

Macroeconomia e Análise da Conjuntura

6. Política monetária no modelo AD-AS | Notas pedagógicas*

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Sofia Vale & Luís Clemente-Casinhas

1 Política de estabilização

A política de estabilização tem como objetivo corrigir desequilíbrios macroeconómicos. Esses desequilíbrios podem assumir a forma de um hiato do produto, quando a economia produz abaixo ou acima do nível potencial, ou de um hiato da inflação, quando a taxa de inflação se afasta da meta de estabilidade de preços. Para lidar com estas situações, recorremos a dois instrumentos principais: política fiscal e política monetária.

1.1 Política fiscal

Baseia-se na variação da despesa pública e dos impostos. Pode ser expansionista, quando aumenta a despesa pública ou reduz impostos, deslocando IS e AD para a direita; ou contracionista, quando reduz a despesa ou aumenta impostos, deslocando-as para a esquerda. A sua maior limitação são os atrasos de decisão e implementação, pelo que é menos ágil para responder rapidamente a choques.

1.2 Política monetária

É conduzida pelo banco central através da manipulação da taxa de juro. Uma redução da taxa de juro estimula investimento e consumo, deslocando PM e AD para a direita; uma subida produz o efeito inverso. Tem a vantagem de ser mais rápida e flexível, pois o banco central pode reagir quase de imediato. Os efeitos principais são o estímulo ao investimento e o aumento do produto para cada nível de inflação.

Especificamente, a resposta do banco central é a regra de política monetária, do tipo Taylor:

$$i = r^* + \pi^* + \beta_\pi (\pi - \pi^*),$$

*Referências utilizadas: Mishkin (2014), *Macroeconomics: Policy and Practice*, Caps. 13 e 16; Jones (2019), *Macroeconomics*, Cap. 14; Mankiw (2019), *Macroeconomics*, Cap. 18; Sørensen & Whitta-Jacobsen (2010), *Introducing Advanced Macroeconomics*, Cap. 19.

com o princípio de Taylor a exigir que, quando a inflação sobe, a taxa de juro nominal suba mais do que proporcionalmente, isto é, $\beta_\pi > 1$, para que a taxa de juro real também aumente. Assim, a política monetária torna-se restritiva quando a inflação sobe, travando a procura agregada. Se a subida nominal fosse inferior ao aumento da inflação, a taxa real cairia e alimentaria uma espiral inflacionista.

As duas políticas são complementares: a orçamental é poderosa mas lenta; a monetária é ágil mas depende da credibilidade e das condições financeiras.

2 Política de estabilização após um choque de procura

2.1 Ajustamento automático

Considere um choque negativo de procura. Quando a inflação desce após o choque, o banco central segue o princípio de Taylor e reduz a taxa de juro real. Com expectativas adaptativas, a AS move-se gradualmente até que a economia regressa a y^* com inflação abaixo da inicial. O ajustamento combina a reação sistemática da política monetária e a lenta correção das expectativas.

2.2 Política monetária ativa

Em alternativa, o banco central pode rever a sua regra e adotar postura mais expansionista. No diagrama PM, a curva desloca-se para baixo, implicando taxa de juro mais baixa para qualquer nível de inflação. No diagrama AD-AS, a nova regra monetária faz AD deslocar-se novamente para a direita, acelerando o regresso ao equilíbrio de longo prazo (y^*, π^*).

Neste cenário o banco central não espera apenas pelo ajustamento automático. Ele age de forma mais ativa para acelerar a recuperação da economia após o choque de procura.

2.3 Crise financeira 2008-2012: Fed vs. BCE

A crise financeira de 2008-2012 foi um choque global, mas a forma como os dois principais bancos centrais (a Fed nos EUA e o BCE na Zona Euro) responderam teve consequências muito diferentes. Nos Estados Unidos, a Fed reagiu de forma muito rápida e agressiva. Reduziu as taxas de juro para valores próximos de zero, entre 0 e 0.25%, e lançou programas massivos de compra de ativos, conhecidos como *quantitative easing* (QE). Esta política expansionista forte permitiu estabilizar os mercados financeiros, apoiar a procura agregada e, apesar de manter a inflação em níveis baixos, garantiu que ela se mantivesse sob controlo. O resultado foi uma recuperação económica relativamente rápida, evitando uma recessão prolongada.

Na Zona Euro, o BCE enfrentou o mesmo choque global, mas agravado pela crise da dívida soberana em países como a Grécia, Portugal, Irlanda, Espanha e Itália. A resposta, no entanto, foi muito mais hesitante. Os cortes de taxas foram mais lentos e, em 2011, o BCE chegou mesmo a aumentar as taxas de juro, numa altura em que a economia ainda estava fragilizada. Só mais tarde, já depois de a recessão se prolongar e do risco de deflação aumentar, o BCE começou a adotar medidas não convencionais semelhantes às da Fed. O resultado foi uma recuperação lenta, marcada por uma recessão prolongada e pelo agravamento da crise da dívida soberana.

