

## Macroeconomia e Análise da Conjuntura

### 8. Limites da política de estabilização | Notas pedagógicas\*

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Sofia Vale & Luís Clemente-Casinhas

---

## 1 Política de estabilização ou ajustamento automático?

A política de estabilização refere-se ao uso deliberado de instrumentos macroeconómicos para suavizar flutuações do produto e do emprego e manter a inflação baixa e relativamente estável. Na prática, significa tentar manter a economia próxima do produto potencial, reduzindo a amplitude das recessões e evitando episódios de sobreaquecimento.

A alternativa conceptual é confiar sobretudo no ajustamento automático. Nesta visão, choques que afastam a economia do seu nível de longo prazo são temporários: preços, salários e taxas de juro ajustam-se e conduzem naturalmente a economia de volta ao equilíbrio, sem necessidade de medidas discricionárias.

O debate permanece atual porque nenhuma economia real se parece com o caso-limite em que todos os preços e salários ajustam instantaneamente e a informação é perfeita. Há rigidezes nominais, fricções financeiras, heterogeneidade de agentes, expectativas imperfeitas e, ao mesmo tempo, limitações práticas da política económica. Assim, a questão relevante não é intervir ou não intervir, mas sim: quando faz sentido intervir, com que intensidade, com que instrumentos e a que custo?

### 1.1 Keynesianos versus clássicos/monetaristas

Quando contrapomos keynesianos a clássicos/monetaristas estamos a contrapor hipóteses sobre duas dimensões: (i) velocidade de ajustamento da economia; (ii) capacidade do Estado em estabilizar sem criar instabilidade adicional.

A tradição keynesiana enfatiza rigidezes e falhas de coordenação. Uma queda da procura agregada tende a traduzir-se primeiro em queda de produção e emprego, não em ajustes imediatos de salários e preços. O desemprego pode ser involuntário e persistente. Neste contexto, confiar no ajustamento automático pode ser socialmente muito caro: a economia

\*Referências utilizadas: Mishkin (2014), *Macroeconomics: Policy and Practice*, Caps. 13 e 16; Sørensen & Whitta-Jacobsen (2010), *Introducing Advanced Macroeconomics*, Cap. 22; Mankiw (2025), *Macroeconomics*, Cap. 17.

pode demorar a recuperar e o custo em falências, perda de capital humano e desigualdade não é recuperado automaticamente.

A tradição clássica sublinha mecanismos de mercado e a tendência para o regresso ao nível natural. Se salários reais caírem quando o desemprego sobe, as empresas voltam a contratar; se preços caírem, o poder de compra aumenta e a procura recupera; se a inflação subir, as condições financeiras apertam e moderam a atividade. Sob expectativas racionais e mercados suficientemente flexíveis, a política discricionária tem pouca margem para melhorar resultados reais de forma sistemática.

Os monetaristas partilham parte deste ceticismo, mas a crítica típica é operacional: mesmo que a política consiga afetar a atividade no curto prazo, os decisores enfrentam atrasos, incerteza e erros de diagnóstico. Uma política bem intencionada pode acabar por chegar tarde e amplificar o ciclo. Daí a preferência por regras simples e previsíveis, reduzindo o risco de intervenções erráticas.

Episódios históricos ajudam a perceber por que razão o debate oscila:

- Grande Depressão: desemprego persistente e colapso da procura; o ajustamento automático pareceu falhar.
- Estagflação dos anos 1970: inflação alta com baixo crescimento; mostrou limites de políticas expansionistas contínuas e trouxe expectativas e credibilidade para o centro da discussão.
- Crise financeira de 2008 e pandemia: fricções financeiras severas e taxas de juro próximas de zero; políticas ativas ganharam relevância, mas com atenção a credibilidade e riscos colaterais.

### **1.1.1 Argumentos centrais do não-ativismo**

O argumento não-ativista não é “o Estado nunca faz nada”. É, antes, a ideia de que a política discricionária tende a fazer mais mal do que bem quando preços e salários ajustam suficientemente rápido; o diagnóstico do estado da economia é impreciso; os atrasos entre decisão e efeito são grandes; a política está sujeita a ciclos políticos e a objetivos de curto prazo.

