

## Aspectos da história monetária portuguesa da segunda metade do século XIX

### I

O estudo do passado monetário tem sido um campo extremamente activo e frutífero nos últimos anos. Uma das razões é a importância central assumida pelos temas monetários na história do pensamento económico. O século XIX, em particular, foi marcado por violentas controvérsias em torno destas questões, como sejam a da opção entre bimetalismo e monometalismo, a da relação entre moeda e preços, ou ainda a da liberdade de emissão de moeda. A segunda razão tem a ver com o facto de o estudo actual dos fenómenos monetários recorrer com frequência à evidência histórica para comprovar as hipóteses em discussão. Sobretudo desde a publicação da obra clássica de Friedman e Schwartz sobre a história monetária dos EUA, em 1963, tem sido enorme o fluxo de produção científica neste domínio, com uma tendência para a aceleração na última década<sup>1</sup>.

Apesar de toda esta actividade, as grandes questões monetárias do passado não só permaneceram na ordem do dia, mas estão longe de estarem resolvidas. A sua perspectiva histórica é, por conseguinte, objecto de um interesse cada vez maior. Como consequência, a história monetária deixou de se concentrar nos dois países até há pouco mais estudados para esse efeito — os EUA e a Inglaterra —, existindo actualmente, por isso, boas séries monetárias, que recuam pelo menos até meados do século passado, para os principais países da Europa, o Canadá, o Brasil e a Austrália. Isto tem permitido fazer novas verificações de ideias antigas e considerar aspectos e dimensões diferentes para os problemas perenes da análise monetária.

Em Portugal a história monetária é um domínio que tem sido relativamente pouco explorado. Para além do fraco desenvolvimento que toda a história económica tem tido entre nós, sem dúvida, contribui para isso também a escassez de elementos estatísticos, sem os quais é evidente que tais estudos dificilmente se podem fazer. Esta situação tem sido, no entanto, contrariada ultimamente pelo surgimento de um número promissor, mas infelizmente ainda

---

\* Instituto de Ciências Sociais da Universidade de Lisboa.

<sup>1</sup> Milton Friedman e Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, Princeton University Press, 1963).

pequeno, de trabalhos sobre esta matéria, em que se salienta, ao lado da análise, a publicação de um significativo acervo de dados quantitativos relevantes<sup>2</sup>. Mercê deste esforço, dispomos hoje em dia de várias séries da oferta monetária e suas componentes, que, no seu conjunto, remontam a 1833. Não obstante as dificuldades de que estão eivadas tais quantificações e as descontinuidades que se registam para alguns períodos, isto já torna possível traçar com alguma segurança os principais aspectos da história monetária portuguesa dos últimos cento e sessenta anos. Mais importante é a oportunidade que assim se cria de, a partir desta base de informação, proceder para Portugal a uma análise muito mais profunda dos problemas que a história e a teoria monetárias têm levantado em relação ao passado de outros países, dando azo a comparações internacionais em que o comportamento da economia portuguesa possa passar a figurar de uma forma interessante e reveladora.

O propósito deste trabalho é abordar nesta óptica a experiência monetária portuguesa da segunda metade do século XIX e até à Primeira Guerra Mundial. Nele se examinam duas questões. A primeira consiste em analisar as determinantes da oferta monetária, aproveitando toda a informação que se adquiriu recentemente neste campo. Este exercício, que será levado a cabo após a apresentação sumária das séries e dos conceitos utilizados, permitirá tecer considerações sobre o papel da política monetária e dar relevo às implicações da mudança de regime monetário ocorrida em 1891. Na segunda e última parte do trabalho faz-se o confronto entre a evolução monetária e a evolução real da economia portuguesa, procurando-se determinar se o efeito da política monetária foi neutro ou se favoreceu ou desfavoreceu o crescimento económico deste período. Isto incluirá uma apreciação sobre o seu impacto relativamente à estabilidade monetária e dos preços. A escolha do período 1854-1912 justifica-se, em primeiro lugar, pelo facto de o século XX ser já bastante melhor conhecido deste ponto de vista e, em segundo lugar, por se dispor para o período anterior a 1854 de informação muito menos fiável em termos quer de agregados monetários, quer dos outros indicadores económicos necessários à análise<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Depois dos dois estudos «clássicos», respectivamente, de António de Oliveira Salazar, *O Ágio do Ouro, Sua Natureza e Suas Causas, 1891-1915* (Coimbra, Imprensa da Universidade, 1915), e de Marcelo Caetano, *A Depreciação da Moeda depois da Guerra* (Coimbra, Coimbra Editora, 1931), a produção das duas últimas décadas resume-se a Jorge Braga de Macedo, *Portfolio Diversification and Currency Inconvertibility: Three Essays in International Monetary Economics* (Lisboa, Universidade Nova de Lisboa, 1982), cap. 3; Nuno Valério, *A Moeda em Portugal, 1914-1949* (Lisboa, Sá da Costa, 1984); Maria Eugénia Mata, *Câmbios e Política Cambial na Economia Portuguesa, 1891-1931* (Lisboa, Sá da Costa, 1987); Fernando Teixeira dos Santos, *Three Essays on Portuguese Monetary Economics* (tese de doutoramento, University of South Carolina, 1985); Jaime Reis, *A Evolução da Oferta Monetária Portuguesa, 1854-1912* (Lisboa, Banco de Portugal, 1990) e *História Monetária Portuguesa*, número especial de *Estudos de Economia*, XII (1), 1991.

<sup>3</sup> Sobre as dúvidas que suscita a série da oferta monetária correspondente aos anos anteriores a 1854 estimada por Rita Sousa in «Money supply in Portugal, 1833-1891», *História Monetária Portuguesa*, número especial de *Estudos de Economia*, XII (1), 1991, pp. 19-32, v. a minha recensão a este volume in *Análise Social*, XXVIII (3), 1993, p. 709.

## II

Portugal conheceu dois regimes monetários durante as décadas em apreço. Em 1854, após um longo período de bimetalismo, foi adoptado o regime do padrão-ouro pela carta de lei de 29 de Julho<sup>4</sup>. A unidade monetária passou a ser definida em termos de um conteúdo fixo de ouro, cujas moedas ficavam a ser as únicas a ter poder liberatório ilimitado. Em segundo lugar, a moeda de ouro que circulava livremente no país tanto poderia ser a cunhada pela Casa da Moeda como a libra esterlina, cujo valor se fixava em 4\$500 réis. As notas emitidas pelos bancos, incluindo as do Banco de Portugal, eram convertíveis sem limite em ouro. O estatuto da prata passava a ser o de moeda subsidiária cuja emissão era reservada exclusivamente ao Estado e ficava sujeita ao controle do parlamento. Tanto a prata como o cobre tinham poder liberatório limitado. Enquanto se mantinha aos particulares o direito de fazerem amoeidar livremente qualquer porção de ouro de toque legal na Casa da Moeda, era finalmente suprimida a proibição de exportar ouro e prata em moeda ou barra consignada no livro v das *Ordenações do Reino*. Ficava instituída, evidentemente, a liberdade correlativa para importar ouro e prata sob qualquer forma.

