

# **A INSTABILIDADE ENDÓGENA DA ECONOMIA**

**CRÍTICA AO MODELO NEOCLÁSSICO**

Arlindo Alegre Donário

Ricardo Borges dos Santos

Universidade Autónoma de Lisboa

CARS - Centro de Análise Económica da Regulação Social

2012

“Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.” (Keynes 1936: Chapter 12, V)

## INTRODUÇÃO

Segundo a teoria neoclássica, em qualquer mercado o preço de um bem é assumido como ajustando-se até que a quantidade oferecida iguale a quantidade procurada. Tendo em conta o modelo de equilíbrio geral de Walras – modelo que foi desenvolvido por León Walras (1834-1910) e que foi aprofundado por Kenneth Arrow e Gerard Debreu (Arrow; Debreu, 1954) - é suposto que haverá um equilíbrio simultâneo em todos os mercados, significando que os preços levarão a que a oferta seja igual à procura simultaneamente em todos os mercados, como consequência da não intervenção do Estado, traduzindo a aplicação da célebre metáfora da mão invisível de Adam Smith, o que levaria à eficiência paretiana ou ótimo de Pareto, desde que se verificassem determinados pressupostos. Como é dominantemente entendida a metáfora da *mão invisível*, as ações dos indivíduos seriam dirigidas ao seu interesse pessoal o que levaria à afetação ótima dos recursos tanto individual como socialmente.

Era suposto também que haveria concorrência perfeita, não tendo quer os produtores quer os consumidores qualquer influência no preço. Esse equilíbrio walrasiano seria determinado pelas quantidades oferecidas e procuradas e pelos preços relativos, funcionando o sistema económico como um espelho da mecânica racional Newtoniana.

Walras foi influenciado pelo físico Louis Poincaré que, nos seus *Eléments de statique* (1803), desenvolveu um modelo de equilíbrio geral dos fenómenos físicos que Walras declarou ter sido uma fonte importante de inspiração para a sua teoria de equilíbrio geral económico, que o levou a tomar os sistemas de equações de Poincaré aplicadas ao universo físico como modelo para aplicação ao universo económico:

*“Sobre os sistemas de equações de Poincaré que tratam do universo físico, Walras escreveu que os mesmos lhe mostraram os métodos pelos quais ele poderia tratar do universo económico. Na realidade, ele deve ter tido conhecimento de que um grande número de estudiosos anteriores haviam argumentado que a abordagem newtoniana para a ciência física - ou seja, num sistema - deve ser imitada nas ciências sociais.... Foi certamente verdade, no entanto, que o método de Poincaré foi sugestivo para Walras em aspetos específicos e detalhados. O seu objetivo tornou-se na construção de “. . . uma nova ciência: a ciência das forças económicas análogas à ciência das forças astronómicas. Refiro a astronomia porque é de fato o tipo de ciência como a que, mais cedo ou mais tarde, a teoria da riqueza social deve tornar-se. Em ambas existem factos naturais, no sentido de que eles são e continuam a ser superiores para o social” (Walker, 2005:5-6) <sup>1</sup>. Tradução nossa.)*

Pode observar-se que na passagem de Walras citada por Walker, aquele considerava a economia como uma das ciências sociais, semelhante à astronomia, como um modelo mecânico, influenciando, na esteira do dualismo cartesiano e do atomismo da mecânica newtoniana, a teoria económica neoclássica, assente no *homo economicus*<sup>2</sup>, o que levou a que a economia neoclássica seja, de certa forma, reducionista, ao fundamentar-se na física clássica, considerando-se o indivíduo semelhante aos átomos da física, impenetráveis, sem consideração pelas relações de alteridade que

---

<sup>1</sup> Poincaré's systems of equations treating the physical universe, Walras wrote, showed him the methods by which he could treat the economic universe. In actuality, he must have been aware that a great many previous scholars had argued that the Newtonian approach to physical science – namely, analyzing the mutual determination of the values of the atomistic variables in a system – should be emulated in the social sciences....It was certainly true, nevertheless, that Poincaré's method was suggestive to Walras in specific and detailed respects. His aim became the construction of “. . . a new science: the science of economic forces analogous to the science of astronomical forces. I cite astronomy because it is in fact the type of science like which, sooner or later, the theory of social wealth ought to become. In both there are natural facts, in the sense that they are and remain superior to social” (Walker, 2005:5-6).

<sup>2</sup> Mill, *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, 1844: 137).

O Conceito de *homo economicus* pode ser encontrado em Stuart Mill:

“What is now commonly understood by the term “Political Economy” is not the science of speculative politics, but a branch of that science. It does not treat of the whole of man's nature as modified by the social state, nor of the whole conduct of man in society. It is concerned with him solely as a being who desires to possess wealth, and who is capable of judging of the comparative efficacy of means for obtaining that end. It predicts only such of the phenomena of the social state as take place in consequence of the pursuit of wealth. It makes entire abstraction of every other human passion or motive; except those which may be regarded as perpetually antagonizing principles to the desire of wealth, namely, aversion to labour, and desire of the present enjoyment of costly indulgences.”

desencadeiam emoções e sentimentos com influência no comportamento e escolhas dos indivíduos.

Utilizamos o conceito de *homo economicus*, o actor racional neoclássico idealizado, para significar o modelo canónico do ser humano como um agente procurando a maximização do seu interesse, tomando decisões racionais, com informação perfeita e preferências ordenadas<sup>3</sup>, não sendo estas preferências afectadas pelas de outrem, sendo consideradas como exógenas.

Com base no *homo economicus* o sistema económico pode ser conceptualizado como consistindo em vários componentes isolados, cada um sendo um *agente racional representativo*.

## I

### CRÍTICA AO DUALISMO CARTESIANO, ATOMISMO NEWTONIANO E NEOCLACISSISMO ECONÓMICO

Descartes, no Discurso do Método, considerou que o facto de pensar evidenciava a sua existência (*cogito ergo sum*), que todas as suposições dos cétricos não poderiam pôr em questão, podendo ser considerado o primeiro princípio da filosofia que ele procurava, pois *para pensar é preciso ser*:

*“E enfim, considerando que todos os pensamentos que nós temos enquanto acordados, os podemos também ter, quando dormimos, sem que exista nenhum, nesse caso, que seja correto, decidi supor que todas as coisas que até então haviam entrado no meu espírito não eram mais corretas do que as ilusões de meus sonhos. Mas, imediatamente, fiquei consciente que, ao mesmo tempo que eu queria pensar que tudo era falso, tornava-se necessário que eu, que pensava, fosse alguma coisa. E, ao considerar que esta verdade: eu penso, logo existo, era tão sólida e tão correta que as mais extravagantes suposições dos cétricos não seriam capazes de lhe causar abalo, julguei que*

---

<sup>3</sup> Sobre este tema vide: Aktipis. – (2004) IS *HOMO ECONOMICUS* EXTINCT? VERNON SMITH, DANIEL KAHNEMAN AND THE EVOLUTIONARY PERSPECTIVE .- Evolutionary Psychology and Economic Theory Advances in Austrian Economics, Volume 7, 135–153 -© 2004 Published by Elsevier Ltd.

*podia considerá-la, sem escrúpulo algum, o primeiro princípio da filosofia que eu procurava.*"<sup>4</sup> (Descartes 1637:33-34). Tradução nossa.

Descartes considerava, pois, que os conceitos que se atingem pelo pensamento, pela razão, constituem o *primeiro princípio*, razão que deveria ser expurgada de todos os sentimentos, os quais obscurecem a razão e, conseqüentemente, introduzem enviesamentos no conhecimento que só pode conseguir-se através daquela. Deste modo, Descartes considerava a essência da sua existência pensante como não corporal, daí o "*cogito ergo sum*", pelo que o âmbito dos pensamentos e intenções é afastado do mundo físico e natural e, conseqüentemente, dos sentimentos e emoções. Este dualismo cartesiano implica uma hierarquia entre o divino e o material, o espírito e o corpo, Deus e o homem. O dualismo cartesiano tornou-se determinante para a metodologia da economia, sobretudo para o pensamento neoclássico que é dominante até aos dias de hoje.

Como refere John B. Davis:

*"Para Descartes, vendo o indivíduo como desintegrado do mundo permite não só uma base de independência para a razão científica mas também um meio de reconciliar a ciência com a teologia."*( Davis, 2003:3)<sup>5</sup> Tradução nossa.

Este dualismo cartesiano impregnou quase todo o desenvolvimento da ciência, nomeadamente a economia. O dualismo cartesiano entende o indivíduo como desintegrado, apenas subjetivo, dualismo que foi integrado na teoria económica neoclássica, com base no *homo economicus*, afastando da análise as relações

---

<sup>4</sup> "Ainsi, à cause que nos sens, nous trompent quelquefois, je voulus supposer qu'il n'y avait aucune chose qui fût telle qu'ils nous la font imaginer. Et parce qu'il y a des hommes qui se méprennent en raisonnant, même touchant les plus simples matières de géométrie, et y font des paralogismes, jugeant que j'étais sujet à faillir, autant qu'aucun autre, je rejetai comme fausses toutes les raisons que j'avais prises auparavant pour démonstrations.

Et enfin, considérant que toutes les mêmes pensées, que nous avons étant éveillés, nous peuvent aussi venir quand nous dormons, sans qu'il y en ait aucune, pour lors, qui soit vraie, je me résolus de feindre que toutes les choses qui m'étaient jamais entrées en l'esprit, n'étaient non plus vraies que les illusions de mes songes.

Mais, aussitôt après, je pris garde que, pendant que je voulais ainsi penser que tout était faux, il fallait nécessairement que moi, qui le pensais, fusse quelque chose. Et remarquant que cette vérité : je pense, donc je suis, était si ferme et si assurée que toutes les plus extravagantes suppositions des sceptiques n'étaient pas capables de l'ébranler, je jugeai que je pouvais la recevoir, sans scrupule, pour le premier principe de la philosophie, que je cherchais. » (Descartes, 1637:33-34)

(Descartes 1637:33-34).

<sup>5</sup> Davis, 2003: 3.. "For Descartes, seeing the individual as disengaged from the world provided both an independent basis for scientific reason and also a means of reconciling science and theology".

de intersubjectividade do indivíduo, levando estas teorias a basearem-se em alguns axiomas para definir o que as mesmas entendem por *racionalidade*, que está na base das teorias da *escolha racional*.

Este conceito de *homo economicus* tem por pressuposto a ausência de motivações derivadas das emoções e sentimentos, de alterações de factores biológicos que interferem nas escolhas. A visão cartesiana do *homo economicus* transforma a razão em algo fora do corpo sem relação com as emoções e sentimentos. Citamos, quanto a esta questão, Jon Elster:

*“A condição final a ser imposta à explicação da escolha racional concerne à relação entre os desejos e o comportamento. Ela é designada como excluindo o comportamento acrásico (incontinência), ou fraqueza da vontade. A akrasia é caracterizada pelas seguintes características. (1) Existe à priori um julgamento de que X é bom; (2) Existe à priori um julgamento de que Y é bom. (3) É considerado que, entre todas as coisas, que X é o melhor. (4) Existe o facto que Y é escolhido.”* (Elster, Jon, 1986: 15)<sup>6</sup>. Tradução nossa.

O conceito de intrasubjetividade de Descartes, que estabelece a dicotomia entre a razão e os sentimentos, bem como o atomismo da mecânica de Newton, são dois ingredientes que fundamentam a teoria económica neoclássica. Um dos fundadores desta teoria, Stanley Jevons (marginalista) escreveu no prefácio do seu livro *The Theory of Political Economy*:

*“Não existe mais do que uma ciência tal como a estática, a dinâmica, a teoria do calor, a óptica, a magneto-electricidade, a telegrafia, a navegação e química fotográfica são uma ciência. Mas, como todas as ciências físicas têm a sua base mais ou menos, obviamente, nos princípios gerais da mecânica, assim, todos os ramos e divisões da ciência económica devem ser permeados por certos princípios gerais. É para a investigação de tais princípios – delineando a mecânica do auto-interesse e da utilidade – que este ensaio foi devotado.O*

---

<sup>6</sup> *The final condition to be imposed on rational-choice explanation concerns the relation between desires and behaviour. It is designed to exclude akratic behaviour, or weakness of the will.*<sup>40</sup> *Akrasia is characterized by the following features. (1) There is a prima facie judgement that X is good; (2) There is a prima facie judgement that Y is good; (3) There is an all-things-considered judgement that X is best; (4) There is the fact that Y is chosen.”* (Elster, Jon, 1986: 15)

*estabelecimento de tal teoria é uma necessidade preliminar para qualquer trabalho definitivo da superestrutura da ciência agregada.”<sup>7</sup>(Jevons, 1888:9).*  
Tradução nossa.

Jevons acentua que o estudo da economia deverá seguir a metodologia e os princípios gerais da mecânica, a fim de se obterem resultados científicos. De notar que, nesta passagem de Jevons, está implícito que do conhecimento científico deverão ser afastados os sentimentos e emoções, na esteira da dicotomia cartesiana. Noutra passagem dizia Jevons:

*“Cada indivíduo deve ser considerado como trocando, tendo em conta apenas as suas próprias necessidades ou interesses particulares, e deve existir concorrência perfeita, a fim de que cada um faça as trocas com qualquer outro com vista à sua vantagem.”<sup>8</sup>(Jevons, 1888:64)*

Vejamos a semelhança dos fundamentos atomísticos do *homo economicus* da teoria neoclássica com o que Newton escreveu acerca das mais pequenas partículas da matéria:

*“A extensão, dureza, impenetrabilidade, mobilidade e inércia do todo, resultam da extensão, dureza, impenetrabilidade, mobilidade e inércia das partes e deste modo concluímos que as mais pequenas partículas de todos os corpos são também duras e impenetráveis, e movíveis, dotadas com o vírus da inércia.”<sup>9</sup> (Newton 1968, II:203–4)*

Por esta passagem de Newton pode observar-se como os autores neoclássicos, nomeadamente Walras e Jevons, construíram a teoria económica de modo semelhante à física, no que tange ao conceito de *homo economicus*,

---

<sup>7</sup> “It is no more one science than statics, dynamics, the theory of heat, optics, magnetolectricity, telegraphy, navigation, and photographic chemistry are one science. But as all the physical sciences have their basis more or less obviously in the general principles of mechanics, so all branches and divisions of economic science must be pervaded by certain general principles. It is to the investigation of such principles—to the tracing out of the mechanics of self-interest and utility, that this essay has been devoted. The establishment of such a theory is a necessary preliminary to any definitive drafting of the superstructure of the aggregate science”. (Jevons, 1888:9)

<sup>8</sup> “Every individual must be considered as exchanging from a pure regard to his own requirements or private interests, and there must be perfectly free competition, so that any one will exchange with any one else for the slightest apparent advantage.” (Jevons, 1888:64)

<sup>9</sup> Citação retirada de Togati, Teodoro Dario (1998) - Keynes and the Neoclassical Synthesis –Routledge, p. 317. ““The extension, hardness, impenetrability, mobility and vis inertie of the whole, result from the extension, hardness, impenetrability, mobility and vires inertie of the parts and thence we conclude the least particles of all bodies to be also all extended and hard, and impenetrable, and moveable, and endow’d with their proper vires inertie.” (Newton 1968, II:203–4).

considerando “o capitalismo como um sistema perfeito, no qual o mercado assegura que tudo é correcto, sendo um mundo onde a meritocracia reina, em vez do poder e privilégio como sob os sistemas sociais anteriores” (Keen, 2011:18).

Amartya Sen (1977:317) refere como Edgeworth, sendo um dos autores neoclássicos, considerando como primeiro princípio da Economia “que cada agente actua apenas pelo seu próprio interesse” (Edgeworth 1891:16), admite na mesma obra que “este primeiro princípio da Economia não era particularmente realista” (Sen, 1977:317), ao dizer que:

*“Como uma questão de facto a utilidade da acção egoísta não nasce de uma raiz de puro utilitarismo, deve ser aqui livremente admitido, concordando com a visão sugerida de que o homem concreto do século XIX é, predominantemente um impuro egoísta, um utilitaísta misto. E a reconciliação entre o egoísmo e o altruísmo, um processo gradual e um limite ideal elegantemente descrito pelo Sr. Spencer, estaria do ponto de vista sugerido aqui, a transformação de um misto em puro utilitarista, o lado físico de uma alteração física no que vagamente poderia ser referido como uma espécie de um “campo magnético hedonista.”*<sup>10</sup> (Edgeworth, 1891:104).

Como diz Sen, é interessante notar “porque Edgeworth gastou tanto do seu tempo e talento a desenvolver uma pesquisa sobre o primeiro princípio que ele acreditava ser falso” (Sen, 1977:317)<sup>11, 12</sup>

É evidente que o modelo económico neoclássico está modelado pela dicotomia cartesiana e pela mecânica newtoniana, pois ao considerar todos os indivíduos iguais (semelhantes aos átomos da física de Newton) buscando a maximização do seu interesse, facilitava a aplicação de modelos matemáticos, a fim de se

---

<sup>10</sup> Edgeworth, 1891:104):. “That as a matter of fact the utilities of egoistic action do not now spring from a root of pure utilitarianism would be freely here admitted agreeing with the view suggested that the concrete nineteenth century man is for the most part an impure egoist, a mixed utilitarian. And the reconciliation between egoism and altruism, gradual process and ideal limit beautifully described by Mr. Spencer, would be upon the view suggested here, the transformation of mixed into pure utilitarianism, the psychical side of a physical change in what may be dimly discerned as a sort of hedonico ‘magnetic field.’”

<sup>11</sup> (Sen, 1977:317). “as to why Edgeworth spent so much of his time and talent in developing a line of inquiry the first principle of which he believed to be false.”

<sup>12</sup> Agradeço ao Ricardo Borges dos Santos o ter-me chamado a atenção para esta análise de Amartya Sen no que respeita à posição de Edgeworth.

obter, com esses modelos, os equilíbrios óptimos, sem atender aos factores biológicos e sociais que influenciam o comportamento humano, considerando que as emoções, os sentimentos e o afeto como desvios (*anomalias*) da racionalidade, mesmo disfunções.

O pensamento dominante entronca nesta dicotomia: a razão com a peculiaridade de ser autónoma em relação aos sentimentos que “deverão ser banidos para as “margens” do irracional”<sup>13</sup> bem como na inalteridade dos indivíduos atomísticos. Contudo, *a aptidão emocional é uma meta-habilidade determinando como melhor podemos utilizar quaisquer outras capacidades que tenhamos, incluindo o intelecto em bruto* (Goleman, D, 1998:36), o que significa que para compreender o comportamento humano não se podem tratar os indivíduos como partículas semelhantes aos átomos, baseando a teoria económica em pressupostos que o conhecimento científico tem evidenciado não se verificarem na realidade. Como crítica a este pensamento económico dominante refere Fullbrook:

*“Muito tem sido escrito acerca do desejo de modelar a economia de acordo com a mecânica clássica que requer o pressuposto de agentes económicos cujas identidades individuais, como os átomos de Newton, são imutáveis e, mais especificamente, impermeáveis a influências mútuas.”* (Fullbrook, 2004.)<sup>14</sup>Tradução nossa.

Decorrente desta visão neoclássica o indivíduo é considerado como tendo preferências estáveis, independentes e totalmente formadas sem considerações axiológicas, sem que o mesmo seja afetado pelos aspetos biológicos e sociológicos e pelo contexto, teoria que fundamenta o mercado na chamada *soberania do consumidor*. A este respeito, referimos dois autores Marcuse (1964) e Galbraith (1967) que mostraram como nas actuais sociedades, onde

---

<sup>13</sup> Williams, Simon J. (2000) - *Is rational choice theory 'unreasonable'?* The neglected emotion in “Rational Choice Theory. Resisting colonization” – Routledge. “The orthodox viewpoint, dominant throughout the course of Western history, is one in which a wedge is firmly driven between reason, on the one hand, and emotion, on the other: the former a peculiarly disembodied enterprise, the latter banished to the ‘irrational’ margins of Western thought and practice.”, p. 58.

<sup>14</sup> Fullbrook, 2004. “Much has been written about how the desire to model economics after classical mechanics required the assumption of economic agents whose individual identities, like Newton’s atoms, are unchanging and most especially, impervious to mutual influence.”

imperam os grandes grupos económicos, as preferências dos consumidores são manipuladas através da publicidade, não mais reflectindo os seus desejos. A chamada *soberania do consumidor*, que é analisada através do que é conhecido por *preferência revelada* foi questionada por Sen (1986:61).

O *homo economicus* do neoclacissismo é assumido, tal como a estrutura da empresa, como entrando em relações económicas com outros agentes sem ser modificado por eles, ou seja, interactuam mas sem modificar as suas identidades (Fullbrook,2004:415-416), levando à aceitação da estabilidade das preferências.

Cabe aqui referir Homero, na Odisseia, quando Ulisses tem de passar com os seus barcos e homens, junto das sereias, com os seus irresistíveis cantos, que levariam à destruição, tendo planeado uma estratégia para ele e seus homens resistirem à tentação. Esta metáfora contradiz a dicotomia cartesiana da separação entre a razão e os sentimentos.

Quando Ulisses fez esse plano estava num estado *frio* (Thaler, Richard, 2008: 42), o que lhe permitia atuar de determinado modo, menos influenciado pelas emoções (estado *quente*). Esta passagem de Homero foi utilizada por Jon Elster (1979) para explicar como o conceito de racionalidade consubstanciada no *homo economicus* não se ajusta à realidade, pois o indivíduo muitas vezes planeia fazer algo que considera o melhor mas, em face das circunstâncias acaba por ter outro comportamento sobretudo motivado pelas suas emoções e sentimentos que estão relacionados com alterações hormonais e com o contexto. Como referido por Thaler:

*“Ulisses resolveu o seu problema com sucesso. Contudo, para a maioria de nós o autocontrolo das questões surge porque nós subestimamos os efeitos da excitação. Isto é o que o economista comportamental George Loewenstein (1996)denomina o “hiato da empatia quente- frio”. Quando num estado frio, nós não apreciamos o quanto os nossos desejos e o nosso comportamento serão alterados quando nós estamos “sob a influência” da excitação. Como resultado, o nosso comportamento reflecte uma certa*

*ingenuidade acerca dos efeitos que o contexto pode ter na escolha.” (Thaler, Richard, 2008: 42)<sup>15</sup>. Tradução nossa.*

De acordo com Loewenstein:

*“...os factores viscerais são mais básicos para o funcionamento diário do que o mais elevado processo cognitivo que muitas vezes é assumido para fundamentar a decisão da escolha.” (Loewenstein,2000:427)<sup>16</sup> Tradução nossa.*

Já no fim do século XIX Thorstein Veblen escrevia, numa crítica ao pensamento dominante do *homo economicus*:

*““A concepção hedonística do homem é a de uma calculadora de prazeres e desprazeres, que oscilam como um glóbulo de desejo e felicidade sob o impulso de um estímulo, mas o deixa intacto. Não tem nem antecedentes nem consequentes. É isolado, um humano datado definitivamente em equilíbrio excepto para os “buffets” das forças que lhe impingem numa ou outra direcção. Autoimposto num espaço elementar, rodopia simetricamente em volta do seu eixo espiritual até que o paralelograma de forças desça sobre ele, após o que ele segue a linha da resultante. Quando a força do impacto é gasta, ele fica em descanso, um glóbulo autocontido de desejo como antes.”. (Veblen 1898:389–391)<sup>17</sup>. Tradução nossa.*

Esta crítica de Veblen teve poucos ou nenhuns efeitos na teoria neoclássica do *homo economicus*, a qual considera o indivíduo como um átomo semelhante à

---

<sup>15</sup> “Ulysses successfully solved his problem. For most of us, however, selfcontrol issues arise because we underestimate the effect of arousal. This is something the behavioral economist George Loewenstein (1996) calls the “hot-cold empathy gap.” When in a cold state, we do not appreciate how much our desires and our behavior will be altered when we are “under the influence” of arousal. As a result, our behavior reflects a certain naïveté about the effects that context can have on choice.” (Thaler, Richard, 2008: 42).

<sup>16</sup> “...that visceral factores are more basic to daily functioning than the higher-level cognitive processes that are often assumed to underlie decision-making” (Loewenstein,2000:427)

<sup>17</sup> Veblen 1898:389–391: “The hedonistic conception of man is that of a lightning calculator of pleasures and pains who oscillates like a homogeneous globule of desire of happiness under the impulse of stimuli that shift him about the area, but leave him intact. He has neither antecedent nor consequent. He is an isolated definitive human datum, in stable equilibrium except for the buffets of the impinging forces that displace him in one direction or another. Self-imposed in elemental space, he spins symmetrically about his own spiritual axis until the parallelogram of forces bears down upon him, whereupon he follows the line of the resultant. When the force of the impact is spent, he comes to rest, a self-contained globule of desire as before.”

teoria da mecânica de Newton e na esteira do dualismo cartesiano, sem a consideração da intersubjetividade do ser humano, cuja consciência é social e temporalmente determinada, não existindo o dualismo defendido por Descartes. Com efeito, Veblen rejeitou o dualismo cartesiano ontológico que separa a intencionalidade, a razão, da matéria e da sua correspondente causalidade. Escrevia Veblen, refutando esse dualismo:

*“Os dois métodos de inferência – da razão suficiente [ou intenção] e da causa eficiente [ou materialista] – não interferem um com o outro e não há transição de um para outro: não existe nenhum método de converter o procedimento ou os resultados de um para outro ... Apenas pode acontecer se for construído em termos racionalistas e teleológicos de cálculo e de escolha. Mas ao mesmo tempo não é menos verdade que a conduta humana, económica ou outra qualquer, está sujeita à sequência de causa e efeito, por força de tais elementos como a habitação e os requisitos convencionais.*

*Mas os factos desta ordem, que são para a ciência moderna de grande interesse mais do que os pormenores teleológicos da conduta, necessariamente caem fora da atenção do economista hedonista, porque não podem ser construídos em termos de razão suficiente, tal como os seus postulados da procura, ou serem adequados a um esquema de doutrinas teleológicas.” (Veblen, 1909: 624-625)<sup>18</sup>. Tradução nossa.*

Consideremos também o que foi referido por Bergson:

*“A distinção entre o interno e o externo será, então, apenas uma distinção entre a parte e o todo. Existe, em primeiro lugar, o agregado de imagens, e então, neste agregado, existem centros de ação, a partir do qual as imagens interessantes parecem ser refletidas: assim, as percepções nascem e as ações realizam-se. O meu corpo é o que se destaca como o centro dessas percepções,*

---

<sup>18</sup> “The two methods of inference – from sufficient reason [or intention] and from efficient [or materialist] cause – are out of touch with one another and there is no transition from one to the other: no method of converting the procedure or the results of the one into those of the other.... It deals with this conduct only in so far as it may be construed in rationalistic, teleological terms of calculation and choice. But it is at the same time no less true that human conduct, economic or otherwise, is subject to the sequence of cause and effect, by force of such elements as habituation and conventional requirements. But facts of this order, which are to modern science of graver interest than the teleological details of conduct, necessarily fall outside the attention of the hedonistic economist, because they cannot be construed in terms of sufficient reason, such as his postulates demand, or be fitted into a scheme of teleological doctrines.” (Veblen, 1909: 624-625)

*a minha personalidade é o ser para que essas ações devem ser encaminhadas.*  
“(Bergson, 1929 [1947] <sup>19</sup> p. 44.]. Tradução nossa.

Bergson considera que existe uma interconecção entre as partes e o todo, o interno e o externo, pelo que os sentimentos, as emoções, não podem ser separadas da razão no que respeita às decisões do indivíduo, o que contraria a conceção neoclássica do *homo economicus* que considera os agentes económicos como sendo idênticos e sem alterações devidas à intersubjetividade, conceptualizando um sistema com indivíduos idênticos e isolados, cada um sendo um agente representativo (na esteira da aplicação da física newtoniana à economia), o que leva a que a solução ótima agregada possa ser obtida pela soma da optimização de cada agente, solução que facilita a sua representação matemática, a linearização dos modelos, com base nos axiomas da racionalidade.

John Locke cortou com o racionalismo cartesiano referindo que as nossas ideias vêm da experiência:

*“É pela consciência que se tem dos pensamentos e ações presentes, que o “self” é para o “itself” agora, e por isso será o mesmo “self”, tanto quanto a mesma consciência pode ser estendida a ações passadas ou futuras e será pela distância do tempo, ou alteração de substância, não mais duas pessoas, do que um homem será dois homens por usar outras roupas hoje diferentes das que usava ontem, com um curto ou longo sono pelo meio: a mesma consciência unindo estas distantes ações na mesma pessoa, sejam quais forem as substâncias que tenham contribuído para a sua produção.”*  
(Locke, 1690: 320).<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Bergson, 1929 [1947] p. 44: “The distinction between the inside and the outside will only be a distinction between the part and the whole. There is, first of all, an aggregate of images; and then, in this aggregate, there are “centres of action” from which the interesting images appear to be reflected: thus perceptions are born and actions are made ready. My body is that which stands out as the centre of these perceptions; my personality is the being to which these actions must be referred.”  
“. Tradução nossa.

<sup>20</sup> “For it is by the consciousness it has of its present thoughts and actions, that it is self to itself now, and so will be the same self, as far as the same consciousness can extend to actions past or to come and would be by distance of time, or change of substance, no more two persons, than a man be two men by wearing other clothes to-day than he did yesterday, with a long or a short sleep between: the same consciousness uniting those distant actions into the same person, whatever substances contributed to their production.”  
(Locke, 1690: 430)

A teoria subjetiva do indivíduo baseada em Descartes e no atomismo da física newtoniana (*homo economicus*) foi adotada pela teoria económica neoclássica; de acordo com esta teoria as características do *agente* económico são fixadas independentemente de quaisquer relações de alteridade e de contexto social, como por exemplo, aceitando (a teoria neoclássica) que as preferências dos indivíduos são determinadas independentemente dos gostos e ações dos outros indivíduos. Contudo, no mundo real os indivíduos não tomam as suas decisões independentemente do contexto mas são influenciados pelo conjunto de relações sociais às quais pertencem.

Na teoria neoclássica tudo se relaciona com tudo de uma forma determinística com uma precisão mecânica, através de modelos matemáticos. Ora, o comportamento humano não é determinístico, como acontece no âmbito da mecânica. Quanto a esta questão refere Fullbrook<sup>21</sup>:

*“O agente económico é assumido - e toda a superestrutura lógica neoclássica da empresa se encontra nesta hipótese cartesiana - entrar em relações económicas com outros agentes económicos, sem ser mudado por eles. Sem esta hipótese, todas as funções da economia neoclássica «aditivo entre as populações de agentes são inexistentes.”.* (Fullbrook, E.,2004:sp).

Tradução nossa.

De facto, apenas com o pressuposto da ausência de intersubjetividade, da economia neoclássica, é possível considerar a utilidade total como o somatório das utilidades individuais, considerar a procura do mercado como o somatório das procuras individuais. Com este pressuposto não existem interferências que modifiquem a *substância* do *homo economicus* tal como com os átomos newtonianos impenetráveis.

Também John Hicks referia, na senda neoclássica, que:

*“...a teoria econométrica da procura estuda os seres humanos, mas apenas como entidades que possuem certos padrões de comportamento no*

---

<sup>21</sup> “The economic agent is assumed -- and the whole logical superstructure of the neoclassical enterprise stands on this Cartesian assumption -- to enter into economic relations with other economic agents without being changed by them. Without this assumption, all of neoclassical economics' additive functions across populations of agents are non-existent.” (Fullbrook, E.,2004:sp)

*mercado, não fazendo nenhuma reivindicação, nenhuma pretensão, para ser capaz de ver dentro das suas mentes” (Hicks, 1956:6).<sup>22</sup>*

Steve Keen crítica a posição neoclássica dizendo:

*“A resposta a este dilema tem muito a ver com uma das noções básicas de economia, a crença de que a sociedade não é mais do que a soma de suas partes. Esta crença considera que para analisar o todo, o que se precisa fazer é adicionar as partes. Tal requer que as interações entre as partes sejam zero ou negligenciáveis. A única interação que uma variável pode ter com outra é a que os economistas usam, a simples adição: a sua utilidade somada à minha é igual a utilidade social; a sua produção com a dos outros é igual à produção da indústria, e assim por diante.” (Keen, 2001:160.).*  
Tradução nossa.

