

À espera da inflação

Como Vladimir e Estragon em *À Espera de Godot*, economistas, académicos e bancos centrais passaram a última década à espera de uma inflação que não chegava, pelo menos até à entrada em cena da COVID-19. As subidas nos dados e nas expectativas de inflação com os quais começou o ano de 2021 reavivaram o debate sobre a sua chegada. Por enquanto, tudo indica que o seu recente recrudescimento se deva a fatores técnicos e transitórios que se desvanecerão à medida que a COVID-19 acabar e as economias se normalizarem¹. Contudo, após esta transição, voltaremos ao mundo da inflação teimosamente baixa ou a pandemia representará um ponto de viragem?

Duas narrativas: o achatamento da curva de Phillips...

Nas últimas décadas, o crescimento dos preços dos nossos cabazes de consumo moderou-se de forma significativa e sustentada: nos EUA, na Alemanha e em Espanha, a inflação passou de taxas de cerca de 4%, 3% e 7%, respetivamente, na média de 1980-2000, para números apenas ligeiramente superiores a 1% em 2008-2020.

Esta moderação ocorreu em tempos nem sempre benignos para as economias. É que a inflação não só moderou, como também a ligação entre o dinamismo da atividade e as pressões inflacionistas tem vindo a enfraquecer. Isto recebeu o nome de «achatamento da curva de Phillips». Como mostra o primeiro gráfico, a curva que relaciona inversamente a inflação e o desemprego, documentada estatisticamente por William Phillips em 1958, tem-se achatado de maneira sustentada desde o ano de 1980.

Alguns fatores por detrás da fragilidade da inflação foram heranças do ciclo económico e, neste sentido, conjunturais (embora tenham persistido durante mais tempo que o desejado): a crise financeira global de 2008 e a Grande Recessão deixaram uma procura frágil, afetada por um grande endividamento, tendo a sua recuperação sido lenta e, durante muitos anos, incompleta (especialmente na Europa)². No contexto atual, uma recuperação mais lenta que a esperada após a COVID-19 poderá reintroduzir pressões deflacionistas.

No entanto, houve também forças estruturais responsáveis para que a moderação da inflação fosse um fenómeno persistente e generalizado entre as economias avançadas. Em primeiro lugar, nas décadas finais do século XX os principais bancos centrais fixaram objetivos claros na luta contra a inflação, enquanto a melhoria na sua qualidade institucional e independência conseguiu deter as expectativas de inflação em níveis moderados. Em segundo lugar, a globalização e a demografia combinaram-se para exercerem pressões deflacionistas visto que a integração da China e de outros países emergentes na economia global deu acesso a fatores produtivos mais baratos tendo, além disso, criado uma abundância relativa de trabalhadores. Da mesma forma, a digitalização e mercados de trabalho mais flexíveis contribuíram também para a moderação da inflação e para a sua perda de robustez com a atividade³. Na medida em que estas forças são estruturais, poderão, no futuro, continuar a pesar sobre a inflação.

... ou a reflução?

Face a todas estas forças, o mundo pós-COVID-19 poderá trazer algumas alterações. Em primeiro lugar, a pandemia não só confinou a procura como congelou também boa parte da estrutura produtiva. Assim, uma reativação mais rápida da procura (estimulada pelo consumo estagnado no confinamento) que da oferta (afetada por disrupções na cadeia de fornecimentos globais) poderá produzir estrangulamentos que resultem em aumentos da inflação. Embora estas tensões sejam um fenómeno natural no processo de normalização das economias e devam desaparecer com o tempo, persistem mais que o esperado, existindo o risco de afetarem as expectativas de inflação e que resultem numa maior persistência das pressões nos preços.

Em segundo lugar, a COVID-19 poderá também despoletar a inflação através do peso da dívida pública que os bancos centrais têm vindo a sustentar. As compras em massa de dívida feitas pela Fed e pelo BCE, entre outros, são necessárias para lutar contra uma crise sem precedentes, mas esta necessidade levou-os a posicionarem-se como grandes detentores de dívida pública, uma situação que também comporta alguns riscos porque poderá produzir incentivos políticos para interferir na independência dos bancos centrais e torná-los mais permissivos à inflação⁴.

EUA: sensibilidade da inflação ao desemprego

Índice *



Nota: * Coeficiente β estimado na regressão $\pi_t = a + \beta u_t + \gamma \pi_{t-1} + \varepsilon_t$ com janelas de dados de 10 anos. π_t é a inflação homóloga subjacente e u_t é a taxa de desemprego.

Fonte: BPI Research, estimativas próprias a partir de dados da FRED.

1. Embora a curto prazo possam intensificar-se. Ver o Focus «Os fatores que estão por detrás do aumento da inflação na Zona Euro» nesta edição da *Informação Mensal*.
 2. A Zona Euro demorou oito anos a recuperar os níveis de emprego anteriores à crise.
 3. Ver Haldane, A. (2021). «Inflation: a tiger by the tail?».
 4. Recordemos que a inflação foi, historicamente, um modo de aliviar a carga da dívida dos governos. Ver o artigo «O que fazer perante grandes aumentos da dívida pública? Uma retrospectiva histórica» no Dossier da IM10/2020.

