

Data: 16.11.2020

Título: BCE coloca em risco a sua independência?

Pub:

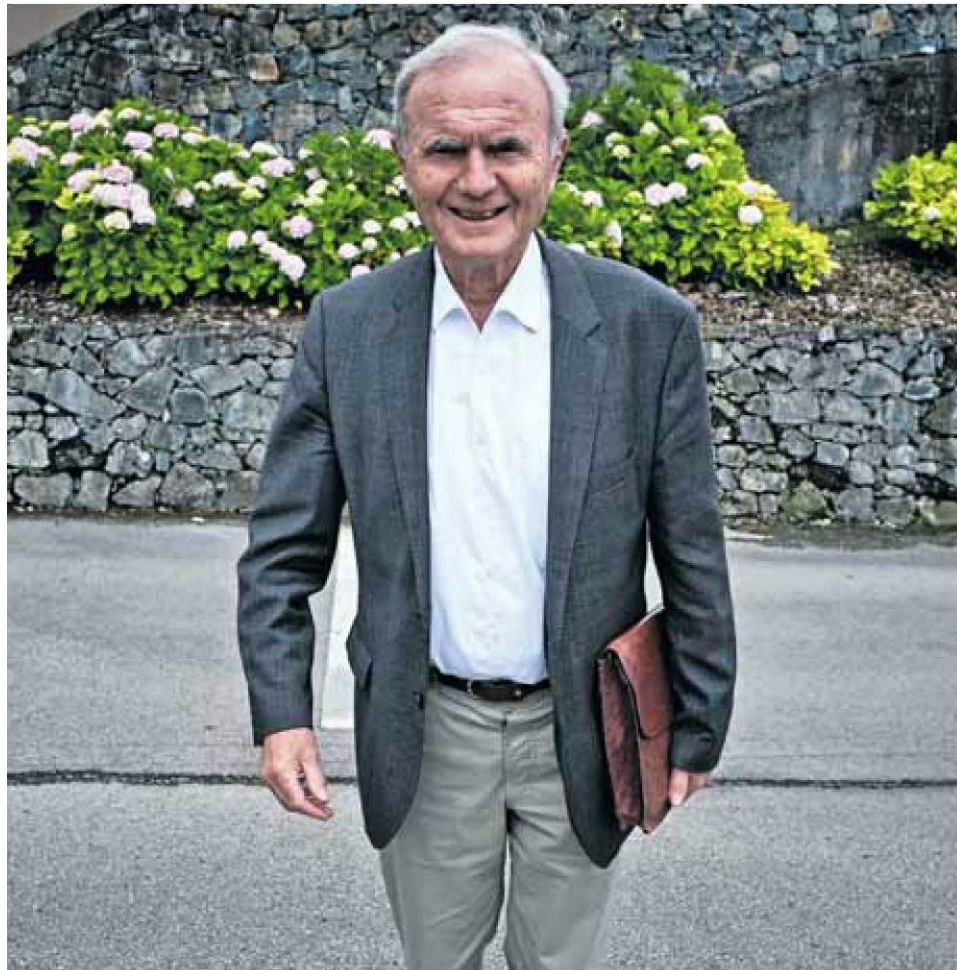


Tipo: Jornal Nacional Diário

Secção: Nacional

Pág: 9

BCE coloca em risco a sua independência?



Área: 651cm² / 68%

FOTO Titagem: 72.253

Cores: 4 Cores

ID: 6991812



Ricardo Cabral

Otmar Issing, o primeiro economista chefe do BCE, considerado por muitos, nomeadamente por Paul de Grauwe, como o pai do euro, i. e., um dos principais arquitectos da moeda única, publicou a 3 de Novembro um artigo, no *Project Syndicate*, onde critica a Teoria Monetária Moderna (TMM) e a perspectiva de que os problemas actuais, nomeadamente o desemprego e a recessão económica causados pela pandemia covid-19, podem ser resolvidos pela impressão de mais moeda e pela monetização da dívida pública. Nesse artigo, Issing considera que o mito da TMM representa uma ameaça à independência dos bancos centrais e que a tese subjacente à TMM é banal.

Numa crítica implícita à política seguida pelo BCE durante os mandatos de Draghi e agora de Lagarde, Issing defende que os bancos centrais da actualidade, ao implementar a TMM com os seus programas de expansão quantitativa, estão a colocar em risco a sua independência face ao poder político porque: por um lado, arriscam-se a perder o controlo da taxa de inflação; e, por outro lado, o poder político dificilmente irá prescindir da possibilidade de monetizar dívida pública no futuro. Issing considera inclusive que o poder político já se terá, na prática, apoderado do poder de criação de moeda dos bancos centrais.

Otmar Issing argumenta que estudos demonstram que o controlo da taxa de inflação foi, no passado, tão mais eficaz quanto mais independentes eram os bancos centrais e que foi isso que levou um número crescente de países desenvolvidos a reforçar a independência dos seus bancos centrais nos anos 90.

O primeiro economista chefe do BCE defende assim posições que fazem parte da ortodoxia (ou consenso) entre o início dos anos 90 e até finais da primeira década de 2000.