Se as leis da mecânica de Newton foram aplicadas tão eficazmente a outras ciências, os economistas do século XIX consideraram que as mesmas se deveriam aplicar, do mesmo modo, à economia, dando lugar ao que é conhecido como economia neoclássica, que constitui a base fundamental do que é hoje ensinado nas universidades.

O *homo economicus*, como já referido, era semelhante aos átomos da mecânica newtoniana que apenas interatuam no mercado mas sem serem alterados. É afastada a intersubjetividade, sendo as suas decisões (dos indivíduos) apenas determinadas pela maximização dos seus interesses e pela *racionalidade* baseada em alguns pressupostos (axiomas) “*que visam dar expressão matemática formal ao que é suposto serem os aspetos fundamentais do comportamento e atitudes do consumidor em relação aos objetos da escolha racional*” (Jehle and. Reny, 2011: 5) -Tradução nossa.) caracterizando as preferências dos indivíduos através de relações binárias, exigindo a teoria que para se ter um comportamento racional se verifiquem alguns axiomas, entre os quais o da abrangência, da transitividade (coerência) e da independência.

---

<sup>22</sup> “...the econometric theory of demand does study human beings, but only as entities having certain patterns of market behaviour; it makes no claim, no pretence, to be able to see inside their heads.” (Hicks, 1956:6).

Estes axiomas são postulados de comportamento, afirmando que os indivíduos têm preferências completas, transitivas e reflexivas as quais não são afectadas pela apresentação das questões, levando ao pressuposto da consistência das preferências e das escolhas. A este propósito citamos Gatti, Domenico Delli at al:

*“Além disso é suposto que os agentes sejam todos iguais e não interajam. Assim, qualquer sistema económico pode ser conceptualizado como sendo composto de vários componentes idênticos e isolados, cada um sendo uma cópia de um Agente Representante (AR). A solução global pode assim ser obtida por meio de uma simples “N-replicação” das escolhas feitas por cada agente otimizador”.*(Gatti, Domenico Delli at al,2008:4)<sup>23</sup>. Tradução nossa.

Também estes autores fazem uma crítica ao paradigma neoclássico, ao referirem a igualdade de todos os agentes, *agente representativo (homo economicus)* pela teoria neoclássica, tal como acontece com os átomos da mecânica de Newton.

O axioma da abrangência assegura que não existem hiatos na ordenação das preferências do indivíduo, pelo que, dadas quaisquer duas alternativas o indivíduo é sempre capaz de as ordenar, ou seja, dadas duas alternativas,  $x$  e  $y$ , verifica-se que ou  $x$  é preferível a  $y$  ( $xPy$ ), ou  $y$  é preferível a  $x$  ( $yPx$ ) ou existe indiferença entre as duas alternativas ( $xly$ ).

Quanto ao axioma da transitividade, devido à racionalidade limitada, traduzindo as limitações cognitivas, os indivíduos não atuam de forma consistente (transitividade) sempre e em toda a parte e sob todas as circunstâncias, não atuando racionalmente no sentido ortodoxo do termo. Quanto à atuação dos indivíduos em conformidade com este axioma, um dos primeiros a pô-lo em causa foi Maurice Allais (1953), evidenciando que a teoria da utilidade esperada, desenvolvida por von Newman e Oskar Morgenstern (1947), não estava certa.

---

<sup>23</sup> “Moreover agents are supposed to be all alike and not to interact. Therefore, any economic system can be conceptualized as consisting of several identical and isolated components, each one being a copy of a Representative Agent (RA). The aggregate solution can thus be obtained by means of a simple “N-replication” of the choices made by each optimizing agent.” Gatti, Domenico Delli at al,2008:4)

No modelo neoclássico com base nos pressupostos (axiomas) retiram-se as conclusões que são inevitáveis as quais já estão contidas nesses pressupostos, de uma forma determinística, tal como na mecânica, derivando-se as conclusões (muitas vezes irrelevantes) dos pressupostos, sendo estes a chave dessas conclusões.

A teoria da utilidade esperada foi construída no pressuposto da atuação dos indivíduos de forma consistente e respeitando também o axioma da independência. Ellsberg expôs o que é conhecido por *paradoxo de Ellsberg*, evidenciando que a teoria da utilidade esperada é incorreta, dado que exige que os indivíduos sejam capazes de atribuir probabilidades a diferentes resultados das suas decisões. Ora, na maioria dos casos as probabilidades são subjectivas (Pollock, 2006), traduzindo a percepção dos indivíduos de determinado resultado ocorrer. Por outro lado, Ellsberg mostrou que o paradoxo pode ser resolvido admitindo que as escolhas sejam dependentes das probabilidades subjetivas dos resultados bem como da ambiguidade desses resultados.

O que Ellsberg pôs em causa foi a capacidade das pessoas serem capazes de atribuir probabilidades consistentes com os pressupostos da teoria das probabilidades. A consistência nas escolhas dos indivíduos constitui um paradigma do *homem económico*, que fundamenta a teoria neoclássica e tal implica que a avaliação das escolhas não é afetada pelo modo como as escolhas são apresentadas.

Ora, como foi evidenciado, nomeadamente por Kahneman e Tversky (1979), as escolhas dos indivíduos são influenciadas pelo modo como são apresentadas, *framing effect*. As pessoas avaliam as suas escolhas em relação a um ponto de referência, ou seja, a apresentação (*frame*) difere mas a questão permanece a mesma. Tem sido também evidenciado que este efeito (*framing*) tem uma base neurológica:

*“Os nossos dados providenciam-nos um fundamento neurobiológico sobre o “framing effect” não só em relação aos próprios indivíduos como também entre os indivíduos. A activação aumentada na amígdala foi associada com a tendência dos sujeitos a serem avessos ao risco nos Ganhos e propensos ao risco no caso das Perdas, suportando a hipótese que o “framing effect” é*

*dirigido por um afecto heurístico desencadeado por um sistema emocional.”*  
(De Martino, B., D. Kumaran, B. Seymour, and R. Dolan. 2006:686)<sup>24</sup>

E no dizer de Kahneman:

*“Esta acusação é apenas em parte justificada: as teorias lógico-psíquicas do pensamento intuitivo não podem igualar a elegância e precisão dos modelos formais normativos de crença e escolha, mas isto é apenas outro modo de dizer que os modelos racionais são psicologicamente irrealistas.”*  
(Kahneman, Daniel, 2003)<sup>25</sup>

Também outros estudos (Bradbury, Hinton; Karen Ross, 1990) têm evidenciado que em muitos casos da vida real o axioma da transitividade não se verifica.

O axioma da independência significa que a ordem de preferência do indivíduo, baseada em comparações alternativas é invariante em relação a todas as possíveis escolhas, significando que as escolhas não são dependentes do contexto.

Uma estratégia racional implica, de acordo com o axioma da racionalidade, a estabilidade das preferências (consideradas como dadas) que permite a otimização da utilidade do indivíduo e, em consequência, autoriza a teoria neoclássica a distinguir entre o que é *racional* e *irracional*.

Contudo, existe um conjunto de estudos desenvolvidos por economistas e psicólogos (Camerer, 1998;), (Tversky; Thaler, 1990) que evidenciam a existência de violações aos axiomas da transitividade e da independência e outros, conhecidas por *anomalias*, assim chamadas pela teoria convencional neoclássica.

Entre essas *anomalias*, que representam características naturais do comportamento humano e que se desviam sistematicamente do conceito de

---

<sup>24</sup> “Our data provide a neurobiological account of the framing effect, both within and across individuals. Increased activation in the amygdale was associated with subjects’ tendency to be risk- averse in the Gain frame and risk- seeking in the Loss frame, supporting the hypothesis that the framing effect is driven by an affect heuristic underwritten by an emotional system” (De Martino, B., D. Kumaran, B. Seymour, and R. Dolan. 2006:686)

<sup>25</sup> “This complaint is only partly justified: psycho-logical theories of intuitive thinking cannot match the elegance and precision of formal normative models of belief and choice, but this is just another way of saying that rational models are psychologically unrealistic.” (Kahneman, Daniel, 2003)”

racionalidade ilimitada postulado pela teoria económica neoclássica, podem referir-se<sup>26</sup>:

- Efeito dotação (Efeito *endowment*)<sup>27</sup>: Os bens na posse de um indivíduo são mais valorados do que os que não estão na sua posse;
- Efeito do ponto de referência ou *status quo*<sup>28</sup>: As pessoas não avaliam as situações finais de riqueza - como é postulado pela teoria da utilidade esperada de von Newman e Morgenstern - mas sim principalmente pelos desvios em relação a um ponto de referência que na maioria das vezes constitui o *status quo*;
- Efeito do custo de oportunidade<sup>29</sup>: O custo traduzido pelo pagamento em dinheiro tem um peso maior no cálculo da decisão do que o custo de oportunidade não monetário da mesma magnitude, significando que a desutilidade do custo sentida pelos indivíduos é maior quando esse custo tem uma expressão monetária do que a desutilidade do custo de oportunidade;
- Efeitos da certeza e das pequenas probabilidades<sup>30</sup>: Eventos com elevadas e pequenas probabilidades são tratados de forma diferente pelos indivíduos; a certeza é considerada muito diferentemente das elevadas probabilidades e é dado muito maior peso às pequenas probabilidades;
- Efeito âncora: Os estudos sociais são avaliados em relação a um particular ponto inicial, cuja escolha influencia os resultados do comportamento: “*This process is called “anchoring and adjustment.” You start with some anchor, the number you know, and adjust in the direction you think is appropriate.*” (Thaler, Richard H; Cass R. Sunstein, 2008:23) <sup>31</sup> pois os indivíduos têm uma forte

---

<sup>26</sup> Eichenberger, Reiner (2001) - Economic incentives transform psychological anomalies, in “Inspiring Economics. Human Motivation in Political Economy”, pp. 21-22. - Edward Elgar.

<sup>27</sup>Kahneman, Daniel; Jack L. Knetsch; Richard H. Thaler (1991) - Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias - *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 1. (Winter, 1991), pp. 193-206

<sup>28</sup> Thaler, Richard H; Cass R. Sunstein (2008) - NUDGE. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness - Yale University Press.

<sup>29</sup>Cohen, David S. Jack Knetsch (1992) - Judicial Choice and Disparities Between Measures of Economic Values- *Pace University School of Law*, scohen2@law.pace.edu.

<sup>30</sup> Kahneman, Daniel; Amos Tversky (2000)-Choices, Values, and Frames in “Judgment and Decision Making” - P. 154. – CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS.

<sup>31</sup> Thaler, Richard H; Cass R. Sunstein (2008) - NUDGE. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness - Yale University Press, p. 23.

tendência a adaptar-se ao seu meio-ambiente e reagir apenas às mudanças percebidas (Thaler, Richard H., 2000:137).

- Efeitos da disponibilidade<sup>32</sup> e representatividade<sup>33</sup>: Os acontecimentos recentes, espetaculares ou experienciados pessoalmente são sobre-estimados quando os indivíduos tomam decisões;
- Efeito da sobre confiança<sup>34 35</sup>: As pessoas estão convictas de que conhecem melhor os factos que observam do que na realidade se verifica, levando ao optimismo exagerado. Muitas vezes os indivíduos consideram, após a ocorrência de um facto, que o mesmo foi correctamente previsto, o que não se verificou na realidade, sendo conhecido por enviezamento retrospectivo (*hindsight bias*) (Thaler, Richard H., 2000:138).
- Efeito framing<sup>36 37</sup>: O modo como a questão é colocada ou formulada e o modo como a informação é apresentada afecta a decisão dos indivíduos;
- Efeito da reversão das preferências<sup>38</sup>: Os indivíduos tendem a escolher lotarias com elevadas probabilidades e pequenos resultados em relação a lotarias com baixas probabilidades e elevados resultados mas estão dispostos a pagar mais por estas últimas;
- Efeito de informação recente e disponível<sup>39</sup>, que leva os indivíduos a terem uma tendência para sobre-valorarem a informação recente e disponível desvalorizando a informação mais antiga.

---

<sup>32</sup> Thaler, Richard H; Cass R. Sunstein (2008) -NUDGE. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness - Yale University Press, p. 24

<sup>33</sup> Thaler, Richard H; Cass R. Sunstein (2008) -NUDGE. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness - Yale University Press, p. 26.

<sup>34</sup> Poulton, E.C. (1994) - Behavioral Decision Theory: A New Approach – CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS.

<sup>35</sup> Camerer, Colin; Dan Lovallo (1999) – Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach – The American Economic Review, Vol. 89. Nº 1, Mar., 1999, 306-318.

<sup>36</sup> Tversky, Amos; Daniel Kahneman (1981) - The Framing of Decisions and the Psychology of Choice *Science*, New Series, Vol. 211, No. 4481. (Jan. 30, 1981), pp. 453-458. Stable

<sup>37</sup> **Munro, Alistair (2009)** -Bounded Rationality and Public Policy,p.44 - Springer

<sup>38</sup> Tversky, A.; Thaler, R. (1990). - Anomalies: Preference reversals. - *Journal of Economic Perspectives*. Vol.4 (2), 201–211.

<sup>39</sup> De Bondt; Thaler, R. H. (1987).- Further evidence on investor overreaction and stock-market seasonality. - *Journal of Finance*, 42(3), 557–81.

----- Thaler, R. H. (1990). Do security analysts overreact. *American Economic Review*, 80(2), 52–7.

O *Endowment effect*, consiste na hipótese de que as perdas são sistematicamente mais valoradas que os ganhos equivalentes (Kahneman, Daniel; Knetsch, Jack; Thaler, Richard, 2003; Kahneman, Daniel; Thaler, R. H., 1987), o que significa que as pessoas dão normalmente mais valor ao que possuem (dotação) do que ao que não está na sua posse (Kahneman e Tversky, 1979).

O *endowment effect* põe em causa o *teorema de Coase*, segundo o qual, a afetação dos direitos legais é neutra quanto aos resultados, se os custos de transação forem suficientemente baixos ou inexistentes, levando a que as partes procurarão, entre si, um resultado eficiente seja qual for a atribuição legal inicial dos direitos (Coase, 1988), pois o valor atribuído a um direito, na presença deste efeito, varia em função da atribuição inicial do direito, não sendo necessária a intervenção do Estado mesmo no que respeita às externalidades.

Com efeito, os indivíduos nas suas decisões revelam assimetrias nas suas respostas quanto ao que percecionam como perdas ou como ganhos em relação a um ponto de referência, o *status quo* (Kahneman and Tversky, 1979). Referimos a *perceção subjectiva* dos indivíduos pois é o que os leva às decisões. Essa perceção é também função do modo como as questões são apresentadas (*framing effect*). O *endowment effect* pode traduzir-se na seguinte expressão:

$$U(X_0 - \Delta X) > U(X_0 + \Delta X)$$

sendo U a função utilidade, X a dotação do bem pertencente ao indivíduo (ponto de referência), o que significa que quando algo é percecionado como perda a intensidade e magnitude da utilidade negativa é maior (em termos absolutos) do que a intensidade e magnitude da utilidade de algo percecionado como ganho. Assim, quando o indivíduo tem a dotação  $X_0$  e perde  $\Delta X$ , a desutilidade desta perda, em valor absoluto, é maior que a utilidade sentida pelo ganho de  $\Delta X$ .

O efeito dotação (*endowment*) pode ser utilizado quer pelas empresas que visam obter lucro, quer pelas instituições sem fins lucrativos, quer pelos políticos. Neste último caso (âmbito político) algumas políticas podem ser apresentadas (efeito *framing*) como constituindo algo que pertence a todos (efeito *endowment*) levando os indivíduos de uma região ou país a considerarem algo como seu que,

deste modo, valorarão com maior intensidade aceitando e defendendo mais facilmente as políticas correspondentes, mesmo que não obtenham quaisquer ganhos com tais políticas ou que as mesmas os prejudiquem, podendo levar a que políticas que afectam a equidade horizontal e vertical sejam aceites pela população em nome de algo que é percepcionado como sua pertença.

No âmbito desportivo podem observar-se comportamentos explicáveis através do efeito *endowment* no que concerne à noção de pertença a clubes, nomeadamente, o futebol.

Também no campo profissional o efeito *endowment*, conjuntamente com a assimetria sentida em relação às perdas e aos ganhos, pode explicar o comportamento dos indivíduos quando são negativamente afectados os direitos que faziam parte da sua dotação (*endowment*), nomeadamente, através de greves e outras formas de luta no sentido de manterem o seu nível de bem-estar.

Normalmente, a percepção dos custos que se traduzem no dispêndio de dinheiro (*out-of-pocket*) são sentidos mais intensamente em termos de utilidade do que os custos de oportunidade (Thaler, 1980: 45) os quais se traduzem em ganhos perdidos. Por outras palavras, os custos explícitos têm uma desutilidade superior à dos custos de oportunidade da mesma magnitude, o que é influenciado pelo *framing effect*, significando que o modo como o problema é apresentado afeta a decisão do indivíduo (Tversky; Kahneman, 1986); Thaler. 1980). Os descontos de preço são percecionados como ganhos enquanto que as sobretaxas são percecionadas como perdas, o que normalmente é aplicado aos chamados descontos de pagamento em papel moeda, percecionados como um ganho, não se mencionando o acréscimo de preço pago através dos cartões de crédito que normalmente são mais elevados, o que é percecionado como uma perda.

Segundo a teoria da perspectiva, as perdas e os ganhos são normalmente avaliados em relação a um ponto de referência - *endowment effect* - (Kahneman; Tversky, 1979) em contraste com o que é afirmado pela teoria da utilidade esperada de von Newman e Morgenstern, considerando esta teoria que a decisão do indivíduo tem por base que os resultados da mesma tem em conta toda a riqueza, ou seja, a utilidade particular de um resultado não é apenas

baseada nesse resultado mas na integração do mesmo no conjunto de toda a riqueza inicial, diferentemente da teoria da perspectiva de Kahneman e Tversky.

De acordo com a teoria neoclássica existe uma *racionalidade* simétrica entre o que se está disposto a pagar (*willingness to pay* - WTP) por algo que não se tem e o que se está disposto a receber (*willingness to accept* - WTA) para ceder algo que se possui, ou seja, para a teoria neoclássica  $WTP=WTA$  o que não acontece na realidade pois tendo em consideração o *endowment effect* o WTP é diferente do WTA (Boyce, R.R.; Brown, T.C.; McClelland, G.H.; Peterson, G.L.; Schulze, W.D.,1992). Nos estudos que se têm efectuado sobre a determinação do valor de bens não transacionáveis, como, por exemplo, a determinação do valor estatístico da vida, tem-se chegado a valores muito discrepantes. O efeito dotação (*endowment*) está ligado ao efeito *framing*. Como refere Rune Elvik:

*“Há várias formas de estimar o custo dos acidentes rodoviários e não existe consenso sobre o melhor método. Enquanto o método da disposição a pagar (willingness-to-pay) tem muitos adeptos e se apresenta como o melhor numa perspectiva teórica, empiricamente tem sido muito difícil de avaliar. Existem estudos publicados em muitos países, cujos resultados evidenciam enormes diferenças.... A raiz destas dificuldades pode, contudo, ser mais profunda do que alguns investigadores estão dispostos a admitir. Se os indivíduos não têm preferências claramente definidas sobre a oferta de segurança rodoviária e são facilmente influenciados pela forma como a valoração das questões é apresentada (framed), qualquer estimativa da disposição a pagar, para diminuir o número de acidentes rodoviários, está sujeita a ser muito imprecisa.”* (Elvik, Rune, 2012)<sup>40</sup> Tradução nossa.

*Framing effect* (Kahneman, Daniel; Tversky, Amos, 1979; - Kahneman, Daniel, 1981; - Tversky, A.; Thaler, R.,1990). Este efeito traduz-se na alteração do comportamento dos indivíduos quanto às escolhas, sendo estas alteradas pela

---

<sup>40</sup> “There are many ways of estimating road accident costs and no consensus exists regarding the best method. While the willingness-to-pay approach has many supporters, and from a theoretical point of view is the best approach, assessing willingness-to-pay empirically has turned out to be very difficult. Studies have been reported in many countries, but the results vary enormously. ... The root of the difficulties may, however, run deeper than many researchers are willing to admit. If people do not have clear preferences regarding the provision of road safety, and are easily influenced by the way valuation tasks have been framed, any estimate of the willingness-to-pay for less road accidents is bound to be very imprecise.” (Elvik, Rune, 2012)

forma como os assuntos são apresentados, o que põe em causa a o axioma da independência da teoria da utilidade esperada de von Newman e Morgenstern. Os efeitos *endowment* e *framing* consubstanciam-se no efeito de *aversão ao risco* que está relacionado com a percepção do risco (Andersson, Henrik; Petter Lundborg, 2006), pois as pessoas actuam em função do modo como percecionam o risco (Vlaev, Ivo; Nick Chater, 2007), ou seja, as pessoas não avaliam as perdas e os ganhos de forma simétrica, percecionando as perdas mais intensamente do que os ganhos.

#### CERTEZA, RISCO E INCERTEZA

As decisões dos indivíduos podem ocorrer numa das seguintes três situações: certeza, risco ou incerteza. A distinção entre estas situações consubstancia-se no nível de conhecimento acerca do resultado de uma particular decisão. No caso de actuação em situação de certeza o resultado é conhecido.

As decisões do indivíduo em situações de risco ocorrem quando mais de um resultado é possível decorrente de uma decisão mas a probabilidade de cada resultado é conhecida ou pode ser obtida por forma actuarial. As decisões em situação de incerteza são caracterizadas por múltiplos resultados para cada alternativa e as probabilidades dos resultados não são conhecidos, o que está conectado com a informação incompleta, as preferências pessoais e a percepção subjectiva. (Dowling, Grahame R., 1999).

No que respeita à simetria de resultados quanto às perdas e ganhos, refere o Kahneman:

*“Nós adicionamos a alegação de que os modelos que ignoram a aversão às perdas prevêm mais simetria e reversibilidade do que o que é observado no mundo, ignorando potencialmente grandes diferenças na magnitude de respostas aos ganhos e às perdas”.*(Kahneman et al, 1991: 205)<sup>41</sup>. Tradução nossa.

---

<sup>41</sup> “We have added the claim that models that ignore loss aversion predict more symmetry and reversibility than are observed in the world, ignoring potentially large differences in the magnitude of responses to gains and to losses.”(Kahneman et al, 1991: 205).

Quando o comportamento do indivíduo não se coaduna com os axiomas da teoria neoclássica surge o que é conhecido por *anomalias* (segundo esta teoria) que violam esses axiomas. De acordo com Munro:

*“As anomalias podem ser classificadas em três categorias. A primeira e a mais direta categoria é constituída pelas anomalias explícitas, onde o comportamento observado não está em consonância com um ou mais dos axiomas afirmados pelo modelo da escolha racional. Por exemplo, se um indivíduo restritamente prefere a opção A a B, entre B e C escolhe C, mas também prefere C a A, violando, deste modo, o axioma da transitividade.”* (Munro, 2009:17). Tradução nossa<sup>42</sup>.

Ainda seguindo Munro, a segunda categoria de anomalias traduz-se nas anomalias implícitas, que se consubstanciam nas contradições entre a teoria da escolha racional e a evidência empírica, nomeadamente, quanto à constância das preferências assumida pela teoria neoclássica, quanto à escolha *racional*, não levando em conta o efeito da apresentação das questões (*framing effect*).

Quando as pessoas estão convictas de que conhecem melhor os factos que observam do que na realidade se verifica, são levadas a uma sobre-confiança e optimismo exagerado cujo estado *hot* (Thaler, Richard, 2008: 42. - Loewenstein, G., 2000) as leva a tomar decisões (nomeadamente, no âmbito empresarial) cujos efeitos têm elevada probabilidade de serem negativos, decisões que são devidas a um sentimento de invulnerabilidade, atribuindo os seus sucessos apenas às suas capacidades de racionalidade. Este sentimento leva os indivíduos a acreditar que são superiores à média na sua ocupação (Peterson, R.L.; 2005). Já Adam Smith referia, no que concerne à sobre-confiança:

*“A presunção arrogante que a maior parte dos homens tem das suas próprias habilidades é um mal antigo observado por filósofos e moralistas de todas os tempos. A sua presunção absurda da sua própria sorte tem sido pouco notada. É, no entanto, se possível, ainda mais universal. Não há homem vivo que, quando com saúde, não tenha alguma parte dela. A*

---

<sup>42</sup>Munro (2009:17): “Anomalies come in three categories. The first and most straightforward category is that of explicit anomalies, where observed behaviour is at variance with one or more of the stated axioms of the model. For instance, if an individual strictly prefers option A to B, chooses B out of B and C, but then strictly prefers C to A, then he or she breaks the transitivity axiom”

*probabilidade de ganho é mais ou menos sobre-valorada por qualquer homem, e a probabilidade de perda é sub-valorada pela maioria dos homens...” (Smith; Adam; 1776: Book I, Ch. X, Part 1).*<sup>43</sup>

A reversão das preferências (Tversky; Thaler, 1990.; Thaler, R.,1990) e o *Status quo bias* (Samuelson and Zeckhauser,1988) estão relacionados com a aversão ao risco. A reversão das preferências (Tversky; Thaler, 1990: 201-2011) contradiz o que a teoria neoclássica afirma quanto à constância das preferências. Por outro lado, as preferências são dependentes de um ponto de referência como referem Kahneman e Tversky:

*“De recordar que os resultados são definidos em relação a um ponto de referência, que serve como o ponto zero do valor da escala.”*<sup>44</sup> (Kahneman; Tversky, 1979:275).Tradução nossa.

Pode considerar-se que, de certo modo, os investigadores promovem os interesses dos seus grupos de referência a que pertencem, quer por razões económicas, bem como para a sua imagem positiva (Anand,2006:17). No dizer de John Davis:

*“O moderno conceito de indivíduo tem as suas origens no dualismo cartesiano-newtoniano da subjetividade humana da natureza objetiva associado com as concepções iluministas da ciência e da sociedade. A história contemporânea da ciência enfatiza a visão newtoniana e o lado natural deste dualism, mas o inseparável acompanhamento desta visão foi a visão de Descartes do indivíduo separado como interioridade subjectiva. Na minha visão, como a maioria dos dualismos, este dualismo Cartesiano-Newtoniano foi profundamente problemático e ultimamente insustentável em cada um dos seus dois aspectos. Tal como não podemos entender a natureza puramente como um mecanismo, assim não podemos entender o*

---

<sup>43</sup> *“The overweening conceit which the greater part of men have of their own abilities is an ancient evil remarked by the philosophers and moralists of all ages. Their absurd presumption in their own good fortune has been less taken notice of. It is, however, if possible, still more universal. There is no man living who, when in tolerable health and spirits, has not some share of it. The chance of gain is by every man more or less overvalued, and the chance of loss is by most men undervalued, and by scarce any man, who is in tolerable health and spirits, valued more than it is worth.” (Smith; Adam; 1776: Book I, Ch. X, Part 1).*

<sup>44</sup> Kahneman; Tversky, 1979:275 : *“Recall that outcomes are defined relative to a reference point, which serves as the zero point of the value scale”.*

*indivíduo humano puramente como separado subjectivamente. Deste modo, olhando em frente, o neoclassicismo tomando este aspecto particular do conceito de indivíduo plantou as sementes da sua dissolução final como uma teoria do indivíduo em economia.”. (Davis, 2003:2)<sup>45</sup>.*

E Davis continua, expondo a visão do *homo economicus*:

*“Acima de tudo, os sujeitos económicos devem ser declarados como átomos. A aplicação do atomismo à economia significa tratar os desejos humanos e as suas propensões como dados fundamentais que, como as massas dos corpos físicos na mecânica clássica, não são afectados pelas relações pelas quais são modelados.” (Davis,2003:2). Tradução nossa.<sup>46</sup>*

Seguindo de perto John Davis podemos dizer que a aplicação do atomismo ao comportamento dos indivíduos, no âmbito económico, significa tratar os seus desejos e tendências como dados fundamentais, de modo semelhante aos átomos da física de Newton, não sendo afetados pelas relações de alteridade, de intersubjetividade, o que leva a economia neoclássica a considerar a aditividade da procura e da oferta do mercado pelo somatório individual destas, o que só é possível pelo afastamento das relações de intersubjetividade, de alteridade, sendo o fenómeno económico apenas intrasubjetivo. No dizer de Edward Fullbrook:

*“O atomístico homo economicus é um conceito Frankensteiniano. A ideia foi fabricada nos finais do século dezanove para servir o sonho de construir modelos do universo económico à imagem da mecânica de Newton.”. (Fullbrook, 2002:1)<sup>47</sup>Tradução nossa.*

---

<sup>45</sup> Davis,2003 :2: *“The modern concept of the individual has its origins in the Cartesian–Newtonian dualism of human subjectivity and objective nature associated with Enlightenment conceptions of science and society Contemporary history of science emphasizes the Newtonian vision and the nature side of this dualism, but the inseparable accompaniment of this vision was Descartes’ view of the individual as a disengaged, subjective inwardness. In my view, like most dualisms, this Cartesian–Newtonian one was fundamentally problematic and therefore ultimately unsustainable in each of its two aspects. Just as we cannot understand nature purely as a mechanism, so neither can we understand the human individual purely as a disengaged subjectivity. Thus, looking ahead, that neoclassicism took up this particular concept of the individual planted the seeds of its ultimate dissolution as a theory of the individual in economics..” (Davis, 2003:2*

<sup>46</sup> *“Above all, economic subjects must be declared atomic. Application of atomism to the economic realm means treating human desires and proclivities as fundamental data, which, like the masses of physical bodies in classical mechanics, are not affected by the relations being modeled.” (Davis,2003:2).*

<sup>47</sup> *“The neoclassical atomistic homo economicus is a conceptual Frankenstein. The idea was fabricated in the late nineteenth century to serve the dream of constructing models of the economic universe in the image of Newtonian mechanics.” (Fullbrook, 2002:1)*

De acordo com Milton Friedman o conceito “as if” (Friedman,1962 [2008]: 37) passou a ser o bastante para considerar o modelo neoclássico aceitável mesmo que os seus pressupostos não tivessem aderência à realidade. Este conceito de Friedman está fundamentado nos axiomas da racionalidade do *homo economicus*, bem como nos pressupostos do mercado de concorrência perfeita. Segundo Friedman:

*“É frequentemente conveniente apresentar tais hipóteses afirmando que os fenômenos que se desejam prever se comportam no mundo em observação como se (as if) ocorressem num hipotético e simplificado mundo contendo apenas as forças que a hipótese afirma serem importantes.”.* (Friedman,1953:40)<sup>48</sup>. Tradução nossa. E continua o mesmo autor:

*“Hipóteses realmente importantes e significativas serão encontradas por terem “pressupostos” que são largamente representações descritivas imprecisas da realidade e, em geral, quanto mais significativa é a teoria, mais irrealistas são os pressupostos (neste sentido)”* (Friedman,1953:14.)<sup>49</sup>. Tradução nossa.

Sobre o mesmo assunto, mas noutra obra, o mesmo autor diz

*“Assim, suponhamos que o indivíduo ao tomar estas decisões age como se estivesse a perseguir e tentar maximizar um único fim. Isto implica que diferentes bens têm alguma característica em comum, que permite a comparação entre eles.”.* (Friedman, 1962:37)<sup>50</sup>.<sup>51</sup> Tradução nossa.

