégias disponíveis para sua superação.

Assim, Penrose (2006 [1959]) objetivou apresentar as potencialidades e os limites internos e externos à firma de modo a destacar a importância do caráter gerencial, sendo possível atribuir o planejamento empresarial às decisões de investimento de seus dirigentes. Com isso, tendo-se em conta que a análise penroseana percorre diferentes caminhos para explorar as potencialidades de crescimento da firma, as possíveis vias de ação empresarial configuram diferentes opções de investimentos. Cada uma dessas opções é apresentada como forma de superar uma limitação existente.

Conquanto se faça alusão a que as possibilidades de crescimento da firma fiquem cada vez mais restritas em razão do seu crescimento, resultado direto do acúmulo de investimentos, é, por conseguinte, cada vez maior a necessidade deles para viabilizar sua continuidade. Por isto, se as diferentes formas de superar os obstáculos empresariais são reduzidas à necessidade de investir, embora o próprio investimento imponha novas dificuldades, ele se torna causa e solução última do problema enfrentado pela firma.

Portanto, depreende-se da contribuição penroseana o papel positivo que cumpre o investimento, o de restabelecer as possibilidades de crescimento da firma. Isso ocorre, principalmente, porque a discussão de diferentes potencialidades para a ampliação das empresas implica ignorar as possibilidades em contrário nesta tarefa e negligenciar a chance crescente de insucesso que pode acompanhar o crescimento da firma.

Por fim, há a tese da atividade empresarial proposta por Kirzner (2013 [1973]). Tendo suas bases na Escola Austríaca, procura explicar o processo de mercado por meio das iniciativas empresariais, ou seja, mostrar o funcionamento da economia por meio da concorrência ativa. Esta teoria considera como empresário todo aquele que age motivado pela especulação, ou seja, os que empreendem ações para as quais não há certeza dos resultados esperados. Como condicionamento de tais ações, a teoria kirzneriana versa sobre o “elemento empresarial” na tomada de decisão, o “estado de alerta” do empresário que identifica oportunidades de ganhos econômicos. Uma vez guiado por tal atributo, todo indivíduo tem, em maior ou menor grau, a capacidade de adotar ações que permitam a obtenção de lucros.

Uma vez que a verificação dos lucros puros depende da incorrência em custos prévios, estes já estão avaliados pelo estado de alerta empresarial, tal que as oportunidades identificadas são consideradas sempre de retornos positivos ao indivíduo. Conquanto no momento da decisão ela seja sempre lucrativa, mas possa não vir a ser em razão do caráter incerto do futuro, a percepção da oportunidade de investimento é, em si, permeada pelo otimismo de ter visto um ganho inexplorado. Este é justificado pela identificação de um diferencial positivo entre receita e custos em determinada via de ação.

Em caso de erro empresarial, sua verificação serve de base informacional tanto ao empreendedor quanto aos demais que o observam para os investimentos subsequentes, dando melhor direcionamento às próximas decisões do investidor e da sociedade. Portanto, da versão kirzneriana também é possível extrair um viés otimista com relação à atividade empresarial. Ela não só apresenta um investimento como garantidor dos lucros, como atribui certo papel positivo aos erros cometidos nesse processo pelo aprendizado que permite na economia.

Conquanto ligados a matrizes teóricas distintas e tendo utilizado a figura do empresário para diferentes objetivos, essas três visões teóricas refletem um otimismo acerca do resultado dos investimentos para fins pessoais. Seja pela capacidade mais ampla de estar à frente da concorrência e dominar o mercado, ou por ser fonte do crescimento da firma, ou pelo mérito mais restrito de configurar como fonte de lucros puros na economia.

Reforço de que esse viés otimista tem lugar comum na teoria econômica, é possível observá-lo na perspectiva macroeconômica por meio da obra de Keynes (1985 [1936]). Uma vez que a tese deste autor não guarda relação teórica direta com a dos autores anteriormente revisados, ela também permite endossar que a centralidade da análise dos efeitos positivos do investimento não é particular a uma escola de pensamento. Vale recuperar a ressalva de que, como os demais teóricos analisados, Keynes não escreveu uma obra sobre os investimentos. Antes, admitiu seus efeitos sobre o comportamento geral da economia, mas mesmo isso admite um julgamento acerca do papel que eles cumprem, embora subjacente, que pode ser avaliado.