A crise financeira e bancária de 1891 veio alterar esta situação, ao determinar, na prática, o fim do padrão-ouro em vigor e a sua substituição por um regime assente em papel-moeda inconvertível, o que obrigou, por sua vez, à flexibilidade dos câmbios. Apesar disto, o novo regime monetário, que subsistiu até 1931, manteve algumas importantes feições do seu antecessor. Embora objecto de um forte entesouramento, o ouro continuou formalmente a ter poder liberatório ilimitado. A moeda divisionária de prata e bronze, a que veio juntar-se o níquel, continuou a desempenhar o papel subsidiário que a lei de 1854 lhe tinha conferido. Para reforço dessa função, acrescentaram-se-lhe notas do Banco de Portugal de pequena denominação, cédulas representativas de moeda de bronze e, temporariamente, moedas francesas de prata de 1 franco.

O conceito de moeda adoptado aqui é o que é conhecido na literatura por *M1*. É constituído pelo conjunto de todos os meios de pagamento, quer tenham poder liberatório legal ou não, e inclui, portanto, as notas e a moeda metálica em poder do público, assim como os depósitos à ordem no sistema bancário. Os seus valores são dados pela expressão

$$M1 = H + D - R$$

---

<sup>4</sup> Para os critérios que definem o padrão-ouro clássico, v. A. G. Kenwood e A. L. Loughheed, *The Growth of the International Economy, 1820-1960* (Londres, Allen, and Unwin, 1977), cap. 7. Na prática, nem sempre estas regras foram respeitadas por todos os países [v. A. Bloomfield, *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914* (Nova Iorque, Federal Reserve Bank of New York, 1959), p. 14, e Richard N. Cooper, «The gold standard: historical facts and future prospects», in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1982, pp. 1-45].

em que  $H$  é a base monetária, constituída pelo conjunto da moeda metálica e notas em existência no país,  $D$  o total dos depósitos à ordem nos bancos comerciais e  $R$  a soma das reservas de caixa destes bancos<sup>5</sup>. A preferência por  $M1$ , em detrimento do conceito de  $M0$ , ou de «circulação monetária», usado por outros autores para esta época em Portugal, justifica-se essencialmente pelo facto de já no período estudado os depósitos à ordem terem uma movimentação activa e os cheques terem um uso bastante difundido entre os detentores destes depósitos<sup>6</sup>.

No quadro n.º 1 apresentamos os valores anuais da oferta monetária portuguesa ( $M1$ ) entre 1854 e 1912<sup>7</sup>. Do ponto de vista das comparações

<sup>5</sup> Seguimos aqui a abordagem de Philip Cagan em *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960* (Nova Iorque, Columbia University Press, 1965), p. 17.

<sup>6</sup> V. o desenvolvimento destes argumentos em Reis, *Oferta Monetária*, pp. 21-26. Na sua revisão a este estudo, in *História Monetária Portuguesa*, pp. 111-15, Nuno Valério afirma a irrelevância do conceito de  $M1$  para esta época, entre outras razões, por ser reduzido o número de cheques utilizados relativamente à população — qualquer coisa como 0,05 por ano e por português —, a denotar, portanto, que os depósitos à ordem não podiam ser considerados «moeda». Como é evidente, porém, a única comparação que neste contexto interessa fazer é do número de cheques com o dos depositantes, e não com o dos Portugueses, que, na sua esmagadora maioria, não teriam depósitos em bancos. Não existem estatísticas para este efeito, mas dois exemplos são sugestivos. O primeiro diz respeito ao Banco de Portugal. Em 1886 esta instituição registou cerca de 12 000 cheques, enquanto o número dos depósitos rondava então os 300, dando, por conseguinte, uma movimentação anual média destes últimos de 40 cheques. O segundo provém do arquivo particular de José Maria Eugénio de Almeida (1811-1872) e Carlos Maria Eugénio de Almeida (1845-1913), onde estão ainda conservados os talões de cheques utilizados para movimentar as contas bancárias destes dois capitalistas (sobre este arquivo, v. Hélder Adegar Fonseca e Jaime Reis, «José Maria Eugénio de Almeida, um capitalista da Regeneração», in *Análise Social*, xxiii (5), 1987, pp. 865-904). Por estes elementos se observa que qualquer deles fazia uso anualmente de várias centenas de cheques, os quais eram empregues não só para fazer levantamentos, mas também para serem pagos a terceiros. Não se pretende com isto dizer que o cheque tenha sido largamente usado como meio de pagamento em Portugal antes de 1914, mas apenas que o era no caso dos agentes económicos que detinham depósitos em bancos — e que estariam longe de constituírem uma fracção importante da população. Isto é confirmado por J. M. Amado Mendes in *A Área Económica de Coimbra. Estrutura e Desenvolvimento Industrial, 1867-1927* (Coimbra, Comissão de Coordenação da Região Centro, 1984), p. 377, que refere um crédito concedido em 1880 pelo Banco Comercial de Coimbra a um cliente e que este movimentaria «por cheque conforme o uso e costume», no dizer do próprio banco. Esses depósitos não poderiam, por isso, deixar de ser incluídos no conceito de moeda, fossem uma parte pequena ou grande da totalidade dos meios de pagamento.

<sup>7</sup> Por várias razões, preferimos construir este quadro a partir das séries publicadas em Reis, *Oferta Monetária*, pp. 30-31, em detrimento das outras actualmente disponíveis. Tendo-se optado pelo conceito de  $M1$ , não era possível, evidentemente, utilizar directamente os dados de Rita Sousa in «Money supply in Portugal, 1834-1891», in *Estudos de Economia*, xii (1991), pp. 19-32, uma vez que estes apenas dizem respeito a  $M0$ . Ter-se-ia podido, é verdade, deduzir destes os valores pretendidos de  $M1$ , mas as justificações dadas por aquela autora para o modo como algumas das séries parciais foram estimadas pareceram insuficientes. No caso da moeda de ouro portuguesa, a sua série não reflecte as variações oriundas das cunhagens anuais da Casa da Moeda e o valor de referência escolhido para 1854 não atende às prováveis exportações desta moeda entre 1847 e 1854. Relativamente à moeda de prata, não é dada qualquer explicação para se ter ignorado na construção desta série a exportação líquida da mesma entre 1854 e 1881. Nuno Valério, «Recensões», in

**Portugal: variáveis monetárias, 1854-1912**

[QUADRO N.º 1]