Relacionado com os bancos centrais, existe outro fator que poderá criar inflação de uma forma mais direta: a inflação é um fenómeno monetário e, como registámos no segundo gráfico, a massa monetária cresceu com força recentemente. Dois argumentos atenuam esta preocupação. Por um lado, a expansão monetária teve a intenção de atenuar o golpe da COVID-19 e os bancos centrais possuem as ferramentas para a retirar quando isso for necessário. Pelo outro, a relação entre os agregados monetários e

Oferta monetária: agregado M2



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE e da Reserva Federal dos EUA.

anos, a uma certa desglobalização⁹. Por outro lado, temos as dinâmicas demográficas¹⁰. Nas últimas décadas, a população mundial em idade ativa tornou-se relativamente abundante em relação ao resto. Esta relativa abundância, que terá contribuído para a menor sensibilidade da inflação à atividade no passado, parece que se inverterá no futuro com o envelhecimento das populações¹¹. Este envelhecimento já acontece há alguns anos nas economias avançadas embora sem exercer pressões inflacionistas. A chave é que a inflação se tem tornado num fenómeno mais global e, a partir dos próximos anos, espera-se que a reversão demográfica também ocorra nas grandes economias emergentes.

A inflação vai chegar?

A grande intensidade da crise da COVID-19 é propensa a manter uma sobrecarga de 'fragilidade cíclica' sobre a inflação, não apenas por uma recuperação que poderá demorar a ser completa, mas também porque a profundidade da crise poderá deixar sequelas «psicológicas» de outro tipo que afetem o crescimento da atividade, dos salários e da inflação. No entanto, o mundo mudou com a COVID-19 e existem forças que poderão estimular pressões de subida de preços. A política monetária tem, sem dúvida, os instrumentos para estancar a inflação, mas, num ambiente extremamente incerto, os bancos centrais poderão deparar-se com situações complexas de gerir para encontrarem um equilíbrio entre assegurar esse estancamento e evitar ajustamentos bruscos das condições financeiras.

a inflação é aplicada a médio e longo prazo mas é frágil a curto prazo⁵. De facto, a forte expansão monetária na Grande Recessão não resultou em aumentos da inflação⁶, no entanto, temos que interpretar esta última experiência histórica com prudência. A perda de tração do multiplicador monetário⁷ na Grande Recessão pode ser explicada pela crise financeira que a precedeu⁸. Por outro lado, o multiplicador poderá agora mostrar-se mais reativo, pois a crise atual não tem uma origem nem financeira nem económica tendo sido, além disso, a transmissão dos estímulos muito maior graças a uma ação convincente por parte das políticas monetária e fiscal. Por exemplo, nos EUA a política fiscal colocou dinheiro diretamente no bolso dos consumidores.

Somado a estas sequelas da COVID-19, poderá ocorrer no futuro uma reversão de dois obstáculos deflacionistas. Por um lado, a pandemia provocou um colapso do comércio mundial e, ao congelar as cadeias de fornecimento global, colocou em evidência alguns custos da fragmentação e da deslocalização dos processos produtivos. Isto poderá levar a cadeias de valor mais curtas e, aliado aos impulsos protecionistas dos últimos

Taxa de dependência no mundo *



Nota: * Rácio entre a população em idade não ativa (dos 0 aos 14 anos e maiores de 64 anos) e a população em idade ativa (dos 15 aos 64 anos).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados e previsões das Nações Unidas.

5. Ver o artigo «Breve história da inflação como fenómeno monetário» no Dossier da IM05/2016.

6. Não criaram fortes pressões no cabaz de consumo do IPC, mas na última década houve um forte crescimento de preços entre ativos financeiros e imobiliários.

7. Ou seja, a ausência de pressões inflacionistas apesar de uma forte expansão monetária.

8. O maior aperto da regulação financeira poderá também ter contribuído para fragilizar o multiplicador monetário, tal como argumenta Gersbach, H. (2021). «Another disinflationary force vanishes: The tightening of bank equity capital regulation». VOX EU.

9. Ver o artigo «Como a COVID-19 mudará a nossa forma de produzir» no Dossier da IM05/2020.

10. Ver Goodhart, C. e Pradhan, M. (2020). «The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival». Palgrave Macmillan.

11. Um prolongamento das vidas ativas diminuiria esta força demográfica.

A sombra do domínio fiscal

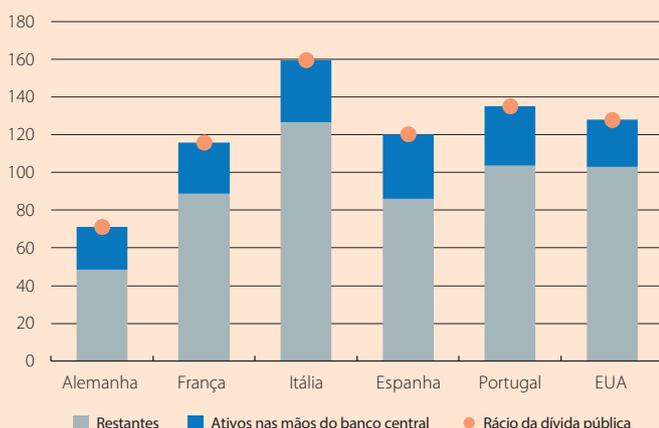
Perante uma crise económica tão severa como a crise da COVID-19, era necessário e inevitável que todas as esferas da política económica atuassem de uma forma coordenada e convincente¹. No entanto, a pressão sobre as ferramentas de apoio e de estímulo não terminará com o fim da COVID-19. Como veremos a seguir, quando a pandemia for ultrapassada, a própria necessidade de atuar convincentemente a partir das áreas monetária e fiscal deixará sequelas que, dependendo de como forem geridas, poderão condicionar no futuro o bom funcionamento da política económica.