Segundo esta hipótese, as *if*, não importa que os modelos se ajustem à realidade, bastando que com eles se possam fazer algumas previsões, fundamentando-se nos pressupostos neoclássicos, da busca da maximização da utilidade e do lucro, da existência da concorrência perfeita, bem como nos

---

<sup>48</sup> “It is frequently convenient to present such a hypothesis by stating that the phenomena it is desired to predict behave in the world of observation as if they occurred in a hypothetical and highly simplified world containing only the forces that the hypothesis asserts to be important.” (Friedman,1953:40)

<sup>49</sup> “Truly important and significant hypotheses will be found to have “assumptions” that are wildly inaccurate descriptive representations of reality, and, in general, the more significant the theory, the more unrealistic the assumptions (in this sense)”

<sup>50</sup> “Accordingly, we shall suppose that the individual in making these decisions acts as if he were pursuing and attempting to maximize a single end. This implies that different goods have some common characteristic which makes comparisons among them possible.” (Friedman, 1962:37)

<sup>51</sup> Com uma visão contrária a Milton Friedman pode ver-se Herbert Simon “Rational Decision Making in Business Organizations”- *American Economic Review* 69, nº 4 (September 1979: 493-513).

axiomas da abrangência, da transitividade, da independência e da constância das preferências dos indivíduos. No dizer de Colin Camerer; quanto à hipótese *as if*:

*“A hipótese “as if” fazia algum sentido enquanto o cérebro permanecia substancialmente uma caixa negra.” (Camerer,2005:10).*

Contudo, dado o desenvolvimento científico da neuroeconomia<sup>52</sup> essa posição não é mais sustentável, pondo em causa a dicotomia cartesiana e o atomismo newtoniano do *homo economicus*, evidenciando que a teoria económica neoclássica deverá evoluir para integrar outros conceitos que têm vindo a ser desenvolvidos no âmbito de outras ciências, nomeadamente, a economia comportamental, a psicologia e a neurociência. É hoje conhecido que o indivíduo é uno, não podendo ser separados a razão e os sentimentos, em virtude dos avanços da ciência, nomeadamente, da neurologia que tem sido aplicada à economia a fim de melhor compreender o comportamento humano.

O *homo oeconomicus* é imperturbável pelos factores viscerais, incluindo as emoções (Elster, Jon; 2007:76) e é também considerado como não tendo quaisquer limitações cognitivas o que, de modo algum, não está em consonância com a realidade.

Por outro lado a teoria neoclássica, baseada no *homo economicus*, atende apenas às relações dos indivíduos baseadas num puro sistema de preços, existindo, com base nos pressupostos atomísticos<sup>53</sup> da teoria, como que um anonimato entre os sujeitos económicos que deriva do pressuposto da atomicidade e não influência intersubjectiva. A atomização constitui um pré-requisito para a concorrência perfeita.

### **CROWDING OUT E CROWDIN IN E HOMO ECONOMICUS**

Alguns estudos<sup>54</sup>(Frey, Bruno,1997:27) têm vindo a evidenciar que as motivações intrínsecas deverão ser tidas em conta, o que a teoria neoclássica

---

<sup>52</sup> A Neuroeconomia estuda o sistema neural humano incluindo o cérebro, com o objectivo de descobrir os princípios económicos da decisão.

<sup>53</sup> Bem como no pressuposto do dualism cartesiano.

<sup>54</sup> Frey, Bruno S. (1997) - Not Just for the Money. An Economic Theory of Personal Motivation- Edward Elgar Publishing.

não contempla, a qual apenas considera as interações que se desenrolam atomisticamente no mercado, o que pode acontecer em certas situações em que o consumidor não necessita de ter em consideração as motivações intrínsecas do fornecedor, como acontece actualmente nas grandes superfícies.

Contudo, à medida em que nos afastamos do puro sistema de preços e em que as relações intersubjectivas se tornam mais próximas, onde entram os sentimentos e as emoções, as relações de alteridade tornam-se mais importantes, podendo desencadear efeitos negativos ou positivos no que tange à motivação e, por conseguinte, na eficiência e eficácia, consequentemente na produtividade. Estes efeitos são conhecidos por *crowding out* (quando os efeitos não são desejados) e *crowdin in* (quando os efeitos são desejados) estando relacionados com o conceito de *principal-agente*. No caso do *crowding-out effect* uma compensação monetária ou através de regulamentos tem associado um “custo sombra” -The Hidden Cost of Reward - (Frey,1997:15), traduzindo-se em desmotivação do indivíduo.

Tal significa que muitas intervenções externas, quer sejam sob a forma monetária ou através de regulação, podem ter efeitos na motivação intrínseca dos indivíduos, quer coartando-a o que se traduz no efeito de evicção, *crowding-out effect*, quer potenciando-a, traduzindo-se no *crowding-in effect*. Em termos sociais o *crowding-out effect* pode dar origem ao que Frey (1997:10) refere como *Spill-Over Effect*, que se traduz em as várias comunidades (ou indivíduos) não quererem suportar os custos sociais de determinadas instalações, as quais em termos de custo- benefício social é de grande mérito para a sociedade.

As intervenções externas, quer ao nível da família, da empresa ou da sociedade (nomeadamente do Estado) poderão ter efeitos negativos no desenvolvimento de várias actividades desejadas socialmente. Em determinadas relações de alteridade, sobretudo quando existe conhecimento e proximidade da relação *principal-agente*, o pagamento de determinados serviços pode reduzir a motivação para o desempenho dessas acções, nomeadamente ao nível empresarial.

Conclui-se, pois, que que o sistema de preços *per se*, baseado no *homo economicus*, não é suficiente para explicar o comportamento dos indivíduos,

devendo ter-se em consideração os incentivos externos e internos para compreender esse comportamento, incentivos que estão interrelacionados (Frey, 1997:14). A questão do *crowding-out effect* pode ligar-se com o conceito do processo de autonomia da escolha efectuada pelo indivíduo, que é uma das formas da liberdade. (Sen, Amartya, 1993:522).

Embora Gary Becker tenha alargado o âmbito da economia continuou a considerar os gostos e as preferências invariantes com o contexto social, de acordo com os princípios da economia neoclássica, referindo Stigler e Becker:

*“ O estabelecimento da proposição pode ser útil para tratar os gostos como estáveis ao longo do tempo...”* (Stigler, Becker, 1977:76. Tradução nossa.).

Ainda Becker, em *Accounting for Tastes*, seguindo a escola neoclássica, refere que os gostos (preferências) são como dados, não se alterando:

*“O nosso título parece-nos ser capaz de uma outra interpretação preferível: de que os gostos nem mudam caprichosamente nem diferem de forma importante entre as pessoas. Com esta interpretação nós não arguimos sobre os gostos pela mesma razão que não arguimos sobre Rocky Mountains – ambos estão lá, estarão lá no próximo ano, também, e são os mesmos para todos os homens”* (Becker, 1996 :24)<sup>55</sup>. Tradução nossa.

De acordo com estes autores as preferências são imunes ao contexto em que o indivíduo actua, tal como os átomos da física newtoniana são *impenetráveis* ao ambiente e relações intersubjectivas.

Numa crítica ao modelo neoclássico, sublinhando a influência do contexto, Akerlof e Kranton referem o seguinte:

*“A pesquisa concentra-se, então, na forma como os preços e o rendimento, não os gostos, afetam o comportamento. Esta abordagem, é claro, corresponde à economia tradicional, que incide sobre os incentivos*

---

<sup>55</sup> “Our title seems to us to be capable of another and preferable interpretation: that tastes neither change capriciously nor differ importantly between people. On this interpretation one does not argue over tastes for the same reason that one does not argue over the Rocky Mountains-both are there, will be there next year, too, and are the same to all men.” (Becker, 1996 :24)

*monetários, e difere das novas experiências, que mostram como o contexto social é importante.” (Akerlof; Kranton, 2010:33) <sup>56</sup>.Tradução nossa.*

Segundo estes autores, os gostos e preferências mudam por serem influenciados pelo contexto social, não se mantendo constantes como é afirmado pela teoria económica neoclássica, sendo também diferentes intersubjetivamente, o que leva a naturais inconsistências, violando o axioma da transitividade.

Os gostos e preferências dos indivíduos são influenciados pelo que denominamos *Equação Pessoal* (Donário, 2010). Utilizamos a expressão *Equação Pessoal* como traduzindo o conjunto de crenças, valores e conhecimentos de um indivíduo. A equação pessoal influencia determinantemente o comportamento do indivíduo, variando espacial e diacronicamente. Ela é dinâmica, o que implica que novos conhecimentos, crenças e valores incutidos no indivíduo alteram o seu comportamento.

A cultura é crucial para entender o comportamento humano. Os indivíduos adquirem crenças e valores através das relações de alteridade com os outros com quem contactam, de forma direta ou indireta, pelo que se deve ter em consideração esta realidade. As ideias culturalmente adquiridas são importantes para explicar uma vasta gama do comportamento humano – opiniões, crenças, atitudes, hábitos de pensamento, estilos artísticos, tecnologia, bem como regras sociais e instituições políticas.

Amartya Sen coloca a questão da relatividade das coisas e fenómenos que observamos, sendo a sua interpretação dependente de factores físicos e culturais, o que está ligado com a equação pessoal, antes referida. Segundo Sen:

*“O que nós podemos observar depende da nossa posição relativamente aos objetos de observação. O que decidimos acreditar é influenciado pelo que nós observamos. O modo como decidimos actuar relaciona-se com as nossas crenças. A dependência posicional das observações, crenças e*

---

<sup>56</sup> Akerlof; Kranton, 2010:33: *The research then focuses on how prices and income, not tastes, affect behavior. This approach, of course, corresponds to traditional economics experiments, which focus on monetary incentives, and differs from the new experiments, which show how social context matters.*

*ações são centrais para o nosso conhecimento e razão prática.” (Sen, 1993:126.Tradução nossa.)<sup>57</sup>*

Esta posição de Sen pode ser relacionada com o que Einstein escreveu<sup>58</sup>:

*“The great achievements of mechanics in all its branches, its striking success in the development of astronomy, the application of its ideas to problems apparently different and non-mechanical in character, all these things contributed to the belief that it is possible to describe all natural phenomena in terms of simple forces between unalterable objects.” (Einstein and Infeld 1938:188)<sup>59</sup>*

Note-se que nesta passagem de Einstein o autor se refere às crenças de que é possível descrever todos os fenómenos naturais em termos de simples forças mecânicas não alteráveis, o que de certa forma a teoria económica neoclássica assumiu com o *homo economicus*.

Pode estabelecer-se uma ligação com a perceção relativa do tempo pelos indivíduos em função do contexto em que se encontram, isto é, o grau de incerteza influi nessa perceção, pelo que as decisões são dependentes do contexto, alterando-se as expectativas e, consequentemente, as decisões. Esta posição contrasta com a assumida pelo modelo económico neoclássico, em que a lógica da decisão dos indivíduos tem *uma estrutura temporal fixa nos diferentes contextos*<sup>60</sup> semelhante à mecânica de Newton que referia: “*Absolute time, without reference to anything external, flows uniformly*”.<sup>61</sup>,

A teoria da perspectiva de Kahneman e Tversky (1979), ao considerar um *ponto de referência* em relação ao qual são tomadas as decisões do indivíduo, implica que alterando-se esse ponto de referência as decisões também se alteram, nomeadamente pelos efeitos *endowment* e *framing*, que estão ligados a

---

<sup>57</sup> Sen, 1993:126 : “*What we can observe depends on our position vis-à-vis the objects of observation. What we decide to believe is influenced by what we observe. How we decide to act relates to our beliefs. Positionally dependent observations, beliefs, and actions are central to our knowledge and practical reason.*”.

<sup>58</sup> Sobre os conceitos de tempo e espaço absolutos pode ver-se: Disalle, Robert (2006) Understanding Space -Time – Cambridge University Press.

<sup>59</sup> Citação retirada de Togati, Teodoro Dario (1998) - Keynes and the Neoclassical Synthesis – Routledge, p. 8.

<sup>60</sup> *Idem*,p. 55.Tradução nossa.

<sup>61</sup> *In* Disalle, Robert (2006) Understanding Space-Time – Cambridge University Press, p. 20.

percepções e a factores biológicos, nomeadamente à estrutura do cérebro bem como ao estado das emoções, podendo estas emoções (como a tristeza) inverter os efeitos normais do efeito *endowment* (Lerner, Jennifer S.; Deborah A. Small; George Loewenstein:2004:338).

Sobre este assunto (influência de factores biológicos nas decisões dos indivíduos) têm sido desenvolvidos estudos por vários autores como Antoine Bechara e António R. Damásio, (2004) que referem que as emoções influenciam directamente as decisões dos indivíduos, deixando no cérebro o que denominam como *marcador somático*

*“The somatic marker hypothesis provides a systems-level neuroanatomical and cognitive framework for decision-making and its influence by emotion.”*  
(Antoine Bechara e António R. Damásio, 2004:336).

Entre outros autores que têm desenvolvido estudos sobre os factores biológicos com influência no comportamento humano podem citar-se:

Giedd. J. N. (2004) que evidenciou que o cortex prefrontal do cérebro dos adultos jovens está em maturação até cerca dos 25 anos de idade, e que é esta região que dá aos indivíduos a capacidade para exercer o “julgamento correcto” quando num contexto de dificuldades, pois é esta parte do cérebro que governa os mecanismos de controlo e reflexão.

Levin, Irwin P. *et al* (2012), no mesmo sentido que Giedd, os autores referem que o cortex prefrontal permite a tomada de decisões com mais cuidado, mais reflectivas as quais desencadeiam respostas emocionais (indução secundária) que ajuda a guiar as decisões. Denson, Thomas F. *et al* (2012) referem que os jovens têm menor capacidade para controlar os seus impulsos levando-os a serem mais propensos ao risco em função do grau de maturidade do cérebro. Loewenstein, George (1987) refere que a menor capacidade de reflexão, e de autocontrolo, devido a factores biológicos como o grau de maturação do cérebro, leva ao que é conhecido por *miopia* em termos de preferência temporal, isto é, os indivíduos jovens exibem preferência temporal positiva em relação com o prazer presente (curto prazo) em relação ao futuro. Este comportamento é conhecido como “poder de vontade limitado” que é também conhecido por “vontade fraca” que Aristóteles denominava de *akrasia* a qual ocorre quando se

tem comportamentos ou se realizam acções que se sabe poderem ter efeitos negativos mas não obstante se realizam como resultado de alguma emoção, paixão ou sentimento como prazer ou raiva (Sen, Amartya, 2009:176).

Também Loewenstein (2005) se refere às emoções como alterando o comportamento dos indivíduos, em todos os âmbitos da vida.

A teoria neoclássica considera que os comportamentos que não se adequam aos pressupostos e axiomas do modelo neoclássico são anomalias, exceções. Testes relativos às previsões dos modelos *as-if* (frase desenvolvida por Milton Friedman) que se fundamentam na escolha racional da teoria neoclássica têm demonstrado a existência de muitas *anomalias* empíricas (Camerer, Colin F.; Meghana Bhatt; and Ming Hsu). Estas *anomalias* em relação ao *homo economicus racional* são sistemáticas e constantes do indivíduo que deverão ser tidas em conta, consideradas como naturais, a fim de que a teoria possa explicar melhor as decisões do indivíduo. Conforme referem Daniel Kahneman, Jack L. Knetsch, e Richard H. Thaler:

*"Economics can be distinguished from other social sciences by the belief that most (all?) behavior can be explained by assuming that agents have stable, well-defined preferences and make rational choices consistent with those preferences in markets that (eventually) clear. An empirical result qualifies as an anomaly if it is difficult to "rationalize," or if implausible assumptions are necessary to explain it within the paradigm."* (Kahneman et al, 1991:193).

Segundo o modelo neoclássico, tudo o que não possa ser explicado pelos axiomas relacionados com o que é denominado *racionalidade* é considerado anomalia. Em vez da total reflexão e racionalidade implícitas no modelo neoclássico do *homo economicus* (e dos seus pressupostos) a neuroeconomia tem evidenciado que o cérebro desenvolve processos *automáticos* que são mais rápidos do que as decisões conscientes e que ocorrem com pouca ou nenhuma consciência ou sentimento de esforço:

*"Primeiro, a maior parte do cérebro desenvolve processos "automáticos", que são mais rápidos do que as deliberações conscientes e que ocorrem com pouca ou nenhuma consciência ou sentimento de esforço. "... Porque as pessoas têm pouco ou nenhum acesso introspectivo a esses processos,*

*ou controle volitivo sobre eles, e estes processos foram desenvolvidos para resolver problemas de importância evolutiva, mais do que respeitar a lógica, o comportamento que estes processos geram não seguem os axiomas normativos de inferência e escolha” (Camerer (2005:11)<sup>62</sup>. Tradução nossa.*

Pode retirar-se desta passagem de Camerer, que a racionalidade que é imputada ao indivíduo no modelo neoclássico, e expressa nos seus axiomas, não é compatível com a realidade concreta do comportamento do indivíduo:

*“Os Indivíduos utilizam a razão, o intelecto e os sentimentos. Devido ao modo como o cérebro humano é e se desenvolve, não há tal coisa como homo economicus, que utiliza apenas o intelecto e toma todas as decisões correctamente, no sentido do paradigma da racionalidade económica. (Krecke’ Elisabeth; Carine Krecke (2007)<sup>63</sup>*

Como refere George Loewenstein:

*“O afeto tem a capacidade de nos transformar, como seres humanos, profundamente, em diferentes estados de espírito, é quase como se nós fossemos pessoas diferentes. O afeto influencia virtualmente cada aspeto do funcionamento humano: percepção, atenção, inferência, aprendizagem, memória, objetivos da escolha, fisiologia, reflexos, o conceito de si, e assim por diante. Com efeito, tem-se argumentado que a própria função do afeto é desenvolver uma resposta abrangente para situações críticas que foram confrontadas repetidamente no passado evolutivo” (Loewenstein, 2005: S49)<sup>64</sup>*

---

<sup>62</sup> “First, much of the brain implements “automatic” processes, which are faster than conscious deliberations and which occur with little or no awareness or feeling of effort.”... Because people have little or no introspective access to these processes, or volitional control over them, and these processes were evolved to solve problems of evolutionary importance rather than respect logical dicta, the behavior these processes generate need not follow normative axioms of inference and choice.” (Camerer (2005:11).

<sup>63</sup> Krecke’ Elisabeth; Carine Krecke (2007) -Hayek’s Theory of Knowledge and Behavioural Finance, in Advances in Austrian Economics, Vol. 9, Pp 98 – Elsevier.” *Individuals employ intellect, reason and feelings. Because of the way in which the human brain is constructed, there’s no such thing as homo oeconomicus, who employs only his intellect and makes all decisions correctly in the sense of the economic rationality paradigm.”*

<sup>64</sup> “Affect has the capacity to transform us, as human beings, profoundly; in different affective states, it is almost as if we are different people. Affect influences virtually every aspect of human functioning: perception, attention, inference, learning, memory, goal choice, physiology, reflexes, self-concept, and so on. Indeed, it has been argued that the very function of affect is to orchestrate a comprehensive response to critical situations that were faced repeatedly in the evolutionary past.”. (Loewenstein, 2005: S49)

Esta passagem do estudo de Loewenstein (para além de outros) evidencia que a fundamentação da teoria económica neoclássica, baseada no *homo economicus* semelhante ao atomismo newtoniano, não corresponde à realidade. Amartya Sen, critica o conceito de preferência revelada e o afastamento do conceito de utilidade da teoria da procura:

*“Trata-se de uma afirmação de algo surpreendente que tem sido feita frequentemente de que a teoria da preferência revelada “liberta” a teoria da procura do conceito de preferência e, a posteriori, a partir do conceito de utilidade em que a teoria tradicional da procura se tem baseado. Em seu trabalho pioneiro, Samuelson argumentou que seu objetivo era “desenvolver a teoria do comportamento do consumidor livre de quaisquer vestígios do conceito de utilidade””*<sup>65</sup> ( Sen, Amartya, 1986:61).

Estudos recentes da neuroeconomia, psicologia e economia comportamental (Giedd. J. N. (2004).; Levin, Irwin P. et al, 2012; Denson, Thomas et al, 2012; Elster, Jon.,1979; Loewenstein, George, 1987) têm vindo a evidenciar que as decisões dos indivíduos são determinadas não apenas pela razão mas também pelos sentimentos e por factores biológicos.

Giedd desenvolveu estudos sobre a maturação do cérebro humano, tendo evidenciado que a maturação do córtex pré-frontal do cérebro apenas se completa cerca dos 25 anos. Ora, sendo esta parte do cérebro que desenvolve os mecanismos da reflexão<sup>66</sup> (Camerer, Colin; George Loewenstein; Drazen Prelec, 2005:17) - o que os defensores da teoria económica neoclássica referem como sendo o comportamento racional - e que está conectada com o que é denominado de sistema reflexivo (Thaler, Richard H.; Cass R. Sunstein, 2007) ou sistema II, enquanto não estiver na sua plenitude de maturação, o comportamento dos indivíduos é mais intensamente determinado pelos

---

<sup>65</sup> Sen, Amartya () - Behaviour and the Concept of Preference.in Rational Choice, Edited by JON ELSTER, p. 61: “This concerns the somewhat surprising claim that has been frequently made that the theory of revealed preference ‘frees’ demand theory from the concept of preference and a fortiori from the concept of utility on which traditional demand theory was based. In his pioneering paper, Samuelson argued that his object was ‘to develop the theory of consumer’s behaviour freed from any vestigial traces of the utility concept.’”.

<sup>66</sup> Camerer, Colin; George Loewenstein; Drazen Prelec, 2005:17 : “The prefrontal cortex (pFC) is sometimes called the “executive” region, because it draws inputs from almost all other regions, integrates them to form near and long-term goals, and plans actions that take these goals into account (Timothy Shallice and Paul Burgess 1996).”.

sentimentos, emoções (Elster, Jon (1998) e factores viscerais (Loewenstein, Georg, 2004) que estão correlacionados com o denominado sistema automático ou sistema I.

De acordo com Zweig (2007) <sup>67</sup> citado por Donald T. Wargo<sup>68</sup> *et al*,

*“...the size of the reward is processed by the automatic system, unconsciously, while the probabilities must be processed in the rational brain, the reflective system, which may mean that young male drivers tend to make their decisions underpinned in their emotions and feelings without the control which is developed by the reflection system.”*

Denson *et al*, entre outros autores, evidencia como o nível de testosterona em combinação com o nível de cortisol afecta o comportamento dos indivíduos, sobretudo os do sexo masculino. Um elevado nível de testosterona combinado com um nível baixo de cortisol leva os indivíduos a diminuírem a aversão ao risco.

Muitas condutas do indivíduo, que parecem violar os pressupostos do modelo neoclássico, e que são consideradas *anomalias* por esta teoria que domina o pensamento económico, deverão ser entendidas como comportamentos normais<sup>69</sup> (*naturais*, em consonância com o comportamento do indivíduo na sua expressão de ser unitário, utilizando a terminologia de Aristóteles<sup>70</sup>, pois o que é natural traduz a excelência, consubstanciando o que é perfeito).

Existe, pois, uma diferença substancial entre o que é *normal* e o que é *natural*. O sentido dado por Aristóteles ao conceito de *excelência* traduz o conceito de natural, significando que a excelência deve ser procurada no desenvolvimento do trabalho humano, pois a situação contrária não é natural, não estando, por

---

<sup>67</sup> Zweig, J. (2007) -Your Money and Your Brain: How the New Science of Neuroeconomics Can Help Make You Rich - New York: Simon and Schuster.

<sup>68</sup> Wargo, Donald T.; Norman A. Baglini; Katherine A. Nelson (2010) - Dopamine, expected utility and decision- making in the firm, *in* Neuroeconomics and the Firm, p.166.- Edward Elgar Publishing, Inc..

<sup>69</sup> Loewenstein, George; Richard Thaler (1989) – Anomalies Intertemporal Choice – Journal of Economic Perspectives –Vol. 3, Number 4 – Pp. 181-193.

<sup>70</sup> Aristóteles - *Physics*, *in* “The Complete Aristotle”,. P.551. – FeedBooks, **Source:** <http://ebooks.adelaide.edu.au/a/aristotle/>.” *“Again, acquired states, whether of the body or of the soul, are not alterations. For some are excellences and others are defects, and neither excellence nor defect is an alteration: excellence is a perfection (for when anything acquires its proper excellence we call it perfect, since it is then if ever that we have a thing in its natural state: e.g. we have a perfect circle when we have one as good as possible), while defect is a perishing of or departure from this condition”.*

consequente, de acordo com a essência humana. A excelência é a perfeição sendo, por conseguinte, a perfeição de algo o seu estado natural. Portanto, os conceitos de natural e normal são distintos. Algo pode ser normal mas não ser natural, logo não tem a qualidade da excelência. Natural para Aristóteles significa bom, não podendo ser interpretado como significando normal.

Estas *anomalias* (consideradas pela teoria neoclássica como desvios à racionalidade do *homo economicus*) deverão ser entendidas como regularidades, como parte natural do comportamento humano, de acordo com os factores biológicos (internos), culturais<sup>71</sup> e externos.

### ULTIMATUM GAME E O HOMO ECONOMICUS

O denominado *Ultimatum game* (Thaler, Richard H., 2000:140) põe em causa a teoria neoclássica baseada no *homo economicus* que procura maximizar a sua utilidade sem atender às relações de alteridade e aos valores morais e éticos. Esta teoria, desenvolvida no âmbito da racionalidade limitada, constitui mais um elemento para compreender a decisão dos indivíduos e consiste no seguinte jogo: É oferecido a um de dois participantes uma certa soma de dinheiro nas seguintes condições: o indivíduo a quem é oferecida esse montante deverá partilhá-lo com o segundo participante. Este poderá aceitar essa oferta ou rejeitá-la caso em que nenhum dos dois receberá nada. Ora, de acordo com a teoria neoclássica, que se fundamenta no *homo economicus*, o primeiro participante deveria oferecer o mínimo e o segundo deveria aceitar qualquer montante que o primeiro oferecesse, ambos maximizando a sua utilidade.

Os resultados dos estudos efectuados<sup>72</sup> evidenciaram que quando o primeiro participante oferece cerca de 40% ou 50% do montante o segundo aceita. Contudo, quando é oferecido ao segundo menos de 30% este tende a rejeitar a

---

<sup>71</sup> Frey, Bruno S.; Alois Stutzer (2007) - The Economics and Psychology: Developments and Issues . in *Economics and Psychology*, p. 4 - Cesifo Seminar Series.

<sup>72</sup> Blount, Sally. 1995. - When Social Outcomes Aren't Fair: The Effect of Causal Attributions on Preferences." *Organizational Behavior and Human Decision* 63: 131–144.

- Charness, Gary, and David I. Levine. (2003) - The Road to Hell: An Experimental Study of Intentions.- Mimeo., University of California at Santa Barbara.

-. Henrich, Joseph, Robert Boyd, Sam Bowles, Colin Camerer, Herbert Gintis, Richard McElreath, and Ernst Fehr. (2001) -. 'In Search of Homo Economicus: Experiments in 15 Small-Scale Societies." *American Economic Review* 91, no. 2: 73–79.

-.Thaler RH (1988) - Anomalies: the ultimatum game. - *J Econ Perspect* 2(4):195–206.

oferta, o que contraria os pressupostos da teoria neoclássica, evidenciando que os valores éticos prevaletentes em determinadas sociedades têm uma grande influência no comportamento dos indivíduos, logo nas suas escolhas. A não aceitação pelo segundo participante tem sido interpretado como aversão à desigualdade, como que ofendendo as regras éticas, podendo ser considerada (a não aceitação) como uma sanção traduzida numa reciprocidade negativa.

## II

### ESTABILIDADE VERSUS INSTABILIDADE DOS MERCADOS.

#### OS MERCADOS EFICIENTES

A análise efectuada anteriormente permite concluir que os modelos baseados no *homo economicus* sofrem de várias limitações, nomeadamente, quanto a considerarem os mercados como inerentemente estáveis, tendendo para o equilíbrio de pleno emprego. A noção de equilíbrio, como já referido, foi obtida da mecânica newtoniana, significando um balancear de forças de tal modo que o sistema permanece em *descanso*. De acordo com este paradigma neoclássico, nada dentro da economia leva o sistema para fóra do equilíbrio, mas apenas choques externos levam ao seu desequilíbrio (Perelman, Michael, 1999:14).

Contudo, sendo a economia dinâmica haverá uma certa contradição com a estabilidade ao nível de dado equilíbrio. Shumpeter, um dos autores que analisou a instabilidade do capitalismo, baseada no seu próprio dinamismo, considerava a necessidade de “*práticas restritivas*” no processo de “*criação destrutiva*” (Shumpeter, 1950:87), ideia contrária ao *laissez faire*, pelas implicações negativas que a *destruição* pode ter no sistema.

As críticas efectuadas ao modelo económico neoclássico permitem pôr em causa o conceito de estabilidade e equilíbrio dos mercados, ideias insertas nessas teorias neoclássicas, que se traduzem em um liberalismo que afecta o estado *social* que se desenvolveu na Europa (nomeadamente em Portugal), sobretudo a partir da segunda metade do século XX.

Com base na metáfora da *mão invisível* de Adam Smith, inserta na Riqueza das Nações<sup>73</sup>, tem sido associada ao conceito de *homo economicus* e à prossecução do seu interesse pessoal (semelhante aos átomos newtonianos, sem consideração das relações intersubjetivas) segundo a qual o interesse geral seria o somatório atomístico dos interesses privados, levando, a um equilíbrio harmónico da sociedade, traduzindo-se no óptimo de Pareto.

Esta visão dos clássicos e dos atuais novos clássicos (nomeadamente da teoria das expectativas racionais de Muth (1961), Lucas (1972;1975), Sargent (1973) e outros, bem como a teoria dos ciclos reais de negócios, com o seu expoente em Kydland e Prescott (1990), expressa uma ligação entre as expectativas do comportamento do indivíduo (como *homo economicus*) e a estrutura da sociedade ao nível das instituições, que é o fundamento substancial do liberalismo, traduzido no *laissez faire*, afastando todos os constrangimentos dos mercados, incluindo, naturalmente o mercado de trabalho, consequentemente, e de modo normativo, retiram-se conclusões para a intervenção ao nível socio-político em defesa do liberalismo como sendo o melhor modelo para atingir o bem-estar da sociedade.

Neste modelo, com as correspondentes premissas, nomeadamente, a distribuição e redistribuição do rendimento seriam também as *melhores* a nível social pois, com base na teoria da utilidade marginal, cada um receberia um rendimento de acordo com o valor produzido, dado que, em consonância com esta teoria do valor marginalista, este seria determinado com pela utilidade marginal que é considerada decrescente, teoria que afasta a teoria do valor trabalho de Adam Smith, David Ricardo e Karl Marx.

Como refere Steven Kenn:

*“De algum modo, a sua ignorância é plenamente justificada, porque eles se comportam da mesma maneira como os profissionais fazem nas ciências genuínas como a física”* (Keen, Steve, 2011:18)<sup>74</sup> Tradução nossa.

---

<sup>73</sup> Esta metáfora da *mão invisível* foi também referida por Adam Smith em Os Sentimentos Morais: “Adam Smith (1759) - The Theory of Moral Sentiments –Liberty Fund (1984) - PP. 184-185.

<sup>74</sup> “ In one sense, their ignorance is utterly justified, because they are behaving in the same way that professionals do in genuine sciences like physics.” Keen, Steve, 2011:18.

## 2-1 - MALTHUS, A DISTRIBUIÇÃO DO RENDIMENTO E A PROCURA EFECTIVA

Quanto à distribuição do rendimento e à sua relação com o pleno emprego e as crises de sobre produção relativa, citamos Robert Malthus, que antecipando Keynes, deu grande ênfase à procura efectiva na determinação do nível de actividade económica:

*“General wealth, like particular portions of it, will always follow effective demand. Whenever there is a great demand for commodities, that is, whenever the exchangeable value of the whole mass will command more labour than usual at the same price, there is the same kind of reason for expecting a general increase of commodities, as there is for expecting an increase of particular commodities when their market-prices rise.*

*And on the other hand, whenever the produce of a country estimated in the labour which it will command, falls in value, it is evident that with it the power and will to purchase the same quantity of labour must be diminished, and the effective demand for an increase of produce must, for a time, be checked.”<sup>75</sup>*

Nesta passagem, Malthus refere como a procura efectiva é essencial para a determinação do nível de actividade económica, por conseguinte, do nível de emprego, antecipando-se a Keynes.

E em outra passagem diz Malthus:

*“Thirty or forty proprietors, with incomes answering to between one thousand and five thousand a year, would create a much more effective demand for wheaten bread, good meat, and manufactured products, than a single proprietor possessing a hundred thousand a year.”<sup>76</sup>*

Podemos deduzir desta passagem de Malthus uma

## 2.2 - MALTHUS, ARISTÓTELES E A CLASSE MÉDIA

---

<sup>75</sup> Malthus, Robert ( )- Principles of Political Economy -Wells and Lilly (1821) , p. 323.