Em uma análise do funcionamento da economia para explicar seu nível de renda, e com isso o emprego, Keynes (1985 [1936]) deu ênfase aos gastos que realizam a demanda efetiva. Para tanto, separou-os em diferentes categorias, mostrando como podem ser simplificadamente divididos entre os que dependem ou não da própria renda, tornando aqueles independentes dos principais determinantes da dinâmica econômica. No modelo reduzido que o livro oferece, o investimento agregado cumpre esse papel, mas a inclusão de qualquer gasto autônomo também o faria. Portanto, o que interessa à análise keynesiana é o comportamento que guia esses gastos uma vez que eles não guardam relação direta com a renda, e por isso a ênfase no investimento.

Keynes (1985 [1936]) também discutiu aspectos comportamentais que guiam os empresários, apontando que os investimentos são condicionados por expectativas formadas com base na situação presente de curto prazo, embora seus resultados sejam projetados para o longo prazo. Logo, o empresário também é afetado por situações de otimismo e pessimismo que permeiam a economia no momento da decisão.

O comportamento dos investimentos é explicado na análise keynesiana por meio de duas variáveis, a Eficiência Marginal do Capital e a taxa de juros. A primeira é a expectativa empresarial de retorno líquido dos investimentos ao longo do tempo, enquanto a segunda é o custo de oportunidade para o uso alternativo desses recursos. Assim, quando a Eficiência Marginal do Capital é maior que a taxa de juros, os empresários investem. O resultado disso é um aumento no nível da renda que leva

ao aumento nas categorias de gasto que dela dependem, como o consumo, promovendo resultados positivos sobre a renda por meio do efeito multiplicador até que este se esgote (KEYNES, 1985 [1936]).

Esse conjunto de relações causais é descrito sem que sejam apresentadas as condições necessárias para garantir que o investimento inicial se torne o produto esperado ao final dessa dinâmica, e por isso é possível afirmar por um viés otimista na teoria keynesiana. Mesmo levando-se em conta que Keynes (1985 [1936]) distinguiu diferentes sociedades a partir do nível de riqueza, pelo fato de as mais ricas requererem cada vez mais investimentos, a visão positiva persiste. Porque, se o aumento do produto se torna mais difícil, encontra em um volume cada vez maior de investimentos a sua solução. Mais uma vez o investimento é causa de problemas que ele mesmo é capaz de resolver.

Embora todas as quatro perspectivas acerca do investimento na economia analisadas nesta seção possam ser acertadas para os devidos fins com que foram propostas, nota-se que são feitas sem enfatizar os efeitos de possíveis erros. O que se quer destacar é que todas as leituras analisadas consideram os investimentos bem-sucedidos, extraindo deles o resultado positivo que permitem aos seus realizadores, seja em nível individual ou por suas implicações para a sociedade. Disso resulta a predominância de um olhar otimista sobre o investimento na teoria econômica.

2. Excesso de confiança e decisão empresarial de investimento

O objetivo desta seção é apresentar o efeito “excesso de confiança” enquanto viés no processo decisório identificado pela EC. Para fins de exposição, a seção está dividida em duas subseções, a primeira discutindo as causas e consequências do “excesso de confiança”, enquanto a segunda busca associá-lo às decisões empresariais de investimento.

2.1. O efeito “excesso de confiança” como viés na tomada de decisão

A teoria das Finanças Comportamentais se apresenta como antítese da teoria dos mercados eficientes. Avançando com relação às discussões de preferência do consumidor e seu comportamento maximizador, assume que os indivíduos erram sistematicamente e de maneira consistente. Isso torna possível identificar a origem dos desvios nas escolhas com relação às opções ótimas, bem como analisar os padrões dos distanciamentos entre as decisões realizadas e aquelas consideradas otimizadoras de resultados.

Uma vez que a capacidade de trabalho mental é limitada aos indivíduos (HODGKINSON et al., 2002), o processo decisório é dividido em duas partes, como mostrou Kahneman (2012). Uma é responsável pelas decisões rápidas e intuitivas, a

maior parte das escolhas cotidianas, mas que por isso apresenta maior sujeição a vieses, em razão do pouco esforço envolvido em tarefas que não requerem deliberação. A outra, responsável pelas escolhas que exigem o processamento de informações, lida com decisões complexas que podem envolver recuperações da memória, requerendo, portanto, mais esforço, atenção e concentração.