Perante quedas inusuais da atividade, a política fiscal respondeu com medidas de despesa direta e de liquidez para além dos estabilizadores automáticos, a fim de proteger a procura e o tecido produtivo das nossas economias, medidas essas que inevitavelmente trouxeram consigo um aumento da dívida pública (ver o primeiro gráfico)². Por sua vez, a política monetária fez ancorar um ambiente de baixas taxas de juro e iniciou um forte programa de compras de dívida com o qual, indiretamente, deu cobertura a esta expansão fiscal e acalmou receios sobre a sustentabilidade da dívida.

Esta resposta atenuou com sucesso o golpe sobre a saúde financeira das famílias e das empresas, mas deixará uma herança na forma de uma elevada dívida pública. Além disso, como resultado da compra de ativos empreendida pela política monetária, a COVID-19 tornou os bancos centrais num dos principais detentores de títulos de dívida pública (ver o segundo gráfico). Como é natural, por enquanto a política económica continua muito centrada em manter os estímulos para facilitar a reativação da atividade, mas o aumento da dívida pública nas mãos dos bancos centrais acarreta riscos a médio e longo prazo. Assim o ilustra o facto de já existirem algumas vozes que propõem que o BCE cancele a dívida pública que detém no seu balanço³.

Rácios da dívida pública em 2020

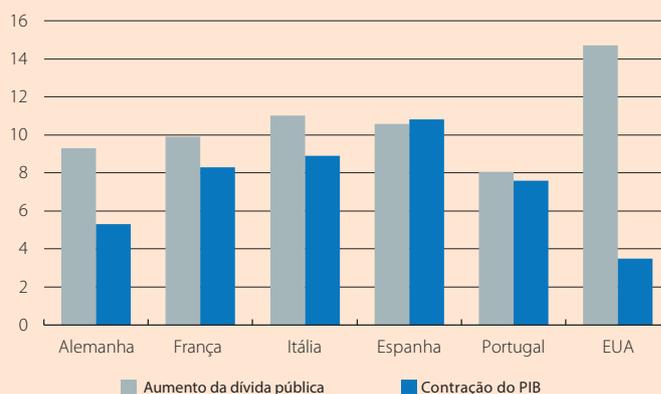
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias e dos dados e previsões da Comissão Europeia, do Eurostat, do BCE e da FRED.

Aumento da dívida pública e contração do PIB em 2020

(p. p. do PIB de 2019)



Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias e dos dados e previsões da Comissão Europeia, do Eurostat e da FRED.

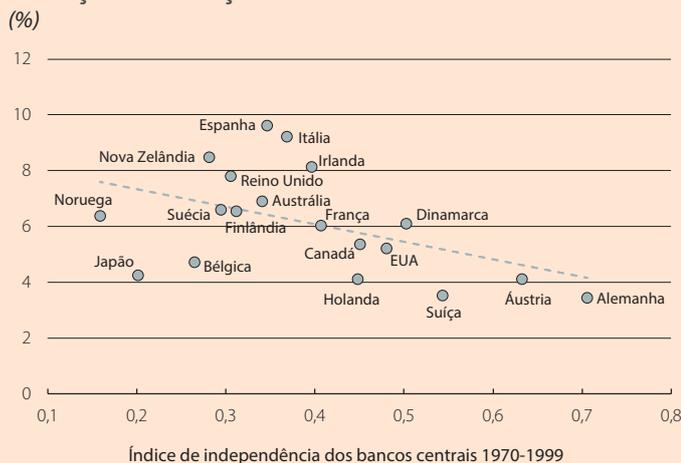
Um dos grandes riscos recai sobre a independência dos bancos centrais. É o denominado risco da dominância fiscal, ou seja, o risco de que a situação fiscal das economias pressione para que o banco central se desvie dos seus objetivos, o que colocaria em perigo a estabilidade de preços.

Ao influenciar as taxas de juro e assim o custo da dívida e os défices públicos, qualquer ação da política monetária tem consequências fiscais e estas acentuam-se atualmente com contas públicas sob pressão e com os bancos centrais como grandes detentores de dívida. Assim, a dívida herdada da COVID-19 deixa-nos numa situação na qual poderá ser mais tentador exercer pressões políticas para que o banco central tolere uma maior inflação (o que reduziria o valor nominal da dívida) ou exerça repressão financeira (ou seja, que mantenha os custos de financiamento artificialmente baixos para facilitar a que os governos financiem a sua dívida).

1. Analisamos a importância da resposta ser coordenada em todos os níveis, no artigo «Políticas económicas face à COVID-19: serão superados os limites do impossível?» do Dossier na IM05/2020.

2. A dívida ajuda a atenuar o impacto da queda nas receitas das famílias e das empresas: endividar-se consiste em cortar esta queda excepcional em partes mais pequenas e distribuí-las ao longo do tempo. Além disso, é o setor público quem tem a capacidade de mobilizar mais recursos, a menor custo e com dívida com um vencimento de prazo mais longo.

3. Piketty, T. et al. (2021). *Anular a dívida pública mantida pelo BCE para que o nosso destino volte a estar nas nossas mãos*. Artigo de opinião publicado no jornal *El País*.