<sup>76</sup> Idem, p. 333.

Podemos fazer uma ligação da passagem de Malthus, com o que Aristóteles refere em Politics, quanto à importância da classe média:

*“But a city ought to be composed, as far as possible, of equals and similars; and these are generally the middle classes. Wherefore the city which is composed of middle-class citizens is necessarily best constituted in respect of the elements of which we say the fabric of the state naturally consists.”*<sup>77</sup>

E continua Aristóteles:

*“Thus it is manifest that the best political community is formed by citizens of the middle class, and that those states are likely to be well-administered in which the middle class is large, and stronger if possible than both the other classes, or at any rate than either singly; for the addition of the middle class turns the scale, and prevents either of the extremes from being dominant.”*<sup>78</sup>

O pensamento dos autores referidos (incluindo Keynes) evidencia que as crises económicas podem surgir devido a uma insuficiente procura efetiva. Tomando em conta o que é referido por Aristóteles, quando a classe média diminui a procura interna tende a diminuir, levando a que as empresas diminuam a sua produção e vendas o que leva a um aumento de desemprego.

Aqui podemos observar como Malthus considera a redistribuição do rendimento e da riqueza como factores que contribuem para manter elevada a procura efetiva, que Keynes veio a considerar como constituindo, no curto prazo, a principal determinante do nível de emprego e produção. Com efeito, se a distribuição do rendimento estiver muito concentrada, tenderá a verificar-se uma procura efetiva insuficiente, levando ao surgimento de crises de subprodução, como mais tarde também veio a ser analisado por Karl Marx.

Segundo Marx, as crises poderão verificar-se devido à contradição entre a produção do *valores de uso* e o consumo privado que pode ser inferior à produção, devido à distribuição do rendimento, pois os trabalhadores, embora em maior número que os capitalistas, são limitados no consumo (procura efetiva) pelo montante da massa salarial, gerando superprodução relativa.

---

<sup>77</sup> Aristotle (350 BC) – Politics, Book IV-*in Works*, Translated under the editorship of W. D. Ross, p. 2916.

<sup>78</sup> Idem, p. 2917.

Como exemplo de crítica por estas teorias liberais, o estabelecimento de salário legal mínimo tenderá a afetar negativamente o bem-estar social (função de utilidade social), dado que esse salário legal poderá estar acima do valor da mercadoria força de trabalho e, em consequência, gerará desemprego, com a consequente diminuição da produção, levando a uma situação de ineficiência. Do mesmo modo os subsídios de desemprego e outros constituem, segundo estas teorias liberais, constrangimentos para o eficiente funcionamento dos mercados.

Logo, decorrente da ligação entre a teoria e a estrutura institucional da sociedade, surge a conclusão normativa para a liberalização do mercado laboral, como uma das condições necessárias para a maximização do bem-estar social.

### **2.3 - CRITICA AOS MERCADOS EFICIENTES**

Em consonância com o equilíbrio walrasiano está o que é conhecido pela teoria dos *mercados eficientes* dos ativos financeiros e seus derivados, de acordo com a qual existem forças equilibradoras que mantêm a estabilidade, através da venda desses ativos quando os mesmos se encontram sobreavaliados e da compra quando se encontram subavaliados. Por eficiência considera-se que o preço de qualquer ativo reflete toda a informação disponível acerca desses ativos.

Outros pressupostos são consubstanciados na teoria da utilidade esperada que pressupõe que tudo o que importa para o investidor é o preço do activo, a série de retornos esperados do investimento e o risco (traduzido na variabilidade esperada, dada pelo desvio) ligado a esses retornos, sendo as preferências consideradas como bem ordenadas e constantes ao longo do tempo, assumindo-se que a utilidade marginal de cada retorno é decrescente.

A hipótese dos mercados eficientes teve a sua origem no trabalho de Bachelier (1900), que considerou que o preço dos ativos num mercado especulativo poderia ser descrito por um processo estocástico. Contudo, segundo Robert Schiller já no século XIX este conceito foi desenvolvido:

*“It was clearly mentioned in 1889 in a book by George Gibson entitled The Stock Markets of London, Paris and New York.”* (Shiller, 2000:172).

Eugene Fama (1991?), baseado na teoria neoclássica do *homo economicus*, aprofundou e desenvolveu a teoria dos *mercados eficientes*, que é descrita como sendo composta por grande número de indivíduos racionais que procuram maximizar a utilidade e o lucro, que têm acesso a toda a informação relevante e estão em competição ativa uns com os outros. Assim, dados estes pressupostos, Fama considera que os preços de qualquer activo financeiro automaticamente se ajustarão para refletir o seu valor intrínseco. Quaisquer desvios desse nível seriam pequenos e estocásticos.

Num mercado eficiente todos os preços são sempre correctos, reflectindo o valor dos chamados *fundamentais*, que são os bens que têm um impacto directo nos retornos futuros dos activos financeiros. De acordo com as expectativas racionais (e os mercados eficientes) o preço desses activos financeiros refletem toda a informação disponível acerca do seu valor intrínseco. Segundo Fama:

*“Um mercado eficiente é um mercado que é eficiente no processamento da informação. O preço dos activos financeiros observado em qualquer altura é baseado na correcta avaliação de toda a informação disponível em cada momento. Num mercado eficiente os preços “refletem totalmente” a informação disponível. Um mercado eficiente de capitais é uma importante componente do sistema capitalista. Em tal sistema, o ideal é um mercado onde os preços correctamente são mecanismo para a afetação do capital. Isto é, quando as empresas emitem obrigações para financiar as suas atividades elas podem esperar obter preços corretos (fair). Em resumo, se o mercado de capitais funciona bem (smoothly) na afetação dos recursos, o preço das obrigações são bons indicadores do valor.”* (Fama, sd :133). Tradução e sublinhado nossos.

Num perfeito mercado eficiente é suposto que a informação flui com rapidez e que os indivíduos a tomam imediatamente em conta nas suas decisões, o que está de certo modo em consonância com a teoria das expectativas racionais. Mas se a informação se obtivesse sem custos, o que não acontece, e fosse generalizada por todos os intervenientes do mercado e se todos os indivíduos tivessem expectativas racionais semelhantes os preços dos activos refletiriam a os seus verdadeiros valores levando a que praticamente não haveria obtenção de lucros. Como refere George Soros “

*“People’s understanding is inherently imperfect because they are part of reality and a part cannot fully comprehend the whole.” (Soros, George, 2008).*

Shiller, numa crítica à teoria dos mercados eficientes diz:

*“A teoria dos mercados eficientes afirma que todos os preços financeiros refletem correctamente toda a informação pública em todos os tempos. Por outras palavras, os activos financeiros têm sempre os preços correctos, dado o que é publicamente conhecido, em todo o tempo. Por vezes, o preço pode parecer estar muito elevado ou muito baixo, mas, de acordo com a teoria dos mercados eficientes, esta aparência é uma ilusão.*

*O preço das ações, por esta teoria, descreve aproximadamente um passeio aleatório (random walk) através do tempo: as alterações do preço não são previsíveis (unpredictable) porque ocorrem em resposta a nova informação genuína, que pelo facto de ser nova é imprevisível. A teoria dos mercados eficientes e a hipótese do passeio aleatório tem sido sujeita a muitos testes usando informação do mercado de capitais (stock market),....Embora a teoria tenha sido estatisticamente rejeitada muitas vezes nestas publicações, por algumas interpretações, não obstante ela pode ser descrita como aproximadamente verdadeira.”. (Shiller, 2000:171).Tradução nossa.*

Um *passeio aleatório (random walk)*, mencionado na citação de Shiller, significa que os preços dos activos financeiros não estão sujeitos a variações sistemáticas, ou seja, são aleatórios tendendo para a expressão do seu valor, sendo uma das características da teoria dos mercados eficientes.

Esta teoria é a expressão das expectativas racionais, sendo as expectativas no mercado financeiro iguais à melhor previsão usando toda a informação disponível. Considera-se que a distribuição dos movimentos dos preços dos activos, nos mercados eficientes, é normal. De acordo com esta distribuição precisa-se apenas de um único número para permitir a previsão da distribuição da probabilidade dos futuros retornos dos activos, número que se traduz no *desvio-padrão* ( $\sigma$  -sigma) como medida do risco ou volatilidade. Quanto maior o desvio-padrão maior o risco. Com base na teoria e na análise histórica dos dados, de acordo com a mesma teoria, os bancos, seguradoras, etc., poderão

obter o nível de risco financeiro, através do desvio-padrão, e prever a probabilidade de ganhos ou perdas.

A teoria dos mercados eficientes tem como pressupostos: a não existência que de *bolhas*, pois os preços dos activos estarão sempre correctos; os mercados, quando actuando livremente (desregulados) convergirão para um equilíbrio estável, o qual será óptimo; os movimentos dos preços dos activos individuais não são previsíveis, mas a distribuição probabilística do movimento dos preços dos activos é previsível, sendo uma distribuição normal, com o desvio-padrão captando o risco desses activos.

Segundo a teoria dos mercados eficientes as variações dos preços dos activos financeiros são essencialmente um *passeio aleatório* (*random walk*). Cada indivíduo poderá enganar-se quanto à previsão do mercado, mas o mercado, no seu conjunto, não “se engana”, dada a distribuição normal.

CAIXA

#### **PASSEIO ALEATÓRIO RANDOM WALK**

Considere-se  $P_t$  o preço de um activo no período  $t$ ,  $P_{t-1}$  o preço do mesmo activo no período  $t-1$ . Uma série temporal desenvolver-se-á de acordo com um *random walk* quando  $P_t = \mu + P_{t-1} + \varepsilon_t$  ou  $P_t - P_{t-1} = \mu + \varepsilon_t$ , onde  $\varepsilon_t$  não é correlacionado na série temporal, pelo que, no caso em apreço no texto, os preços dos activos financeiros de um mercado eficiente não se afastam sistematicamente dos preços que traduzem o valor real dos activos que representam.

Assim, a variação do preço dos activos financeiros será igual à média,  $\mu$ , adicionada de uma variável estocástica,  $\varepsilon_t$ , o *erro*, que pode ser positivo ou negativo. O mercado eficiente implica a existência de um *random walk*, sendo os futuros preços do activo financeiro imprevisíveis, sem que houvesse correlação dos erros (resíduos).

Um processo é denominado *white noise* (ruído branco) se cada valor na sequência tem a média zero, a variância constante e não é seriamente correlacionada. (Enders, Walter, 1995:65-66). implicando a hipótese, no caso de

mercados eficientes, que os retornos passados não estão correlacionados com incrementos de rendimentos futuros.

Contudo, os erros cometidos pelos agentes são, na maioria dos casos, correlacionados, não se compensando, mas, ao contrário *têm memória*, evidenciando que os mercados não são eficientes.

## FRONTEIRA EFICIENTE DE MARKOWITZ

Relacionadas com a teoria dos mercados eficientes estão as hipóteses de base de *Markowitz* (1959):

- a) os mercados financeiros são eficientes;
- b) os investidores são avessos ao risco;
- c) a medida de risco de um activo financeiro é dada pela sua volatilidade,
- d) os investidores são racionais.

Segundo este autor é conveniente seleccionar carteiras de títulos e não valores particulares. Dentro de um conjunto possível de carteiras apenas algumas equilibram de modo óptimo o risco e o rendimento; a este conjunto de carteiras Markowitz denominou-o por “fronteira eficiente”, que traduz a curva que delimita o domínio possível no espaço risco/rendimento, a qual representa o melhor rendimento de uma carteira de entre várias que podem ser obtidas de uma gama de volatilidades. Apenas as carteiras sobre a curva são optimizadoras no sentido de eferecerem o melhor rendimento para um dado risco.

## MODELO CAPM

No seguimento da teoria do iportfolio de markowitz, William Sharp (1964) desenvolveu o modelo de avaliação dos activos financeiros (CAPM - *Capital Asset Pricing Model*), que refere que o rendimento de um investimento é função da taxa geral do rendimento do mercado.

Deste modo, um investidor pode escolher a sua exposição ao risco pela combinação do efeito *alavanca* (recurso ao crédito) com uma carteira óptima de títulos com risco, levando a que possa ser escolhida uma carteira de títulos que

seja situada abaixo da “fronteira eficiente” de Markowitz (situando-se, claro, no domínio possível no espaço risco/rendimento) levando a que uma carteira de títulos combinando activos sem risco e activos com risco permita, segundo esta teoria (CAPM), obter uma carteira que seja superior, em termos de risco/rendimento, às que estão situadas na *fronteira de eficiência* de Markowitz.

Segundo a teoria CAPM é possível decompor o risco de uma carteira de títulos em risco sistemático e risco específico. O risco sistemático é o risco ligado à detenção da carteira, que está conectado com o risco do mercado, sendo cada activo da mesma afectado, em graus diferentes, pelas variações do mercado. O risco sistemático de um activo traduz a sua participação nas flutuações do mercado.

### **BETA: O RISCO SISTEMÁTICO.**

O modelo CAPM refere que o rendimento de um activo financeiro depende de dois factores:

- da taxa de rendimento geral do mercado e
- da sensibilidade do activo ao desempenho do mercado.

A contribuição do risco de um activo para a variação do risco marginal de uma carteira, da qual faz parte, é denominado, na teoria CAPM, por *Beta*<sup>79</sup> ( $\beta$ ), traduzindo uma medida de exposição da carteira ao risco do mercado.

$\beta_i$  traduz a covariância do rendimento do título individual ( $R_i$ ) e do rendimento do mercado ( $R_e$ ) dividida pela variância do retorno do mercado ( $\sigma_e^2$ ):

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_e)}{\sigma_e^2}$$

ou, de forma equivalente:

$$\beta_p = r_{pe} \frac{\sigma_p}{\sigma_e}$$

onde

---

<sup>79</sup>  $\beta_i$  traduz a covariância do rendimento do título individual ( $R_i$ ) e do rendimento do mercado ( $R_e$ ) dividida pela variância do retorno do mercado ( $\sigma_e^2$ ):  $\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_e)}{\sigma_e^2} = \rho_{PE}$

$r_{pe}$  - é a correlação entre a classe de activos individuais ou o investimento da carteira ( $p$ ) e a carteira do mercado ( $e$ ),  
 $\sigma_p$  - representa a volatilidade da carteira de activos (ou de classes de activos),  
 $\sigma_e$  - representa a volatilidade do mercado.

*Ceteris paribus*, Beta é função directa da correlação entre a classe de activos individuais ou o investimento da carteira ( $p$ ) e a carteira do mercado ( $e$ ) e da volatilidade da carteira de activos ( $\sigma_p$ ) e função inversa da volatilidade do mercado ( $\sigma_e$ ).

Num mercado eficiente o prémio de risco e o rendimento esperado desse activo variam em função de *Beta*, traduzindo o *risco sistemático*.

Considerando o *risco sistemático* do mercado, o rendimento esperado de um título da carteira é dado pela seguinte equação:

$$E(R_i) = rf + \beta_i [E(R_e) - rf]$$

onde

$E(R_i)$  - representa o rendimento esperado de um título;

$E(R_e)$  – rendimento esperado do mercado;

$rf$  - representa a taxa sem risco;

$\beta_i$  – representa o Beta do título  $i$ .

O rendimento esperado de um título é igual à taxa sem risco, mais o  $\beta$  multiplicado pela diferença entre o rendimento de mercado e a taxa sem risco. Quanto maior for  $\beta$  maior será o rendimento esperado, dadas as taxas de mercado e sem risco.

O modelo CAPM pode ser ampliado de um activo individual para a carteira e para a selecção e alocação de classes de activos, o que pode ter a forma da seguinte expressão:

$$E(R_p) = rf + \beta_i [E(R_e) - rf] \sum_{i=1}^n \omega_i \beta_i$$

onde  $R_p$  o rendimento da carteira e  $\omega_i$  e  $\beta_i$  são, respectivamente, a ponderação das classes de activos da carteira e os *Betas* relacionados com o mercado de cada classe de activos que integram a carteira. Deste modo a carteira é

formulada ao nível de classes de títulos (Leibowitz, Martin L.; Anthony Bova; P. Brett Hammond,2010:8)

O valor de *Beta* igual a 1 significa que o rendimento é igual ao do mercado. em consequência, os títulos com um *Beta* superior a 1 têm um rendimento superior ao do mercado, enquanto que os títulos com um risco inferior a um têm um rendimento inferior ao do mercado. No caso do *Beta* ser zero significa que o título ou classe de activos tem um rendimento igual à taxa sem risco, dado não existir risco de mercado que é dado por *Beta*.

### **ALFA. RISCO ESPECÍFICO**

O *risco específico* de um activo é o risco directamente associado a um determinado activo, traduzindo a parte do rendimento do activo que não está associado à flutuação geral do mercado. O rendimento esperado de uma carteira compreende o que está associado ao risco de mercado, que é dado por  $\beta$ , e o que outra parte que não está associada com o risco de mercado e que é traduzida pelo que é denominado *alfa*,  $\alpha$ , podendo ser denominado por *gestão alternativa* ou *gestão activa*, não correlacionada com o risco de mercado. Assim, alfa é função dos únicos risco e rendimento esperado do activo individual ou de uma classe única, que está mais associado com o risco do próprio título ou classe de títulos.

Tendo em conta a gestão alternativa, consubstanciada em  $\alpha$ , a fórmula do modelo CAPM para um determinado título é a seguinte:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_e) - r_f] + \alpha$$

O coeficiente  $\alpha$  representa o rendimento que não é explicado pelo mercado, podendo ser positivo ou negativo traduzindo uma gestão activa, traduzindo um indicador de desempenho em relação a *Beta*, ou seja, ao desempenho relativamente às carteiras com apenas risco sistemático ou de mercado, dado por *Beta*.

Segundo os defensores do mercado eficiente, os preços dos activos financeiros e dos seus colaterais mantêm-se em linha com o seu valor fundamental, ou seja, o preço dos activos estará sempre e em toda a parte correcto reflectindo o seu valor real, tendo em conta as condições económicas e as expectativas (racionais) quanto à sua evolução com base na informação disponível, cuja variação se repercutirá, de imediato, na variação do preço dos activos. Como refere Mccauley<sup>80</sup> numa crítica aos mercados eficientes:

*“Numa interpretação restrita dos mercados eficientes (EMH), não existem correlações, ou padrões de qualquer natureza, que possam ser sistematicamente utilizados para bater a média de retornos do mercado,...,refletindo o próprio mercado: se um indivíduo quiser mais elevadas taxas de retorno, terá que correr maior nível de risco.” (Mccauley, 2009:97). Tradução nossa). Reinard*

Os preços dos activos financeiros, de acordo com a teoria dos mercados eficientes, variarão em face de nova informação não esperada, dado que a informação esperada já se encontrará incluída nos preços desses activos. Deste modo, de acordo com a teoria dos mercados eficientes, as *bolhas* serão evitadas tendo em consideração a variação dos preços dos activos financeiros que tenderão a refletir o valor desses activos. A importância dos mercados eficientes, para a teoria neoclássica, não reside tanto no mecanismo directo dos preços de mercado, mas mais na sua capacidade para maximizar o produto económico através de uma afectação óptima dos recursos.

Contudo, se a teoria neoclássica descrevesse correctamente a realidade não teria existido a crise económico financeira que se aprofundou após 2007.

*“A eficiência do mercado significa que o investidor individual não pode bater o mercado através das transações, com base na informação disponível. A implicação da hipótese dos mercados eficientes (EMH) é destrutivo para a análise fundamental, pois tal significa que a análise de dados do passado é de*

---

<sup>80</sup> *The strict interpretation of the EMH is that there are no correlations, no patterns of any kind, that can be employed systematically to beat the average return  $hR_i$  reflecting the market itself: if one wants a higher return, then one must take on more risk (in the French–Fama way of thinking, “omniscient agents” are assumed who neutralize all information up until time  $t_1$ ).*

*pouca ajuda porque todas as informações que esta análise vai revelar já está contida nos preços dos activos.”. (Shostak, 1997:28)<sup>81</sup>. Tradução nossa.*

Esta visão dos mercados eficientes, e que é criticada por Shostak, assenta no pressuposto de que o processo da geração de dados (obtidos com base no comportamento humano) é estacionário, determinístico, com média e variância constantes ao longo do tempo, o que é denominado como sendo *ruído branco* (*white noise*). Se assim fosse, qualquer desvio da *tendência* de crescimento seria temporário e, sem a necessidade de intervenção do Estado a economia reverteria à média, à *tendência*. Ora, o modelo CAPM assenta na hipótese da estacionariedade, o que não se verifica, pois, os parâmetros no modelo CAPM variam ao longo do tempo dado que os mercados financeiros não são estacionários. (Mccauley, 2009:91)

Aceitando o determinismo consubstanciado na estacionariedade, qualquer choque teria apenas efeitos efémeros, temporários, sendo as políticas de curto e longo prazos não integradas, o que não acontece na maioria das séries, cujos dados têm por base o comportamento humano que não é determinístico,

Como escrevíamos:

*“Os dados das séries económicas seguem um processo aleatório de geração dos dados, estacionário ou não estacionário. A não estacionariedade de uma série temporal pode ser identificado com a presença de tendência, estacionariedade, roturas estruturais, etc. Uma série é estacionária se a sua média e variância são constantes ao longo do tempo e se o valor da covariância entre dois períodos temporais depende apenas da distância entre os dois períodos e é independente do tempo em que a covariância é avaliada:  $E(Y_t) = \mu$ ;  $Var(Y_t) = \sigma^2$ ;  $Cov(Y_t, Y_s) = \gamma_{|t-s|}$ ,  $t \neq s$ . Os processos estacionários caracterizam-se pelos respectivos parâmetros, em especial a média  $\mu$ , a variância  $\sigma^2$ , as autocorrelações  $\rho_k$  e as autocorrelações parciais  $\phi_{kk}$  e também a autocovariância  $\gamma_k$ .*

---

<sup>81</sup> “The efficiency of the market means that the individual investor cannot outwit the market by trading on the basis of the available information. The implication of the EMH is destructive for fundamental analysis, for this means that analysis of past data is of little help since whatever information this analysis will reveal is already contained in asset prices.” (Shostak, 1997:28).

*Ou seja, “os processos estacionários traduzem a situação em que o sistema se apresenta num estado de equilíbrio estatístico em torno de um nível médio fixo, isto é, tem propriedades probabilísticas que são estáveis ou invariantes ao longo do tempo.” Murteira, J.F. Bento; Daniel A. Muller e K. Feridun Turkman (1993)–Análise de Sucessões Cronológicas” p. 23. McGraw Hill. O pressuposto de estacionariedade das séries temporais é uma condição necessária para que os resultados obtidos não sejam espúrios. A regressão dos modelos com séries não-estacionárias (se não forem cointegradas) pode produzir resultados espúrios, sem significado em termos económicos. - Granger, C.W.; Newbold, P. Spurious regressions in econometrics. Journal of Econometrics, 1974, Nº 2-2, pp. 111-120.*

*Um processo estacionário pode ser derivado de um processo não estacionário diferenciando a série uma ou mais vezes. Um processo estacionário,  $I(0)$ , é denominado ruído branco (white noise):  $Y_t \sim ii(\mu, \sigma^2)$  para cada observação  $t = 1, 2, \dots$ , isto é, com variância e média constantes. Um processo integrado de ordem um,  $I(1)$ , é denominado passeio aleatório (random walk, isto é, com média e variância não constantes ao longo do tempo. ” (Donário;2007:460, nota de rodapé, 5).*

Nos mercados eficientes, que suporiam a existência de um processo estacionário, as flutuações dos preços verificar-se-iam em torno do equilíbrio, traduzindo, como referimos, o valor substancial dos activos, significando que num mercado estacionário o valor seria tendencialmente constante, não se alterando com o tempo (Mccauley,2009:99).

No dizer de Shiller:

*“A hipótese dos mercados eficientes incorporariam toda a informação pública e os preços poderiam ser considerados como estimativas ótimas do verdadeiro valor do investimento em todos os momentos.” (Shiller, 1999:1. Tradução nossa)*

Assim, só informação particular (*inside information*) de alguns poderia ser utilizada para obter lucros. Na visão da teoria neoclássica, na qual se integra a teoria dos mercados eficientes, a estacionariedade, admitida como pressuposto, consubstancia o *homo economicus* como semelhante ao atomismo newtoniano e sem ter em conta os efeitos dos sentimentos e emoções na determinação do comportamento humano, desintegrando estes (sentimentos) da razão na esteira do pensamento cartesiano, considerando supostas anomalias todos os comportamentos que se afastem do previsto pelos axiomas da teoria neoclássica.

Como refere Shiller:

*“Estas anomalias sugerem que os princípios subjacentes ao comportamento racional subjacentes à hipótese dos mercados eficientes não são totalmente correctas e que precisamos olhar também para outros modelos de comportamento humano, como têm sido estudadas nas outras ciências sociais.”* (Shiller, 1999:2. Tradução nossa)

Ora, de acordo com o estudo por nós efectuado (Donário;2007) as séries temporais do PIB e da taxa de desemprego (que têm na sua génese o comportamento humano) sendo não-estacionárias, havendo autocorrelação, o que tem implicações teóricas e empíricas, evidenciando a contradição com o determinismo do modelo neoclássico.

De acordo com a teoria dominante e com a teoria dos mercados eficientes, tenha-se em conta o que diz George Soros criticando esta teoria, refere:

*“O paradigma prevalecente afirma que os mercados financeiros tendem para o equilíbrio. Tal levou à noção que os preços atuais se desviam do equilíbrio teórico de um modo estocástico. (Soros (2008: 73. Tradução nossa.)*

significando que os erros estocásticos se anulariam no conjunto, o que está em contradição com a realidade, que mostra que os preços dos activos financeiros não tendem para o seu valor substancial, como aconteceu na crise financeira de 2008 e a bolha do *sub-prime*.

Segundo Paul Krugman<sup>82</sup>

*"Nacionalmente, é provável que os edifícios foram sobrevalorizados por mais de 50% no verão de 2006, o que significa que para eliminar a sobreavaliação, os preços teriam de descer um terço". (Krugman, 2009:169). Tradução nossa.*

Esta situação revela que mesmo os mercados financeiros não são eficientes, como entende a teoria dominante, nomeadamente a teoria das expectativas racionais, de Robert Lucas, que se baseia no *determinismo* do modelo neoclássico (microeconómico e a sua extrapolação para a macroeconomia), fundamentando-se no pressuposto da estacionaridade e da estabilidade das variáveis económicas. Esta visão do *homem económico racional* não coincide com o homem actual, com o homem real. É a visão do homem actual que se conforma com o modelo a ser testado (Hollis; Nell, 1975 :55) baseado nos pressupostos fundados no atomismo de Newton e no dualismo cartesiano, o que leva a que a maioria dos modelos baseados na teoria neoclássica falham.

De acordo com a teoria das expectativas racionais, diz Robert Barro:

*"Em particular, uma expansão inesperada de moeda e do nível geral de preços pode, temporariamente, enganar os trabalhadores e levá-los a pensar que os seus salários subiram em termos reais. Do mesmo modo, os produtores podem acreditar que os preços dos bens que eles estão a vender subiram em relação aos preços de outros bens." (Barro, 2002 :27-28)<sup>83</sup>. Tradução nossa).*

#### "ILHA" DE LUCAS

Contudo, segundo esta teoria, estes erros de informação, quer dos consumidores quer dos produtores, são temporários, e os desvios do estado de equilíbrio, assumido pela teoria, serão automaticamente anulados pela nova informação que desfaz a ilusão dos agentes económicos. Diferentemente dos

---

<sup>82</sup> "Nationally, housing was probably overvalued by more than 50 percent by the summer of 2006, which meant that to eliminate the overvaluation, prices would have to fall by a third." Krugman, 2009:169.

<sup>83</sup> "In particular, an unanticipated expansion of money and the general price level may temporarily fool workers into thinking that their wages had risen in real terms. Similarly, producers might believe that the prices of the goods they were selling had risen relative to the prices of other goods." Barro, 2002 :27-28.

clássicos, o modelo das expectativas racionais baseia-se no pressuposto, mais realista, de que os indivíduos não têm informação perfeita quanto aos preços, confundindo, por falta de informação, os movimentos gerais de preços (devidos a políticas monetárias) com movimentos nos preços relativos, o que ficou conhecido por *ilha de Lucas* (Lucas, 1975), ou seja, os agentes económicos conhecem os preços correntes no seu próprio mercado mas não conhecem os preços correntes nos outros mercados, o que acontece devido a informação imperfeita a qual é uma das causas das variações, no curto prazo, do produto e do emprego.

O *homo economicus* é considerado como sendo onisciente bem como as suas preferências são perfeitamente ordenadas, o que Amos Tversky e outros evidenciaram ser errado, pois as preferências podem ser reversíveis. (Tversky et al, 1990).

Este *homo economicus* tratado como semelhante a partículas da mecânica Newtoniana é considerado como desintegrado de todas as relações de alteridade sem que estas relações o afectem no seu comportamento, levando ao determinismo do modelo neoclássico ao nível microeconómico com extrapolação para a macroeconomia.

Esta construção teve o seu fundamento na metáfora da *mão invisível* de Adam Smith (1776:593), segundo a qual as ações dirigidas ao interesse pessoal levariam, de forma automática<sup>84</sup>, ao interesse geral através da afectação ótima de recursos (o que é considerado na literatura económica como o *ótimo paretiano*) tanto individual como coletivamente.

Contudo, importa ter em conta, em Smith, não só a metáfora da *mão invisível* inserta na obra *Wealth of Nations* (Smith, 1776:593), a qual também é referida em *The Theory of Moral Sentiments* (Smith, 1759:215). Este autor, nesta obra, tem uma visão lata, que ultrapassa o conceito restrito do *homo economicus*. Assim, Adam Smith refere<sup>85</sup>:

---

<sup>84</sup> Refiram-se os *mecanismos automáticos* do modelo clássico.

<sup>85</sup> "How selfish soever man may be supposed, there are evidently some principles in his nature, which interest him in the fortune of others, and render their happiness necessary to him, though he derives nothing from it except the pleasure of seeing it." (Smith, 1759:11).

*“Tanto quanto o homem possa ser suposto egoísta, há evidentemente alguns princípios na sua natureza, que o levam a procurar o interesse dos outros, e que tal contribui para a sua felicidade, embora ele não retire nada dessa atuação excepto o prazer de ver os outros felizes”. (Smith, 1759:11).*

Tradução nossa.

Adam Smith sublinha tanto os motivos económicos do interesse individual como os motivos sociais como a benevolência e simpatia. Tem havido, pois, um reducionismo quanto à visão que se tem das obras de Adam Smith. Na sua obra *Theory of Moral Sentiments* pode encontrar-se uma visão mais alargada que a do *homo economicus*, ultrapassando a dicotomia cartesiana, indo ao encontro do que é hoje conhecido por economia comportamental.

Tendo em conta apenas o que é referido por Smith na Riqueza das Nações, a prossecução do interesse individual é o fundamento para o desenvolvimento do bem-estar social. Sendo assim, como é aceite pelo liberalismo, o bem-estar social só será atingido se forem removidos dos mercados todos os constrangimentos, incluindo a intervenção do Estado, requerendo, esta teoria, que os mercados sejam perfeitamente livres (o mercado de bens e serviços, o mercado de trabalho e o mercado de capitais), o que levaria ao equilíbrio de pleno emprego (ou emprego potencial e correspondente taxa natural de desemprego, na terminologia de Milton Friedman (1968:8)<sup>86</sup>, com base no que é conhecido pelo comportamento óptimo das empresas e dos indivíduos e dos mercados eficientes. Friedman, na esteira dos clássicos, entendia que a economia era estável se fosse deixada funcionar de forma livre. A intervenção do Estado era uma forma de provocar instabilidade, como é evidenciado pela passagem seguinte:

*“The fact is that the Great Depression, like most other periods of severe unemployment, was produced by government mismanagement rather than by inherent instability of the private economy.... Similarly today, governmental*

---

<sup>86</sup> *“The “natural rate of unemployment,” in other words, is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor avail-abilities, the costs of mobility, and so on.” Friedman (1968:8)*

*measures constitute the major impediments to economic growth in the United States.*" (Friedman 1962: 38).