Uma intuição típica é a seguinte: suponha-se que a economia entra numa recessão moderada e o desemprego sobe. Se salários reais caírem e as empresas tiverem incentivos para contratar, o desemprego regressa gradualmente ao normal. Se, entretanto, o governo implementa um estímulo grande que só produz efeitos quando a recuperação já começou, a política torna-se pró-cíclica: empurra a economia acima do potencial e aumenta inflação ou pressões financeiras.

### 1.1.2 Argumentos centrais do ativismo

O argumento ativista começa por aceitar que o ajustamento existe, mas considera-o lento e custoso quando há rigidezes e fricções. Aqui, a ideia é reduzir custos de transição e evitar histerese (recessões que deixam cicatrizes permanentes no produto potencial), com o objetivo de estabilizar a procura, evitar espirais recessivas e reduzir falências e desemprego prolongado.

O ativismo tende a ser mais defendido quando há rigidezes salariais e de preços; a política monetária está limitada (por exemplo, taxas próximas de zero); choques são grandes e financeiros (crédito colapsa, spreads sobem); o risco de uma recessão prolongada supera o risco de inflação.

Em síntese: o ativismo justifica-se mais quando o custo da inação é elevado e a probabilidade de recuperar automaticamente é baixa ou lenta; o não-ativismo ganha força quando o custo de errar (por atrasos e diagnóstico) é elevado e quando a economia tende a ajustar-se rapidamente.

## 2 Erros de medida e *lags*

A política macroeconómica é conduzida sob duas dificuldades inevitáveis: não observamos a economia em tempo real (erros de medida) e os instrumentos operam com desfasagens (*lags*). Estas duas dificuldades ajudam a explicar por que razão políticas discricionárias podem falhar mesmo quando os objetivos são consensuais.

### 2.1 Implicações de erros de medida

Em tempo real, os decisores observam estimativas preliminares e indicadores imperfeitos. O PIB trimestral chega com atraso e é revisto. Indicadores de mercado de trabalho mudam com a amostra, com alterações metodológicas e com ruído estatístico. Mesmo a inflação, que é mais observável, é composta por componentes com dinâmica diferente, e o sinal relevante para a política nem sempre é óbvio. Além disso, variáveis fundamentais para regras de decisão são não observáveis: produto potencial e hiato do produto; taxa de juro natural; taxa natural de desemprego; posição do ciclo financeiro (alavancagem, spreads, risco).

A dificuldade é que a política depende do desvio entre variáveis observadas e alvos/valores de longo prazo. Um banco central reage ao hiato do produto e à diferença entre taxa real e taxa natural. Um governo avalia sustentabilidade e espaço orçamental com base em crescimento potencial. Se estes objetos são mal medidos, a política pode ser sistematicamente enviesada.

Um exemplo simples: se a autoridade sobreestimar o produto potencial, concluirá que existe alguma folga na economia e manterá uma postura expansionista por mais tempo. Se a folga não existe, a pressão inflacionista acumula-se e a correção futura terá de ser mais dolorosa.

Quando a informação é ruidosa, reagir agressivamente aumenta o risco de erro. Uma política muito reativa a estimativas instáveis do hiato pode gerar volatilidade desnecessária. Isto ajuda a justificar: respostas mais graduais a variáveis pouco observáveis; maior peso em variáveis com menor erro de medição (como inflação observada, ou medidas de expectativas); uso de um conjunto de indicadores, em vez de uma única métrica. Sob incerteza, há um custo de reagir a falsos alarmes.

## 2.2 Política e *lags*: do choque ao efeito

A existência de *lags* significa que a política económica não atua como um interruptor. Há um processo. Por isso, o mesmo instrumento pode estabilizar ou desestabilizar dependendo do timing. Pode ser útil separar três momentos antes da política existir:

- *Data lag*: os dados chegam tarde (por exemplo, PIB trimestral).
- *Recognition lag*: demora-se a perceber se o problema é ruído ou mudança real.
- *Decision/implementation lag*: após reconhecer, ainda há decisão e execução.

Na política fiscal, estes *lags* são tipicamente grandes: negociar, aprovar e implementar demora. Na política monetária, o processo é mais rápido, mas ainda existe: reuniões, avaliação, comunicação, transmissão ao sistema financeiro.

### 2.2.1 *Inside lag vs. outside lag*

É standard distinguir:

- *Inside lag*: do choque até à implementação.
- *Outside lag*: da implementação até ao efeito máximo.