Variação da inflação 1970-1999**Variação da inflação 2000-2012**

Nota: A variação da inflação é calculada com um desvio padrão móvel com uma janela de cinco anos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Garriga (2016).

Esta possível fonte de conflitos entre as autoridades fiscal e monetária evidencia a importância de termos um sistema institucional forte. Ou seja, é fundamental termos instituições robustas que permitam que a política fiscal e a monetária trabalhem lado a lado quando o cenário o exigir (se não tivesse sido assim, agora mesmo certamente que nos encontraríamos com uma economia muito mais deteriorada pela pandemia), mas que, ao mesmo tempo, permita que os caminhos destas duas políticas se distanciem quando chegar o momento.

Por outras palavras, a coordenação entre políticas fiscais e monetárias deverá ser o resultado de ambas exercerem, de uma forma independente, os seus mandatos. Este é um princípio fundamental para o bom funcionamento das economias, mas não o podemos considerar garantido. Poder-se-á ver facilmente comprometido pelo simples facto, já mencionado, de que qualquer ação monetária possui consequências fiscais. As hiperinflações europeias do século XX e as experiências mais recentes, como a da Venezuela, não deixam lugar a dúvidas: quando as instituições são frágeis e a política fiscal força o banco central a transformar em dinheiro os défices públicos de uma forma recorrente, isto acaba por conduzir a um grande aumento da inflação e costuma terminar com um colapso da economia, não sendo necessário voltar a casos tão extremos para salientar a importância de instituições robustas e de uma política monetária independente. Como mostra o último gráfico e como demonstramos de forma exaustiva noutro artigo deste mesmo Dossier⁴, nos últimos 50 anos a maior qualidade institucional dos bancos centrais resultou num melhor desempenho económico.

4. Ver «A independência dos bancos centrais: da teoria à prática».

A independência dos bancos centrais: da teoria à prática

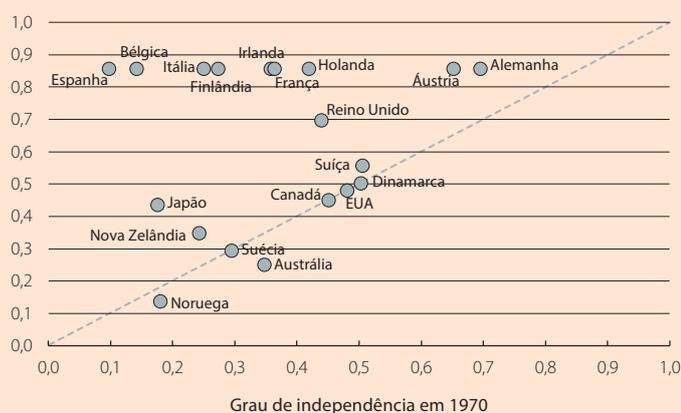
A independência dos bancos centrais parece incontestável, mais ainda nestes tempos de pandemia nos quais aumentaram as suas políticas não convencionais e deram cobertura às elevadas necessidades de financiamento dos estados. Neste artigo exploraremos teórica e empiricamente a importância dos bancos centrais em conservarem a sua independência.

A teoria: o que entendemos por independência e porque é tão importante?

A independência dos bancos centrais é um conceito mais complexo do que parece. De facto, ela abrange três dimensões: i) a independência dos seus membros, que não é nada mais nada menos que os limites impostos aos políticos para não influenciarem na composição do Conselho Diretivo do banco central nem nas suas decisões; ii) a independência financeira, ou seja, a autonomia dos bancos centrais para poderem gerir as suas operações e não ficarem cativos de decisões dos governos, e, finalmente, iii) a independência nas políticas, ou os poderes do banco central para formular e executar a sua política monetária, para o que precisa de não se ver obrigado, entre outras coisas, a financiar as despesas do Governo e poder fixar os seus objetivos ou instrumentos (por exemplo, o BCE fixa as metas na Zona Euro, enquanto no Reino Unido é o Parlamento que os fixa, sendo que nos dois casos existe autonomia na utilização dos instrumentos). Em função destas três dimensões, podemos dar uma visão de conjunto se um banco central é mais ou menos independente.

Evolução da independência dos bancos centrais

Grau de independência em 1999

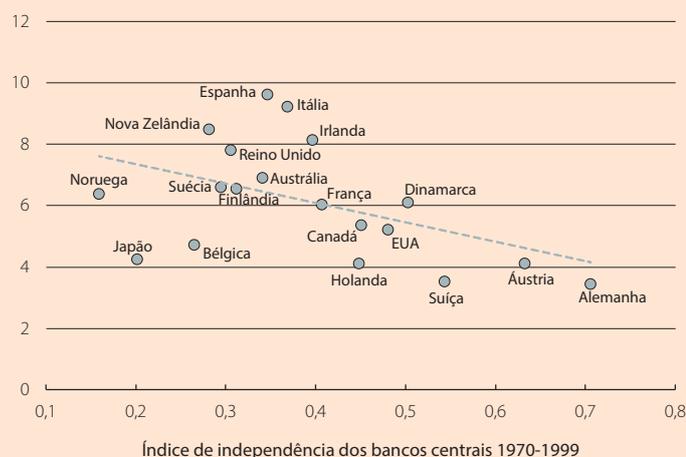


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do índice elaborado por Garriga (2016).