Para os neoclássicos (incluindo Friedman) o mercado é *natural*, quase na esteira dos *fisiocratas*, para quem a *ordem natural* (social) era a expressão da *ordem divina*, pelo que, qualquer interferência nessa *ordem* seria antinatural, como a intervenção do Estado.

As mais recentes formas dos pressupostos básicos da teoria neoclássica foram desenvolvidas na macroeconomia pela teoria das *expectativas racionais*, teoria criada por John Muth (1961)<sup>87</sup> e desenvolvida por Lucas (1972;1975) e Nordhaus(1975) e a teoria do *ciclo real de negócios* (Prescott, 1986), nomeadamente o comportamento otimizador e a estabilidade dos mercados ao nível do emprego potencial, considerando estes autores que as *expectativas* (assentes em probabilidades objectivas) dos agentes económicos estão correctas e se conformam com os modelos baseados nas mesmas. (Crotty: 1994:2), isto é, considera-se que os indivíduos têm *expectativas* consistentes com as previsões dos modelos teóricos.

Estas teorias fundamentaram as políticas do liberalismo. As teorias das taxas naturais de desemprego (e correspondente produto potencial) foram modificadas por Robert Lucas e Roberto Barro, nos anos 70 do século XX, que concordando com as mesmas, criticaram a teoria de Friedman (monetarismo), referindo que as políticas monetárias apenas poderiam ter algum efeito ao nível do emprego e produto apenas se essas políticas não fossem antecipadas pelos indivíduos, o que significa que se essas políticas forem previstas não terão quaisquer efeitos nas variáveis reais. Por outras palavras, apenas se os indivíduos forem enganados a política monetária poderá ter algum efeito, contudo, sempre no curto prazo.

O neoclassicismo económico baseia-se, pois, num paradigma construído em torno de três conceitos fundamentais: otimização, equilíbrio e mercados eficientes.

---

<sup>87</sup> Segundo Muth, "*as expectativas serão idênticas à melhor previsão do futuro usando toda a informação disponível.*". John Muth- "*Rational Expectations and the Theory of Price Movements*,- *Econometrica* 29 (1961): 315-335.

Contrariando o que os neoclássicos consideram como positivismo, tenha-se em conta o que é referido por Harsanyi:

*“Na vida diária, quando falamos de “comportamento racional”, na maioria dos casos nós estamos a pensar no comportamento envolvendo uma escolha dos melhores meios disponíveis para atingir um dado resultado. Isto implica que, embora a um nível de senso comum, a racionalidade é um conceito normativo: ele aponta para o que devemos fazer a fim de atingir um determinado fim ou objectivo. Mas, mesmo ao nível do senso comum, este conceito de racionalidade tem importantes aplicações positivas (não normativas): ele é usado para explanação, para previsão, e mesmo para mera descrição do comportamento humano.”* (Harsanyi, 1977:83)

<sup>88</sup>.Tradução nossa.

Nem sempre os indivíduos têm objetivos bem definidos devido às suas limitações cognitivas, pelo que, como refere Harsanyi, tal significa que em várias situações os modelos do comportamento racional (no sentido neoclássico) não são úteis para analisar o comportamento humano, o que foi desenvolvido por Herbert Simon, quanto à racionalidade limitada. Dizia Simon:

*“ A minha primeira proposição empírica é que existe uma completa falta de evidência de que, em situações reais de escolha humana de qualquer complexidade, estas computações [racionais] podem ser, ou são, de facto, realizadas. . . mas não podemos, é claro, descartar a possibilidade de que o inconsciente é um melhor decisor do que o consciente”*. (Simon, 1955:104)<sup>89</sup>.

Existem muitos factores que levam à falibilidade do ser humano. Devido à complexidade da vida, à limitação da sua atenção e da sua informação, os indivíduos normalmente aceitam as questões como lhes são formuladas em vez

---

<sup>88</sup> “In everyday life, when we speak of ‘rational behavior’, in most cases we are thinking of behavior involving a choice of the best means available for achieving a given end. This implies that, already at a common-sense level, rationality is a normative concept: it points to what we should do in order to attain a given end or objective. But, even at a common-sense level, this concept of rationality does have important positive (non-normative) applications: it is used for explanation, for prediction, and even for mere description of human behavior.” (Harsanyi, 1977:83).

<sup>89</sup> “My first empirical proposition is that there is a complete lack of evidence that, in actual human choice situations of any complexity, these [rational] computations can be, or are in fact, performed . . . but we cannot, of course, rule out the possibility that the unconscious is a better decision maker than the conscious” (Simon, 1955:104)

de analisarem se as suas respostas variam com as diferentes formulações do mesmo problema, o que se consubstancia no que é conhecido como *framing effect* (Tversky; Kahneman, 1981) o que põe em causa o axioma da independência na formulação da teoria económica neoclássica.

Quanto à instabilidade dos mercados, enquanto alguns keynesianos (Modigliani, 1977; Tobin, 1996) consideravam que para amortecer as flutuações económicas bastava a intervenção do Estado através de políticas activas, Kalecki (1943)<sup>90</sup> considerava que essas flutuações são inerentes ao sistema, muito devidas ao sistema financeiro.

### III

#### O NEOCLACISSISMO ECONÓMICO E A CRISE

A teoria neoclássica considera que a economia é estável (na senda dos clássicos) salvo se for afetada por choques exógenos, significando que a economia *per se* é estável, auto-sustentada e que tende para o equilíbrio de pleno emprego (no dizer dos clássicos) ou para o *emprego potencial* – com a correspondente *taxa natural de desemprego* – depois da utilização destes conceitos após a sua criação por Milton Friedman. Assim, quer a política orçamental quer a política monetária têm pouco ou nenhum potencial para estabilizar a economia ao nível do pleno emprego. Estas teorias têm a sua lógica no *homo economicus* cartesiano e atomístico e nos seus pressupostos da racionalidade e maximização racional de objectivos.

Na mesma esteira é suposto que os mercados de capitais são eficientes levando a que os preços dos activos reflitam o seu valor substancial, não se afastando, de forma sistemática, do mesmo.

Tendo em conta o dualismo cartesiano e o atomismo da física mecânica de Newton, incorporados na teoria económica neoclássica (veja-se Jevons, acima

---

<sup>90</sup> “The reasons for the opposition of the ‘industrial leaders’ to full employment achieved by government spending may be subdivided into three categories: (i) dislike of government interference in the problem of employment as such; (ii) dislike of the direction of government spending (public investment and subsidizing consumption); (iii) dislike of the social and political changes resulting from the maintenance of full employment.” Kalecki (1943:3)

citado) o comportamento e atitudes dos indivíduos (e, por conseguinte, do mercado como um todo) seriam semelhantes aos átomos da física, o que permite a conclusão do determinismo que tem como consequências que, qualquer desvio da tendência estável de equilíbrio ao nível da taxa natural de desemprego, seria apenas temporário e reverteria à média (equilíbrio de produto potencial) sem a intervenção do Estado através de políticas activas orçamentais e /ou monetárias.

Contudo, não sendo o processo de geração de dados estacionário, as políticas de curto, médio e longo prazos são integradas, significando que mesmo as políticas de curto prazo podem ter efeitos de longo prazo, pois as séries temporais de dados, que têm por base o comportamento humano, tendem a ser *passeios aleatórios (random walk)*.

#### **CAIXA – PASSEIO ALEATÓRIO (RANDOM WALK) E EFEITOS DOS CHOQUES**

Uma série temporal estacionária pode se representada do seguinte modo:

$$Y_t = g_t + bY_{t-1} + \xi_t$$

onde  $t$  representa o tempo,  $g$  e  $b$  são constantes e  $\xi$  representa *choques* cuja média é zero. Nesta equação  $g_t$  representa o crescimento médio do PIB que descreve uma tendência determinística. No caso de  $b$  ser inferior a 1 e maior que zero ( $0 < b < 1$ ), os efeitos dos choques ( $\xi_t$ ) no produto tenderão a desaparecer e o produto retornará à sua média (tendência) de pleno emprego, havendo, deste modo, uma reversão à média.

Nestes casos haveria consistência com a hipótese da taxa natural de desemprego e o produto potencial, em que apenas as políticas não antecipadas (teorias das expectativas racionais e monetarismo) desviariam o produto e o emprego das suas taxas naturais de equilíbrio, sendo, por conseguinte, desvios temporários, baseados na falta de informação dos indivíduos quer dos trabalhadores quer dos empresários (ver “*Ilha de Lucas*”). Isto é, apenas as políticas que *enganam* os indivíduos poderiam ter alguns efeitos no produto e no emprego.

Contudo, os dados com base no comportamento humano não seguem um processo determinístico, mas sim estocástico, sendo  $b$ , na anterior equação, igual a um ( $b_1=1$ ), com consequências importantes nas políticas económicas. Nestes casos, quando se verifica um choque, positivo ou negativo, os efeitos do mesmo são de longa duração, não haverá reversão à média por parte do produto ou do emprego, sendo tal evolução conhecida por *passeio aleatório* (*random walk*). Com  $b=1$  a equação anterior tomará a seguinte forma,:

$$Y_t = g_t + Y_{t-1} + \xi_t$$

dizendo-se que tem *raiz unitária*. Com a existência de *raiz unitária* o próprio choque tem efeitos na alteração da tendência que vinha sendo seguida, ou seja, os choques têm *memória*, não existindo correlação entre a série de  $\xi_t$ . Quer dizer, os efeitos dos choques são permanentes.

No caso de choques negativos, quer do lado da oferta quer do lado da procura, o produto e o emprego podem baixar durante longo tempo. As políticas contracionistas que estão a ser seguidas em Portugal e outros países da Europa, terão efeitos negativos de longo prazo, com consequências de empobrecimento do País e mantendo a taxa de desemprego elevada, consistindo no que é conhecido por *histeresis do desemprego*<sup>91</sup>, significando que tendo as séries de desemprego e do PIB *raízes unitárias*, os efeitos dessas políticas contracionistas repercutir-se-ão durante bastante tempo, com elevadas taxas de desemprego, sem tendência de haver reversão à média anterior a esses choques, ou seja, ao nível da taxa de desemprego que anteriormente existia.

No nosso estudo (Donário, 2007) analisámos a a série temporal relativa à taxa de desemprego e verificámos que a esta série tinha *raiz unitária*, sendo o processo gerador dos dados um *random walk puro*, pelo que cremos que as políticas que têm vindo a ser implementadas em Portugal tenderão a manter a taxa de desemprego muito elevada por longo tempo. Neste estudo utilizámos

---

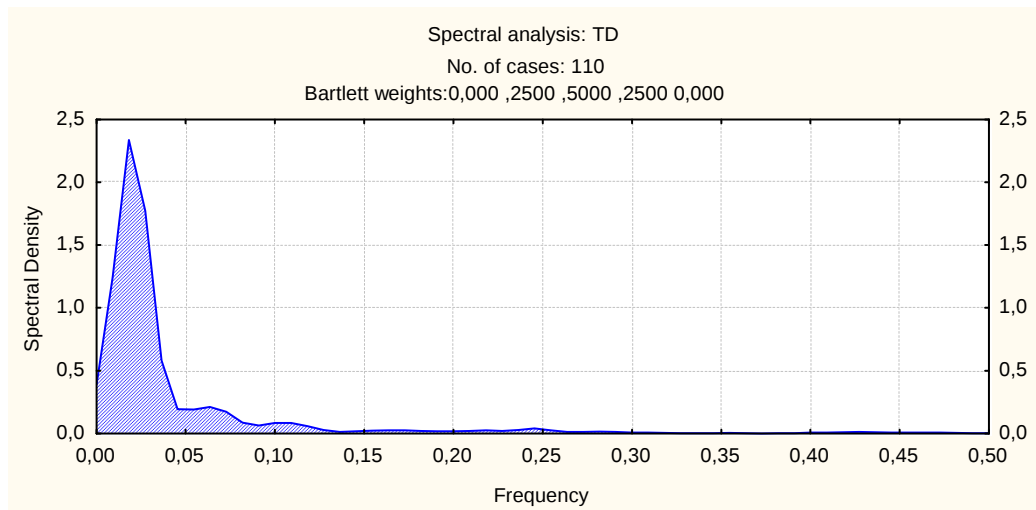
<sup>91</sup> Sobre a Histeresi do desemprego ver: Blanchard e Summers (1989, p. 286) e Blanchard e Katz (1997, p. 68).

também a análise espectral para a série temporal da taxa de desemprego que aqui reproduzimos:

*“Os resultados dos testes de estacionaridade efectuados em relação à série temporal da taxa de desemprego (TD) indicaram que esta série é não estacionária. A análise espectral desta série é mostrada no gráfico seguinte:*

Gráfico n.º 15.3

Análise da densidade espectral da taxa de desemprego (TD)



*Tal como para as séries anteriormente analisadas verifica-se que ao nível da frequência zero a densidade espectral é elevada, confirmando os resultados dos testes efectuados sobre a estacionaridade.*

*A análise dos dados sobre a taxa de desemprego indica que esta mais que duplicou não tendo revertido ao que se considerava o seu nível natural. Este fenómeno que é conhecido como histereses no desemprego relaciona-se com o facto de que, em vez de reverter à média anterior, o impulso (choque) que originou essa alteração no nível de desemprego, mantém os seus efeitos de forma persistente, não voltando a taxa ao seu nível anterior, mas tendendo a permanecer no novo nível. Quando a taxa de desemprego volta ao seu nível*

*inicial, mas tem uma duração temporal longa, existe o que é denominado persistência no desemprego; este conceito faz referência a um ajuste lento até um valor de equilíbrio de longo prazo que é constante, de modo que os efeitos de um choque diluem-se, mas muito lentamente. No caso de existência do fenómeno de histeresis um choque negativo sobre o emprego tenderá a perpetuar-se no tempo até que um novo choque ocorra.*

*Assim, com base nos resultados obtidos, pode concluir-se que os efeitos de um choque negativo são de longa duração, ou seja, a taxa de desemprego tenderá a manter-se elevada ou mesmo a crescer, persistindo num nível alto até que um novo choque de sinal contrário se verifique.” (Donário, 2007: 672-674).*

Contrariamente à teoria dos ciclos reais de negócios, entendemos que as políticas não só do lado da oferta, mas também as do lado da procura, nomeadamente as consubstanciadas nas políticas orçamentais, têm efeitos de longo prazo<sup>92</sup>.

A ausência da intervenção do Estado (para além da criação de normas jurídicas e sua aplicação e intervenção devido à existência de bens públicos) seria um pressuposto para que a economia funcionasse de forma estável, levando ao óptimo de Pareto, *naturalmente*. A economia, nomeadamente o sector privado, seria inerentemente estável, pelo que a intervenção do Estado é que criaria instabilidade. De acordo com Jevons:

*“Para voltar, contudo, ao assunto do presente Trabalho, a teoria aqui exposta pode ser descrita como a mecânica da utilidade e do auto interesse. Algumas aproximações podem ter sido feitas para traçar os seus pormenores, mas nos seus traços principais esta teoria deve ser a verdadeira. O seu método é tão seguro e demonstrativo como o da cinemática ou da estática, mais que isso, quase como auto evidência como são os elementos de Euclides, quando o significado real da fórmula é totalmente compreendido.”. (Jevons, 1871:32)<sup>93</sup>. Tradução nossa.*

---

<sup>92</sup> Sobre este tema ver: **Zivot**, Eric; Andrews, Donald W.K. (1992); Cochrane, John H. *How big is the random walk in GNP?* Journal of Political Economy, v. 96, n. 5, 1988.

<sup>93</sup> *“To return, however, to the topic of the present work, the theory here given may be described as the mechanics of utility and self-interest. Oversights may have been committed in tracing out its details,*

Esta passagem de Jevons evidencia como a teoria económica neoclássica assumiu, até aos dias de hoje, que as leis da física eram aplicadas ao comportamento humano, como de formas inanimadas se tratassem, utilizando uma forma reducionista, afastando a contribuição de outras ciências, como a psicologia e a neurociência, aceitando-se a sua estabilidade e equilíbrio ao nível de pleno emprego, o que era defendido pelos clássicos e é hoje defendido pelos monetaristas, pelos novos clássicos das expectativas racionais e dos ciclos reais de negócios. Keynes contraria esta crença ao escrever em 1933, durante a grande depressão:

*“Muitas pessoas estão tentando resolver o problema do desemprego com uma teoria que é baseada no pressuposto de que não existe desemprego.”.*  
(Keynes 1933: 350)<sup>94</sup>. Tradução nossa.

Esta passagem de Keynes evidencia o modo como os clássicos entendiam o funcionamento da economia, considerando apenas a possibilidade de desemprego sectorial, nunca aceitando a existência de desemprego generalizado, contrariamente ao que a realidade nos evidencia. Esta visão é hoje partilhada pelos monetaristas e novos clássicos e tem sido levada à prática nas últimas décadas. O que Keynes teria querido significar com esta passagem era a tendência dos economistas para evitar analisar os problemas no curto prazo, sustentando que no longo prazo a economia atingiria o equilíbrio de pleno emprego.

As crises e depressões tenderão, no longo prazo, a desaparecer, alternando com períodos de prosperidade, muitas vezes depois de passarem três, quatro, cinco ou mais anos de depressão e estagnação, com efeitos negativos no bem-estar social de milhões de pessoas, a quem é referido que no longo prazo tudo se resolverá de forma quase automática, invocando-se os argumentos dos clássicos e novos clássicos. A escola dos novos clássicos, nomeadamente a das expectativas racionais, considera que o Estado não deverá intervir na tentativa

---

*but in its main features this theory must be the true one. Its method is as sure and demonstrative as that of kinematics or statics, nay, almost as self-evident as are the elements of Euclid, when the real meaning of the formulæ is fully seized.”* (Jevons, 1871:32)

<sup>94</sup> *“Many people are trying to solve the problem of unemployment with a theory which is based on the assumption that there is no unemployment.”* (Keynes 1933: 350).

de estabilizar as flutuações económicas no produto e no emprego através de políticas activas da procura. (Lucas, 1981a).

Para Lucas, são os choques monetários não antecipados que são a causa dominante dos ciclos económicos. Para Prescott e Kindland, com a teoria dos ciclos reais de negócios, não são os choques monetários que desestabilizam a economia mas sim os choques reais. (Kydland; Prescott, 1982). Estes autores desenvolveram modelos *calibrados*, tentando imitar as características principais da economia actual, modelos baseados na optimização do comportamento dos agentes económicos, num mercado perfeitamente competitivo, sujeito a choques reais tecnológicos, repetidos reactivamente à produtividade.

A maioria dos economistas considera que a economia de mercado tem duas características, as quais são contraditórias: estabilidade e dinamismo. É considerado que todas as partes se comportam dinamicamente, atingindo, de forma automática e quase instantaneamente, uma situação de estabilidade. Não importa a causa que afete a economia, os mercados respondem (supostamente) ajustando-se a um novo equilíbrio.

De acordo com estas teorias liberais o sistema tende a estar em equilíbrio ao nível do pleno emprego (ou do emprego potencial a que corresponde a taxa natural de desemprego), sendo considerado intrinsecamente estável, sendo afastado desse equilíbrio apenas por choques externos, nomeadamente pela intervenção do Estado. O excessivo nível da taxa natural de desemprego, é considerado como sendo o resultado de leis concernentes ao salário mínimo, aos subsídios de desemprego e outros, às leis de segurança no emprego bem como ao poder dos sindicatos, que segundo estas teorias deverão ser reduzidos.

O pressuposto da inerente estabilidade óptima da economia, nomeadamente ao nível macroeconómico, centrou-se, nas últimas décadas, sobretudo na teoria das expectativas racionais e na teoria dos ciclos reais de negócios, em ligação com a teoria do lado da oferta..

A desregulamentação que tem sido dominante no mundo, sobretudo desde 1981, tem-se fundamentado quer no monetarismo quer na teoria das expectativas racionais e mais recentemente na teoria dos ciclos reais de negócios, sendo as duas últimas englobadas no que denominamos de Novos

Clássicos. Contudo, há evidência da vivência real que o mercado é instável não existindo forças automáticas que levem o mercado ao equilíbrio (Mccauley,2009:20). No dizer de Mccauley

*“Os mercados são não-estacionários, e os processos não-estacionários não são determinísticos nem recorrentes. Não existe evidência estatística para a “mão invisível” de Adam Smith. A recorrência do processo estacionário dos preços teria dado a mais geral e possível descrição da Mão de Adam Smith mas a estacionariedade não é encontrada nos mercados reais, apenas em mercados hipotizados nos textos de macroeconomia e de econometria.”* (Mccauley,2009:105.)<sup>95</sup>. Tradução nossa.

O determinismo implica que as séries temporais (sejam do produto, do desemprego ou outras que tenham a sua origem no comportamento humano) têm a mesma média, variância e covariância ao longo do tempo, o que implica que qualquer desvio em relação à média seria temporário e haveria, de forma automática, um retorno à média. A teoria clássica, o monetarismo e a teoria das expectativas racionais têm por base a estacionariedade das séries.

Num estudo por nós efectuado (Donário,2007:661-674) concluiu-se que as séries relativas ao PIB e à taxa de desemprego, para o período de 1959 a 2004, não eram estacionárias (evidenciando, deste modo, o que é referido por Mccauley) mas que continham *raiz unitária* (não-estacionariedade), o que tem implicações quanto às políticas económicas, levando a que as políticas de curto e longo prazos não são independentes mas integradas.

A não estacionariedade do processo de geração de dados significa que um *choque* de qualquer natureza, quer do lado da oferta quer do lado da procura, tem efeitos de longo prazo, até que um choque de sinal contrário se verifique a fim de inverter a tendência.

Os choques do lado da oferta podem consubstanciar-se em alterações dos custos de vária ordem, nomeadamente os custos salariais, dos combustíveis,

---

<sup>95</sup> “Markets are nonstationary, and nonstationary processes are neither ergodic nor recurrent. There is no statistical evidence for Adam Smith’s Invisible Hand. Recurrence of a stationary price process would have provided the most general possible description of Adam Smith’s Hand but stationarity is not to be found in real markets, only in the markets hypothesized in macroeconomic and econometric texts.”. (Mccauley,2009:105).

conflitos no país ou no estrangeiro, alterações fiscais. Quanto aos choques do lado da procura podem referir-se também as alterações fiscais que têm efeitos no rendimento disponível e, em consequência, na procura das famílias que é uma componente da procura agregada. Outros choques do lado da procura são os consubstanciados através da política orçamental (gastos e transferências – subsídios - do Estado) bem como alterações da política monetária. Nesse estudo escrevíamos:

*“Segundo os novos clássicos, os microfundamentos da teoria macroeconómica, imprescindíveis para que o vector de preços e salários da economia seja determinado em condições de market-clearing, estão relacionados com três hipóteses básicas:*

*(i) a hipótese das expectativas racionais<sup>96</sup>;*

*(ii) a hipótese de oferta agregada e*

*iii) a hipótese de que o mercado tende automaticamente para o equilíbrio óptimo (market clearing). Em relação à primeira hipótese, a ideia central é que, num contexto no qual as expectativas subjectivas dos indivíduos coincidem com a esperança matemática das expectativas condicionadas às suas observações passadas, as expectativas dos agentes económicos em relação às variáveis económicas são, em média, correctas.*

*A hipótese da oferta agregada fundamenta-se no argumento de que as tomadas de decisões por parte das unidades produtoras, trabalhadores e empresários, reflectem comportamentos de optimização dos mesmos.*

*Quanto à hipótese do equilíbrio do mercado ao nível do emprego potencial (market clearing) no curto e longo prazos, a resposta da procura e oferta óptimas dos agentes económicos em relação à sua percepção dos preços resulta no equilíbrio óptimo do mercado. Esta ideia desempenha um papel*

---

<sup>96</sup> Expectativas racionais supõem que os agentes económicos conhecem o processo estocástico que determina o comportamento das variáveis da economia em cada período de tempo. Veja-se, Muth. J., *Rational expectations and the theory of price movements. Econometrica*, (1961) 29: 315-35, July.

*essencial nas teorias dos Novos Clássicos<sup>97</sup> (na tradição market clearing<sup>98</sup>), considerando-se que o mercado automaticamente levará o produto para o nível do produto potencial (e a taxa de desemprego para o nível da taxa natural – na terminologia de Milton Friedman).*

*Isto significa que os desvios do produto (e do desemprego) em relação ao equilíbrio de longo prazo (produto potencial e taxa natural de desemprego) desaparecerão sem necessidade de intervenção do Estado, sendo necessário, para que tal se verifique, que o mercado funcione livremente em todas as suas dimensões, ou seja, que haja flexibilidade dos preços dos bens e serviços, das taxas de juro e dos salários (mecanismos automáticos), isto é, que os mercados de bens e serviços, de capitais e de trabalho funcionem livremente de acordo com as leis da oferta e procura.” . (Donário,2007:661-2)*

Dado que os mercados são não-estacionários, como antes referido, quando se verificam desvios não há forças automáticas que levem à reversão à média, ou seja, um choque de qualquer natureza que afete negativamente (positivamente) o produto do seu nível potencial tende a manter-se por longo tempo, até que outro choque, de sinal contrário, se verifique.

Estudos realizados têm evidenciado que a teoria neoclássica não explica muitos comportamentos, nomeadamente no mercado de capitais, devendo ser tidos em consideração explicações que, na teoria tradicional, são consideradas *anomalias* por se afastarem do conceito de racionalidade, fundamentados nos axiomas dessa teoria. (Shiller,1999). De acordo com Shiller, um desses conceitos é o de *âncora*, segundo o qual o preço presente do mercado de capitais (ações) é também determinado pelos preços passados, “*pode ser inconsistente com a baixa correlação das alterações do preço das ações....*

*“Pode objetar-se de que a noção de se ter em conta os preços passados ajuda a a determinar o preço presente no mercado de capitais pode ser*

---

<sup>97</sup> Sargent, T. (1973). Rational expectations, the real rate of interest, and the natural rate of unemployment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:429-80.

- Sargent, Thomas. & Wallace, N. (1975). “Rational” expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, 83(2):241-54, April.

<sup>98</sup> Por *market-clearing* entende-se a situação na qual os mercados se ajustam continuamente na direção da tradição walrasiana de equilíbrio.

*inconsistente com a baixa correlação da série das variações do preço das acções, dado que tem sido notada a existência de um comportamento de um passeio aleatório. Contudo, esta conclusão não é garantida. Os modelos de "smart money" (isto é, as pessoas que estão invulgarmente atentas para oportunidades de lucro nos mercados financeiros) e que procuram explorar correlações nas séries de preços, modelos que também incluem os investidores comuns, são consistentes com as baixas correlações das séries e mesmo assim a ancoragem continua a ser importante para o nível dos preços das acções." (Shiller,1999:10)<sup>99</sup>.*

Convém notar a interdependência entre a esfera económica e a política, que tem vindo a ser estudada por vários autores (Carmignani, F.,2003), 'Political Instability, Uncertainty and Economics', *Journal of Economic Surveys*, February., entre os quais destacamos Alesina, com a sua *teoria partidária* da instabilidade agregada - *partisan' theory of aggregate instability*, onde a ideologia dos políticos e os seus interesses são factores de instabilidade, pois quanto maior for a diferença ideológica entre os partidos que acedem ao governo, maior será a instabilidade gerada pela mudança de políticas. (Alesina, A.,1987;1988). De acordo com esta teoria, quanto maiores forem as diferenças de políticas partidárias, maior efeito terão nas expectativas, afectadas pela incerteza, com efeitos negativos no investimento e, portanto, no crescimento. Por outro lado, o aprofundar da desigualdades tem efeitos negativos no investimento, pela instabilidade que gera.

*Podemos considerar que a procura agregada é constituída pela soma do PIB mais a variação da dívida, conforme refere Keen, Steve (2010:136)<sup>100</sup>, o que leva a que a concessão desregulada de crédito, sobretudo para bens de consumo,*

---

<sup>99</sup> "One might object that the notion that anchoring on past prices helps determine present price in the stock market might be inconsistent with the low serial correlation of stock price changes, that is with the roughly random-walk behavior of daily or monthly stock prices that has been widely noted. This conclusion is not warranted however. Models of "smart money" (i.e., people who are unusually alert to profit opportunities in financial markets) seeking to exploit serial correlation in price, models which also include ordinary investors, are consistent with the implications that serial correlation is low and yet the anchoring remains important for the level of stock prices" (Shiller,1999:10).

<sup>100</sup> Keen, Steve (2010) - The coming depression and the end of economic delusion in "Macroeconomic Theory and its Failings. Alternative Perspectives on the Global Financial Crisis" – Edward Elgar, p.136. "From my monetary perspective, aggregate demand is the sum of GDP plus the change in debt."

*levará a distorções na economia real, com consequentes efeitos negativos em todo o sistema económico, financeiro e real.*

### **3.2 - A DESREGULAÇÃO DA BANCA E A SUA INFLUÊNCIA NAS CRISES**

É interessante notar que, não obstante mais de 10 anos de moeda única na eurozona, os mercados têm vindo a actuar com precisas distinções entre o risco dos vários países dentro da eurozona.

Já foi analisado, como o modelo neoclássico assenta na premissa do *homo economicus*, tanto dos consumidores como dos produtores, o que leva a que o mercado não deve ser regulado, nomeadamente no âmbito financeiro, a fim de se atingir o óptimo paretiano, considerando o mesmo modelo que os mercados financeiros são eficientes.

A lógica destas teorias liberais é a de que os mercados actuando livremente, naturalmente atingem o equilíbrio óptimo, pelo que, qualquer interferência nas forças de mercado afecta negativamente esse equilíbrio estável e óptimo, levando o sistema a situações para fóra do equilíbrio para uma situação sub-ótima, logo, essa interferência será ineficiente.

A aceitação da teoria dos mercados eficientes, postulando que os preços dos activos reflectem o seu valor intrínseco, cujas variações resultam da incorporação de nova informação sobre as condições económicas e as expectativas (racionalis), leva a que quando se está num processo especulativo de subida contínua dos preços dos activos financeiros se invoque a liberdade do mercado com os *dogmas* da estabilidade e auto-regulação.

Contudo, quando existe uma quebra, quase sempre abrupta, desses preços, reclama-se a intervenção do Estado, levando a que se chegue a nacionalizar as perdas avultadas, a fim de que sejam suportadas pelos contribuintes (caso BPN) quando, na fase ascendente dos preços especulativos dos activos, houve uma transferência de riqueza da maioria da população para uma *elite* que,

normalmente, está em íntima ligação com os políticos que são capturados, e que fazem essa intervenção invocando o “perigo de risco sistémico” e o “interesse nacional”.

A desregulação do sector financeiro - incluindo bancos comerciais, bancos de investimento, fundos de vária natureza e fins diversos - permite que entrem e operem em sectores de outras áreas especializadas, reduzindo os requisitos de reservas obrigatórias (permitindo elevada criação de massa monetária), facilidade de entrada no mercado, concessão fácil de crédito para bens de consumo, nomeadamente férias e outros bens.

Essa concessão desregulada de crédito tem como consequência uma discrepância entre o aumento da procura efectiva derivada desse crédito e o produto interno bruto em termos reais, sendo essa desregulação o resultado da ideologia, algo baseada nos pressupostos dos *Novos Clássicos*, da total liberdade dos mercados e crescimento económico ilimitado, pressupostos que não se verificam na realidade, como já anteriormente analisámos.

A desregulação do mercado financeiro e a não verificação da existência de *mercados eficientes*, permitiu um contínuo aumento do preço de vários activos, aumentos que possibilitaram que muitos especuladores e o sector financeiro obtivessem lucros crescentes através dessa contínua subida desses activos financeiros. *“Estes preços cada vez mais elevados são guiados pelas expectativas de potenciais lucros a serem realizados através das trocas, em vez de estarem ligados à capacidade ou valor económico do activo”* (Frenche, E. Douglas, 2009:1) <sup>101</sup>

Quando o valor de activos reais é esperado que cresça mais do que o custo do empréstimo para obtê-los existe um incentivo para adquirir esses activos apenas com o objectivo de os utilizar para revenda e, com a importância da venda, pagar o débito e, muitas vezes, continuar com a especulação, quando o sector financeiro facilita o crédito a juros baixos e sem exigências de garantias reais adequadas (Soros, George, 2008:xvi)

---

<sup>101</sup> Frenche, E. Douglas (2009) - Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money - LvMI. Mises Institute. *“These higher prices are driven by the potential profits to be made through trading, rather than the earning capacity or economic value of the asset.”*, P.1.