Na política monetária, o *outside lag* é particularmente relevante: as taxas de juro afetam condições financeiras rapidamente, mas decisões de consumo e investimento e a fixação de preços ajustam-se lentamente. No plano prático, isto significa que o impacto máximo sobre inflação pode demorar muitos trimestres.

Na política fiscal, o *outside lag* depende da medida. Transferências e apoios diretos podem ter impacto rápido; investimento público tende a ter um *outside lag* longo por natureza

(planeamento, contratação, execução), embora possa ter algum efeito antecipatório via expectativas se for credível e rápido.

## 2.3 O risco central: políticas fora de fase

Juntar erros de medida e *lags* cria o risco de política fora de fase: expansão quando a economia já recupera (pró-cíclica); contração quando a economia já desacelera (agrava recessão); respostas erradas ao tipo de choque (procura versus oferta).

É por isso que uma parte da macro defende regras ou condução sistemática: reduzir a componente *ad-hoc* pode reduzir a volatilidade gerada por erros de timing.

# 3 Estabilizadores automáticos e défices estruturais

## 3.1 Estabilizadores automáticos

Os estabilizadores automáticos são elementos do orçamento público que respondem automaticamente ao ciclo económico, amortecendo flutuações sem decisões discricionárias. Em recessão, a procura agregada cai. Se o orçamento público amortecer a queda do rendimento disponível, a queda do consumo é menor do que seria sem estabilizadores. Isso reduz o efeito multiplicador do choque inicial. Em expansão, a retirada automática de rendimento disponível ajuda a conter pressões inflacionistas.

Esta lógica é particularmente relevante quando a política monetária está limitada (por exemplo, taxas muito baixas) ou quando choques são rápidos e incertos. Estabilizadores automáticos são uma forma de estabilização robusta, precisamente porque não exige fine tuning.

### 3.1.1 Exemplos de estabilizadores automáticos

Na prática, estabilizadores automáticos incluem regras e mecanismos que atuam quase mecanicamente:

- Impostos progressivos sobre rendimento: receita cai mais do que proporcionalmente em recessão e sobe mais do que proporcionalmente em expansão.
- Subsídios de desemprego e outras transferências: sobem quando o desemprego sobe, caem quando o desemprego cai.
- Impostos sobre consumo e contribuições sociais: reagem ao nível de atividade e emprego.

O ponto importante é que estes mecanismos reduzem o *inside lag*: não é preciso reconhecer o choque, nem aprovar nova legislação para que parte da estabilização ocorra.

### 3.1.2 Vantagens e limitações

A principal vantagem é a rapidez e previsibilidade. Outra vantagem é política: evita negociar medidas em cada flutuação do ciclo, reduzindo o custo político e o risco de atrasos.

Mas há limitações. A força dos estabilizadores depende do desenho institucional e do tamanho do Estado. Economias com imposto progressivo forte e rede social ampla tendem a estabilizar mais automaticamente. Economias com Estado pequeno estabilizam menos.

Além disso, estabilizadores podem ser insuficientes em choques extremos. Uma crise financeira ou uma pandemia pode gerar uma queda tão grande que mecanismos automáticos não chegam, exigindo medidas discricionárias.

Por fim, há um risco de composição: os estabilizadores não são neutros em termos de incentivos e sustentabilidade. Se o sistema for muito generoso e não houver correção em expansão, pode gerar défices persistentes.

## 3.2 Défices

O défice primário é o saldo orçamental excluindo juros da dívida. É uma métrica útil porque separa decisões correntes de despesa e receita do custo do stock de dívida herdado.

O défice nominal varia fortemente com o ciclo. Em recessão, mesmo sem mudança de política, a receita cai e a despesa social sobe, aumentando o défice. Em expansão, o défice tende a cair automaticamente. Por isso, o défice nominal é um indicador enganador para inferir postura fiscal.

O défice estrutural (ou saldo estrutural) procura corrigir o saldo observado removendo: efeitos do ciclo (*output gap*); medidas temporárias e irrepétíveis (por exemplo, recapitalizações, apoios extraordinários). Isso permite avaliar se a política fiscal é, em média, expansionista ou restritiva. Há, contudo, um problema: o cálculo do saldo estrutural depende de estimar o produto potencial e o hiato do produto, que são precisamente objetos difíceis de medir. Assim, o indicador é conceptualmente útil, mas operacionalmente imperfeito.