Ano	MI	H	K	C	R
1854	49 118	47 236	1,039	0,971	0,561
1855	49 031	46 918	1,045	0,964	0,867
1856	49 950	47 565	1,050	0,961	0,518
1857	50 453	48 106	1,048	0,947	0,511
1858	50 718	46 826	1,084	0,944	0,560
1859	51 453	49 744	1,034	0,946	1,052
1860	54 790	50 761	1,079	0,934	0,624
1861	56 688	53 135	1,066	0,941	0,468
1862	61 251	58 887	1,040	0,939	0,706
1863	64 590	60 967	1,059	0,930	0,543
1864	64 592	60 539	1,066	0,917	0,660
1865	62 421	58 006	1,076	0,912	0,530
1866	61 983	58 400	1,061	0,917	0,569
1867	61 783	57 448	1,075	0,903	0,471
1868	60 127	56 660	1,061	0,918	0,530
1869	61 199	57 522	1,063	0,899	0,546
1870	63 318	58 255	1,086	0,892	0,479
1871	68 830	62 901	1,094	0,876	0,429
1872	73 439	64 455	1,139	0,844	0,363
1873	79 408	68 823	1,153	0,805	0,410
1874	82 545	70 197	1,175	0,793	0,382
1875	91 342	74 275	1,229	0,736	0,348
1876	82 298	76 271	1,079	0,820	0,680
1877	84 886	74 082	1,145	0,830	0,517
1878	88 047	78 295	1,124	0,844	0,399
1879	86 587	78 173	1,107	0,843	0,500
1880	90 191	81 369	1,108	0,841	0,511
1881	95 850	84 527	1,133	0,828	0,511
1882	96 806	84 818	1,141	0,830	0,411
1883	101 204	89 305	1,133	0,838	0,388
1884	104 781	92 184	1,136	0,830	0,402
1885	110 101	95 846	1,148	0,839	0,328
1886	121 596	107 288	1,133	0,801	0,466
1887	132 569	114 045	1,162	0,789	0,424
1888	144 870	120 281	1,204	0,769	0,429
1889	157 462	129 687	1,214	0,767	0,394
1890	156 408	133 532	1,171	0,804	0,408
1891	159 500	144 435	1,104	0,869	0,492
1892	165 981	151 520	1,095	0,889	0,594
1893	154 152	143 954	1,070	0,922	0,893
1894	153 656	139 933	1,098	0,915	0,775
1895	154 548	139 104	1,111	0,911	0,757
1896	155 898	139 000	1,121	0,896	0,779
1897	157 711	143 979	1,095	0,918	0,960
1898	165 583	148 515	1,114	0,900	0,795
1899	167 041	148 540	1,124	0,893	0,732
1900	166 371	147 979	1,124	0,890	0,720
1901	168 308	148 338	1,134	0,884	0,606
1902	169 683	148 965	1,139	0,880	0,518
1903	167 297	147 902	1,131	0,885	0,590
1904	167 022	146 323	1,141	0,878	0,522
1905	166 414	144 992	1,147	0,867	0,571
1906	167 660	146 313	1,145	0,878	0,508
1907	167 585	148 345	1,129	0,890	0,490
1908	168 873	147 154	1,147	0,875	0,416
1909	164 855	145 410	1,133	0,888	0,612
1910	177 122	155 110	1,141	0,881	0,478
1911	181 831	157 763	1,152	0,878	0,487
1912	183 901	157 362	1,168	0,865	0,555

MI = oferta monetária (contos de réis); H = base monetária (contos de réis); K = multiplicador monetário; C = coeficiente de numerário; R = coeficiente de encaixe.

Fonte: Reis, *Oferta Monetária*, quadros n.ºs 6 e 7.

internacionais, a taxa de crescimento de 2,6% ao ano para todo este período coloca Portugal entre os países de menor variação monetária no longo prazo, embora isto nada tenha de excepcional, pois o leque das taxas de crescimento dos diversos países é muito largo. De igual forma, a oferta monetária *per capita* para diferentes datas é da ordem de grandeza da de outros países em condições económicas semelhantes às portuguesas, ou seja, com rendimento real *per capita* baixo e crescimento económico persistentemente fraco (v. quadro n.º 2).

#### Níveis *per capita* e crescimento de *M1* de diversos países

[QUADRO N.º 2]

	<i>M1</i> /cap. (£ esterlina)			Taxa anual de crescimento de <i>M1</i> 1860-1910 (percentagem)
	1860	1880	1910	
Itália.....	1,9	5,6	12,0	4,5
França.....	7,6	11,2	23,6	2,5
Espanha.....	-	4,5	5,8	2,0 (1880-1910)
EUA.....	-	7,9	17,2	6,0 (1867-1910)
Inglaterra.....	-	19,6 (1875)	31,0 (1913)	2,0 (1875-1913)
Suécia.....	2,0 (1870)	3,7	18,7	5,3 (1870-1910)
Portugal.....	2,8	4,3	5,0	2,8
Rússia.....	-	1,4 (1893)	1,5	0,5 (1893-1913)
Áustria-Hungria....	1,3 (1867)	1,8	6,9	3,9 (1867-1910)

Fonte: Reis, *Oferta Monetária*, p. 33, quadro n.º 8, com adaptações.

*Estudos de Economia*, XII (1991), p. 114, sugere que esta exportação era toda de moeda estrangeira, sem curso legal, argumentando que não interessava pecuniariamente aos seus detentores levá-la à Casa da Moeda para a transformar em moeda de curso legal. Dado que as mesmas condições se aplicavam à moeda antiga portuguesa, torna-se difícil entender qual o motivo pelo qual esta não teria sido exportada também, como argumentámos, e contrariamente ao que é afirmado por Valério. Passando-se ao período de 1891-1912, verifica-se situação idêntica. Não há uma série alternativa para *M1* e a série de *M0* in Maria Eugénia Mata, «Exchange rate and exchange policy in Portugal 1891-1931 revisited», in *Estudos de Economia*, XII (1991), pp. 33-42, diverge da nossa consideravelmente, e por razões que não parecem de aceitar. Neste caso, a diferença reside primordialmente em se deve ou não contabilizar-se como fazendo parte da oferta monetária a moeda de ouro que ficou no país após a inconvertibilidade de 1891 e a exportação maciça desta espécie entre 1891 e 1894. Os argumentos a favor da solução da inclusão que aqui seguimos foram já apresentados em Reis, *Oferta Monetária*, pp. 14 e 22, não nos parecendo suficientes as objecções levantadas a elas por Valério em «Recensões», in *Estudos de Economia*, XII (1991), p. 114. Para que estas o fossem seriam necessários dois passos. O primeiro seria mostrar que, tendo o ouro monetário, indubitavelmente, mantido após 1891 uma das funções essenciais da moeda — a de reserva de valor —, tal como a tivera antes, quando era em parte entesourado, mesmo assim, há motivo para não o considerar como moeda, ao contrário do que é correntemente aceite na literatura especializada [v., por exemplo, Pierre Siklos, «Hyperinflations: their origins, development, and termination», in *Journal of Economic Surveys*, 4 (1990), pp. 225-48]. A segunda seria aduzir factos que provassem que no decurso deste período a moeda de ouro não estava a ser usada em transacções comerciais com alguma frequência, embora com um prémio sobre o seu valor oficial, como sugerimos por meio de testemunhos relativos a anos tão distantes entre si como 1891 e 1909 (v. Reis, *Oferta Monetária*, p. 14).