O custo dos débitos acumulados, como se tem verificado, desde 2008, tem vindo a ser suportado pelos contribuintes, como se verificou no caso do Banco Português de Negócios, Banco Millenium e outros, devido à assumpção pelo Estado das dívidas destas e outras instituições financeiras.

A dominância do sector financeiro nas últimas décadas, desregulado, levou a que muito do valor acrescentado no sector real fosse apropriado pelo sector financeiro, levando a que a economia real tenha sido incapaz de gerar emprego suficiente e sustentável, como se tem verificado em Portugal, mesmo antes da actual crise.

Nas últimas décadas, os mercados financeiros expandiram-se intensamente, tendo o financiamento da economia aumentado a fragilidade do sector não financeiro, actuando de forma dinâmica, modelando o comportamento das empresas do sector não financeiro bem como dos indivíduos, sendo este sector financeiro muito mais do que o simples intermediário entre os que poupam e as empresas que investem.(Froud et al. 2002: 120).

Com os clássicos a moeda, (como variável nominal e bem assim os preços), era considerada neutra ou seja, não tinha influência na determinação do nível do produto e do emprego, isto é, não afectava o processo económico real, o que é aceite por algumas escolas atuais dos Novos Clássicos, nomeadamente pela escola dos Choques Reais de Negócios, havendo uma dicotomia entre o mercado monetário e o mercado de bens e serviços (Lucas, 1972)

Os monetaristas e os novos clássicos contestam a utilização da política orçamental e monetária expansionistas a fim de atingir o objetivo do *pleno* emprego. Friedman e Lucas advogaram o uso das políticas do lado da oferta para atingir os objetivos do emprego (Friedman,1968a; Lucas, 1978a, 1990a).

A teoria clássica postulava que qualquer que fosse a causa de uma recessão que ocorresse jamais seria a deficiência da procura agregada, podendo existir apenas desemprego sectorial. O funcionamento dos mecanismos automáticos (flexibilidade dos preços dos bens e serviços, dos salários e das taxas de juros) assegurariam o equilíbrio ao nível do pleno emprego. A produção não excederia nunca a intenção e capacidade de comprar (*willingness to buy*) o que fosse produzido, e tentar tratar os sintomas da recessão aumentando a despesa

pública (intervenção do Estado) teria consequências que agravariam a situação. Keynes, pelo contrário, considerava que a despesa pública em combinação com os défices orçamentais tenderiam a ajudar a economia a sair da recessão.

Com Keynes, a noção de neutralidade da moeda defendida pelos clássicos (e mantida pelos moenetaristas e novos clássicos) desaparece, dado que, numa economia monetária, através do processo de crédito (e portanto da criação de moeda), o modo como o crédito é criado tem impacto no investimento e, portanto, na potencial produção e emprego da economia. 1937. Keynes considera os conjuntos de bens não em termos físicos mas como conjuntos homogénios expressos em termos monetários.

Foi sobretudo com a publicação da Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro”, em 1936, no meio da Grande Depressão, que John Maynard Keynes se tornou célebre, tendo mostrado, contrariamente aos clássicos, que a economia tendia a estar em equilíbrio, mas abaixo do pleno emprego, devido a que a poupança (dos particulares e das empresas) não fluiria automaticamente para o investimento, pelo que tenderia a existir uma deficiência na procura agregada (procura efetiva no dizer de Keynes).

A situação de pleno emprego, segundo Keynes, era uma situação especial (Keynes, 1936: 26)<sup>102</sup> e não normal, ao contrário do que sustentavam os clássicos na sua maioria. Esta seria uma situação ótima, mas não a regra, dado que a parte do rendimento que não é consumida pela sociedade nem sempre flui toda para o investimento.

Deste modo, no curto prazo, não é a oferta agregada que determina o nível de atividade económica (a produção e o volume de emprego), como refere o modelo clássico, mas sim, a procura agregada, pelo que haveria lugar para a intervenção do Estado, através da política orçamental e da política monetária, a fim de regular a procura agregada.

Deste modo, em situações de depressão, a teoria keynesiana advoga uma política orçamental expansionista, tal como a política monetária, pelo que em vez

---

<sup>102</sup> **Keynes**, John Maynard; - The General Theory of Employment, Interest and Money.- P.26.- ClassicBooksAmerica; New York; 2009

de suposições quanto ao longo prazo, Keynes preocupou-se com a instabilidade de curto prazo.

Os clássicos e atuais novos clássicos (incluindo os monetaristas) importaram a noção de equilíbrio da engenharia, onde existe um conjunto de forças que leva a esse equilíbrio estável, contrariamente aos ensinamentos de Keynes, aqueles abjurando a intervenção do Estado, porque supõem que a economia é estável, pois nada dentro da economia altera o equilíbrio, mas apenas forças exógenas podem levar o sistema à instabilidade, nomeadamente a intervenção estatal; Keynes, pelo contrário, evidenciou que a intervenção do Estado era necessária dada a inerente instabilidade da economia, basta pensar nas forças de crescimento e desenvolvimento que, necessariamente, levam ao desequilíbrio, como Schumpeter evidenciou nos seus estudos que, ao concentrarmo-nos nas forças de equilíbrio perder-se-ia a atenção nas fontes do dinamismo na economia (Schumpeter 1939).

Para os defensores do livre mercado, do *laissez faire*, a possível instabilidade dos mercados é originada fora do mesmo: ou pela intervenção do Estado ou dos bancos centrais ou os bancos procederam imprudentemente. Os mercados não tiveram ligação com essa instabilidade, sofrendo, *passivamente*, os efeitos de forças exógenas. Tal como os clássicos referiam, se a economia é afetada pela instabilidade (temporária) que a leva a sair do estado de equilíbrio, endogenamente se desencadearão forças (estabilizadores automáticos) que a levarão ao equilíbrio.

A teoria neoclássica não considera a interdependência estratégica entre os vários agentes, pelo que as empresas não teriam dificuldades em investir de forma ótima num ambiente de *laissez faire*. De acordo com a teoria neoclássica, os preços transmitem toda a informação relevante para os que sabem analisar o mercado (vide mercados eficientes), apenas com erros temporários, como na *ilha* de Lucas. Os pressupostos da teoria neoclássica (na qual incluo os novos clássicos) sendo atomísticos e considerando o individualismo metodológico, pressupõem que o equilíbrio e o mercado são fenómenos *naturais*, considerando que o ótimo individual e social se confundem, numa visão de que a sociedade é apenas o somatório (linear) dos indivíduos que a compõem, sem atenderem

às relações de alteridade, tal como átomos newtonianos, considerando que os modelos matemáticos possam captar toda a realidade.

Para Keynes, os preços reflectem apenas uma parte da informação total que seria necessária para a tomada de decisões correctas, pois os preços atuais e passados não fornecem informação suficiente quanto ao futuro que inerentemente é instável. Quanto a esta questão veja-se o que Keynes escreveu, na Teoria Geral, quanto ao *animal spirits* no que tange aos determinantes do investimento.

Quanto ao curto e longo prazos, von Mises referiu,:

*“Nós devemos estar alerta contra a falácia popular de construir uma linha clara entre os efeitos do curto e longo prazos. O que acontece no curto prazo é precisamente o primeiro estágio de uma cadeia de sucessivas transformações que tendem a produzir os efeitos a longo prazo”. .” (Mises 1966: 14)*<sup>103</sup>

Convém salientar que, normalmente, as políticas de curto e longo prazos são integradas, decorrendo tal integração da ausência de determinismo do processo gerador de dados emergentes da atividade humana. Geralmente, existe não estacionariedade nessas séries, o que implica que as políticas de curto prazo geram efeitos com memória, significando que os mesmos são de longa duração.

A teoria de Keynes, nomeadamente na Teoria Geral, é anti-atomística, pois, para este autor, o estudo do agente individual, sejam empresas ou consumidores, não deve ser confundido com o estudo dos agentes na macroeconomia. Veja-se o que diz:

*“A dicotomia correcta é, ..., entre a Teoria da indústria individual ou empresa e das remunerações e distribuição de dada quantidade de recursos entre diversos usos, por um lado, e da Teoria da produção e do emprego como um todo, por outro lado. Enquanto nos limitarmos ao estudo da indústria individual ou empresa no pressuposto de que a quantidade total de recursos empregados é constante e, provisoriamente, que as condições de outras*

---

<sup>103</sup> “We must guard ourselves against the popular fallacy of drawing a sharp line between short-run and long-run effects. What happens in the short run is precisely the first stages of a chain of successive transformations which tend to bring about the long-run effects.” (Mises 1966: 14)

*indústrias ou empresas se mantêm inalteradas, é verdade que não estamos preocupados com as características significativas da moeda. Mas logo que passarmos para o problema do que determina a produção e o emprego como um todo, exige-se uma teoria completa de uma Economia Monetária. "* (Keynes, 1936: Chapter 21, I.). Tradução nossa.

Keynes considera que, ao estudar-se a macroeconomia, se deverá ter em conta não o indivíduo representativo semelhante ao átomo newtoniano definido *a priori*, mas como integrando o todo, de forma contextual e contingente, tendo em conta a intersubjetividade, que está ausente do *homo economicus*.

A teoria keynesiana inverteu a teoria clássica quanto ao fundamento da determinação do rendimento e do emprego, no curto prazo, dado que os clássicos consideravam que era a oferta agregada que determinava o nível de emprego e produção e Keynes considerava que era a despesa, a procura efetiva, que determinava o nível de atividade económica. Segundo Keynes:

*"Os principais defeitos da sociedade económica em que vivemos são a sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária e desigual distribuição da riqueza e do rendimento."* (Keynes, 1936: chapter 24, I.). Tradução nossa.

Por outro lado, também quanto ao papel da moeda e dos seus efeitos, Keynes alterou profundamente a visão clássica, criticando a dicotomia clássica entre a moeda e as variáveis reais. Para os clássicos a moeda era considerada neutra quanto à determinação da produção e do emprego havendo, por conseguinte, uma dicotomia entre o mercado de bens e serviços e o mercado monetário. Keynes veio mostrar que tal dicotomia não existe e que, em consequência, a moeda tem efeitos nas variáveis reais da economia, sendo a taxa de juros o mecanismo de transmissão que, no modelo keynesiano, tem a natureza monetária, ao contrário do modelo clássico que considera que a taxa de juros tem natureza realista, sendo, em consequência, determinada por variáveis reais, consubstanciadas na poupança e no investimento.

Keynes foi talvez o primeiro economista que deu uma justificação para o pleno emprego como um objetivo da macroeconomia, evidenciando que uma situação

inferior ao pleno emprego traduzia um equilíbrio mas não um óptimo. Na *Teoria Geral* definiu o pleno emprego do seguinte modo:

*..”... uma situação na qual o emprego agregado é inelástico em resposta a um aumento da procura efetiva pelo produto. <sup>104</sup>”*

Contudo, Keynes considerava que o conceito de pleno emprego era consistente com a existência de desemprego friccional<sup>105</sup>.

### **A SECURITIZAÇÃO DE ACTIVOS E A CRISE DE 2008. CDOs e CDSs**

A evidência empírica mostra que os mercados não são autorreguladores, como afirmam os monetaristas e os novos clássicos, e nem mesmo os mercados financeiros são mercados eficientes. Veja-se o que tem vindo a verificar-se desde, sobretudo, 2008, com a crise financeira e económica. Parte da explicação desta crise pode fundamentar-se na criação dos chamados *derivados*, *collateralized debt obligations (CDOs)*, que se tornou o nome genérico para todos os tipos de activos securitizados (titularizados), incluindo as hipotecas de habitações.

Estes CDOs eram obrigações suportadas por hipotecas sobre imóveis, nos Estados Unidos da América e outros países, que eram comprados por bancos e instituições públicas, obrigações que tinham elevadas taxas de retorno, maiores que os títulos de dívida pública.

Quando o mercado destes títulos colapsou, devido ao colapso das hipotecas que teoricamente os suportavam, muitos bancos faliram ou foram financiados pelos governos. Muitas vezes os CDOs não continham as obrigações referentes às hipotecas mas apenas *derivativos* como os chamados *credit default swaps (CDS)* – uma espécie de seguros - ligados às hipotecas. Estes CDS são instrumentos pertencentes a famílias de créditos derivados que permitem transferir o risco de crédito relativo a determinada actividade de um

---

<sup>104</sup> **Keynes**, John Maynard; - (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money* –Cap. III- p.26 – Harcourt, Brace and Company- New York. Tradução nossa

<sup>105</sup> *Idem* – Cap. II

sujeito económico que pretende adquirir uma garantia em relação a outro sujeito económico.

Estas obrigações (CDO) e outras similares são formadas por obrigações que têm elevado risco de resgate, sobretudo as que foram denominadas por *hipotecas sub-prime*<sup>106</sup>.

“As agências de *rating* classificavam muitos dos CDO com o nível AAA, mesmo que as hipotecas subjacentes fossem altamente duvidosas”<sup>107</sup>, levando ao que é conhecido como o *esquema Ponzi*, que se traduz em investimentos fraudulentos.

As vivências recentes evidenciam que os mercados, sobretudo os financeiros, não são autorregulados, e que os chamados *mercados eficientes* não se adequam à realidade, no sentido de que as suas flutuações seriam gaussianas e que grandes variações seriam extremamente raras.

Os *portfolios* das hipotecas foram reconstruídos em obrigações chamadas CMOs (*collateralized mortgage obligations*).

## SALÁRIOS E EMPREGO

Para os clássicos (e para os Novos Clássicos) a existência de desemprego é explicada pelo elevado nível de salários, pelo que uma diminuição dos salários reais tende a elevar o nível de emprego até se atingir o equilíbrio de pleno emprego. Com efeito, segundo a teoria clássica, uma diminuição dos salários reais implica uma diminuição dos custos de produção, pelo que, desde que exista concorrência, os preços dos bens produzidos com custos de produção inferiores tendem a diminuir, levando a um aumento da procura (vendas maiores).

Para satisfazer a procura crescente as empresas terão que aumentar a produção, o que implica uma maior procura de mão-de-obra levando a uma diminuição do desemprego. Com maiores vendas, e porque os custos de produção baixaram devido à diminuição dos salários reais, os lucros aumentam,

---

<sup>106</sup> Sobre este assunto ver George Soros: *The New Paradigm for Financial Markets. the credit crisis of 2008 and what it means* – *PublicAffairs*, New York

<sup>107</sup> Krugman, Paul -The Return of and The Crisis of 2008 -p. 152

o que tende a levar a maior investimento. Assim, este processo continuará até que seja restabelecido o nível de pleno emprego.

### **3.3 - EXPECTATIVAS**

Note-se que Keynes acentua que são as expectativas<sup>108</sup> dos empresários de maximização do lucro que levam ao aumento do nível de emprego,  $N$ . Se as expectativas de lucro subirem, haverá uma competição pelo fator de trabalho  $N$ . No caso contrário, se as expectativas de lucro forem baixas, a procura efetiva diminuirá. As expectativas dos empresários quanto ao lucro são função dos factores que determinam a procura agregada, ou seja das suas componentes que, como veremos mais adiante, podem agrupar-se no consumo privado,  $C$ , no investimento privado,  $I$ , nos gastos públicos,  $G$ , e nas exportações,  $X$ , retirando todos os componentes importados,  $M$ .

São as expectativas que determinam, predominantemente, os investimentos, que Keynes classifica em dois grupos, expectativas de curto prazo e expectativas de longo prazo. As de curto prazo traduzem-se no preço esperado pela venda do produto produzido, produto consequência do investimento, o qual tem um tempo de maturação mais ou menos longo. As expectativas de curto prazo são mais estáveis do que as de médio e longo prazos, pois baseiam-se no que tem acontecido e na situação atual.

As expectativas de médio e longo prazos relativamente aos investimentos, sobretudo se estes movimentarem elevados valores em capital fixo, são instáveis tanto mais quanto o ritmo de mudança no mercado global se acelera. As mudanças políticas, no país e no mundo, a volatilidade dos mercados globais, a atuação dos grupos de pressão a nível mundial no mercado globalizado, são factores dominantes na determinação das expectativas de médio e longo prazos.

Actualmente, a crise que se está a viver, está muito ligada aos interesses dos grupos de pressão e cuja atuação cria volatilidade e, por conseguinte, alteram as expectativas. Com efeito, a maioria dos agentes económicos dos países mais débeis economicamente sofrem os efeitos da actuação desses grupos de

---

<sup>108</sup> Keynes, John Maynard; - The General Theory of Employment, Interest and Money.- P.39 e ss.- ClassicBooksAmerica; New York; 2009.

interesses, a nível mundial, efeitos que se consubstanciam, nomeadamente, no pagamento de juros mais elevados pelo crédito que obtêm, juros que integram o rendimento nacional (o valor acrescentado), e que fluem para os agentes económicos desses grupos de interesses e para os países economicamente mais fortes.

O risco e a incerteza<sup>109</sup> ligados ao investimento contribuem para a formação dessas expectativas. Com efeito, porque se actua sempre em situação de incerteza, dado que a vida é um processo estocástico, pode *considerar-se que as expectativas originais não são relevantes*<sup>110</sup>. As decisões de aumentar a produção, ou de realizar investimentos, dependem, pois, da utilidade esperada dessas decisões em confronto com a alternativa de não as realizar. Se a utilidade esperada (ou lucro esperado) de aumentar a produção ou realizar investimentos for superior à não realização, efetuar-se-ão, caso contrário, não serão realizados.

#### **UTILIDADE ESPERADA. O INVESTIMENTO E AS EXPECTATIVAS**

Utilizando a teoria da utilidade esperada<sup>111</sup> pode explicitar-se, analiticamente pela seguinte expressão:

$$(1-\alpha) U(Y+p) + \alpha U(Y-l) > U(Y)$$

onde  $\alpha$  significa a probabilidade; U a utilidade; Y o rendimento actual; p o lucro e l a perda que associados às probabilidades dão o lucros e perdas esperados.

O primeiro membro da inequação traduz a escolha em situação de incerteza, dado que os resultados da decisão de investir ou aumentar a produção não são certos. Toda a decisão envolve sempre um risco. As decisões dos empreendedores baseiam-se nas suas expectativas subjetivas, que podem ser traduzidas através das probabilidades subjetivas.

---

<sup>109</sup> Distinguimos entre risco e incerteza. Existe risco quando se podem associar probabilidades aos resultados de qualquer evento. Existe incerteza quando essa associação não pode ser realizada caracterizando situações em que existe um conjunto de possíveis resultados desconhecidos. Neste caso o decisor não pode seguir uma regra formal de decisão mas apenas pode fundamentar-se na sua intuição, que Knight denominou como "*juízo*" para antecipar o que pode ocorrer. Esta distinção foi efetuada pelo professor Frank Knight em (1921) *Risk, Uncertainty and Profit*.

<sup>110</sup> Keynes, John Maynard; - The General Theory of Employment, Interest and Money.- P.40.- ClassicBooksAmerica; New York; 2009.

<sup>111</sup> A teoria da utilidade esperada foi desenvolvida por Von Neumann e Morgenstern em 1944, tendo como grande precursor, Daniel Bernoulli, em 1738, com a obra sobre a teoria do risco " *Specimen theoriae novae de mensura sortis*"

O primeiro termo do primeiro membro,  $\{(1-\alpha) U(Y+p)\}$ , traduz a utilidade esperada<sup>112</sup> de se obter o lucro  $p$ . O segundo termo do primeiro membro,  $\{\alpha U(Y-l)\}$ , traduz a desutilidade esperada de se ter um prejuízo,  $l$ . O segundo membro da inequação,  $U(Y)$ , significa a escolha de não aumentar a produção ou não investir.

Assim, se as expectativas dos empresários forem positivas, significando que a utilidade esperada de aumentar a produção ou investir for superior a não investir, então haverá aumento de produção e de investimento e, em consequência, o produto e o emprego subirão. Pelo contrário, se as expectativas forem negativas, significando que a utilidade esperada de aumentar a produção ou investir é inferior à escolha contrária, o aumento de produção e de investimento não se fará.

As decisões de investir são determinadas pelos rendimentos esperados (expectativas) e não pelos rendimentos efetivos. Atente-se que os investimentos, que se traduzem numa variação dos bens de capital, sobretudo bens duráveis, na maioria das vezes, implicam custos elevados que deverão ser realizados antes da obtenção das receitas efetivas que fluam para o investidor como resultado dos custos de investimento.

Alterações políticas, de política económica e outras podem levar a que as expectativas se modifiquem, alterando a probabilidade,  $\alpha$ , na inequação anterior, podendo inverter o sinal, o que leva a que o investimento aumente, bem como o consumo das famílias, com efeitos positivos no rendimento e no emprego.

Segundo a Teoria da Perspetiva<sup>113</sup>, quando as expectativas são negativas, traduzidas em perdas, a sua influência na decisão de não investir é mais acentuada do que as expectativas positivas para investir. Segundo esta teoria, os resultados para um determinado problema são expressos como desvios positivos ou negativos (ganhos ou perdas) em relação a um ponto de

---

<sup>112</sup> Os indivíduos fazem as suas decisões com base na utilidade (ou benefício) e não no rendimento ou riqueza *per se*.

<sup>113</sup> Kahneman, Daniel e Amos Tversky; *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk* - Econometrica, Volume 47, Issue 2 (Mar., 1979), 263-292

referência neutro, e não em relação à riqueza total como refere a teoria da utilidade esperada.

Keynes refere a clássica "lei" dos mercados de Say, segundo a qual, é expressa pela frase "*a oferta cria a sua própria procura*", o que implicaria que as funções da procura agregada e da oferta agregada fossem sempre iguais, isto é, que  $Z = \phi(N)$  e  $D = f(N)$  fossem iguais para todos os valores de  $N$ , estas duas funções da oferta e procura agregadas confundir-se-iam para todos os valores de produto e emprego. Assim, segundo a "lei" de Say, bastaria um aumento da oferta agregada,  $Z = \phi(N)$ , para que, de forma quase automática, a procura agregada,  $D = f(N)$ , se elevasse pela mesma magnitude, acomodando-se esta função da procura agregada às variações da oferta agregada. Em consequência, como dizia Keynes,

*"A procura efetiva, em vez de ter um único valor de equilíbrio, é um continuum infinito de valores todos igualmente admissíveis; e a quantidade de emprego seria indeterminada excepto para as situações em que a desutilidade marginal do trabalho estabelecesse um limite máximo<sup>114</sup>."*

No curto prazo pode considerar-se a curva de oferta agregada como constante, podendo variar a procura agregada que juntamente com a oferta agregada determina o nível de atividade económica.

- a) Efeito Riqueza ou Efeito dos Encaixes Reais (ou Efeito Pigou);
- b) Efeito Taxa de Juro – Investimento (efeito Keynes);
- c) Efeito Comércio Externo.

### **EFEITO RIQUEZA OU EFEITO PIGOU**

Em qualquer momento os sujeitos económicos detêm um conjunto de activos financeiros (moeda, obrigações e outros), cujo valor é fixado em termos nominais. Quando o nível de preços varia o valor real desses activos financeiros

---

<sup>114</sup> Idem, p. 24. Tradução nossa.

altera-se. Se o nível geral de preços sobe, o valor real desses activos financeiros desce e se o nível geral de preços baixa o seu valor real aumenta.

Deste modo, uma baixa no nível geral de preços provoca um aumento da riqueza dos sujeitos económicos que detêm esses activos, o que os induz a aumentarem o seu consumo.

### **EFEITO TAXA DE JURO OU EFEITO KEYNES**

Para analisar o impacto deste efeito na procura agregada supõe-se que a oferta de moeda é constante. Deste modo, uma baixa no nível geral de preços levará a uma baixa na taxa de juros, pois que a procura de moeda para transações diminui, libertando maior volume de massa monetária para a procura de moeda para especulação, o que induzirá, *ceteris paribus*, a um aumento do investimento, que também depende da taxa de juro, levando a um aumento da procura agregada, através dos efeitos direto e indireto (via multiplicador) e, por conseguinte a um aumento do rendimento e emprego.

### **EFEITO COMÉRCIO EXTERNO**

Se em média o preço dos bens e serviços produzidos numa determinada economia desce enquanto o preço dos bens e serviços no exterior permanecem constantes, haverá uma tendência para que os sujeitos económicos residentes no país e no exterior adquiram mais bens cujos preços desceram, pelo que a procura agregada aumentará, não só pelo aumento da procura interna como pelo aumento das exportações e diminuição das importações. É um efeito substituição a nível internacional.

### **INVESTIMENTO AUTÓNOMO E INDUZIDO**

No estudo do investimento podemos considerar que:

- a) Uma parte como *investimento autónomo* do rendimento e da taxa de juros;
- b) Como dependendo inversamente das taxas de juros;

- c) E parte como dependendo directamente das variações do rendimento (princípio do acelerador), como sendo o *investimento induzido* pela procura de bens de consumo, quando a capacidade produtiva está totalmente utilizada.

*Numa primeira abordagem, pode considerar-se o investimento como uma componente autónoma da despesa agregada, não dependendo, em grande medida, do rendimento corrente, mas sim de outros factores como as expectativas de lucro (eficácia marginal do capital), e da taxa de juro. Deste modo, uma alteração nas variáveis que determinam o investimento, leva a que este varie e, em consequência, tenha importantes efeitos nas variações da procura efetiva e, portanto, no nível de produção e emprego, dado que, no curto prazo, é o nível da procura agregada que determina o nível de rendimento real e de emprego.*

#### IV

### **O INVESTIMENTO E A TAXA DE JUROS. A EFICÁCIA MARGINAL DO CAPITAL. AS PROBABILIDADES E A INCERTEZA**

Keynes considerava que o investimento era uma das componentes da procura efetiva com maior instabilidade, dado que as expectativas são de elevada volatilidade o que torna o investimento muito instável, levando, por consequência, a variações no nível de rendimento e emprego.

Como referimos, as duas principais determinantes do investimento são a eficácia marginal do capital, (curva da procura de investimento) e a taxa de juros, como um fenómeno monetário (preferência pela liquidez), diferentemente dos clássicos. Quanto à relação entre o investimento e a taxa de juros, a posição de Keynes é semelhante à dos clássicos, no sentido de se considerar que o investimento é uma função decrescente da taxa de juros, ou seja, está relacionado inversamente com a taxa de juros

Quanto à eficácia marginal do capital, que consubstancia a procura de fundos para novos projectos de investimento, que se relaciona e traduz as expectativas de lucros, há que a desenvolver um pouco.

Para Keynes, a rendibilidade do investimento traduzia um conceito marginal derivado dos fluxos financeiros de entrada e saída, ou seja, o investimento corrente depende da eficácia marginal do investimento – que é a taxa interna de rendibilidade dos projetos de investimento ordenados em termos decrescentes da sua eficácia – e da taxa de juro.

A taxa marginal do capital é algo que está relacionada com o *animal spirits*, traduzindo o estado de espírito dos investidores, estando sujeita a alterações bruscas de acordo com a evolução da situação que influencia as expectativas de curto e longo prazos. A taxa de juros corrente depende das expectativas acerca da futura taxa normal de juros para a qual a taxa corrente tende a reverter.

É evidente, pela observação da realidade empírica, que a todas as ações e comportamentos está associado quer um risco quer incerteza, ou seja, quanto ao futuro não existem certezas absolutas. Os investidores, ao efetuarem um investimento buscam o seu interesse, procurando obter proveitos (R) superiores aos custos que tenham de suportar com o investimento, ou seja, tentam maximizar os proveitos e minimizar os custos (C) a fim de maximizar os lucros ( $\pi$ ), dado que este resulta da diferença entre os proveitos e os custos:  $\pi = R - C$ .

#### CAIXA 4

##### EFICÁCIA MARGINAL DO CAPITAL<sup>115</sup> (TAXA INTERNA DE RENDIBILIDADE)

A eficácia marginal do capital (EMC), que se pode também designar como taxa interna de rendibilidade (TIR), depende das expectativas dos proveitos líquidos ( $R_i$ ) que se esperam receber ao longo da vida do investimento; dos custos esperados ( $C_i$ ) bem como da disposição diacrónica tanto dos custos como dos proveitos. As expectativas, de curto e longo prazos, são um dos fatores com maior influência no investimento, pois determinam a eficácia marginal do capital.

A definição de Keynes da Eficácia Marginal do Capital é a seguinte:

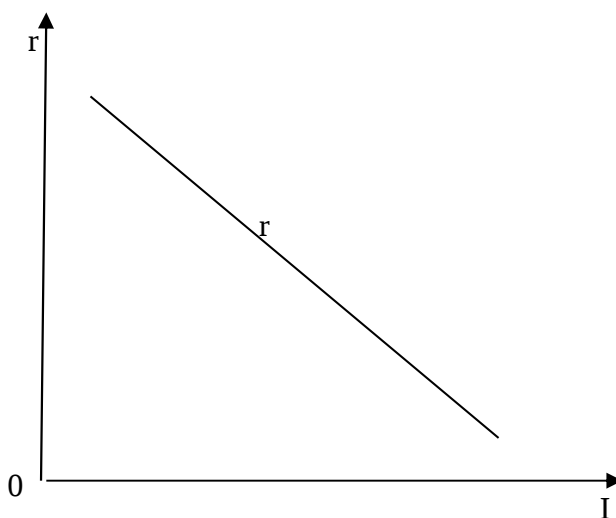
---

<sup>115</sup> Keynes, John Maynard; - The General Theory of Employment, Interest and Money.- P.112 e ss.- ClassicBooksAmerica; New York; 2009.

"The marginal efficiency of capital<sup>116</sup> as being equal to that rate of discount which would make the present value of the series of annuities given by the returns expected from the capital-asset during its life just equal to its supply price."

A EMC (r) é definida como a taxa de atualização que iguala os custos do investimento (que Keynes denomina por *supply price*, aos preços de reposição), aos proveitos líquidos esperados. Note-se que a diacronia dos lucros esperados tem bastante influência no nível da taxa interna de rentabilidade, pois a receita de um período distante ao ser atualizada ao período base, tem um valor menor do que uma receita do mesmo montante recebida num período mais próximo. Note-se que os fluxos das receitas são os esperados e não os históricos. A eficácia marginal de capital (r) é decrescente á medida que aumenta o capital daquele tipo e porque a procura por esse tipo de capital tende a fazer subir o seu preço.

Figura n.º . A eficiência marginal do capital (r) é decrescente com o aumento do investimento



A EMC pode ser definida através da seguinte expressão:

$$EMC (TIR) = \sum R_i / (1+r)^n - \sum C_i / (1+r)^n = 0$$

onde  $R_i$  representa as receitas esperadas líquidas a receber ao longo da vida do investimento;  $C_i$  representa os custos a suportar ao longo da vida do

<sup>116</sup> Idem. P. 112.

investimento;  $r$  será uma taxa que traduz a EMC ou TIR, que torna iguais os proveitos (ou receitas líquidas) esperados atualizados por essa taxa aos custos atualizados pela mesma taxa.

Poderá observar-se que se a EMC for inferior à taxa de juros esperada o investimento não se realizará. Verifica-se, deste modo, que a taxa de juros (*ceteris paribus*) tem um papel determinante na decisão do investimento. Quando a taxa de juros aumenta haverá projetos de investimento que deixarão de ser rendíveis, desde que a EMC seja inferior à taxa de juros. Conclui-se que o investimento depende da EMC e da taxa de juros. Esta taxa determina a decisão de um novo investimento dada a EMC. Se por exemplo a taxa de juros for de 5%, só uma EMA igual ou superior a 5% levará a que realiza um novo projeto de investimento.

A taxa de juros pode ser considerada como um elemento exterior à EMC, mas as decisões de investimento tomam em consideração a taxa de juros a fim de efetuar a comparação entre as duas taxas. Com efeito, um projeto de investimento não será racionalmente exequível quando a EMC for inferior à taxa média de juros no mercado. Sendo a EMC uma função decrescente, para a sua compreensão e obtenção não importa as receitas atuais mas sim as esperadas.