Para aproximar quantitativamente o grau de independência dos bancos centrais, foi criado um índice agregado que se alimenta das três dimensões a partir de uma análise das leis, decretos e constituições que as regras de funcionamento destas instituições estabelecem no mundo inteiro¹. O índice aumentou, de uma forma importante, nas economias avançadas entre 1970 e finais dos anos noventa quando o regime de independência já se tinha consolidado. Embora após a Grande Recessão o índice não tenha recuado, indicadores mais qualitativos mostram um aumento considerável das interferências políticas em 2010-2018², uma sombra que continua a pairar no complicado contexto das finanças públicas resultante da COVID-19.

Inflação 1970-1999

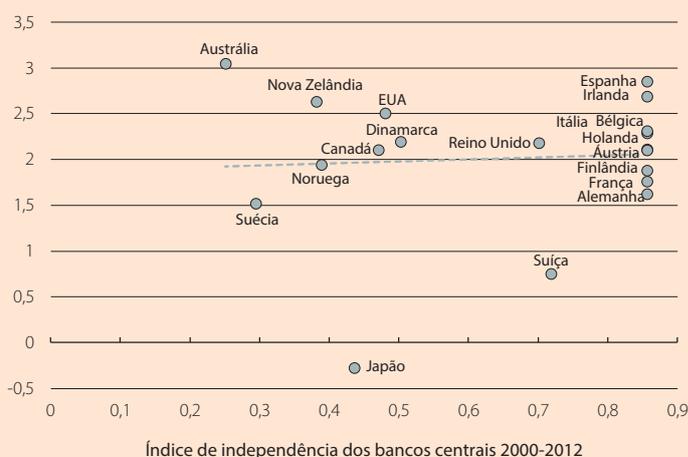
(%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Garriga (2016).

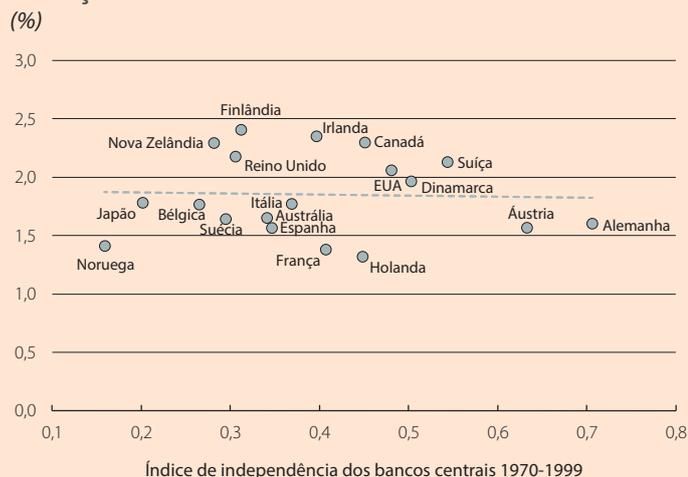
Inflação 2000-2012

(%)



1. Ver Garriga, A. C. (2016). «Central bank independence in the world: A new data set». *International Interactions*, 42 (5), 849-868.

2. Ver Vonessen, B. et al. (2020). «The case for central bank independence: a review of key issues in the international debate». *ECB Occasional Paper* (2020248).

Variação do crescimento do PIB 1970-1999**Variação do crescimento do PIB 2000-2012**

Nota: A variabilidade do crescimento do PIB é calculada com um desvio padrão móvel com uma janela de cinco anos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Garriga (2016).

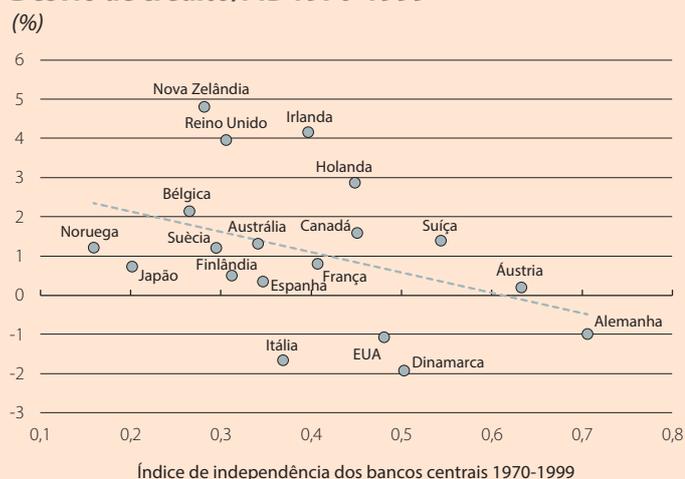
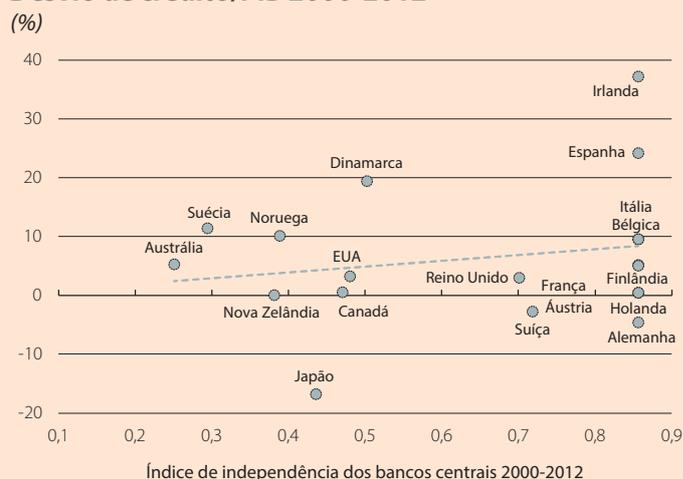
Este processo de fortalecimento da independência surgiu devido à preocupação originada pela elevada inflação entre finais dos anos sessenta até aos anos oitenta e pelo consenso sobre o facto de que qualquer banco central independente com um objetivo muito bem delimitado – a estabilidade de preços – poderá reduzir os níveis de inflação sem o fazer à custa da desestabilização do PIB. Na Zona Euro, a criação do BCE em 1998 para liderar uma política monetária comum permitiu completar a convergência para um modelo de independência como o alemão (o Bundesbank foi uma das poucas exceções que mostrava já um grau elevado de independência no pós-guerra, em boa parte porque a terrível lembrança do episódio de hiperinflação dos anos vinte estava ainda bem presente na memória do povo alemão).