Como mostraram Tversky e Kahneman (1974), os agentes utilizam diversos atalhos na tomada de decisão que, para Kahneman (2012), configuram formas de economizar o esforço cognitivo escasso aos agentes. O uso desses atalhos, segundo Tonetto et al. (2006), se manifesta nas heurísticas, regras de escolha que os indivíduos adotam para simplificá-las, diminuindo o tempo e o esforço envolvidos no processo decisório. Porém, como método de simplificação, há sujeição à possibilidade de erros que poderiam ser evitados se maior atenção fosse aplicada no processo. Esses equívocos são caracterizados como vieses, distanciamentos entre as escolhas realizadas e decisão ótima, e como originados em heurísticas comumente utilizadas pelos indivíduos permitem a existência de um padrão de erros contínuos e sistemáticos.

No campo das Finanças Comportamentais são discutidos os vieses durante a tomada de decisões em aplicações financeiras. Entre estes, o efeito “excesso de confiança”, que observa casos em que especialistas em determinados assuntos tendem a superestimar sua capacidade de decisão. Segundo Barberis e Thaller (2003), esse viés pode ser originado pelas condições de autoatribuição e previsão retrospectiva. Lucchesi e Securato (2013) explicam que isso ocorre quando os agentes possuem uma relação particular com determinado assunto, por acreditarem conhecê-lo mais que a média ou por ter acertado uma previsão anterior sobre ele. Independente do caso, ambos fazem com que o agente acabe atribuindo a si maior capacidade decisória do que realmente possui.

O efeito “excesso de confiança” tende a gerar erros por induzir os tomadores de decisão a ignorar parte das informações disponíveis, que são negligenciadas pela crença exagerada na própria capacidade de ação individual. Zakay e Tsal (1993) colocam que a palavra confiança está relacionada ao grau de certeza a que um indivíduo atribui à validade de suas percepções, julgamentos e decisões. Mas, como argumenta Kahneman (2012), embora possa existir confiança nas escolhas, esse sentimento por si só não é um bom indicador sobre a precisão do julgamento no processo decisório. Por isso pode levar a erros que se manifestam como vieses nas escolhas.

Halfeld e Torres (2001) afirmam que a maior parte dos indivíduos está sujeita ao efeito do “excesso de confiança” por se acreditarem acima da média quando questionados sobre suas capacidades. Lovallo e Kahneman (2003) mostram que a

confiança exagerada induz a um otimismo que dificulta a avaliação adequada da realidade, direcionando os indivíduos a opções com riscos desnecessários. Malmendier e Tate (2005) apontam que a confiança em excesso está associada a falhas na redução de exposição pessoal aos riscos. Lima Filho et al. (2010) mostram que quando a confiança excessiva decorre da autoatribuição há uma tendência de essa crença exagerada ser retroalimentada em otimismo na presença de resultados positivos, mas que a ocorrência de erros não reverte esse processo. Antes, efeitos negativos são atribuídos ao acaso, impedindo uma desconfiança com relação às próprias habilidades. Esta assimetria potencializa a possibilidade de novos erros decisórios por manter presente o excesso de confiança.

O próprio ambiente profissional pode motivar comportamentos guiados pelo excesso de confiança ao impor um sentimento otimista aos tomadores de decisão. Como argumentam Kyle e Wang (1997), o contexto influencia o processo decisório, e neste sentido os mercados podem incentivar naturalmente o otimismo exagerado. Isso é destacado por Halfeld e Torres (2001) para o caso de investidores e gestores de fundos, que atribuem maior capacidade às suas habilidades tanto por sua formação como pelo fato de os resultados das suas decisões serem objetos de expectativas de terceiros. Para Taleb (2007), os especialistas tendem a assumir riscos que deveriam evitar por conta das incertezas envolvidas. Segundo Kahneman (2012), a própria posição de especialista impõe não considerar a própria ignorância ou que se subestime o conhecimento individual para evitar que a insegurança possa ser entendida como fraqueza.

A importância do efeito “excesso de confiança” deve-se à possibilidade de que ele leve a resultados danosos para os investidores, porque estes acabam superestimando sua probabilidade de sucesso nas aplicações financeiras. Como mostram Ferreira e Yu (2003), os profissionais na área de finanças possuem uma tendência ao “excesso de confiança”. Kirchler e Maciejovsky (2002) encontram indícios de que os investidores sujeitos ao efeito “excesso de confiança” acabam ganhando menos que seus pares no mercado de capitais.