Nos custos considerados há que ter em conta não só os custos de produção, mas também os custos salariais e os resultantes de novas tecnologias decorrentes de novas invenções que afetarão novos investimentos futuros com os quais os atuais se deverão confrontar.

As expectativas são um determinante essencial do investimento, pois são elas que levam à expectativa de determinadas receitas ao longo do tempo de duração do investimento, bem como dos custos. Note-se que a maior instabilidade está ligada às receitas esperadas. Dado que a propensão marginal a consumir é estável, as flutuações rendimento e do emprego são determinadas sobretudo pelas variações do investimento (não se analisando, por agora, os efeitos dos choques quer do lado da oferta -a que a escola dos Ciclos Reais de Negócios atribui o papel primordial - quer do lado da procura) que se fundamentam, sobretudo na volatilidade das expectativas quanto às receitas esperadas.

A teoria tradicional do investimento pressupõe que os indivíduos utilizam a análise racional objetiva durante a sua decisão, o que implicaria que os investidores julgam de forma analítica e mecânica os potenciais resultados, pesando as suas probabilidades e os seus potenciais ganhos e perdas a fim de chegar a uma decisão analítica racional, decidindo-se por uma determinada escolha depois de uma série de cálculos que explicitaria uma análise *do risco quanto aos resultados positivos*.

Ora, num mundo onde os resultados são incertos e a volatilidade pode surgir de forma súbita e não prevista, as decisões de investimento não são tão racionais como a teoria tradicional pressupõe, mas essas decisões contêm elementos analíticos de racionalidade e de intuição.

Keynes evidenciou que não é o processo apenas racional que leva à decisão de investimento.

### **"ANIMAL SPIRITS"**

Keynes, referia que os estados psicológicos determinantes das expectativas, sobretudo de longo prazo, eram de suma importância para o investimento. Na Teoria Geral referia:

*"Even apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than on a mathematical expectation, whether moral or hedonistic or economic. Most, probably of our decision to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits - of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as an outcome weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities. Enterprise only pretend to itself to be mainly actuated by the statement in its own prospectus, however candid and sincere. Only a little more that an expedition to the South Pole. Thus, if the animal spirits are dimmed and the spontaneous optimism falters, leaving us to depend on nothing but a mathematical expectation, enterprise will fade and die; - though*

*fears of loss may have a basis no more reasonable than hopes of profit had before."*<sup>117</sup>.

Esta afirmação de Keynes evidencia que os cálculos económicos de valores esperados (nos quais se inserem as probabilidades) só serão adequados se suplementados e suportados pelo que ele denominava de "*animal spirits*".

A situação política e social, de acordo com Keynes, tinha uma influência preponderante nas oscilações económicas. Na maioria das vezes é a intuição que guia alguns aspetos do processo decisório e que, em última análise, determina essa mesma decisão<sup>118</sup>. *Animal spirits* significará aquilo que nos anima, que nos motiva, algo *irracional*, "*that which gives us our aims, hopes, purposes, dreams. It is unpredictable and does not easily lend itself to mathematical analysis.*"<sup>119</sup>

No âmbito do conceito de *animal spirits* de Keynes podem também considerar-se as emoções, que atualmente são estudadas como um fator determinante na tomada das decisões de investimento<sup>120</sup>, o que, em nosso entender, constitui um avanço no âmbito científico, ao pôr em causa a dicotomia cartesiana entre a razão e os sentimentos.

Num processo que termina numa decisão de investimento, de acordo com o *animal spiritus* referido por Keynes, pode iniciar-se esse processo baseado na informação recolhida e analisada com base nas expectativas matemáticas, utilizando quer os esperados fluxos financeiros (ou outros dados) potencialmente gerados pelo investimento. Contudo, toda essa informação é *filtrada* permitindo que a intuição (*animal spiritus*) e a experiência identifiquem padrões que levem os investidores a tomarem as decisões.

A teoria convencional, aparentemente parece não apreciar estes aspectos ligados ao *animal spirits*, à intuição, aos sentimentos, caindo numa interpretação artificial dos acontecimentos económicos, considerando que a

---

<sup>117</sup> Keynes, John Maynard; - [1936 (2009)] The General Theory of Employment, Interest and Money.- Pp.134 e ss- ClassicBooksAmerica; New York; 2009.

<sup>118</sup> Goleman, D. 1998. *Working with Emotional Intelligence*. London: Bloomsbury, p. 317.

<sup>119</sup> **Sedlacek**, Tomas (2011) - Economics of Good and Evil The Quest for Economic Meaning from Gilgamesh to Wall Street – Oxford University Press, p.276.

<sup>120</sup> Loewenstein, G., and J. S. Lerner. 2003. "The Role of Affect in Decision Making." *Handbook of Affective Science*, ed. R. Davidson, H. Goldsmith, and K. Scherer. Oxford: Oxford University Press, pp. 619–642.

variação desses sentimentos não importa agregadamente e que os eventos económicos são conduzidos por inescrutáveis factores técnicos ou acções governamentais erráticas (Akerlof and Shiller,2009:1)

A passagem de Keynes (*Teoria Geral*) sobre o *animal spirits* capta a incerteza e a dinâmica do processo da atividade económica, com choques exógenos, de qualquer natureza, com efeitos na produção e no emprego. Quando o processo de determinação da produção e emprego não é determinístico mas estocástico (como entendemos que é), os efeitos dos choques, quer do lado da procura quer do lado da oferta, são de longa duração (diz-se que *têm memória*), o que contradiz o que é afirmado pelos Monetaristas<sup>121</sup> e Novos Clássicos<sup>122</sup> que entendem que qualquer desvio do que chamam *produto potencial* (a que corresponde a *taxa natural de desemprego*<sup>123</sup>) é de curta duração, o que supõe a existência de um processo determinístico.

As emoções desempenham um importante papel no comportamento dos investidores e dos consumidores que podem guiar os indivíduos, por vezes de forma superior aos processos analíticos, sendo de criticar o dualismo cartesiano entre os sentimentos e a razão, o que vem sendo posto em causa por vários autores, entre os quais António Damásio<sup>124</sup>, Herbert Simon, Daniel Kahneman e Amos Tversky.

É interessante notar como Keynes captou bem esta ideia consubstanciada no *animal spiritus*. Já no século XIX autores como Nassau Senior<sup>125</sup>, Stanley Jevons<sup>126</sup> e Bohm-Bawerk<sup>127</sup> puseram questões associadas com este tema ao perguntarem-se “*Porque os indivíduos descontam o futuro?*”. Senior desenvolveu a teoria da abstinência para explicar o desconto do futuro. A teoria

---

<sup>121</sup> Como Milton Friedman, premiado com o Nobel da Economia

<sup>122</sup> Entre os quais se destacam Robert Lucas e Thomas Sargent, ambos premiados com o Nobel da Economia

<sup>123</sup> Expressão criada por Milton Friedman

<sup>124</sup> Damásio, António – O Erro de Decarts...

<sup>125</sup> Senior, Nassau.W. – [1836 (1965) ] *An Outline of the Science of Political Economy*. - M. Kelley, Bookseller. New York

<sup>126</sup> Jevons, Stanley – (1888) *The Theory of Political Economy –Third Ed.* –MacMillan, London.

<sup>127</sup> Bawerk, Eugen von Bohm – (1929) *Théorie Positive du Capital*. Paris (5º) Marcel Giard

da abstinência do juro de Senior era vista como uma compensação do possuidor de capital pelo custo (*pain*) de se abster do consumo presente:

*“Deve ser dito que a pura Abstinência, sendo uma mera negação, não pode produzir efeitos positivos; a mesma observação deve também ser aplicada à intrepidez, ou mesmo liberdade; mas quem alguma vez objectou a ser considerado como agentes activos? Quem procura a abstenção da satisfação que está em nosso poder, ou procura resultados distantes em vez de imediatos, está entre os mais esforçados da vontade humana.”*<sup>128</sup> (Nassau, Senior, 1836:60). Tradução nossa.

Na visão de Senior, o novo investimento cessa quando, marginalmente, o seu retorno não compensa o custo (*pain*) do deferimento do consumo, ou seja, a poupança. Senior definiu a abstinência como um fator de produção em vez de ser tida como um determinante da oferta de fundos:

*“Pela palavra Abstinência, queremos expressar que o agente, distinto do trabalho e da agência da natureza, a concorrência do qual é necessária para a existência de Capital”*<sup>129</sup> (Nassau, Senior, 1836: 49). Tradução nossa.

O conceito de *animal spiritus* está consubstanciado em muitos fatores internos e externos que influenciam as decisões muito para além das análises efetuadas com base nos dados históricos ou probabilísticos. O professor Hirshleifer da Universidade do Estado de Ohio (Hirshleifer, 2003) num estudo por ele realizado evidenciou que as manhãs de sol estão correlacionadas com os retornos do mercado de capitais, em comparação com as manhãs sem sol. Nas manhãs com sol a propensão para comprar ações é mais elevada, devido a que os investidores se tornam menos avessos ao risco e sendo os retornos mais elevados.

---

<sup>128</sup> *It may be said that pure Abstinence, being a mere negation, cannot produce positive effects; the same remark might as well be applied to intrepidity, or even to liberty ; but who ever objected to their being considered as equivalent to active agents? To abstain from the enjoyment which is in our power, or to seek distant rather than immediate results, are among the the most painful exertions of the human will.”* (Nassau, Senior, 1836:60)

<sup>129</sup> *“By the word Abstinence, we wish to express that agent, distinct from labor and the agency of nature, the concurrence of which is necessary to the existence of Capital”* (Nassau, Senior, 1836: 49).

Também as estações do ano terão influência na decisão de investir – *animal spiritus* – sendo o retorno dos investimentos no mercado de capitais mais elevado durante as estações frias, devido a alterações das preferências e consequente variação da intensidade da aversão ao risco, como investigaram Mark Kamstra, Lisa Kramer e Maurice Levi (Kamstra et al, 2003) :

*“The preponderance of the evidence in this paper supports the existence of an important effect of seasonal affective disorder on stock market returns around the world. ... Supporting our argument is the fact that daylight has been shown in numerous clinical studies to have a profound effect on people's moods, and in turn people's moods have been found to be related to risk aversion”*<sup>130</sup>

Neste estudo os autores desenvolveram modelos econométricos, onde evidenciaram também que o “efeito de segunda feira” nas cotações das ações no mercado de capitais é devido a alterações do sono durante o fim de semana.

Outros fatores influenciarão também as decisões de investir, como as tempestades magnéticas, Sobre essa influência escrevem Anna Krivelyova e Cesare Robotti:

*“A large body of psychological research has shown that geomagnetic storms have a profound effect on people's moods, and, in turn, people's moods have been found to be related to human behavior, judgments and decisions about risk. An important finding of this literature is that people often attribute their feelings and emotions to the wrong source, leading to incorrect judgments.*

*Specifically, people affected by geomagnetic storms may be more inclined to sell stocks on stormy days because they incorrectly attribute their bad mood to negative economic prospects rather than bad environmental conditions. Misattribution of mood and pessimistic choices can translate into a relatively higher demand for riskless assets, causing the price of risky assets to fall or to rise less quickly than otherwise.”* (Krivelyova, A., and C. Robotti, 2003: Abstract).

---

<sup>130</sup> Kamstra, M., L. Kramer, and M. Levi. 2003. “Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle.” *American Economic Review* 93(1) (March): 324–343.

Ainda de acordo com a passagem de Keynes sobre o *animal spirits* (Na Teoria Geral, 1936), as decisões de significantes investimentos dependem da sua confiança. A teoria económica tradicional ensina o contrário, descrevendo um processo formal para tomar decisões racionais: os indivíduos consideram todas as opções disponíveis, considerando todos os resultados destas opções e as suas vantagens. Consideram as probabilidades de cada uma destas opções, fazendo, finalmente as decisões (Akerlof, George A.; Robert Shiller, 2009:13). Ao nível da macroeconomia, a confiança vai e vem. Por vezes é justificada. Outras vezes não. Não é uma predição racional. É a primeira e mais crucial do nosso *animal spirits*.

O espírito humano é vulnerável a erros da apresentação – *framing*- (Kahneman, Daniel; Knetsch, Jackl; Thaler, Richard, 2003: 53) significando que o modo como são representadas e apresentadas as coisas, as categorias nas quais são colocadas as coisas mentalmente, afetam as decisões dos indivíduos. As escolhas dependem, por conseguinte, da descrição e interpretação dos problemas (Kahneman, Daniel - (2000) Preface: xiii)

Os julgamentos e decisões dos indivíduos são afetados pelo contexto e pelos pontos de referência (*status quo*) (Kahneman and Tversky, 2000). As pessoas podem parecer comportar-se erraticamente se as mudanças nas circunstâncias alteram a apresentação de referência. Nomeadamente as questões políticas e ideológicas são influenciadas por deliberadas reapresentações (*reframing*) efetuadas por *leaders* políticos e amplificadas pelos órgãos de comunicação social, sendo as reações aos temas apresentados pelos políticos subtilmente alteradas pelas reapresentações dos temas (Nelson, Thomas E.; Zoe M. Oxley, and Rosalee Clawson, 1997:221–46).

A perceção do risco subjetivo está, pois, associado com o contexto e o *framing*, onde as palavras associadas a determinado objeto ou tema, influenciam as decisões, como por exemplo, a palavra “seguro” pode levar os indivíduos a serem mais recetivos a determinado contrato (Camerer, Colin and Howard Kunreuther, 1989:265–300).

*As preferências e julgamentos dos indivíduos são fundamentalmente afetados pela apresentação e pelo ponto de referência, pelos pressupostos acerca do*

*presente, pela comparação que fazem em relação ao status quo. Os indivíduos podem comportar-se de modos que parecem erráticos e inconsistentes se as mudanças das circunstâncias alteram o seu ponto de referência e o modo de apresentação* (Soros, 1995: 111. Tradução nossa).

No que respeito ao *animal spiritus* importa considerar que todos os factores ligados ao que é conhecido pelo *sistema automático* (Thaler, Richard H.; Cass R. Sunstein; 2007:20) (ou *sistema I* - Kahneman, Daniel, 2011) – relevância dos factores consubstanciados nas emoções, no afeto - influenciam a tomada de decisões, pelo que

*“...all those animal spiritus tend to drive the Economy sometimes in a way and sometimes another. Without the intervention by the Government the Economy will suffer massive swings in employment. And financial markets will, from time to time, fall into chaos.”*( Akerlof, George A.; Robert Shiller, 2009:173)

Akerlof e Schiller, baseados na influência dos factores emocionais e biológicos, explicam como o mercado *per se* não conduz a economia a um equilíbrio, mas necessita da intervenção do Estado. Sem essa intervenção a economia tende a situações de elevado otimismo e pessimismo que levam às *bolhas* de crescimento algo artificial e a recessões com elevada taxa de desemprego.

As políticas fundamentadas na teoria neoclássica, baseada apenas na ideia de racionalidade e no pressuposto de que o mercado deixado atuar livremente leva ao equilíbrio de *pleno emprego*, não captam as influências do *animal spiritus* e, por conseguinte, são muitas vezes desastrosas em termos de sofrimento de milhões de pessoas pelo massivo desemprego que originam e pelo ressurgimento da crença de que o liberalismo leva à resolução dos problemas.

Com base neste pressuposto, as políticas que estão a ser seguidas em muitos países da Europa, nomeadamente em Portugal, com a destruição do *Estado Social*, levam, necessariamente, a um empobrecimento da maioria da população, com agravamento da assimetria da distribuição do rendimento e consequências económicas negativas por considerarem apenas o lado da oferta, levando à desvalorização do lado da procura, nomeadamente a absorção interna, privilegiando a concentração da riqueza e do rendimento.

Em duas contribuições independentes publicadas no mesmo ano, Frank H. Knight e John Maynard Keynes consideraram que as decisões económicas são normalmente tomadas em circunstâncias de grande incerteza, nas quais as probabilidades não podem ser tomadas como absolutas, isto é, dadas de uma vez para sempre, nem são comparáveis (Knight, 1921; Keynes, 1921). Pelo contrário, a noção de probabilidade e, como consequência, a noção de expectativa, é fundamentalmente relativa.

O cálculo das probabilidades clássicas (frequências relativas) permite aos neoclássicos aceitar a hipótese de um *futuro previsível e calculável* e aplicar esse cálculo às suas análises de crescimento, em equilíbrio. O sistema económico pode sofrer alterações mas as mesmas serão previsíveis, e se o mercado actuar livremente, as mesmas serão absorvidas revertendo o sistema ao nível de emprego potencial.

È necessário ter em conta a distinção entre risco e incerteza. O conceito de risco aplica-se aos casos onde as probabilidades podem ser calculadas quanto à ocorrência de um evento ou resultado futuro. Por outro lado, um resultado será incerto, quando o conhecimento relevante não existe para o cálculo das probabilidades desse futuro resultado.

Nenhuma proposição *per se* é provável ou improvável. A probabilidade da mesma proposição varia com a evidência apresentada, ou seja, com a sua origem de referência (Keynes, 1921:7). Referindo-se a vários autores (Marshall, Pigou e Edgeworth) Keynes dizia que estes autores consideravam os factos e expectativas constantes, sendo definitivas e calculáveis. Quanto ao risco, criticando estes autores, Keynes referia que os mesmos consideravam o risco como sendo possível calculá-lo exactamente de forma actuarial. Por sua vez, era suposto que o cálculo das probabilidades seria capaz de reduzir a incerteza ao mesmo *status* da própria certeza. (Keynes, 1937a:212-213)<sup>131</sup>. Como acentuava Keynes, a *incerteza* tem de ser distinguida não só do que é certo mas também

---

<sup>131</sup> “The calculus of probability, though mention of it was kept in the background, was supposed to be capable of reducing uncertainty to the same calculable status as that of certainty itself; just as in the Benthamite calculus of pains and pleasures or of advantage and disadvantage, by which the Benthamite philosophy assumed men to be influenced in their general ethical behaviour” (Keynes, 1937a:213)

do que é provável. Acerca do que é incerto *não existe base científica para formar qualquer probabilidade calculável* (Keynes, 1937a:214).

Dada a incerteza relativa ao futuro, Keynes interrogava-se de como o indivíduo ultrapassava essa situação:

*(1) We assume that the present is a much more serviceable guide to the future than a candid examination of past experience would show it to have been hitherto. In other words, we largely ignore the prospect of future changes about the actual character of which we know nothing. (2) We assume that the existing state of opinion as expressed in prices and the character of existing output is based on a correct summing up of future prospects, so that we can accept it as such unless and until something new and relevant comes into the picture. (3) Knowing that our own individual judgement is worthless, we endeavour to fall back on the judgement of the rest of the world which is perhaps better informed. That is we endeavour to conform with the behaviour of the majority or the average. The psychology of a society of individuals each of whom is endeavouring to copy the others leads to what we may strictly term a conventional judgement.* (Keynes 1937a:114; ênfase no original)

Esta passagem de Keynes evidencia a importância dos julgamentos convencionais e de como os mesmos são determinantes na tomada de decisões, estando expressa a importância da intersubjectividade dos indivíduos contrária ao *homo economicus*, como um agente representativo, isolado.

Keynes, depois da “Teoria Geral (1936), desenvolveu a importância do papel do crédito para o investimento, de uma forma diferente dos clássicos (nomeadamente Ohlin). Os clássicos consideram que a poupança é uma condição necessária, *ex-ante*, para a realização do investimento.

As críticas de Ohlin, Robertson e Hawtrey’s (1937) focaram-se no argumento de Keynes de que a procura de moeda pelo motivo transacção depende do rendimento corrente *per se*, o que levou Keynes a modificar e clarificar a sua posição original, introduzindo o motivo *financiamento* (*Finance*), a juntar aos

motivos que referiu na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936), que se consubstanciam nos motivos transacção, precaução e especulação.<sup>132</sup>

Keynes considera que o financiamento do investimento planeado, a que chama *finance*, não está dependente da poupança prévia. Como ele próprio refere “

*“If investment is proceeding at a steady state, the finance (or the commitments to finance) required can be supplied from a revolving fund of a more or less constant amount, one entrepreneur having his finance replenished for the purpose of a projected investment as another exhausts his on paying for his completed investment. But if decisions to invest are (e.g.) increasing, the extra finance involved will constitute an additional demand for money ... .*

*But ‘finance’ and ‘commitments to finance’ are mere credit and debit book entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance ... . Credit, in the sense of ‘finance’ looks after a flow of investment. It is a revolving fund which can be used over and over again. It does not absorb or exhaust any resources.* (Keynes, 1937a, p. 247)

E noutra passagem refere:

*“Planned investment – i.e. investment ex-ante – may have to secure its “financial provision” before the investment takes place.”* (Keynes, 1937a:246)

De notar que Keynes já considerava a criação monetária como um mero simples registo de débito e crédito. A visão crítica de Keynes quanto à preferência pela liquidez era a de rejeição da visão clássica da identidade *ex-ante* entre a poupança e o investimento, que se baseava na *lei* de Say. Da análise de Keynes, podemos concluir que o racionamento de crédito pelos bancos, para investimento, pode ocorrer independentemente de *bons* projectos de investimento, podendo levar ao desenvolvimento de recessões no produto e no emprego.

---

<sup>132</sup> Quanto aos três motivos da procura por moeda na Teoria Geral, Keynes adverte: “*Money held for each of three purposes [with transactions and precautionary demands to be combined into M1 and speculative demand to be represented by M2] forms, nevertheless, a single pool, which the holder is under no necessity to segregate into three water-tight compartments; for they need not be sharply divided even in his own mind, and the same sum can be held primarily for one purpose and secondarily for another. Thus we can – equally well, and, perhaps, better – consider the individual’s aggregate demand for money in given circumstances as a single decision, though the composite result of a number of different motives*” (Keynes, 1936: Chapter 15:1)

Segundo Keynes, o investimento planeado, ainda não executado ou incompletamente executado, pode dar origem a uma procura de moeda (motivo *finance*): *"... that an investment decision...may sometimes involve a temporary demand for money before it is carried out, quite distinct from the demand for active balances which will arise as the investment activity whilst it is going on."* (Keynes, 1937a:246)

Como solução para a questão de facultar um financiamento extra, é necessário a existência de uma técnica que faça a *ponte* entre o hiato temporal da decisão de investir e o tempo em que o correlativo investimento e poupança ocorrem.

A análise de Keynes é de importância fundamental na actualidade, evidenciando como, numa economia monetária, a actuação do sistema bancário quanto ao financiamento, é determinante para a existência de investimento, desde que existam expectativas positivas quanto à eficiência marginal do capital a qual, por sua vez, depende das expectativas da realização do valor dos bens produzidos, ou seja, da procura efectiva interna e externa. Se os bancos não estiverem dispostos a financiar os projectos de investimento planeado, tal actuação constituirá um entrave ao investimento.

#### **4.2 - COMPORTAMENTO INDIVIDUAL E OS AGREGADOS MACROECONÓMICOS**

Keynes fez uma clara distinção entre a análise do comportamento individual e a dos agregados macroeconómicos, o que tem paralelismo com o conceito de atomismo e a introdução do conceito de *campo*, criado alguns anos antes de Keynes, por Albert Einstein<sup>133</sup>. Segundo Keynes:

*"The right dichotomy is, I suggest, between the theory of the individual industry or firm and of the rewards and the distribution between different uses of a given quantity of resources on the one hand, and the theory of output*

---

<sup>133</sup> *"From relativity theory we know that matter represents vast stores of energy and that energy represents matter. We cannot, in this way, distinguish qualitatively between matter and field, since the distinction between mass and energy is not a qualitative one. By far the greatest part of energy is concentrated in matter; but the field surrounding the particle also represents energy, though in an incomparably smaller quantity". (Einstein and Infeld 1938:256, citado em Togati, 1998: 21).*

*and employment as a whole on the other hand. So long as we limit ourselves to the study of the individual industry or firm on the assumption that the aggregate quantity of employed resources is constant, and, provisionally, that the conditions of other industries or firms are unchanged, it is true that we are not concerned with the significant characteristics of money. But as soon as we pass to the problem of what determines output and employment as a whole, we require the complete theory of a monetary economy.”<sup>134</sup>*

Tal significa que os agregados macroeconómicos podem ser explicados se os indivíduos forem estudados recorrendo a uma perspetiva sistemática, de acordo com factores convencionais – eles próprios o resultado das interacções não intencionais dos indivíduos – bem como dos constrangimentos e expectativas dos mesmos.

De acordo com a rejeição da concepção absoluta do tempo e do espaço, desenvolvida por Einstein, Keynes considerava que as convenções – longe de serem dadas de uma vez por todas – são inerentemente contingentes com o tempo, o que significa que variam diacrónica e espacialmente.

#### **4.3 - A TEORIA KEYNESIANA E O RELATIVISMO DE EINSTEIN E A DECISÃO DE INVESTIR**

Na teoria keynesiana, a contraparte do Relativismo de Einstein era o conhecimento explícito de que os indivíduos tomam as suas decisões seguindo regras de conduta convencionais em situações de elevada incerteza e que de tempos a tempos as convenções prevalecentes caem abruptamente:

*“It is not surprising that a convention, in an absolute view of things so arbitrary, should have its weak points. [...] A conventional valuation which is established as the outcome of the mass psychology of a large number of ignorant individuals is liable to change violently as the result of sudden fluctuations of opinion due to factors which do not really make much*

---

<sup>134</sup> Keynes, John Maynard – (1936 [2003]) -The General Theory of Employment, Interest and Money- Col Choat colc@gutenberg.net.au.

*difference to the prospective yield, since there will be no strong roots to hold it steady. [...] In abnormal times, the market will be subject to waves of optimistic and pessimistic sentiment*<sup>135</sup>.

Quanto ao investimento, Keynes considerava que a decisão do mesmo se baseava nas expectativas do lucro relativas a esse investimento, não quanto à produção que esse novo capital poderia acrescentar mas antes ao *quantum* do novo produto que poderá ser realizado, traduzindo, esta ideia, a procura efetiva como determinante, em última instância, do impulso do investimento, determinando os proveitos prospectivos que se obterão com esse investimento, que vão influenciar a *eficiência marginal do capital* e que, numa economia monetária tais lucros serão consubstanciados em moeda.

Se as expectativas de lucro forem baixas, a *eficiência marginal do capital* será baixa para justificar determinados projetos de investimento o que, em consequência, levará à diminuição do emprego.

Ao decidir-se por um investimento, e tendo sempre em consideração a incerteza do futuro, o mais que um agente económico poderá fazer é atender ao risco que traduz a incerteza quando as probabilidades de determinado acontecimento ou situação são conhecidas.

Nas circunstâncias actuais da sociedade globalizada, cada vez mais a incerteza será maior quanto ao longo prazo, pois as variáveis determinantes dos vários acontecimentos são, na sua maioria, de natureza não determinística, sendo a estocasticidade das mesmas predominantemente de natureza não estacionária, o que implica que as previsões sejam, na maioria das vezes, desajustadas da realidade.

Para se efetuar um investimento há que ter em consideração, antes de tudo, a previsão da procura efetiva global, a fim se prever a capacidade global de absorção do bem ou serviço que se deseja produzir. Tem de se prever a procura específica pelo bem ou serviço que se deseja produzir com o investimento; há que considerar a evolução dos gostos (preferências) dos consumidores, pois que, no longo prazo, os gostos dos consumidores tendem a mudar.

---

<sup>135</sup> Keynes, John Maynard – (1936 [2003]) -The General Theory of Employment, Interest and Money- Col Choat colc@gutenberg.net.au.

Um investimento implica, necessariamente, estimar os custos não só dos investimentos a efetuar no curto prazo, como também a evolução dos salários reais, não só no país bem como ao nível global, nomeadamente, no espaço económico onde o País está inserido. Com efeito, a produção de um bem transacionável sofre a concorrência da economia global, cujo ritmo de integração se acelera, colocando cada vez mais desafios para a existência de atributos de qualidade consubstanciados em diferenciação positiva.

De facto, como Daniel Kahneman e Amos Tversky<sup>136</sup> evidenciaram, os indivíduos, nas suas escolhas, tendem a efetuar as suas decisões com base nas diferenças, e não no que é comum, daí que a existência de factores diferenciadores positivos seja uma condição necessária na determinação da procura.

Na decisão de um investimento, há também que atender à evolução das taxas de juros (que é um dos determinantes do nível de produto e emprego) bem como da política fiscal. Assim, a previsão de taxas de juros elevadas tenderá a fazer diminuir os investimentos. Também uma política fiscal que aumente as taxas dos impostos pagos pelos empregadores sobre os salários tenderá a ter efeitos negativos no investimento e no emprego, desde que afete a eficácia marginal do capital. Note-se, que o investimento se baseia, por natureza, nas expectativas quanto ao futuro, sendo este futuro inerentemente incerto não podem as decisões de investimento ser baseadas com precisão na otimização dos modelos matemáticos, como já era referido por Keynes, quando ao conceito de *animal spirits*.

## OS MULTIPLICADORES E A CONFIANÇA

A presença da confiança, consubstanciada no *animal spirits*, referido por Keynes, influi grandemente na magnitude dos multiplicadores.<sup>137</sup> Quando a

---

<sup>136</sup> KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos (1979) - Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*. Vol. 47 (March 1979) p. 285 e segs

<sup>137</sup> Akerlof, George A.; Robert Shiller – (2009) p.17

confiança diminui os créditos diminuem, pois os prestamistas não confiam que possam vir a ser pagos, havendo tendência para que a taxa de juros aumente. Ao mesmo tempo os indivíduos que desejam fazer gastos tendem a diminuí-los dado que o crédito tende a baixar. Por sua vez, os que se encontram do lado da oferta encontram mais dificuldades na obtenção de crédito, nomeadamente para o fundo de maneio. Como resultado, os multiplicadores tenderão a ser muito menores do que na ausência de confiança generalizada.

#### **4.4 - POLÍTICA FISCAL E MODELO KEYNESIANO. ABSORÇÃO INTERNA E EXTERNA**

Os gastos do Estado são uma das componentes da procura agregada que determina, de acordo com o modelo keynesiano, o nível de atividade económica no curto prazo, ou seja, o mais importante para uma dada estrutura de uma economia, é a realização da produção, querendo-se significar que sem despesa, sem procura, a produção efetiva desce e o desemprego sobe.

Recorda-se, mais uma vez, que para os clássicos e para as teorias liberais actuais com base na teoria clássica, a ênfase é dada ao lado da oferta, pois era considerado - e é por algumas teorias liberais - que o mais importante é actuar sobre o lado da produção, dado que não haverá grandes problemas com a realização dos bens e serviços produzidos, sendo o sector privado da economia essencialmente estável, ao contrário do que a teoria keynesiana refere.

Se tivermos em consideração as componentes da procura agregada, verificamos que três delas constituem a ABSORÇÃO interna, o consumo, o investimento privado e os gastos públicos, sendo duas privadas, o consumo e o investimento. Outra componente da procura agregada constitui a ABSORÇÃO externa, consubstanciada nas exportações de bens e serviços.

Verifica-se empiricamente que a economia está muitas vezes abaixo do pleno emprego (ou emprego potencial como mais modernamente é referido, considerando-se a existência de uma taxa *natural* de desemprego

correspondente ao emprego potencial). O equilíbrio de pleno emprego não é um equilíbrio de longa duração, podendo existir equilíbrio abaixo do pleno emprego. Os desvios da situação de pleno emprego são frequentes e muitos de longa duração. Com efeito, estudos efectuados<sup>138</sup> mostram que os desvios não são reversíveis automaticamente à média (de emprego potencial), como estudaremos noutra parte.

O problema da ABSORÇÃO interna não será muito grave, em termos agregados do país, abstraindo da questão da equidade vertical e horizontal (que é um valor da sociedade actual), se a ABSORÇÃO externa for elevada. Com efeito, se as exportações forem elevadas (e se as filtrações das importações não forem elevadas), poderão compensar a baixa ABSORÇÃO interna, e poderá existir crescimento económico mesmo com salários baixos e, por conseguinte, baixo consumo. Poderá a despesa pública diminuir e, não obstante, poderá a taxa de desemprego aumentar. O aumento das exportações terá efeitos multiplicativos na economia e poderão existir expectativas positivas que elevem a taxa interna de rentabilidade levando a investimentos nos sectores cujos bens transaccionáveis têm como finalidade a exportação.