Um dos principais argumentos para a independência dos bancos centrais é de inconsistência temporal: um banco central de curto prazo que, por exemplo, decide de acordo com um horizonte eleitoral, tem incentivos para levar a cabo uma política de expansão com o objetivo de estimular o crescimento a curto prazo, embora isso pressuponha a perda de credibilidade e uma revisão em alta das expectativas de inflação a médio e longo prazo. Por esta razão é vital ampliar o horizonte de decisão dos bancos centrais e, em particular, diferenciá-los dos horizontes eleitorais que ditam em grande medida as decisões dos governos. Para que qualquer banco central possa manter contidas e estáveis as expectativas de inflação, ele deverá ser credível, estando essa credibilidade ligada muito estreitamente ao seu horizonte de decisão. Por isso, frequentemente, as nomeações nos bancos centrais possuem horizontes temporários longos – oito anos na Comissão Executiva do BCE – e estão desvinculados do ciclo político. A credibilidade também se atinge através de nomeações de pessoas que se destaquem pelos seus conhecimentos técnicos sobre política monetária. É também importante que esses gestores formem uma «comunidade epistémica», ou seja, um grupo de pessoas que partilhem uma mesma linguagem e uma maneira semelhante de ver o mundo, tendo em vista fortalecerem a credibilidade e consistência das suas decisões.

A prática: são observados os benefícios da independência dos bancos centrais?

A teoria é clara, mas os dados sustentam os benefícios dessa independência? Utilizando o mencionado índice de independência dos bancos centrais, exploramos se, efetivamente, o fortalecimento da independência do banco central permite reduzir os níveis de inflação sem gerar volatilidade no crescimento do PIB. Efetuamos este exercício em dois períodos muito diferentes: 1970-1999, período em que ocorreu a transição de alguns bancos centrais pouco independentes para muito independentes e 2000-2012 (último dado disponível do índice), quando o novo regime estava já plenamente consolidado.

Os resultados mostram que entre 1970-1999 as economias avançadas com bancos centrais mais independentes conseguiram conter melhor a inflação. A dimensão é elevada: segundo o modelo estatístico – que controla por outras variáveis macroeconómicas relevantes –, se a Itália (país com uma independência baixa, de 0,37 em 1) tivesse conseguido aumentar a independência do seu banco central para os níveis da Alemanha (a quinta-essência da independência neste período, com um índice de 0,71 em 1), teria podido reduzir o seu nível médio de inflação em mais de 1,5 p.p. Estes resultados asseguram empiricamente a importância da preservação da independência dos bancos centrais, embora tenhamos que ser cautelosos ao interpretarmos esta relação, dado que ela não tem em conta outros fenómenos paralelos – como a globalização ou as alterações tecnológicas – que também contribuíram para que a inflação descesse.

Desvio de crédito/PIB 1970-1999**Desvio de crédito/PIB 2000-2012**

Nota: O desvio de crédito/PIB é o desvio do rácio da dívida privada não financeira e do PIB relativamente à sua evolução tendencial.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Pagamentos Internacionais e de Garriga (2016).

No terceiro gráfico é possível observar a falta de relação estatística entre a variabilidade do crescimento do PIB e a independência do banco central, o que é tranquilizador ao sugerir que a independência do banco central ajudou a conter a inflação sem aumentar a volatilidade do PIB.

Finalmente, um aspeto menos estudado é o impacto que a independência do banco central poderá ter nas variáveis macrofinanceiras. Com vista a esclarecer um pouco mais, estudamos a relação entre o desvio do crédito – o desvio do crédito privado não financeiro relativamente à sua tendência – e o índice de independência no período de 1970-1999. Os resultados mostram uma relação estatisticamente significativa e na direção desejada. Uma maior independência do banco central permitiu reduzir desvios positivos de crédito – desvios excessivos do crédito acima da sua tendência –. Logicamente, as vantagens de existir um banco central independente também podem ser extrapoladas para os organismos que regulam e supervisionam a estabilidade financeira. Um estudo recente mostra que as economias que nos últimos 20 anos aumentaram a independência nestes organismos reduziram a taxa de empréstimos em incumprimento sem diminuírem a eficiência do seu sistema financeiro³.