A avaliação das determinantes do crescimento da oferta monetária que aqui fazemos segue a orientação clássica de Cagan e Friedman. Nesta perspectiva, em qualquer momento, o valor de  $M1$  é dado pelo produto de  $H$ , a base monetária, por um factor  $K$ , conhecido pela designação de multiplicador monetário. Os valores assumidos por  $K$  resultam, por sua vez, da interacção de duas variáveis: o coeficiente de caixa do sistema bancário  $R$  (reservas de caixa/depósitos à vista) e o coeficiente de numerário do público  $C$  (moedas e notas detidas pelo público/oferta monetária total). Nesta abordagem torna-se possível decompor as variações de  $M1$  pelos contributos dados pelas variações, respectivamente, de  $H$ ,  $C$  e  $R$ <sup>8</sup>.

Num regime de padrão-ouro, as variações da base monetária resultam de dois factores. Por um lado, são determinados pelas exportações e importações de metais preciosos amoadados ou amoadáveis. Por outro,  $H$  inclui também as notas emitidas pelos bancos, cuja quantidade depende em parte das decisões destes de as pôr em circulação, mas sobretudo da propensão do público para aceitar deter os seus activos monetários sob esta forma em vez de em metálico. Num regime inconvertível, a principal influência sobre a variação de  $H$  são as decisões das autoridades monetárias relativamente à emissão de notas. Em qualquer destes sistemas o multiplicador monetário, que exprime o grau em que o sistema bancário contribui para a criação da moeda sob a forma de depósitos à vista, aumenta quando a diferença entre  $R$  (reservas de caixa) e  $D$  (depósitos) se alarga. O mesmo multiplicador também será tanto maior quanto menor for a propensão do público, medida por  $C$ , para deter os seus activos monetários sob a forma de moedas e notas e maior a sua propensão para aceitar ter moeda sob a forma de depósitos.

A aplicação deste método ao caso português produziu os resultados apresentados no quadro n.º 3<sup>o</sup>. Ao longo do período e à semelhança de quase todos os países sobre os quais temos informação, foi a base monetária a principal determinante do crescimento monetário português. Onde Portugal se diferenciou claramente dos outros países, excepção feita à Espanha, foi na influência significativamente menor da criação de moeda bancária neste processo. Esta traduziu-se por uma variação muito fraca, no longo prazo, do multiplicador monetário, que contribui com menos de 10% da variação de  $M1$  para 1854-1912, em contraste com valores da ordem dos 20% e mais na Suécia, Inglaterra, EUA e Itália<sup>10</sup>.

A explicação de uma tal estabilidade para este multiplicador não pode ser encontrada nas causas apontadas, por exemplo, para a Inglaterra, onde, entre

<sup>8</sup> Para um desenvolvimento desta análise, v. Michael Bordo, «The income effects of the new money: a comparison of the United States and the United Kingdom, 1870-1913», in *Explorations in Economic History*, 14 (1977), p. 21.

<sup>9</sup> A fórmula empregada está deduzida em Carlos M. Pelaez, «A comparison of long-term monetary behaviour and institutions in Brazil, Europe and the United States», in *Journal of European Economic History*, vol. 5, n.º 2 (1976), p. 445.

<sup>10</sup> Para períodos semelhantes, na Suécia,  $K$  explica 25% da variação de  $M1$  para 1871-1914; nos EUA, 40%, e em Inglaterra 21%. Na Itália  $K$  determinou 44% do crescimento de  $M1$  durante 1861-1914. V. Lars Jonung, «Swedish experience under the classical gold standard, 1873-1914», in M.

1870 e 1913, este coeficiente revelou também uma apreciável estabilidade<sup>11</sup>. A maturidade do sistema bancário e a já muito elevada proporção dos depósitos na moeda total de facto reduziam consideravelmente o escopo para uma criação mais rápida de moeda escritural neste último país. Mas em Portugal, apesar de haver um grande número de bancos, o sistema bancário esteve sempre pouco desenvolvido e o valor dos depósitos à ordem nunca excedeu os 15% da oferta monetária total, sendo o seu valor médio de 7%, o que, em termos internacionais, é extremamente baixo. Havia, por conseguinte, uma ampla oportunidade não aproveitada para uma evolução monetária diferente da que se deu efectivamente, tanto mais que o sistema bancário conheceu ao longo destes anos um crescimento assaz vigoroso e, portanto, propiciador de uma expansão forte dos depósitos.

#### Determinantes do crescimento da oferta monetária

[QUADRON.º 3]

	1	2	3	4
	<i>M1</i>	<i>H</i>	<i>C</i>	<i>R</i>
1854-1912.....	2,60	2,46	0,05	-0,05
1854-1890.....	3,04	2,69	0,34	0,26
1891-1912.....	0,60	0,33	0,07	0,30

Nota. — Os valores das colunas 2, 3 e 4 representam o contributo em pontos percentuais de *H*, *C* e *R* para o crescimento de *M1*. A sua soma não é necessariamente igual ao valor correspondente da coluna 1. A diferença representa a interacção entre *C* e *R*.

Fonte: Quadro n.º 1.

Este comportamento pouco dinâmico do multiplicador monetário não é mais do que a consequência de duas facetas essenciais da falta de sofisticação financeira que caracterizou a economia portuguesa oitocentista. Por um lado, como vimos, os agentes económicos exibiam uma baixíssima propensão para deterem os seus activos monetários sob outra forma que não fosse o dinheiro sonante, ou, na falta deste, após 1891, o de papel-moeda, e nem os esforços dos emissores, nem a incomodidade do manuseamento do dinheiro metálico, conseguiram mudar esta situação. Se era esta a reacção perante as notas, uma forma de dinheiro mais sofisticado do que o numerário metálico, pouco surpreende a relutância do público português em relação a uma forma ainda

Bordo e A. Schwartz, *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* (Chicago, University of Chicago Press, 1984), p. 337; Michael Bordo e Anna Schwartz, «Money and prices in the 19th century: was Thomas Tooke right?», in *Explorations in Economic History*, 18 (1981), p. 119; Gabriel Tortella, *La Banca Española en la Restauracion* (Madrid, Banco de España, 1974), vol. 1, p. 511; M. Fratianni e F. Spinelli, «Italy in the gold standard period, 1861-1914», in Bordo e Schwartz, *A Retrospective*, p. 420.