### 3.2.1 Saldo estrutural e regras europeias

Um motivo para as regras europeias olharem para o saldo estrutural é evitar punir países em recessão apenas porque estabilizadores automáticos elevaram o défice. Idealmente, o foco no estrutural distingue défices “bons” (cíclicos) de défices “maus” (subjacentes a política insustentável).

Na prática, o uso do saldo estrutural introduz tensão: se as estimativas de produto potencial forem demasiado otimistas, o saldo estrutural pode parecer melhor do que é; se forem demasiado pessimistas, pode parecer pior e levar a consolidação desnecessária. Esta incerteza ajuda a explicar debates recorrentes sobre regras, flexibilidade e qualidade das estimativas.

## 4 Regras versus discrição: o problema da credibilidade

Mesmo que a política fosse acontecesse no tempo correto e fosse baseada em bons dados, existe um limite mais profundo: a credibilidade. Numa economia com expectativas formadas por agentes racionais (ou pelo menos parcialmente racionais), anúncios e estratégias de política afetam decisões hoje. Se a política não for credível, perde potência e pode produzir equilíbrios piores.

A discussão entre regras e discrição é uma forma de discutir credibilidade. Uma política por regras significa que as decisões seguem critérios conhecidos e relativamente estáveis, reduzindo incerteza. Uma política discricionária dá flexibilidade para responder a choques, mas cria o risco de inconsistência e de perda de confiança.

### 4.1 O problema da inconsistência temporal

A inconsistência temporal ocorre quando uma política que é ótima *ex-ante* deixa de ser ótima *ex-post*, depois de as expectativas serem formadas. O caso clássico é o da política monetária: o banco central pode ter incentivo a gerar inflação surpresa para estimular temporariamente o produto e o emprego. Mas se os agentes anteciparem esse incentivo, ajustam salários e preços, eliminando qualquer ganho real e deixando apenas inflação mais alta.

Uma forma simples de formalizar é assumir que o banco central minimiza uma função perda:

$$L = (y - y^*)^2 + \kappa\pi^2, \quad \kappa > 0.$$

O banco central gostaria de reduzir desvios do produto relativamente a  $y^*$  (ou, de forma equivalente, reduzir desemprego) e manter inflação baixa.

Suponha-se uma Curva de Phillips com expectativas:

$$\pi = \pi^e + \kappa(y - y^*),$$

ou, alternativamente,  $\pi = \pi^e + \psi$ , onde  $\psi$  representa a componente surpresa que o banco central tenta criar.

Se o banco central pudesse, em cada período, gerar inflação ligeiramente acima do esperado, poderia empurrar  $y$  acima de  $y^*$  por um período. O problema é que, em equilíbrio com expectativas racionais,  $\pi^e$  incorpora essa tentação. O resultado de longo prazo acaba por ser:

- Inflação mais elevada (viés inflacionista).
- Produto no nível potencial (sem ganhos permanentes).
- Perda de bem-estar por inflação sem benefício real duradouro.

Isto ajuda a entender por que razão metas de inflação, independência e regras são valorizadas: servem para limitar a tentação de curto prazo que destrói resultados de longo prazo.

## 5 Política monetária consistente no tempo

A expressão “política consistente no tempo” é enganadora à primeira vista, porque parece positiva. Na verdade, o equilíbrio consistente no tempo que surge com discrição e expectativas racionais pode ser socialmente mau.

Uma política é consistente no tempo se, depois de as expectativas serem formadas, o decisor não tem incentivo para desviar-se. No cenário de discrição sem credibilidade, os agentes antecipam inflação mais alta. Como não há surpresa possível, o banco central não consegue obter ganho real ao tentar aumentar a inflação; mas, ao mesmo tempo, também não consegue reduzir inflação de imediato sem custos elevados. Assim, a economia fica presa num equilíbrio estável, mas com inflação permanentemente acima do necessário.

Este raciocínio ajuda a perceber por que razão a credibilidade é uma forma de capital macroeconómico. Com credibilidade, a desinflação pode ser menos custosa, porque as expectativas se ajustam rapidamente; sem credibilidade, existirá desinflação com recessão.