Nos dois casos o choque foi idêntico, mas as respostas foram diferentes: os EUA conseguiram recuperar mais rapidamente devido à ação decidida da Fed, enquanto a Zona Euro ficou presa numa trajetória de recuperação lenta, condicionada pela resposta mais restritiva e tardia do BCE.

3 Política de estabilização após um choque de oferta

3.1 Choque permanente

3.1.1 Ajustamento automático

Um choque negativo permanente de oferta (queda estrutural de produtividade, energia persistentemente cara) baixa o produto potencial. O banco central continua guiado pelo princípio de Taylor: quando a inflação se afasta da meta, a taxa real ajusta-se para cima. No AD-AS, a LRAS desloca-se para a esquerda; a AS de curto prazo ajusta-se ao longo do tempo sob expectativas adaptativas.

A economia ajusta-se automaticamente, mas o novo equilíbrio reflete uma realidade diferente: menor nível de produto potencial e inflação mais elevada. O banco central garante que a inflação não entra numa espiral descontrolada, mas não consegue evitar a perda permanente de capacidade produtiva.

3.1.2 Política monetária ativa

Priorizar a estabilidade de preços. Em vez de apenas permitir o ajustamento automático, o banco central pode tornar a regra mais restritiva. No diagrama PM, a curva desloca-se para cima: para cada nível de inflação, a taxa real é maior. No AD-AS, com LRAS à esquerda, a AD desloca-se pressionando a inflação em alta mas com produto permanentemente mais baixo.

O equilíbrio fica assim consistente: o produto é mais baixo, mas a inflação mantém-se estável.

Priorizar a atividade económica. Tentar estabilizar a atividade económica neste caso não é viável. Como o produto potencial caiu, qualquer estímulo de procura só levaria a inflação para cima de forma permanente, sem conseguir recuperar o nível de produto anterior. Ou seja, estariam a trocar estabilidade real por inflação crónica.

3.2 Choque temporário

3.2.1 Ajustamento automático

Um choque negativo temporário (quebra sazonal, perturbação transitória de custos) desloca a AS para a esquerda, reduzindo y e elevando π . Mantendo a regra de Taylor e com expectativas adaptativas, a AS regressa à posição original quando o choque se dissipar, e a economia volta a (y^*, π^*) .

O papel do banco central é crucial: mantém a taxa de juro real consistente com a meta de inflação; evita que a inflação temporária se transforme em persistente. Assim, um choque temporário de oferta não altera o produto potencial e, com expectativas adaptativas, a economia regressa automaticamente ao equilíbrio inicial. O banco central apenas precisa garantir que não há desancoragem das expectativas de inflação.

3.2.2 Política monetária ativa

Priorizar a estabilidade de preços. O banco central pode reagir ativamente, primeiro subindo a taxa de juro para conter a inflação (deslocando AD para a esquerda), e depois reduzindo-a quando a inflação começa a cair, voltando a deslocar AD para a direita. O processo termina com o regresso a (y^*, π^*) .

O essencial aqui é perceber que o banco central não é passivo: reage de forma ativa e sequencial. Usa a taxa de juro de forma contracíclica: primeiro sobe para conter a inflação, depois desce para apoiar a recuperação. E ao agir de forma ativa, o banco central consegue conduzir a economia de volta ao equilíbrio de longo prazo, assegurando que a inflação regressa à meta sem deixar cicatrizes permanentes no produto.

Priorizar a atividade económica. Outra alternativa é dar prioridade à atividade, deslocando a PM para baixo. Para qualquer inflação, a taxa real passa a ser mais baixa, o que desloca AD para a direita. A economia recupera y^* mais rapidamente, aceitando inflação temporariamente mais elevada.

O banco central aceita um custo em termos de inflação mais alta no curto prazo. Em troca, consegue reduzir mais depressa o hiato do produto, estabilizando a atividade económica.

3.3 Dois caminhos de política

Um dilema clássico da política monetária: ao lidar com choques de oferta, o banco central tem de escolher entre estabilizar preços ou estabilizar produto. Em choques temporários, existe um dilema real entre inflação e produto: estabilizar preços implica aceitar produto abaixo do potencial; estabilizar produto implica aceitar inflação acima da meta. Em choques permanentes, a escolha é mais limitada: apenas é sustentável estabilizar preços, pois tentar manter o produto no nível antigo resulta em inflação crónica sem recuperar capacidade.

Em 2022, a invasão da Ucrânia provocou forte choque energético e alimentar. O BCE mudou rapidamente de política e subiu taxas em ritmo histórico para ancorar expectativas; a inflação recuou, mas a Zona Euro abrandou, com recessões técnicas em alguns países. Na Argentina pós-2001, a prioridade foi a atividade com taxas reais muito baixas; suavizou-se o PIB, mas consolidou-se inflação elevada e persistente.