<sup>11</sup> Bordo, «The income effects of the new money», cit., p. 29.

mais avançada, os depósitos bancários, cujo valor *per capita* foi sempre várias vezes inferior ao encontrado nos países desenvolvidos da época e cuja proporção da moeda total foi sempre muito baixa. Por outro lado, a prudência exagerada dos bancos portugueses nas suas operações e a sua falta de agressividade comercial, espelhadas pelas invulgarmente elevadas reservas de caixa face às obrigações imediatas, limitaram a sua capacidade para criar crédito e logo os depósitos que avolumariam os valores de *M1*. Efectivamente, ao longo do meio século em estudo, *R* teve o elevado valor médio de 56% e um valor mínimo de 32%, atingido em 1885, longe, por conseguinte, da «regra do terço» que a sabedoria bancária do século XIX aconselhava para estas instituições<sup>12</sup>.

O exame mais aturado das flutuações anuais dos coeficientes *C* e *R* (quadro n.º 1) mostra ainda que as duas categorias de agentes económicos em presença — o público e os bancos —, para além de tendencialmente «prudentes» ou «desconfiadas» em relação à modernização do sistema monetário, foram também excepcionalmente sensíveis aos abalos que o mesmo, como qualquer outro no mundo, sofreu no decurso deste período. De cada vez que em Portugal se verificou a progressão, natural em países em desenvolvimento, no sentido do abaixamento de *C* e de *R*, crises bancárias e financeiras vieram não só abalar esse movimento, como o fizeram retroceder significativamente e por período mais ou menos longo. À evolução verificada entre 1854 e 1875, em que o coeficiente de numerário *C* baixou de mais de 90% para quase 70% e o de caixa *R* de mais de 56% para 34%, seguiu-se a crise de 1876 e uma elevação marcada destes dois coeficientes. No caso dos bancos, o coeficiente de caixa apenas logrou regressar ao nível dos 40% a partir de 1881, tendo aí estacionado. No caso do público, só depois de 1885 se assiste de novo a uma disponibilidade marginalmente maior para deter activos monetários sob a forma de depósitos.

Antes, porém, que o multiplicador monetário tivesse retomado os valores dos primeiros anos da década de 1870, a crise de 1891 veio aplicar novo travão ao seu crescimento. Uma evidente falta de confiança na solidez das instituições bancárias, na sequência deste trauma, tornou os agentes económicos quase completamente refractários à aceitação do dinheiro bancário, tendo *C* passado a assumir por algum tempo valores superiores a 90%. Ao mesmo tempo, as evidentes dificuldades dos bancos provocaram tal desconfiança que motivaram estes, por sua vez, a adoptar atitudes fortemente defensivas e cautelosas, traduzidas por reservas de caixa extremamente altas em relação às obrigações constituídas pelos depósitos à vista. Entre 1892 e 1912 a média de *R* foi de 64%, ou seja, 14 pontos percentuais acima do valor desta variável durante o período anterior à crise de 1891. Dado que noutros países com igual ou ainda maior volatilidade monetária as reacções a este tipo de acontecimentos tiveram

---

<sup>12</sup> A «regra do terço», atribuída a Horsley Palmer, estabelecia que as reservas líquidas de um banco deveriam, em condições normais, ser a terça parte das suas obrigações à vista [v. Frank W. Fetter, *Development of British Monetary Orthodoxy, 1797-1875* (Fairfield, Augustus M. Kelley, 1978), pp. 132-133].

efeitos a prazo sobre o crescimento da moeda muito menos pronunciados, é-se levado a concluir que a escassa sofisticação financeira da sociedade portuguesa da segunda metade do século XIX não só passava por uma fraca inclinação para formas monetárias mais avançadas, mas também se reflectia numa sensibilidade exarcebada aos acidentes de percurso que em toda a parte assinalaram o crescimento e a modernização dos sistemas monetários<sup>13</sup>.

No que respeita ao comportamento da base monetária (*H*), a principal determinante da evolução monetária em Portugal, é conveniente que a nossa análise distinga os anos do padrão-ouro dos da inconvertibilidade. No primeiro destes períodos, até 1891, caracterizado por um forte crescimento de *M1* e de *H*, respectivamente a 3,04% e 2,69% ao ano (quadro n.º 3), a expansão desta última variável resultou principalmente do aumento da moeda de ouro no país. Este processou-se na sua maior parte através da importação de soberanos ingleses directamente para a circulação. Entre 1854 e 1890, as entradas líquidas de ouro amoeado para o país foram de cerca de 75 000 contos daquela moeda, a única estrangeira com curso legal entre nós. Isto representa 87% do aumento de *H* no período.

Duas características da economia portuguesa destes anos ajudam a compreender estes comportamentos. A primeira é a elevada elasticidade da procura de moeda em relação ao rendimento evidenciado pelos portugueses. Se bem que não possuamos dados para o produto nacional bruto (PNB) de qualidade suficiente para uma análise rigorosa, é de fácil constatação esta elasticidade, uma vez que, entre 1860 e 1890, *M1* cresceu três vezes e meia, ao passo que o aumento do PNB nominal ter-se-á ficado entre os 60% e os 130%<sup>14</sup>. A segunda característica é a passividade das autoridades monetárias, neste caso corporizadas pelo Estado, em termos da satisfação desta procura. Ao longo das três décadas em questão, a sua «produção» de meios de pagamento com elevada aceitação por parte do público — isto é, moeda de ouro — foi muito reduzida, por comparação com as necessidades, cifrando-se nos apenas 7900 contos cunhados pela Casa da Moeda.

<sup>13</sup> Para uma comparação dos efeitos das crises financeiras sobre o comportamento da moeda num conjunto de seis países, v. M. Bordo, «The impact and transmission of financial crises: some historical evidence, 1870-1933», in *Rivista di storia economica*, 2 (international issue, 1985), pp. 50-65. Das duas razões aduzidas para a maior sensibilidade monetária às crises nos EUA, apenas uma parece aplicar-se a Portugal, ou seja, a fragilidade do sistema bancário, composto por entidades pequenas e que não dispunham de redes de balcões regionais ou nacionais. A outra — a ausência de um banco com funções de «prestamista de última instância» — não parece ajustar-se ao caso português, uma vez que o Banco de Portugal desempenhou esse papel em todas as crises, inclusive a de 1876.

<sup>14</sup> David Justino, «A evolução do produto nacional bruto em Portugal, 1850-1910 — algumas estimativas provisórias», in *Análise Social*, xxiii (1987), p. 459; Anabela Nunes, Eugénia Mata e Nuno Valério, «Portuguese economic growth, 1838-1985», in *Journal of European Economic History*, 18 (1989), pp. 291-330; Pedro Lains e Jaime Reis, «Portuguese economic growth, 1833-1985: some doubts», *ibid.*, 20 (1991), pp. 441-53; Anabela Nunes et al., «O que sabemos sobre o crescimento económico português entre meados do século XIX e meados do século XX?», in *Estudos de Economia*, xii, n.º 2 (1992), pp. 233-237.