Nestas situações, em que as exportações são elevadas e crescentes, os baixos salários permitirão a existência de baixos custos unitários de produção, substancialmente nas produções de trabalho intensivo que têm como destino o mercado global, com ênfase na ABSORÇÃO externa. Esta situação de baixos salários permite elevar a competitividade no mercado externo e, em consequência, a ABSORÇÃO externa será o motor do crescimento económico (o que não significa desenvolvimento *per se*), mas permite manter a procura agregada elevada, embora a componente do consumo interno não seja grande. Nestas situações o Estado não teria razões para utilizar discricionariamente os instrumentos da política orçamental (gastos e impostos), pois o mercado principal para os bens e serviços transaccionáveis seria o externo.

---

<sup>138</sup> Zivot, Eric; Andrews, Donald W.K. (1992) Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, July 1992, Vol. 10, N.º 3, pp. 251- 270.

Mas o problema torna-se complicado quando o mercado externo está em estagnação, recessão ou crise, sobretudo quando existe elevada concentração quanto ao destino das exportações do País. Nestas situações a ABSORÇÃO externa diminui e, necessariamente, as exportações diminuem ou crescem com taxas diminutas. Ora, como a ABSORÇÃO interna, sobretudo devido à componente do consumo privado, é baixa, os efeitos são negativos para a realização da produção, iniciando-se um declínio da produção e um aumento do desemprego.

Dadas as expectativas negativas quanto ao investimento, tanto para a produção destinada à absorção interna como externa, uma das componentes mais importantes da procura agregada, o investimento, tende a diminuir, ou a crescer com taxas baixas, devido à limitação do mercado com base nas expectativas negativas que se desenvolvem para a sua realização. Nestas situações, contrariamente às teorias clássica e dos novos clássicos, não existe *mecanismo automático* que leve o nível de atividade económica de forma rápida para a situação de pleno emprego (ou produto potencial). Com efeito, uma descida geral dos salários diminuiria ainda mais o nível de absorção interna, sem que, eventualmente, se verificasse um aumento da absorção externa quando, caso se verificasse a hipótese de recessão ou estagnação global no exterior.

Assim, uma descida geral dos salários só seria eficaz se a absorção externa compensasse a descida da absorção interna. Nesta situação, a descida geral dos salários tenderia a repercutir-se na diminuição dos custos de produção, levando a que a competitividade dos bens transacionáveis produzidos no país aumentasse no mercado global, elevando eventualmente as exportações e, desta forma, mais que compensasse a diminuição ou abrandamento da procura interna, tendo efeitos no crescimento do produto e do emprego.

Então, nestas situações em que a economia global (interna e externa) está em depressão, uma das formas que o estado tem de aumentar a procura agregada é utilizar os vários instrumentos da política fiscal (orçamental) que, como já foi referido, são consubstanciados sobretudo nos gastos públicos e nos impostos.

O Estado afecta a procura agregada quer através dos impostos, quer através dos gastos quer através das transferências. Assim, se o consumo privado

interno, o investimento privado e as exportações forem reactivamente baixos, o Estado terá ao seu dispor os instrumentos da política fiscal referidos. Com efeito, uma diminuição dos impostos aumenta o rendimento disponível que tende a elevar a absorção interna por via do consumo.

Com o consumo a crescer, as expectativas dos empresários tenderão a subir, podendo elevar-se a eficácia marginal do capital que, em conjunto com as políticas monetárias e de crédito, poderão impulsionar a realização de novos projetos de investimento com o desencadear dos seus efeitos diretos e indiretos (via multiplicador) levando a economia a crescer.

Por sua vez os gastos públicos, em situações de depressão, sobretudo utilizados em investimento com dominância da utilização de componentes internas, absorverão trabalhadores desempregados, cujo custo de oportunidade social tenderá a ser nulo, pois os desempregados não serão desviados de outras produções e acrescentarão produto adicional, mesmo sem ter em conta os efeitos multiplicadores.

Quanto ao défice orçamental, escrevia Keynes:

*“Não há possibilidade de equilibrar o orçamento, exceto pelo aumento do rendimento nacional, que é a mesma coisa como aumentar o emprego”*  
(Keynes, 1933:347. Tradução nossa.)<sup>139</sup>

*There is no possibility of balancing the budget except by increasing the national income, which is much the same thing as increasing employment”*<sup>140</sup>

Pode retirar-se da análise de Keynes que a economia capitalista é inerentemente instável, contrariamente ao afirmado pelos clássicos, monetaristas e novos clássicos que referem que o mercado é autossustentável, com preços estáveis e o equilíbrio de pleno emprego.

---

<sup>139</sup> *There is no possibility of balancing the budget except by increasing the national income, which is much the same thing as increasing employment*

<sup>140</sup> Keynes, John Maynard – (1933) *The Means to Prosperity.* In *Essays in Persuasion*, Vol. 9, *The Collected Works of John Maynard Keynes.* - P 347- Ed. Elizabeth Johnston. London: Macmillan, 1972, 335–66.

## BIBLIOGRAFIA

Akerlof, George A.; Kranton, Rachel (2010) - Identity economics. How our identities shape our work, wages, and well-being - Princeton University Press • Princeton and Oxford.

- Akerlof, George A.; Robert Shiller (2009) - *Animal Spirits, How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism.* – Princeton University Press.
- Aktipis, C. Athena; Kurzban, Robert O. (2004) - Is *Homo Economicus* Extinct? Vernon Smith, Daniel Kahneman and The Evolutionary Perspective. - *Evolutionary Psychology and Economic Theory Advances in Austrian Economics*, Volume 7, 135–153 -© 2004 Published by Elsevier Ltd.
- Allais, Maurice (1953) - Le Comportement de L'Homme Rationnel Devant le Risk : Critique des Postulats et Axiomes de L'Ecole Américaine. – *Econometrica*, Vol. 21, October, 1953, N° 4.
- Alesina, A. (1987) - Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game - *Quarterly Journal of Economics*, August.
- Alesina, A. (1988) - Macroeconomics and Politics - *NBER Macroeconomics Annual*.
- Anand, Paul. (2006) - Developments in Utility Theory as a Paradigm Language Game – in *The Economics of Rationality*. Pp. 15-25. – Routledge. Edited by Bill Gerrard.
- Andersson, Henrik; Petter Lundborg (2006) - Perception of Own Death Risk An analysis of Road-Traffic and Overall Mortality Risks - VTI notat 12A-2006, Sweden.
- Aristóteles - Physics, in "The Complete Aristotle" – FeedBooks, Source: <http://ebooks.adelaide.edu.au/a/aristotle/>."
- Arrow, K.J.; G. DEBREU (1954) - Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy - *Econometrica* 22 (1954), pp. 265 – 290.
- Bachelier, L.(1900) - 'Théorie de la spéculation' [Ph.D. thesis in mathematics], - *Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure* III-17, 21–86 (1900 (citado em (2004) in « *An Introduction to Econophysics* » - Rosario N. Mantegna and H. Eugene Stanley, p. 10).
- Bargh, John A.; Tanya L. Chartrand. (1999) - The Unbearable Automaticity of Being. - *American Psychologist*, 54(7): 462–79.

- Bargh, John A., Shelly Chaiken; Paula Raymond; Charles Hymes. (1996) - The Automatic Evaluation Effect: Unconditional Automatic Attitude Activation with a Pronunciation Task. - *Journal of Experimental Social Psychology*, 32(1): 104–28.
- Barre, Raymond (1980) - *Économie Politique*- 2<sup>o</sup> vol. – Presses Universitaires de France.
- Barro, Robert J. (2002) - *Nothing Is Sacred. Economic Ideas for the New Millennium* - The MIT Press Cambridge, Massachusetts.
- Bawerk, Eugen von Bohm (1929) - *Théorie Positive du Capital*. Paris (5<sup>o</sup>) Marcel Giard.
- Becker, Gary (1996) - *Accounting for Tastes* - Harvard University Press.
- Bechara, Antoine; António R. Damásio (2004) - *The somatic marker hypothesis: A neural theory of economic decision* - Department of Neurology, University of Iowa, 200 Hawkins Drive, Iowa City, IA 52242, USA.- *Games and Economic Behavior* 52 (2005) 336–372- Elsevier.
- Bergson, Henri (1929 [1947]) - *Matter And Memory* - London : George Allen & Unwin Ltd New York : The Macmillan Company.
- Bernoulli, Daniel; (1738) - "*Specimen theoriae novae de mensura sortis*".
- Blanchard,Olivier; Lawrence Summers (1987)-Hysteresis Unemployment - *European Economic Review*, 31, pp. 288-295
- Blanchard,Olivier; Lawrence F. Katz, (1997) - What we know and we do not know about the natural rate of unemployment - *The Journal of Economic Perspectives*, 11, 1, Dezembro, pp.51-72
- Blount, Sally. (1995). - When Social Outcomes Aren't Fair: The Effect of Causal Attributions on Preferences. - *Organizational Behavior and Human Decision* 63: 131–144.
- Boyce, R.R., Brown, T.C., McClelland, G.H., Peterson, G.L. and Schulze, W.D. (1992) - An Experimental Examination of Intrinsic Values as a Source of the WTA-WTP Disparity' - *American Economic Review*, 82: 1366-73.

- Bradbury, Hinton; Karen Ross (1990) - The Effects of Novelty and Choice Materials on the Intransitivity of Preferences of Children and Adults - *Annals of Operations Research*, 23(1990), 141–159.
- Camerer, Colin; George Loewenstein; Drazen Prelec (2005) - Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economics - *Journal of Economic Literature* Vol. XLIII (March 2005), pp. 9–64.
- Camerer, Colin F.; Meghana Bhatt; Ming Hsu (2007) - Neuroeconomics: Illustrated by the Study of Ambiguity Aversion, in “Economics and Psychology A Promising New Cross-Disciplinary Field”, P. 113 - Massachusetts Institute of Technology.
- Camerer, Colin; Dan Lovallo (1999) – Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach – *The American Economic Review*, Vol. 89. N° 1, Mar., 1999, 306-318.
- Camerer, Colin (1998) - Bounded Rationality in Individual Decision Making - California Institute of Technology.
- Camerer, Colin; Howard Kunreuther (1989) - Experimental Markets for Insurance - *Journal of Risk and Uncertainty* 2 (1989):265–300.
- Carmignani, F. (2003) - Political Instability, Uncertainty and Economics - *Journal of Economic Surveys*, February.
- Charness, Gary; David I. Levine. (2003) - The Road to Hell: An Experimental Study of Intentions.- Mimeo., University of California at Santa Barbara.
- Cochrane, John H.(1998) - *How big is the random walk in GNP?* - *Journal of Political Economy*, v. 96, n. 5, 1988.
- Cohn, Steven Mark (2007) - Reintroducing Macroeconomics. A Critical Approach - M.E.Sharpe Armonk, New York, London, England.
- Cornwall, John; Wendy Cornwall (2001) - Capitalist Development in the Twenty Century. An Evolutionary-Keynesian Analysis - Cambridge University Press.
- Crotty, James(1994) - Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Compatible? Conventional Decision Making, Institutional Structures, and Conditional

Stability in Keynesian Macromodels.  
[http://stevereads.com/papers to read/keynes uncertainty and macro theory.pdf](http://stevereads.com/papers%20to%20read/keynes%20uncertainty%20and%20macro%20theory.pdf) (em 19-Mar-2013).

Damásio, António (1994) - O Erro de Descartes, Emoção, razão e cérebro humano, Lisboa, Europa América.

Donário, Arlindo. (2007) - Análise Económica da Regulação Social. Causas, Consequências e Políticas dos Acidentes de Viação - Universidade Autónoma de Lisboa.

Davis, John (2003) - The Theory of the Individual in Economics. Identity and Value – Rutledge, Taylor & Francis Group. London and New York.

De Bondt; Thaler, R. H. (1987).- Further evidence on investor overreaction and stock-market seasonality. - *Journal of Finance*, 42(3), 557–81.

----- and Thaler, R. H. (1990). Do security analysts overreact. - *American Economic Review*, 80(2), 52–7.

De Martino, B., D.; Kumaran, B. Seymour; R. Dolan. (2006) - Frames, biases, and rational decision-making in the human brain. *Science* 313, 684– 687.

Denson, Thomas F.; Richard Ronay; William von Hippel; Mark M. Schira<sup>1</sup> (2012) - Endogenous testosterone and cortisol modulate neural responses during induced anger control. - Psychology Press, an imprint of the Taylor & Francis Group, an Informa business (Australia).

Dowling, Grahame R. (1999) - Perceived Risk, in “*The Elgar Companion to Consumer Research And Economic Psychology*” - Edward Elgar.

Elster, Jon (2007) - Explaining Social Behavior- Cambridge University Press.

Elster, Jon (1998) – Emotions and Economic Theory – *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVI (March 1998), pp. 47-74.

Elster, Jon (1986) - Rational Choice - New York University Press.

Elster, Jon. (1979) - Ulysses and the Sirens - Cambridge: Cambridge University Press.

- Elvik, Rune (2012) – in “Preface to *The Economic and Social Cost of Road Accidents. The Portuguese Case*” (Donário, Arlindo; Ricardo Borges dos Santos (2012). – EDIUAL –Lisboa.
- Enders, Walter (1995) - *Applied econometric time series*: Wiley
- Descartes, René (1637) - *Discours de la Méthode* – A Leyde (1637) -La Gaya Scienza (2012).
- Disalle, Robert (2006) - *Understanding Space-Time* – Cambridge University Press.SHILLER
- Fama, Eugene F., “ - Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work - *Journal of Finance* 25 (1970): 383– 416.
- Fama, Eugene F. (sd) - *Foundations of Finance. Portfolios Decisions and Securities Prices* - Basic Books, Inc., Publishers.
- Frey, Bruno S.; Alois Stutzer (2007) - *The Economics and Psychology: Developments and Issues*, in “*Economics and Psychology*”, - CESifo Seminar Series.
- Frey, Bruno S. (1997) - *Not Just for the Money. An Economic Theory of Personal Motivation* - Edward Elgar Publishing.
- Friedman, M. (1968 a) - *The Role of Monetary Policy* - *American Economic Review*, March.
- Friedman, M. (1962) - *Capitalism and Freedom* - Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, Milton (1962 [2008]) - *Price Theory* - The Richest Man in Babylon Publishing.
- Friedman, M. (1953) - *Essays in Positive Economics* - The University of Chicago Press.
- Frenche, E. Douglas (2009) - *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money* - LvMI. Mises Institute.
- Froud, J., Johal, S. and William, K. (2002) - *Financialization and the Coupon Pool* - *Capital and Class*, 78: 119–51.

- Fullbrook, E.(2004) - *Descartes' Legacy: Intersubjective Reality, Intrasubjective Theory* - Elgar Companion to Economics and Philosophy, editors: John David, Alain Marciano and Jochen Runde. London: Elgar, 2004, pp.403-422.
- Fullbrook; Edward (2002) - Introduction. Why intersubjectivity? *In Intersubjectivity in Economics* – Routledge.
- Galbraith, J.K. (1967) - *The New Industrial State* - London: Hamish Hamilton
- Gatti, Domenico Delli; et al (2008) – *Emergent Macroeconomics. An Agent-Based Approach to Business Fluctuations.* – Springer.
- Giedd. J. N. (2004). - Structural magnetic resonance imaging of the adolescent brain. - *Annals of the New York Academy of Sciences*, 1021, 77-85.
- Glendon, A. Ian (2011) - Neuroscience and Young Drivers, in "*Handbook of Traffic Psychology*" -. ELSEVIER.
- Goleman, D. (1998). - *Working with Emotional Intelligence* - London: Bloomsbury.
- Granger, C.W.; Newbold, P. (1974) - Spurious regressions in econometrics - *Journal of Econometrics*, 1974, Nº 2-2, pp. 111-120.
- Harsanyi, John C. (1977) - *Advances in Understanding Rational Behavior.* . Republicado in "*Rational Choice*" Readings in Social and Political Theory. Edited by William Connolly and Steven Lukes. - Jon Elster 1986.
- Henrich, Joseph, Robert Boyd, Sam Bowles, Colin Camerer, Herbert Gintis, Richard McElreath; Ernst Fehr. (2001) -. In "*Search of Homo Economicus: Experiments in 15 Small-Scale Societies.*"- *American Economic Review* 91, no. 2: 73–79.
- Hicks, J. R. (1956) - *A Revision of Demand Theory* - Oxford, 1956).
- Hirshleifer, D.; T. Shumway. (2003) - Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. - *Journal of Finance* 58(3) (June): 1009–1032.
- Hollis, Martin Hollis; Edward J.Nell (1975) – *Rational Economic Man* - Cambridge University Press.
- Jehle, Geoffrey A. and Philip J. Reny (2011) - *Advanced Microeconomic Theory.* - Financial Times Prentice Hall.

- Jevons, Stanley (1888) - The Theory of Political Economy, Third Ed. –MacMillan, London.
- Kahneman, Daniel (2011) – Thinking Fast and Slow – Farrar, Straus and Giroux.
- Kahneman, Daniel; Knetsch, Jackl; Thaler, Richard (2003) – Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. In Camerer, Colin F.; Loewenstein, George; Robin, Matthew, ed. lit. - Advances in Behavioral Economics. [Princeton: Princeton University Press, 2003]. p. 53.
- Kahneman, Daniel (2003) Maps of Bounded Rationality: Psychology or Behavioral Economic - *The American Economic Review*.
- Kahneman, Daniel (2000) - "Preface," in Daniel Kahneman and Amos Tversky, *Choices, Values, and Frames* (Cambridge: Cambridge University Press and Russell Sage Foundation, 2000), p. xiii.
- Kahneman, Daniel; Jack L. Knetsch; Richard H. Thaler (1991) – Anomalies The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias - *Journal of Economic Perspectives- Volume 5, Number 1- Winter 1991-Pages 193-206*.
- Kahneman, Daniel; Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock-market seasonality. *Journal of Finance*, 42(3), 557–581.
- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos (1979) - Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*. Vol. 47 (March 1979) p. 263 – 292.
- Kalecki, Michael (1943) - Political Aspects of Full Employment - *Political Quarterly*, 1943.
- Kamstra, M., L. Kramer, and M. Levi (2003) - Winter Blues: A Sad Stock Market Cycle. - *American Economic Review* 93(1) (March): 324–343.
- Keen, Steve (2011) - Debunking Economics. The Naked Emperor Dethroned? – Zed Books, London, New York.
- Keen, Steve (2010) - The coming depression and the end of economic delusion in "Macroeconomic Theory and its Failings. Alternative Perspectives on the Global Financial Crisis" – Edward Elgar

Keen, Steve (2001) - Debunking Economics. The Naked Emperor of the Social Sciences - University of Western Sydney, Australia - Pluto Press Australia Limited.

Keynes (1937c) - The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest - The Economic Journal, Vol. 47, No. 188 (Dec., 1937), pp. 663-669.

Keynes (1937b) – Alternative Theories of the Rate of Interest .- The Economic Journal (1937, June).

Keynes (1937a) -The General Theory of Employment - The Quarterly Journal of Economics, Vol. 51, No. 2 (Feb., 1937), pp. 209-223 - The MIT Press.

Keynes, John Maynard; [1936 (2009)] - The General Theory of Employment, Interest and Money - ClassicBoocksAmerica; New York.

Keynes (1921) - A Treatise on Probability. - London, McMillan.

Keynes (1933) - The Means to Prosperity – In Essays in Persuasion, - Vol. 9, The Collected Works of John Maynard Keynes. ed. Elizabeth Johnston. London: Macmillan, 1972, 335–66.

Kydland, F.E; Prescott, E.C. (1982) -Time to Build and Aggregate Fluctuations - *Econometrica*, November.

Kydland, Finn E.; Edward C. Prescott (1990) - Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth - Federal Reserve Bank of Minneapolis - Quarterly Review Vol. 14, No. 2 ISSN 0271-5287.

Knight, F. (1921) - Risk, Uncertainty and Profit. - Boston, Houghton Mifflin.

Krecke, Elisabeth; Carine Krecke (2007) - Hayek's Theory of Knowledge and Behavioural Finance, *in* "Advances in Austrian Economics", Vol. 9, – Elsevier.

Krivelyova, A., and C. Robotti (2003) - Playing the Field: Geomagnetic Storms and the Stock Market. - Working paper, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Krugman, Paul (2009) - The Return of Depression on Economics and the Crisis of 2008 - W. W. Norton.

- Leibowitz, Martin L.; Anthony Bova; P. Brett Hammond (2010) - The Endowment Model of Investing. *Return, Risk, and Diversification* - John Wiley & Sons, Inc.
- Lerner, Jennifer S.; Deborah A. Small; George Loewenstein (2004) - Heart Strings and Purse Strings Carryover Effects of Emotions on Economic Decisions - *Psychological Science*- Volume 15—Number 5.
- Levin, Irwin P. *et al* (2012) - A Neuropsychological Approach to Understanding Risk-Taking for Potential Gains and Losses.
- Locke, John (1690 [1999]) - An Essay Concerning Human Understanding, - Chapter XXVII – Pennsylvania State University, Electronic Classics Series, 1999.
- Loewenstein, George (2005) - Hot-Cold Empathy Gaps and Medical Decision Making – *Health Psychology*, 2005. Vol. 24. Nº 4 (Suppl.) S49-S56 – American Psychological Association.
- Loewenstein, Georg (2004) - Out of Control: Visceral Influences on Behavior, *in* “Advances in Behavioral Economics” (2004) – Princeton University Press.
- Loewenstein, G.; J. S. Lerner (2003) - The Role of Affect in Decision Making - *Handbook of Affective Science*, ed. R. Davidson, H. Goldsmith, and K. Scherer. Oxford: Oxford University Press.
- Loewenstein, G.; Christopher Hsee; Elke Weber; Ned Welch, (2001). – Risk as Feelings – *Psychological Bulletin*, 2011. Vol. 127. Nº 2. 267-286.
- Loewenstein, G. (2000) - Emotions in Economic Theory and Economic Behavior – *Preferences, Behavior and Welfare*, Vol. 90, nº2.
- Loewenstein, George; Richard Thaler (1989) – Anomalies Intertemporal Choice – *Journal of Economic Perspectives* –Vol. 3, Number 4 – Pp. 181-193.
- Loewenstein, George (1987) - Anticipation and the Valuation of Delayed Consumption - *The Economic Journal*, 97: 666–684, reproduced *in* *Exotic Preferences Behavioral. Economics and Human Motivation*, by Loewenstein , pp. 385-410, Oxford University Press (2007).

- Lucas, R.E. Jr - (1990a) - Supply-side Economics: An Analytical Review', -Oxford Economic Papers.
- Lucas, R.E. Jr (1981a) - *Studies in Business Cycle Theory* - Oxford: Basil Blackwell.
- Lucas, R.E. Jr (1978a) - Unemployment Policy - *American Economic Review*, May.
- Lucas, R. E. (1975) - An Equilibrium Model of Business Cycle. - Journal of Political Economy.Vol.83. December 1975.
- Lucas, Robert E., Jr. (1972) -Expectations and the Neutrality of Money -*Journal of Economic Theory*, 4 (April 1972):103-124.\*
- Malthus, Robert (1821) - Principles of Political Economy - Wells and Lilly.
- Marcuse, Herbert (1964) - One-Dimensional Man – Routledge, Classics
- Marx, Karl; - Trabalho e Capital.
- Mccauley, Joseph I. (2009) - Dynamics of Markets. The New Financial Economics - second edition. Cambridge University Press.
- Mehta, Pranjal H.; Robert A. Josephs (2010) - Testosterone and cortisol jointly regulate dominance: Evidence for a dual-hormone hypothesis - journal homepage: [www.elsevier.com/locate/yhbeh](http://www.elsevier.com/locate/yhbeh).
- Mill, John Stuart.(1844) - Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy - London:Parker.
- Minsky, Hyman P. (2008) - Stabilizing an Unstable Economy - McGraw-Hill.
- Mises von, L. (1966) - Human Action: A Treatise on Economics, - Fox& Wilkes – San Francisco.
- Modigliani, F. (1977) - The Monetarist Controversy, or Should We Forsake Stabilization Policies?' - *American Economic Review*, March.
- Munro, Alistair (2009) - Bounded Rationality and Public Policy. A Perspective from Behavioural Economics - Springer Dordrecht Heidelberg London New York.

- Murteira, J.F. Bento; Daniel A. Muller; K. Feridun Turkman (1993) – Análise de Sucessões Cronológicas - McGraw Hill.
- Muth, John (1961) - Rational Expectations and the Theory of Price Movements - *Econometrica*, Vol. 29, No. 3 (Jul., 1961), pp. 315-335.
- Nassau, Senior (1836) - An Outline of the Science of Political Economy - Augustus M. Kelley, Bookseller. New York(1965).
- Nelson, Thomas E.; Zoe M. Oxley; Rosalee Clawson (1997) - Toward a Psychology of Framing Effects - *Political Behavior* 19(3) (1997):221–46.
- Neumann, John von; Morgenstern, Oskar (1947) -*Theory of Games and Economic Behavior*. - Princeton, NJ. Princeton University Press. 1944, sec.ed. 1947, th.ed. 1953.
- Newton (1726 [1999]). - *The Principia: Mathematical Principles of Natural Philosophy*, transl. I. B. Cohen and A. Whitman. Berkeley and Los Angeles: University of California Press.
- Nordhaus, W. D. (1975) - The Political Business Cycle. *Review of Economic Studies*. April 1975.
- Ohlin, Bertil; D. H. Robertson; R. G. Hawtrey (1937) - Alternative Theories of the Rate of Interest - *The Economic Journal*, Vol. 47, No. 187 (Sep., 1937), pp. 423-443.
- Perelman, Michael, (1999) - The Natural Instability of Markets - St.Martin's Press, New York.
- Peterson, R.L. (2005) - The neuroscience of investing: fMRI of the reward system' - *Brain Research Bulletin*, 67, 391–7.
- Pollock, John L. (2006) – Thinking About Acting. *Logical Foundations for Rational Decision Making* – Oxford University Press.
- Prescott, Edward C. (1986) - Theory Ahead of Business Cycle Measurement - The Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review 1042.
- Ronay, Richard; William von Hippel, (2009) - Power, Testosterone, and Risk-Taking - *Journal of Behavioral Decision Making*, J. Behav. Dec. Making, (2009)

- Samuelson; William; Richard Zeckhauser (1988) - Status Quo Bias in Decision Making - *Journal of Risk and Uncertainty*, 1988.1, 7-59.
- Sargent, T. (1973) - Rational expectations, the real rate of interest, and the natural rate of unemployment - *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:429-80.
- Schneider, Walter; Richard M. Shiffrin. (1977) - Controlled and Automatic Human Information Processing: I. Detection, Search and Attention.-*Psychological Review*, 84(1): 1–66.
- Schumpeter, Joseph A. (1939) - Business Cycles - Mcgraw-Hill Book Company, Inc. – New York.
- Sedlacek, Tomas (2011) - Economics of Good and Evil. The Quest for Economic Meaning from Gilgamesh to Wall Street – Oxford University Press.
- Sen , Amartya (2009) – The Idea of Justice - The Belknap Press of Harvard University Press, p.176.
- Sen, Amartya (1993) – Markets and Freedoms: Achievements and Limitations of the Market in Promoting Individual Freedoms – Oxford Economic Papers, Vol. 45, N.º 4 (Oct., 1993), 519-541.
- Sen, Amartya (1993) - Positional Objectivity – *Philosophy and Public Affairs*, Vol.22, Nº 2 (Spring, 1993), 126-145.
- Sen, Amartya (1986) - Behaviour and the Concept of Preference, in “*Rational Choice*” - Edited by Jon Elster -New York University Press (1986).
- Sen, Amartya (1977) - Rational Fools: A Critique of the Behavioral Foundations of Economic TheoryAuthor - Princeton University Press.
- Simon, Herbert (1979) - Rational Decision Making in Business Organizations-*American Economic Review* 69, nº 4 (September 1979: 493-513.
- Shiffrin, Richard M. and Walter Schneider. (1977) - Controlled and Automatic Human Information Processing: II. Perceptual Learning, Automatic Attending and a General Theory. - *Psychological Review*, 84(2): 127–90.
- Shiller, Robert J. (2000) - Irrational Exuberance - Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

- Shiller, Robert J (1999) - Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. This paper was prepared for John B. Taylor and Michael Woodford, Editors, *Handbook of Macroeconomics*.
- Shostak, Frank (1997) - In Defense of Fundamental Analysis: A Critique of the Efficient Market Hypothesis - Review of Austrian Economics 10, no. 2 (1997): 27-45.
- Schumpeter, Joseph A. (1950) - Capitalism, Socialism and Democracy – Routledge, LÇondom, New York.
- Schumpeter, Joseph A.(1939) - Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process. McGraw-Hill Book Company.
- Simon, H. A. (1955) - A Behavioral Model of Rational Choice.- *Quarterly Journal of Economics* 69:99–118.
- Smith, Adam (1776) - An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations - ElecBook Classics.
- Smith, Adam (1759 [2002]) - The Theory of Moral Sentiments - Knud Haakonssen. Boston University (2002).
- Snowdon Brian; Howard R. Vane (2005) - Modern Macroeconomics. Its Origins, Development and Current State - Published by Edward Elgar Publishing Limited.UK.
- Soros, George (2008) - The New Paradigm for Financial Markets. The credit crisis of 2008 and what it means- PublicAffairs. New York.
- Stigler, George J.; Becker, Gary - De Gustibus Non Est Disputandum.
- Thaler, Richard H.; Cass R. Sunstein (2007) – Nudge Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness - Yale University Press.
- Thaler, Richard H. (2000) - From Homo Economicus to Homo Sapiens - *Journal of Economic Perspectives*—Volume 14, Number 1—Winter 2000—Pages 133–141.
- Thaler RH (1988) - Anomalies: the *ultimatum* game. - J Econ Perspect 2(4):195–206.

- Thaler, R. (1980) - Toward a Positive Theory of Consumer Choice - Journal of Economic Behavior and Organization I (1980) 3960. © North-Holland.
- Togati, Teodoro Dario (1998) - Keynes and the Neoclassical Synthesis – Routledge.
- Tobin, J. (1996) - Full Employment and Growth: Further Keynesian Essays on Policy - Cheltenham, UK and Brookfield, USA: Edward Elgar.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1986) - Rational Choice and the Framing of Decisions - *The Journal of Business* - Vol. 59, No. 4, Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory. (Oct., 1986), pp. S251-S278.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel – (1981) The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. In Science,. [s.l:s.n] vol.211(1981) p 453–58.
- Tversky, A.; Thaler, R. (1990). - Anomalies: Preference reversals. - Journal of Economic Perspectives. Vol.4 (2), 201–211.
- Tversky, Amos, Paul Slovic; Daniel Kahneman (1990) - The Causes of Preference Reversal- *American Economic Review* 80(1): 204-217.
- Veblen (1909) – The limitations of marginal utility – Journal of Political Economy, 17 (9 November), pp. 620-636. Reprinted in Veblen (1919).
- Veblen, T. (1898) - Why is economics not an evolutionary science? *Quarterly Journal of Economics* 12, 373– 397.
- Vlaev, Ivo; Nick Chater (2007) - Relativity of Financial Preferences: How Choice Options Influence Investment Decision Making, in “*Psychology of Decision Making In Economics, Business And Finance*” - Nova Science Publishers, Inc. New York.
- Walker, Donald A. (2006) - Walrasian Economics – Cambridge, University Press.
- Williams, Simon J. (2000) - Is rational choice theory ‘unreasonable’? The neglected emotion, in “Rational Choice Theory. Resisting colonization” – Routledge.
- Wray, L. Randall; Mathew Forstater et al (2008) - Keynes and Macroeconomics After 70 Years. Critical Assessments of *The General Theory*. - Edited by L.

Randall Wray Center for Full Employment and Price Stability, University of Missouri–Kansas City, USA.

Zweig, J. (2007) -Your Money and Your Brain: How the New Science of Neuroeconomics Can Help Make You Rich - New York: Simon and Schuster.

Zivot, Eric; Andrews, Donald W.K. (1992) - Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit\_root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, July 1992, Vol. 10, N.º 3, pp. 251- 270.