Uma vez que o objeto da Economia Comportamental é destacar os desvios decisórios dos indivíduos com relação às melhores escolhas com que eles se deparam, essa perspectiva acaba adotando um viés pessimista na avaliação da tomada de decisão. Em especial, isso é verificado para as aplicações financeiras por meio do efeito “excesso de confiança”. Essa literatura particular acaba promovendo uma visão negativa na interpretação dos investimentos, ao enfatizar a possibilidade de sujeição exagerada a riscos que decorrem da confiança excessiva.

2.2. Excesso de confiança/otimismo no investimento produtivo/inovativo

A grande maioria dos trabalhos que compõe a literatura acerca do efeito “excesso de confiança” está debruçada sobre o mercado financeiro e seus profissionais ou na adoção de riscos em atividades cotidianas diversas. Como característica humana, porém, esse efeito é suficiente para diferenciar de maneira geral o agente econômico racional-maximizador na teoria econômica do investidor no mundo real que está sujeito aos diversos vieses discutidos na EC. Sendo isto verdadeiro, é possível reconsiderar as teses econômicas com base no indivíduo sujeito a esses vieses, especialmente com relação ao efeito “excesso de confiança”.

Como apontado por Salamouris (2013), empreendedores também são avessos a riscos e tentam mitigá-los em situações de incerteza, mas não estão isentos do excesso de confiança, pois acreditam que suas habilidades podem superar ou atenuar as possíveis dificuldades. Logo, é possível afirmar que em alguma medida o otimismo acerca de suas capacidades permite ao investidor que ele aumente suas chances de erros na tomada de decisão. Porém, como presente em Andrade (2019), não se pode dissociar o papel empreendedor da exposição ao risco, seja por aplicar em capital financeiro ou investi-los em recursos fixos que imobilizam o capital.

É possível entender de Bortoli (2017) que indivíduos excessivamente confiantes em relação ao futuro acabam ancorando seus resultados a expectativas positivas que possivelmente se excedem, o que mostra a vinculação entre excesso de confiança e otimismo. Portanto, da mesma forma que o “excesso de confiança” influencia as ações dos indivíduos na área de finanças, incide também sobre o processo decisório empresarial na realização dos investimentos, tornando-os sujeitos a erros sistemáticos pelo otimismo exagerado, ao afetar questões de caráter subjetivo que condicionam as decisões humanas. Ademais, gestores de empresas com maior nível de conhecimento, habilidades e experiências em questões econômico-financeiras, não ficam protegidos do excesso de confiança e otimismo. Se, por um lado, essas competências lhes permitem melhores escolhas, por outro podem induzir à confiança exagerada.

Comportamentos arriscados são características inerentes da ação empresarial, como notado em Schumpeter (1988 [1911]), Penrose (2006 [1959]) e Kirzner (2013 [1973]). Os investimentos são o motor do capitalismo, visto que a concorrência empresarial admitida por estes autores leva ao incentivo para que se quebrem padrões de competição anteriormente estabelecidos. Porém, essa a literatura só deu ênfase aos acertos realizados, sem discutir em que medida seus resultados teóricos dependem da concretização dessa especulação otimista.

Empreendimentos que em Schumpeter (1988 [1911]) são a base para a evolução do capitalismo por meio das inovações, em Penrose (2006 [1959]) a fórmula

para o crescimento da firma, em Kirzner (2013 [1973]) o meio para alcançar o lucro puro, e em Keynes (1985 [1936]) o centro dinâmico da economia, encontram-se sujeitos aos mais diversos efeitos adversos provenientes do otimismo resultante do efeito “excesso de confiança” a que estão sujeitos os investidores enquanto tomadores de decisão. Logo, o avanço teórico para a melhor compreensão do investimento requer considerar as consequências de seus erros, a possibilidade de serem equivocados e o impacto disso para o investidor e a economia.

Analisando conjuntamente a visão Schumpeter (1988 [1911]), a partir da perspectiva microeconômica, e a da Keynes (1985 [1936]), macroeconômica, há uma ênfase no papel positivo do investimento empresarial. Porém, apesar de essa literatura lidar com influências e fatores psicológico-comportamentais nas decisões, não observa a contribuição da Economia Comportamental que este artigo quer destacar: existem investimentos ruins que podem resultar em má ou excessiva alocação de recursos e desviar a economia de seu potencial.