De acordo com a teoria monetária da balança de pagamentos, num país sujeito ao padrão-ouro, os fluxos de ouro em relação ao exterior provêm de alterações na procura de moeda, que, por sua vez, são função do rendimento nominal e da taxa de juro<sup>15</sup>. Nesta perspectiva, a moeda é uma mercadoria, e, se a sua procura não é satisfeita internamente, tem lugar então uma importação de ouro. Se a sua oferta excede em dado momento as necessidades do público em moeda para fins não só de transacção, mas também de reserva de valor e de precaução contra flutuações no rendimento, então há saída de ouro e logo contracção na oferta monetária. Estes movimentos não resultam directamente da necessidade de equilibrar a balança de pagamentos, embora naturalmente contribuam para o fazer, mas antes das variações nas preferências dos agentes económicos quanto à dimensão dos activos monetários que querem deter, assim como quanto à sua composição.

Analisado o caso português por este prisma, conclui-se que durante o período 1854-1890 a entrada de ouro em grande escala e o seu contributo de relevo na expansão da base monetária ficaram a dever-se a uma forte procura de moeda que as autoridades monetárias não lograram satisfazer com moeda portuguesa nova. O mercado reagiu, importando moeda de ouro estrangeiro com curso legal (em vez de outras mercadorias), uma vez que o público tinha uma relutância marcada, como já vimos, para deter os seus activos monetários sob a forma de notas ou depósitos. Esta evolução, fruto de uma elevada apetência pelos metais preciosos, característica de uma sociedade de pequenos produtores agrícolas que estão a ser crescentemente integrados no mercado, foi, aliás, notada à época<sup>16</sup>. Mas é possível que outros factores tenham contribuído também para esta preferência do público pela moeda de ouro. Um deles é o facto de a denominação mínima das notas postas em circulação ter sido geralmente bastante superior à das moedas mais comuns, tornando estas, por conseguinte, de utilização mais cómoda. A falta de um longo contacto dos agentes económicos com meios de pagamento fiduciários poderá ter sido outro. Na segunda metade do século XIX países como a Escócia, a Suécia ou a Inglaterra, em que o ouro tinha já pouco uso diário e a moeda era composta sobretudo por outros elementos, caracterizavam-se por terem tido notas bancárias em circulação pelo menos desde o século XVIII, em contraste com Portugal, onde a única experiência deste tipo, com o papel-moeda emitido no reinado de D. Maria, foi limitada e bastante infeliz, dada a inconvertibilidade do mesmo<sup>17</sup>.

A análise do período do padrão-ouro suscita ainda duas observações. A primeira refere-se à já mencionada «passividade» das autoridades portuguesas e

---

<sup>15</sup> V. J. Frenkel e H. G. Johnson, *The Monetary Approach to the Balance of Payments* (Toronto, University of Toronto Press, 1976).

<sup>16</sup> Reis, *Oferta Monetária*, p. 36.

<sup>17</sup> Jonung, «Swedish experience», p. 369; S. G. Checkland, *Scottish Banking. A History, 1695-1973* (Glasgow, Collins, 1975). Não há nenhum estudo moderno sobre o papel-moeda português das primeiras décadas do século XIX, mas v. Vitorino Magalhães Godinho, *Prix et monnaies au Portugal 1750-1850* (Paris, Armand Colin, 1955).

que se cifrou não apenas em deixar a determinação da base monetária à livre actuação dos agentes económicos, dentro dos parâmetros do regime monetário estabelecidos pela lei de 1854. Manifestou-se também através de uma completa neutralidade perante a relação entre as variações líquidas de ouro amoadado proporcionadas pelo comércio externo e as variações da base monetária  $H$ . Se bem que no muito curto prazo o comportamento possa ter sido outro, no longo e médio prazos nem o Estado nem o Banco de Portugal tentaram distorcer «as regras do jogo» do padrão-ouro, como sucedeu alegadamente nalguns outros países neste período, onde as autoridades procuraram «suavizar» os movimentos de  $M1$  induzidos pelas entradas e saídas de ouro com o objectivo de assegurar uma maior estabilidade na oferta monetária<sup>18</sup>. Durante os anos 1860, por exemplo, as perdas de  $H$  por via da saída de ouro em moeda não foram compensadas pelo aumento de outros elementos monetários a fim de atenuar o efeito recessivo que tal movimento estava a ter. De igual forma, durante os anos de grandes entradas líquidas de ouro, como sejam a primeira metade da década de 1870 ou os fins da década de 1880, tão-pouco houve algum esforço tendente a «esterilizar» o efeito disto sobre  $M1$  para abrandar o intenso crescimento da oferta monetária então registado. A elasticidade praticamente unitária da oferta monetária  $M1$  em relação ao *stock* de ouro amoadado no país exprime com rigor esta ausência de interferência no processo de determinação da situação monetária<sup>19</sup>.

A segunda observação tem a ver com a conhecida persistência do *deficit* da balança comercial. Para o período do padrão-ouro a pergunta que isto naturalmente sugere é como foi possível haver uma expansão da oferta monetária com base na importação de ouro quando, à primeira vista, seria de esperar antes uma drenagem deste metal precioso e uma tendência para a contracção monetária? Em parte a explicação reside no facto de Portugal ter sido, ao longo destes anos, um recipiente de importantes receitas invisíveis sob a forma, principalmente, de remessas de emigrantes e de rendimentos de capitais portugueses localizados no Brasil<sup>20</sup>. Não foi só isto, porém, que permitiu que o *deficit* da balança comercial fosse acompanhado de entradas de

<sup>18</sup> A. Bloomfield, *Monetary Policy*. Contra isto, e com base na abordagem monetária da balança de pagamentos, McCloskey e Zecher mantêm que esta neutralidade perante os movimentos de ouro, excepto no muito curto prazo, não deve ser apresentada como uma «opção» de política das autoridades, mas antes como uma inevitabilidade. Donald N. McCloskey e J. Richard Zecher, «How the Gold Standard Worked, 1880-1913», in Donald McCloskey (org.) *Enterprise and Trade in Victorian Britain* (Londres, George Allen and Unwin, 1981), pp. 184-208.

<sup>19</sup> Para os anos 1854-1890 estimámos a regressão de  $M1$  sobre o *stock* de ouro (STO):

$$\log M1 = 1,071 + 0,933 \log STO \\ (4,055) (38,571)$$

Os valores de  $t$  estão entre parênteses e  $R^2=0,98$  e  $DW=0,45$ .