## 6 Construir uma reputação

Se o equilíbrio sem credibilidade é inferior, a solução passa por construir reputação. Reputação significa que o público acredita que a autoridade monetária fará o que promete e que não cederá à tentação de curto prazo.

A reputação é construída por consistência ao longo do tempo. Um banco central que, repetidamente, coloca estabilidade de preços como prioridade e comunica de forma previsível cria uma âncora para expectativas. Essa âncora tem efeitos reais: salários e preços são

definidos com menor prémio de risco inflacionista; as taxas de juro nominais incorporam menos inflação esperada; e a economia torna-se menos vulnerável a choques de expectativas.

No equilíbrio com reputação, a autoridade monetária escolhe não inflacionar porque valoriza a preservação da credibilidade. Os agentes, observando esse comportamento repetido, formam expectativas baixas. Este equilíbrio pode ser autossustentado: a credibilidade torna a baixa inflação fácil, e a baixa inflação reforça a credibilidade.

Esta lógica ajuda a explicar a importância de mandatos claros e comunicação consistente. Não é apenas uma questão institucional; é parte do mecanismo macroeconómico.

## 7 Delegação da política monetária no banco central

A delegação da política monetária a um banco central independente pode ser entendida como resposta institucional a incentivos políticos. Os governos enfrentam eleições e tendem a valorizar ganhos imediatos de emprego e crescimento. Este enviesamento de curto prazo aumenta a probabilidade de políticas expansionistas excessivas e, por consequência, inflação mais alta.

Um banco central independente, não sujeito ao ciclo eleitoral, pode internalizar melhor custos de longo prazo da inflação e da perda de credibilidade. A independência funciona como mecanismo de compromisso: reduz a probabilidade de interferência política e aumenta previsibilidade. Ao reduzir a tentação de usar inflação para objetivos de curto prazo, melhora-se a credibilidade e ancoram-se expectativas. Isso tende a reduzir inflação média e volatilidade inflacionista.

Independência não significa ausência de objetivos sociais. Significa autonomia operacional para atingir objetivos definidos (tipicamente estabilidade de preços, por vezes também emprego e estabilidade financeira). Em termos práticos, envolve um mandato claro (prioridade à inflação baixa e estável), a proteção contra demissão arbitrária, a autonomia sobre instrumentos (taxas, operações, balanço), e limites a financiamento monetário de défices.

### 7.1 Independência

Há uma regularidade empírica conhecida: maior independência está associada a inflação média mais baixa no longo prazo. A interpretação deve ser cuidadosa: correlação não é prova perfeita de causalidade, e países com cultura de estabilidade podem também escolher instituições independentes. Ainda assim, a evidência é consistente com a teoria de inconsistência temporal e reputação: quando a política é protegida de pressões de curto prazo, há menos viés inflacionista.

## 8 *Trade-off entre credibilidade e flexibilidade*

A credibilidade é valiosa, mas não resolve tudo. Em particular, choques de oferta criam dilemas. Um choque de oferta adverso pode aumentar preços e reduzir produção ao mesmo tempo. Se o banco central reage agressivamente para conter inflação, pode aprofundar a recessão. Se acomoda totalmente para proteger atividade, pode desancorar expectativas e transformar um choque temporário em inflação persistente.

O desafio é gerir expectativas sem impor custos desnecessários em produto. Na prática, isto significa escolher um grau de flexibilidade: reagir ao choque de forma que mantenha a âncora nominal, mas reconheça o lado real do problema.

É aqui que surge a noção de credibilidade com flexibilidade: metas de inflação com horizonte, comunicação que distingue choques temporários de persistentes, e resposta que depende do risco de des ancoragem das expectativas.

Na macroeconomia moderna, o objetivo é uma política sistemática (com princípios claros) mas suficientemente flexível para lidar com choques imprevistos. A credibilidade não é incompatível com flexibilidade; mas a flexibilidade tem de ser exercida de forma a preservar confiança.

Assim, os limites da política de estabilização não significam que a política seja inútil. Significam que estabilizar é uma tarefa imperfeita, sujeita a incerteza, atrasos e problemas de credibilidade. O desenho institucional (regras, independência, comunicação) é parte do mecanismo macroeconómico, constituindo um instrumento que altera expectativas e, por isso, altera resultados reais.