Issing conta só parte da história

A perspectiva de Issing está associada a um período relativamente recente e curto da história económica. Um período que é uma excepção em termos históricos.

Para já, não é claro, apesar dos numerosos

estudos empíricos nesse sentido, que a queda das taxas de inflação no mundo desenvolvido seja exclusivamente o resultado do reforço da independência dos bancos centrais. Afigura-se que o papel mais determinante terá sido de outros factores, nomeadamente da globalização das cadeias de produção (com especial destaque para a crescente participação nas mesmas da China e outros países do Sudeste asiático) que representou um enorme choque favorável na oferta e pressionou em baixa os salários e preços do mundo desenvolvido.

Areia na engrenagem da dívida pública

Afigura-se ainda que a independência dos bancos centrais é uma inovação que pode ser comparada a introduzir areia na engrenagem da convertibilidade entre dívida pública e moeda. Uma das principais funções históricas dos bancos centrais era, na qualidade de agências orçamentais públicas, ajudar o soberano a financiar a sua dívida. Os bancos centrais independentes, pelo contrário, vieram (e visaram) dificultar a convertibilidade entre dívida pública e moeda.

É certo, quando a moeda pública estava no padrão ouro, os Estados podiam enfrentar dificuldades em financiar-se.

Mas, a partir do momento em que a moeda passa a não ser convertível em ouro ou noutras moedas, os Estados soberanos ganharam o controlo pleno da convertibilidade entre dívida pública e a respectiva moeda, desde que a dívida pública seja denominada em moeda nacional.

Ou seja, antes dos bancos centrais independentes, os Estados eram sempre capazes de assegurar a convertibilidade da dívida pública em moeda pública e, por conseguinte, nunca poderiam ser obrigados a entrar em incumprimento.

A política monetária tradicional

E, tradicionalmente, desde que essas operações foram descobertas por acidente pela Reserva Federal no início dos anos 20, um dos principais instrumentos de implementação da política monetária eram operações de mercado aberto em que o banco central adquire ou vende dívida pública. Ou seja, a política monetária consistia em alterações à composição dos passivos públicos, de forma a controlar a taxa de juro de curto prazo para efeitos de política económica doméstica, como aliás sugerido por Keynes em numerosas instâncias desde o início da sua carreira como economista.

Precisamente, um dos contributos de Keynes foi argumentar que a política monetária ganharia liberdade e preponderância como política económica se,



ao invés de estar restrita a assegurar a taxa de câmbio da moeda para o ouro (como estava no regime padrão ouro, por exemplo), visasse



Otmar Issing, um dos principais arquitectos do euro, defende posições que fazem parte da ortodoxia entre o início dos anos 90 e até finais da primeira década de 2000

o controlo da taxa de juro de forma a sustentar a procura agregada doméstica (sendo, para este efeito, também necessários controlos aos movimentos de capitais).

Note-se que, se a dívida pública (denominada na própria moeda) é sempre convertível em moeda, e se a taxa de juro é perfeitamente controlável pelo banco central, então, a dívida pública é sempre sustentável.

O contributo dos bancos centrais independentes

Se se interpretar a independência dos bancos centrais como um obstáculo institucional à convertibilidade entre dívida pública e moeda, decorrem:

1. *Ceteris paribus* (tudo o mais constante), as taxas de juro das dívidas públicas serão mais altas do que seriam sem bancos centrais independentes, porque os Estados passam a estar obrigados a financiar-se, em primeira linha, junto de intermediários financeiros que se cobram de uma margem de intermediação financeira e porque o Banco Central deixa de poder controlar perfeitamente / definir a taxa de juro a que os Estados se financiam;

2. Decorre do ponto anterior que, *ceteris paribus*, a sustentabilidade da dívida pública se degrada;

3. Os pontos 1 e 2 só não seriam correctos se não se verificar a hipótese *ceteris paribus*, i.e., se, em virtude de um banco central independente e da sua credibilidade: o comportamento dos governos se altere de tal forma, que a dívida pública ou a taxa de juro fossem substancialmente inferiores ao que seriam num cenário em que o banco central não é independente; ou resulte uma tendência de crescimento económico superior à que seria alcançada se o banco central não fosse independente, o que se afigura pouco plausível, uma vez que, nesse caso, seria expectável uma política orçamental mais expansionista e um maior nível de produção e emprego.

De volta aos nossos dias...

No presente, não obstante anos de expansão quantitativa pelo BCE, Portugal e a zona euro confrontam-se com taxas de inflação ligeiramente negativas (i.e., com deflação). É difícil, por conseguinte, acreditar na tese de Otmar Issing segundo a qual essa política monetária não convencional do BCE é irresponsável porque resultará inevitavelmente num aumento das taxas de inflação.

Ao contrário do argumentado por Issing, o problema parece ser que, não obstante as taxas de juro extraordinariamente baixas promovidas pelo Banco Central Europeu, vários Estados-membros estão renitentes em endividar-se através da adopção de políticas orçamentais mais expansionistas, provavelmente ou porque receiam que o BCE venha em breve a reverter a sua política monetária, ou porque não acreditam na possibilidade ou já nem sequer têm a noção do que significaria viver com um banco central não independente.

Professor de Economia do ISEG.

Escreve à segunda-feira