<sup>20</sup> A única série destas remessas é-nos dada por Miriam Halpern Pereira, *A Política Portuguesa de Emigração, 1850-1930* (Lisboa, A Regra do Jogo, 1981), pp. 44-47. Infelizmente, é uma série parcial e, cobrindo somente os anos 1891-1924, não serve para o estudo do período do padrão-ouro.

ouro. Não menos importante terá sido o considerável influxo de capitais a longo prazo que caracterizou a «era fontista» e entre os quais se deve destacar a componente de capitais oriundos da emissão e colocação no mercado internacional da nossa dívida externa. Sem dispormos de uma quantificação rigorosa, nem das receitas efectivas provenientes desta fonte, nem das suas entradas líquidas no país, quer anualmente, quer para o período todo, pode, no entanto, atribuir-se a esta parcela de invisíveis uma ordem de grandeza de 155 000 contos no total para 1854-1890, ou seja, o dobro do valor líquido do ouro trazido para o país<sup>21</sup>. Isto permite afirmar que, em termos de política económica, a evolução monetária ocorrida durante estas três décadas e meia resultou não apenas das decisões e posições já referidas para o domínio monetário, mas também de se ter seguido uma política activa de contracção de dívida no exterior. À semelhança do que aconteceu nalguns outros países aderentes ao padrão-ouro, a expansão de *M1* em Portugal foi financiada, em boa medida, por importações de capital em que o Estado desempenhou um papel de relevo<sup>22</sup>.

Os anos que vão de 1891 a 1912 contrastam com o período anterior em vários aspectos importantes para a nossa análise. Em primeiro lugar, há a notar uma queda muito grande na taxa de crescimento da base monetária, que passou para 0,60% ao ano. Em consequência, a oferta monetária sofreu um abrandamento correlativo na sua evolução em virtude de, como já vimos, o comportamento do multiplicador monetário não ter sido de natureza a compensar a redução no crescimento de *H*. Efectivamente, a influência de *R* no crescimento da oferta monetária *M1*, em termos absolutos, continuou sensivelmente a mesma, logo muito pequena, enquanto a de *C* ficou reduzida praticamente à insignificância, por comparação com o subperíodo anterior (v. quadro n.º 3). Em segundo lugar, as decisões dos particulares continuaram a ter influência no valor da base monetária *H*, visto que se realizaram, como dantes, transacções externas com ouro amoeado que afectaram o respectivo *stock* e, portanto, o nível desta variável monetária. Em contrapartida, passaram a ser as autoridades monetárias — através de uma combinação de decisões tomadas pelo governo e pelo Banco de Portugal, agora emissor único — a decidir sobre a quantidade de moeda e notas postas em circulação em cada momento e que, por terem carácter fiduciário, o público deixava de poder transaccionar como mercadoria. Estas emissões tenderam, em geral, a compensar as diminuições da moeda de ouro ocasionadas pela exportação,

---

<sup>21</sup> Baseámo-nos no valor de cerca de £ 70 milhões de dívida externa amortizável e consolidada acumulada até 1890, calculada a partir de Eugénia Mata, *As Finanças Públicas Portuguesas da Regeneração à Primeira Guerra Mundial* (Lisboa, Banco de Portugal, 1993), pp. 210-215 e 238-241. Convertemos este nominal por um factor de 50% para obtermos, aproximadamente, a receita efectiva do Estado.

<sup>22</sup> O melhor exemplo é o da Suécia, onde *M1* e as entradas de ouro estiveram sempre estreitamente relacionadas, embora o ouro circulasse muito pouco nas mãos do público (v. Jonung, «Swedish experience», p. 379).

havendo por resultado um pequeno crescimento líquido da base monetária, a 0,6% ao ano, ao longo de todo este subperíodo.

A mudança mais importante em tudo isto terá sido, no entanto, o facto de a política monetária ter deixado de ser passiva, ao mesmo tempo que as decisões a respeito da emissão, e indirectamente do valor de *M1*, passavam a estar ligadas às necessidades de financiamento do Estado. Este, que a crise de 1891 e as suas sequelas vedou de recorrer ao exterior para a obtenção de crédito, teve de se cingir a obter no país os recursos financeiros necessários à cobertura do *deficit* orçamental<sup>23</sup>. Embora o contributo prestado neste domínio pelo Banco de Portugal fosse uma parcela menor do crédito total obtido pelo Estado, facilmente se prova que foi estreita a relação entre os aumentos sucessivos da dívida estatal ao banco e as emissões de notas por parte deste. As duas variáveis apresentam para 1892-1912 um coeficiente de correlação de 0,98, a confirmar que as épocas de expansão da base monetária por esta via ocorreram de facto «sob o impulso principal dos débitos do Estado»<sup>24</sup>. Uma vez que foi a emissão de papel fiduciário a principal fonte de crescimento de *H* durante este período, podemos afirmar que o que determinou a evolução monetária destes anos foi sobretudo a política orçamental seguida, o que contrasta flagrantemente com a situação de «espontaneidade» da política monetária seguida no período anterior.

Talvez o facto mais notável a emergir do estudo da época de inconvertibilidade seja a oferta monetária ter crescido de forma tão lenta e regular, não obstante ter sido governada pela «discrecionarietà» das autoridades e estar sujeita, portanto, às circunstâncias pouco desafogadas das finanças públicas. Nisto dois aspectos merecem ser destacados. Em primeiro lugar, é preciso salientar a feição benéfica do súbito aumento de emissão fiduciária nos primeiros anos após 1891 — de 10 500 contos em 1890 para 53 400 contos em 1892 —, apesar das duras críticas que então se lhe fizeram. A conjugação disto com a forte redução da moeda de ouro disponível fez com que a transição para o novo regime monetário inaugurado em 1891 se traduzisse por uma redução do crescimento monetário anterior, necessária e inevitável, mas não por uma brutal contracção monetária. Isto atenuou, sem dúvida, a gravidade e a duração da crise económica, ao mesmo tempo que explica por que razão este grande aumento de emissão não redundou no descalabro monetário imediato que então se recebeu.

O segundo aspecto refere-se ao mais longo prazo, até 1912, e passados que foram os anos críticos de 1891 a 1893. Constata-se que a política orçamental

---

<sup>23</sup> Nuno Valério, «A dívida pública externa de Portugal, 1890-1950», in *Estudos de Economia*, ix (1988).