Keynes (1985 [1936]) mostra que os empresários decidem com base no longo prazo, mas geram suas expectativas olhando para o curto prazo. Por si só, esse fato é passível do viés de excesso de confiança, visto que uma situação favorável no presente pode não antecipar uma piora nas condições econômicas, ou o custo perdido que pode se tornar o próprio investimento.

Pode-se enxergar o viés de excesso de confiança sob duas óticas. A primeira consiste no fato de que o excesso de confiança e otimismo aparentam aumentar o apetite do empreendedor a realizar investimentos, o que só tem sido interpretado como efeito positivo para a economia, ignorando a possibilidade de investimentos ruins e desperdício dos recursos econômicos – problema de alocação. A segunda trata das influências que incidem sobre a tomada de decisão do investidor e as consequências não desejadas desse efeito. A segunda vem para alertar que mesmo que o aumento do investimento seja positivo, pode ser excessivo em relação aos vieses a que estão sujeitos os investidores.

O investimento possui nos “trabalhos clássicos” uma atribuição otimista de seu papel na economia, tal que seus resultados micro e macroeconômicos são vistos sempre como desejáveis, mesmo reconhecendo cenários de incerteza e possibilidade de erros empresariais. Neste caso, a Economia Comportamental permite uma reserva quanto ao olhar excessivamente otimista sobre os investimentos na economia, observando a existência de comportamentos excessivamente confiantes que levam a desvios sistemáticos e escolhas aquém das ótimas.

3. Conclusão

Este artigo mostrou que o papel que os investimentos cumprem na economia pode ser analisado a partir de duas óticas. A primeira, positiva, considera como benéfica a realização de novas ações empresariais pelos ganhos que trazem aos investidores ou à economia. Essa possibilidade foi vinculada a uma avaliação otimista dos resultados dos investimentos. A segunda, negativa, admite que a crença excessiva possa induzir a erros diversos que prejudicam o tomador de decisão, e que, portanto, os rendimentos tendem a ser menores que os previstos. Essa possibilidade foi atribuída a uma avaliação pessimista dos investimentos. A depender do sentimento envolvido na análise teórica, considerando os efeitos positivos ou negativos, a decisão de investir pode ter diferentes consequências.

Mesmo que os “trabalhos clássicos” façam referência aos aspectos subjetivos da tomada de decisão, como a questão da especialização dos administradores em Penrose (2006 [1959]), e a incerteza na tomada de decisão de investimentos produtivos, inovativos ou financeiros em Schumpeter e Keynes, é a Economia Comportamental que dá nome e caracteriza um fator que pode produzir resultados negativos desses investimentos: excesso de confiança. Os autores estudados neste artigo, mesmo considerando a possibilidade de erro e incerteza, possuem uma avaliação otimista sobre os empreendimentos. Portanto, o otimismo e seus efeitos não estão presentes unicamente no comportamento decisório dos agentes, mas na própria teoria que os analisa e atribui sua importância econômica.

Como coloca McCloskey (1998 [1985]), há uma história particular que é contada por cada economista na descrição das causas e consequências envolvidas em um fenômeno econômico que se quer explicar. Essa individualidade na narrativa permite que para os mesmos fenômenos existam diferentes interpretações. Isso é verificado para o caso dos investimentos ao se comparar a literatura sobre eles antes e depois da Economia Comportamental.

Pelo fato de os investimentos terem sido admitidos como complementares nas investigações econômicas, mesmo que fundamentais, seu resultado positivo foi presumido para fins das discussões realizadas. O surgimento do efeito “excesso de confiança” reverteu esse cenário, trazendo um pouco de pessimismo e, com ele, a evidência de que existe uma assimetria na avaliação dos investimentos pela predominância dos ganhos em relação às perdas e que os empreendedores, influenciados pela confiança excessiva, podem tomar decisões ruins. Não se trata de uma antítese ao que a literatura comumente aborda, mas uma contribuição sobre a necessidade de olhar com cautela para o otimismo acerca do papel dos investimentos na economia: eles podem ser excessivos e/ou ruins, da mesma forma como podem ser bons para a economia.