4 Taxa de juro nominal nula e armadilha da liquidez

A regra de política monetária seguida pelo banco central é dada por:

$$i = r^* + \pi^* + \beta_\pi(\pi - \pi^*).$$

De acordo com esta regra, a taxa de juro nominal ajusta-se para cima ou para baixo consoante os valores da inflação. Sempre que a inflação aumenta, a taxa de juro sobe; sempre que a inflação diminui, a taxa de juro baixa. Este é o princípio de Taylor em ação.

O problema surge quando a economia entra em recessão e a inflação cai demasiado, podendo mesmo entrar em deflação. Nesta situação, aplicar a regra empurra a taxa de juro nominal para zero, a sua barreira ou limite inferior (*Zero Lower Bound*, ZLB). Matematicamente, isto significa que a regra de política monetária, sem taxas negativas, é escrita como:

$$i = \max [r^* + \pi^* + \beta_\pi(\pi - \pi^*), 0].$$

Abaixo de uma inflação crítica (associada à ZLB), a taxa nominal fica presa em zero. Mesmo querendo estimular a economia, o banco central não consegue cortar mais i . A política monetária convencional perde eficácia e é necessário recorrer a instrumentos não convencionais. A esta situação em que a política monetária perde eficácia porque a taxa de juro nominal já não pode descer mais chamamos de armadilha de liquidez.

4.1 A função AD com ZLB

Quando a inflação está acima do limiar, a AD tem inclinação negativa habitual: mais inflação leva a maior i . Com o princípio de Taylor, a resposta contém a procura e o produto cai.

Abaixo da ZLB, a lógica inverte-se. Como a taxa de juro nominal está presa em zero, qualquer aumento da inflação reduz a taxa de juro real. Isso significa que, quando a inflação sobe, o produto aumenta, porque o investimento e o consumo ficam mais estimulados. Assim, a curva AD passa a ter inclinação positiva nesta região.

4.1.1 Choque negativo de procura com ZLB

Imaginemos que, numa economia em recessão, ocorre uma queda repentina da confiança dos consumidores ou das empresas. Pode ser provocada, por exemplo, por instabilidade financeira, por uma crise bancária ou por choques externos que geram incerteza. Nestas condições, a procura agregada cai ainda mais. Graficamente, isso corresponde a uma contração da curva AD.

Como a economia já se encontra junto ao limite ZLB, a política monetária convencional não consegue responder: o banco central não pode cortar ainda mais a taxa de juro nominal. O resultado é que a economia desliza para um ponto de equilíbrio ainda mais baixo, com menor produto e inflação ainda mais próxima de zero ou mesmo em deflação. A curva AD desloca-se para a esquerda, mas a taxa de juro real sobe, porque os preços deixam de crescer ou começam a cair. Este mecanismo trava ainda mais o investimento e o consumo, criando um círculo vicioso.

Em resumo, choques negativos de procura são particularmente perigosos quando a economia já se encontra numa armadilha da liquidez: o banco central fica sem instrumentos convencionais para contrariar a queda da procura, e a recessão aprofunda-se.

4.2 Evidência e implicações

O mecanismo da armadilha da liquidez observou-se em vários episódios históricos. No Japão, após o colapso da bolha no início dos anos 1990, a economia viveu longa estagnação com deflação persistente; o banco central levou i a zero, mas isso não bastou para reativar a procura. Após 2008, EUA e Zona Euro reduziram rapidamente i para próximo de zero; faltando espaço convencional, recorreram a instrumentos não convencionais. A Fed lançou múltiplas rondas de compras de ativos e orientações prospetivas; o BCE, mais tarde, também adotou programas de compra e comunicação reforçada para contrariar a deflação.

A lição é que o ZLB limita o arsenal convencional e exige criatividade e coordenação com a política orçamental.

4.3 Como sair da armadilha: instrumentos e limitações

Existem várias vias possíveis para sair da armadilha:

- Choque positivo forte de procura: estímulos fiscais agressivos ou recuperação súbita de confiança que desloque AD para a direita o suficiente para sair da zona ZLB.
- Políticas que elevem a inflação esperada (*forward guidance*): depende crucialmente da credibilidade do banco central; sem crença nas promessas, perde eficácia. Metas de inflação mais elevadas exigem forte ancoragem institucional para não desancorar expectativas.
- *Quantitative easing* (QE): compras de ativos com maior risco/maturidade para suavizar as fricções financeiras. O QE pode inflacionar os preços desses ativos, gerando riscos de bolhas especulativas e instabilidade financeira.

A eficácia máxima surge quando há coordenação monetária-orçamental.