Definitivamente, a nossa pequena incursão empírica sugere que as bondades da independência dos bancos centrais não são apenas uma quimera teórica. No quadro atual da COVID-19, os bancos centrais aumentaram o seu protagonismo para oferecerem um apoio imprescindível, mantendo baixas as taxas de juro e assegurando a liquidez. Neste contexto especialmente delicado, torna-se assim imprescindível que os gestores da política monetária preservem a sua independência e a sua autonomia de ação – algo não incompatível com a prestação de contas – para continuarem a tomar decisões tendo em vista o futuro e que a necessária coordenação entre política fiscal e monetária seja o resultado de decisões livres e independentes.

3. Ver Fraccaroli, N., Sowerbutts, R. e Whitworth, A. (2020). «Does regulatory and supervisory independence affect financial stability?» Documento de Trabalho 893 do Banco da Inglaterra.

Bancos centrais e moedas digitais: um enorme desafio e não isento de dificuldades

Quando pensamos nos principais desafios dos bancos centrais a médio prazo, não temos outra alternativa que não seja falarmos de moedas digitais e mais especificamente da possibilidade dos bancos centrais emitirem uma moeda digital própria (as denominadas MDBC). Em que fase nos encontramos atualmente? Serão as MDBC uma opção que abre caminho e, em caso afirmativo, como deverão ser desenhadas?

Estas perguntas são atualmente muito pertinentes. É que muita coisa aconteceu desde os nossos últimos artigos da *Informação Mensal* dedicados a este assunto¹. Neste ano e meio ocorreram dois factos muito relevantes para o assunto que nos ocupa.

Primeiro, os bancos centrais assimilaram que as criptomoedas privadas como a libra podem ser uma realidade e que, se o seu uso se estender amplamente, afetariam a capacidade do banco central de influenciar a oferta monetária e as taxas de juro². Segundo, a pandemia pode ter acelerado a tendência de utilizar menos numerário. Não é por acaso que, de acordo com um estudo recente do BCE, 41% dos inquiridos afirmam ter utilizado menos numerário durante a pandemia e que a vasta maioria deles esperam continuar a fazer pagamentos cada vez menos em dinheiro uma vez superada a pandemia³. Um terceiro fator a considerar é que se deste cenário emergir um impulso importante das MDBC noutras jurisdições, muitos bancos centrais planearão emitir também a sua própria MDBC para que a sua moeda não perca terreno.

Os bancos centrais aceleram a evidência

A mensagem deste artigo é clara: neste contexto tão alterável, os bancos centrais deram um importante passo em frente no último ano e meio e contemplam atualmente seriamente a possibilidade de emitirem, no futuro, uma moeda digital.

Alguns números são ilustrativos da mudança. Segundo um estudo do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS - Bank for International Settlements)⁴, em 2020 60% dos bancos centrais estavam a fazer experiências com moedas digitais (42% em 2019) e 14% já estavam a desenvolver moedas-piloto (a meta-de em 2019).

Por outro lado, fizemos um exercício de análise textual da tendência dos discursos sobre moedas digitais do BCE e dos principais bancos centrais da Zona Euro entre 2017 e 2020. Verificamos que ocorreu uma melhoria significativa da tendência ao longo destes anos (ver o primeiro gráfico).

Esta alteração nas perceções dos bancos centrais é muito significativa, se bem que convém esclarecer que isto não significa que os principais bancos centrais irão emitir moedas digitais a curto prazo. De facto, 60% dos bancos centrais veem como improvável emitir MDBC a curto e médio prazo.

Desafios aquando da conceção de uma MDBC e cenários mais prováveis

Atualmente, o BCE e a restante maioria dos bancos centrais das economias avançadas estão a analisar, de forma muito rigorosa, os prós e contras das MDBC e como concebê-las de uma forma ótima.

Os dois principais motivos defendidos pelos bancos centrais dos países avançados para emitirem eventualmente MDBC são o reforço do sistema de pagamentos com novos instrumentos ágeis e digitais e compensarem a menor utilização do dinheiro com um novo tipo de moeda livre de risco emitida pelos bancos centrais que seja fácil de usar – e que seja uma alternativa ao dinheiro se ocorrerem disrupções nas infraestruturas de pagamentos digitais existentes –. Neste sentido, para que esta seja uma alterna-

Zona Euro: tendência dos discursos dos bancos centrais sobre moedas digitais



Notas: * São analisados 28 discursos de moedas digitais neste período do BCE e dos principais bancos centrais europeus. O índice mede a percentagem de palavras positivas sobre o total de palavras positivas e negativas (é padronizado subtraindo a média e dividindo pelo desvio padrão) a partir de uma análise textual.

Fonte: BPI Research.

1. Ver os artigos do Dossier na IM10/2019.

2. Ver o argumento em detalhe o artigo «A política e-monetária da nova economia digital» no Dossier da IM10/2019.

3. Ver BCE (2020). «Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)». Dezembro.

4. Ver Boar, C. e Wehrli, A. (2021). «Ready, steady, go? Results of the third BIS survey on central bank digital currency». BIS Papers n.º 114.

tiva atrativa ao dinheiro, deverá ser fácil de utilizar pela maioria da população, por exemplo com porta-moedas digitais, e cobrir um amplo espectro de utilizações relevantes. Por outro lado, predominam motivos de inclusão financeira nas economias emergentes. Um caso paradigmático é a moeda digital emitida nas Bahamas para facilitar a inclusão financeira de um país de 390.000 habitantes espalhados por 30 ilhas, muitas delas remotas.