A análise comportamentalista quebrou a unanimidade que se tinha quanto ao papel positivo dos investimentos na economia. Não quis apontar que eles fossem ruins, antes, colocou no radar a possibilidade de resultados que possam ser danosos para o investidor. Portanto, a Economia Comportamental serve de reflexão para o viés otimista dos economistas na admissão dos investimentos na teoria econômica. Isso pode melhorá-la ao exigir maior precisão na discussão das condições necessárias para que os efeitos positivos de investir venham a ocorrer.

Referências

ANDRADE, J. F. **Análise da relação entre o excesso de confiança de gestores de empresas brasileiras e a estratégia empresarial**. 2019. Dissertação (Mestrado) – Curso de Contabilidade, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal da Paraíba, Paraíba, 2019.

BARBERIS, N.; THALER, R. A survey of behavioral finance. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 1, p. 1053-1128, 2003.

BORTOLI, C. **A sofisticação financeira dos CEO's e sua relação com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo: um estudo realizado em companhias abertas brasileiras**. 2017. 99 p. Dissertação (Mestrado) - Curso de Contabilidade, Departamento de Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2017.

BRUE, S.; GRANT, R. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Cengage, 2017.

COUTINHO, M. C. **Lições de economia política clássica**. São Paulo: Editora Hucitec, 1993.

FERREIRA, C. F.; YU, A. S. O. Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças. **Revista de Administração**, v. 38, n. 2, 2003.

GRIFFIN, D.; TVERSKY, A. The weighing of evidence and the determinants of confidence. **Cognitive psychology**, v. 24, n. 3, p. 411-435, 1992.

HALFELD, M.; TORRES, F. F. L. Finanças comportamentais: aplicações no contexto brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 41, n. 2, p. 64-71, 2001.

HODGKINSON, G. P.; MAULE, A. J.; BOWN, N. J.; PEARMAN, A. D.; GLAISTER, K. W. Further reflections on the elimination of framing bias in strategic decision making. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 11, p. 1069-1076, 2002.

KAHNEMAN, D. **Rápido e devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

KIRCHLER, E.; MACIEJOVSKY, B. Simultaneous over-and underconfidence: Evidence from experimental asset markets. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 25, n. 1, p. 65-85, 2002.

KIRZNER, I. M. Competition and Entrepreneurship. In: BOETTKE, P. J.; SAUTET, F. E. (ed.). **The Collected Works of Israel M. Kirzner: Competition and Entrepreneurship**, Vol. 4. Indianapolis: Liberty Fund, p. xv-200, 2013.

KYLE, A. S.; WANG, F. A. Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test? **The Journal of Finance**, v. 52, n. 5, p. 2073-2090, 1997.

- LIMA FILHO, R. N.; FARIA, J. A. de; SOUZA, R. A. A presença do overconfidence na elaboração do orçamento: uma análise nos periódicos internacionais entre 2005 e 2009. **RACE - Revista De Administração, Contabilidade E Economia**, v. 9, n. 1-2, p. 9-32, 2011.
- LOVALLO, D.; KAHNEMAN, D. Delusions of success. **Harvard business review**, v. 81, n. 7, p. 56-63, 2003.
- LUCCHESI, E. P.; SECURATO, J. R. Finanças comportamentais: aspectos teóricos e conceituais. **Revista Estratégica**, v. 10, n. 1, 2013.
- MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO overconfidence and corporate investment. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2661-2700, 2005.
- MCCLOSKEY, D. N. **The Rhetoric of Economics**. [1985]. 2ª edição. Wisconsin: The University of Wisconsin Press, 1998.
- MOSCA, A. **Finanças comportamentais**. Elsevier Brasil, 2008.
- PENROSE, E. **A Teoria do Crescimento da Firma**. Campinas: Editora da Unicamp, 2006.
- SALAMOURIS, Ioannis S. How overconfidence influences entrepreneurship. **Journal of Innovation and Entrepreneurship**, v. 2, n. 1, p. 1-6, 2013.
- SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1988.
- TALEB, N. N. **The black swan: The impact of the highly improbable**. Random house, 2007.
- TONETTO, L. M.; KALIL, L. L.; MELO, W. V.; SCHNEIDER, D. D. G.; STEIN, L. M. O papel das heurísticas no julgamento e na tomada de decisão sob incerteza. **Estudos de Psicologia**, v. 23, n. 2, p. 181-189, 2006.
- TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.
- ZAKAY, D.; TSAL, Y. The impact of using forced decision-making strategies on post-decisional confidence. **Journal of Behavioral Decision Making**, v. 6, n. 1, p. 53-68, 1993.