Falando de emergentes, a China merece uma menção de destaque neste artigo, pois é um dos países com uma moeda-piloto mais avançada. Em 2020 começou a experimentar a utilização de uma moeda digital de uso generalista em quatro cidades, entre elas a dinâmica Shenzhen, sendo de esperar que o teste chegue a Pequim em 2021. Embora ainda não exista uma data específica para uma emissão definitiva à escala nacional, as autoridades monetárias chinesas mostraram-se favoráveis à MDDB. Se esta situação se acabar por materializar, terá implicações de longo curso sobre a utilização do dinheiro numa sociedade muito digitalizada e sobre a diversificação do sistema de pagamentos com telemóveis, atualmente dominado por duas empresas – a Alipay e a WeChat Pay – que abrangem 94% deste mercado.

A nível europeu, o BCE emitiu em outubro do ano passado um relatório detalhado⁵ que lança algumas pistas sobre que tipo de MDDB consideraria desejável. Especificamente, tratar-se-ia de uma moeda digital alternativa ao dinheiro, mas que não pretende anulá-lo por completo. O banco central seria o emissor e esta moeda encontrar-se-ia no seu balanço, mas um conjunto de instituições privadas encarregar-se-ia da interação com o cliente e da inovação (o candidato natural seriam os bancos comerciais). Após ter realizado um processo público de consultas para solicitar opiniões sobre um possível «euro digital», espera-se que ao longo de 2021 o BCE decida oficialmente se começa a dar passos formais para a emissão do euro digital⁶.

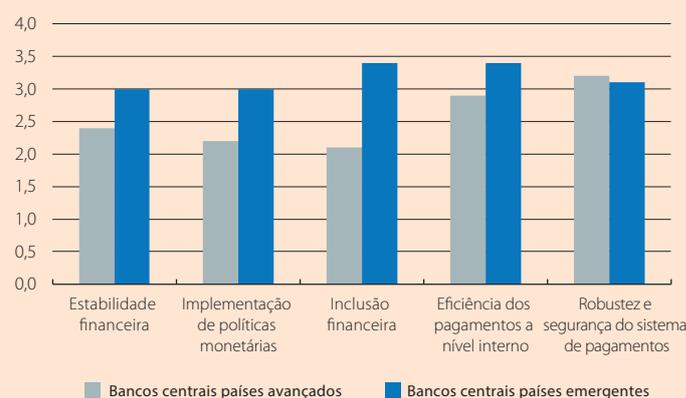
O principal risco a ter em conta é o impacto que as MDDB possam ter sobre o custo do crédito e sobre a estabilidade financeira se forem entendidas como substitutivas não apenas do dinheiro mas também dos depósitos. Se fosse este o caso, a descida do volume de depósitos tenderia a encarecer o crédito e em tempos de incerteza poderiam também ocorrer fugas de depósitos para as MDDB, o que poderia dar lugar a episódios de instabilidade financeira. O BCE está consciente dos riscos e algumas ideias que sugeriu para os atenuar são: limitar os saldos que se podem ter em euros digitais⁷, oferecer uma remuneração escalonada que seja menos atraente a partir de um certo limite para desincentivar que se transforme numa ferramenta de investimento ou limitar também o montante dos pagamentos que podem ser feitos com as MDDB, por transação ou num determinado período. Contudo, não existem receitas definitivas para abordar estes riscos.

Finalmente, sobre o anonimato, parece que o BCE e os restantes bancos centrais avançados defenderiam oferecer um certo grau de privacidade que permitisse à moeda digital ser, em certa medida, equiparável ao dinheiro, embora com limites dos valores para cumprir o quadro normativo de prevenção do branqueamento de capitais e de financiamento ao terrorismo e evitar fluxos excessivos de capital.

Um último desafio não menor das MDDB é a possibilidade de implicarem problemas de coordenação e imporem externalidades noutras economias, especialmente se uma destas moedas se tornar predominante a nível global. Apesar do formidável desafio que isto representa, é bastante estimulante comprovar que, sob a proteção do BIS, os principais bancos centrais das economias avançadas estão comprometidos a que exista uma arquitetura coordenada de pagamentos digitais na qual estas moedas sejam concebidas principalmente para uso interno. Logicamente, esta última situação deveria ser conseguida sem ser prejudicial ao facto das MDDB poderem ser usadas para pagamentos internacionais e daí a importância de garantir a interoperacionalidade das várias moedas digitais, uma interoperacionalidade que hoje em dia já existe dentro da Zona Euro, mas não entre os sistemas de pagamentos das várias zonas monetárias.

Motivações para emitir moedas digitais

Índice



Nota: O índice toma valores discretos entre 1 («não muito importante»), 2 («algo importante»), 3 («importante») e 4 («muito importante»).

Fonte: Inquérito do BIS analisado em Boar, C. e Wehrli, A. (2021). «Ready, steady, go? - Results of the third BIS survey on central bank digital currency». BIS Papers, n.º 14.

5. Ver BCE (2020). «Report on a digital euro», outubro.

6. Fabio Panetta, do Conselho de Governo, declarou em fevereiro que o projeto demoraria cerca de quatro ou cinco anos a estar pronto.

7. Fabio Panetta, membro do BCE, sugeriu fixar o limite em 3.000 euros. Se todos os cidadãos da Zona Euro esgotassem essa quantidade, estaríamos a falar de uma quantidade muito elevada: 1 bilião de euros, praticamente a totalidade do PIB espanhol.