<sup>24</sup> Nuno Valério e Eugénia Mata, «O Banco de Portugal, único banco emissor (1891-1931)», in *Revista de História Económica e Social*, 10, 1982, p. 62. Isto não significa, porém, que a criação de dinheiro tenha sido a única ou sequer a principal forma de financiar as necessidades do Estado. Para uma situação semelhante em Espanha, v. Pablo Martín Aceña, *La Política Monetária en España* (Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 1984), p. 67.

muito mais rigorosa agora seguida, trazendo as receitas fiscais muito mais perto das despesas, e a melhoria progressiva do crédito interno criaram as condições para que o Estado não tivesse de recorrer, a não ser em pequena escala, a aumentos de crédito do Banco de Portugal e logo à expansão da emissão fiduciária através deste<sup>25</sup>. Isto significa que, como um todo, os governos deste período, normalmente tido como de maior instabilidade institucional e mesmo de uma certa ineficácia do regime político por comparação com as décadas anteriores à viragem de 1891, não só foram capazes de implementar políticas mais ortodoxas, e logo de custo político mais elevado, mas revelaram nisto uma grande homogeneidade de propósitos. Sobretudo foram capazes de o fazer sem estarem sujeitos à disciplina que um regime monetário de base metálica e com câmbios fixos supostamente fornece, o que dá ainda maior realce ao esforço representado pela consecução destas metas.

Por outro lado, não sendo sempre este o resultado que emerge de situações de inconvertibilidade, tem o maior interesse, agora numa perspectiva comparada, frisar que alguns países — caso não só de Portugal, mas também da Espanha, 1883-1914 — conseguiram apresentar uma evolução moderada sem «terem» de o fazer. Outros casos, como a Itália entre 1866 e 1883, ao deixarem um padrão metálico, abandonaram também a correspondente disciplina, sustentando aumentos elevados da base monetária e da oferta monetária. Se parece haver, assim, lugar para se admitir que em matéria de disciplina «a adopção formal do padrão [ouro] não foi muito importante», cabe, em contrapartida, especular por que razão Portugal e Espanha se mantiveram arredados do padrão-ouro durante as duas décadas que antecederam 1914, quando os requisitos reais e de política financeira e monetária para a readopção daquele regime estavam a ser seguidos bastante de perto<sup>26</sup>.

### III

Tendo-se visto como foi determinada a oferta monetária, a questão seguinte é a de quantificar o impacto da política e evolução monetárias sobre o comportamento real da economia. Sendo este um dos temas mais debatidos recentemente em história monetária, não será possível, no entanto, por falta de dados anuais fidedignos respeitantes ao PNB, analisar, para o curto prazo, a relação moeda-preços-produto real, como se tem feito para outros países. Cingir-nos-emos aqui, portanto, à consideração do longo prazo. O problema principal que esta relação suscita é o de saber se o crescimento da oferta monetária diferiu marcadamente em relação ao do produto real e, no caso afirmativo, quais os ajustamentos nas restantes variáveis a que isto obrigou.

<sup>25</sup> Nuno Valério, «The role of the government in Portuguese economic growth, 1851-1931», in *Estudos de Economia*, VII (1986), p. 67.

<sup>26</sup> Fratianni e Spinelli, «Italy in the gold standard period», p. 417. Para uma discussão desta questão na sua dimensão espanhola, v. Pablo Martín Aceña, «España y el patron oro, 1880-1913», in *Hacienda Pública Española*, 69 (1981).

Com base na formulação clássica da «quantity theory of money», a prazo as variações do produto real e dos preços juntas devem equivaler às da moeda e da sua velocidade de circulação, ou seja

$$m + v = p + y$$

onde  $m$ ,  $v$ ,  $p$  e  $y$  são as taxas de variação, respectivamente, da moeda, da velocidade de circulação, dos preços e do produto real<sup>27</sup>.

Uma vez que os mais recentes testes empíricos realizados sobre dados históricos demonstram uma maior aderência aos factos da interpretação «monetarista» destes fenómenos, seguiremos aqui esta abordagem, em detrimento da abordagem keynesiana-estruturalista, de que são expoentes Rostow e Lewis<sup>28</sup>. Nesta óptica, a moeda é neutra em relação ao comportamento do PNB real, cuja determinação pertence a factores reais. No caso de uma pequena economia relativamente aberta e sujeita ao padrão-ouro, como era Portugal até 1891, é suposto ainda que a moeda fosse determinada pelo nível do rendimento e que os preços fossem determinados, por arbitragem, pelos preços dos mercados internacionais<sup>29</sup>.

No que diz respeito a este último ponto, os dados disponíveis sugerem a confirmação da teoria. Para 1860-1890, o índice geral de preços calculado por David Justino mostra-se independente da evolução de  $M1$  e mostra alguma relação com a evolução do nível dos preços internacionais<sup>30</sup>. O quadro n.º 4 revela ainda que durante o período do padrão-ouro a moeda cresceu mais rapidamente do que o produto real, sem que isso se tivesse reflectido num movimento ascensional dos preços. De facto, com câmbios fixos, dificilmente esse movimento poderia acontecer, pelo que se tem de concluir que o ajustamento se fez através de uma redução na velocidade de circulação da moeda, à semelhança, aliás, da experiência monetária geral dos países ocidentais durante este período. Conclui-se também que os agregados monetários não poderão ter constituído um «travão» ao crescimento do PNB, antes ter-lhe-ão sido favoráveis, uma vez que tiveram taxas de crescimento

<sup>27</sup> Seguimos aqui de perto a obra de Pablo Martin Aceña, *La Cantidad de Dinero en España, 1900-1935* (Madrid, Banco de España, 1985), p. 43.

<sup>28</sup> V. M. Bordo e A. Schwartz, «Money and prices in the 19th century». Para um estudo recente sobre onze países cobrindo um período de 150 anos, v. Pentti Pikkarainen e Matti Viren, «Granger causality between money, output, prices and interest rates: some cross-country evidence from the period 1875-1984», in *Weltwirtschaftliches Archiv. Review of World Economics*, 125/1 (1989), pp. 74-82.

<sup>29</sup> M. Bordo, «Explorations in monetary history: a survey of the literature», in *Explorations in Economic History*, 23 (1986), pp. 342-350.

<sup>30</sup> O  $R^2$  da regressão do logaritmo da variação dos preços portugueses sobre o logaritmo da variação anual de  $M1$  foi de 0,03, não sendo o valor de  $t$  significativo para o coeficiente de  $M1$ . Com o logaritmo dos preços ingleses como variável independente, passa  $R^2$  a 0,12 e o valor de  $T$  a ser significativo, o que revela uma relação com os preços internacionais fraca mas positiva. Admitimos que ela melhoraria se (a) os preços que compõem os índices fossem de retalho, e não por grosso, e (b) os dois índices não estivessem tão enviesados a favor de bens não transaccionados. Sobre esta última questão, v. McCloskey e Zecher, «How the gold standard worked, 1880-1913».

mais altas. A evolução descendente das taxas de juro de longo prazo, mais pronunciado do que a das praças estrangeiras, corrobora esta afirmação<sup>31</sup>.

**Produto, moeda e preços: variação percentual por década  
1860-1910**

[QUADRO N.º 4]

	1	2	3	4
	IPT	M1	Preços	Juros*
1860-1870 .....	17,6	15,6	-4,5	7,5
1870-1880 .....	4,0	42,4	8,6	6,7
1880-1890 .....	26,7	73,3	2,4	5,6
1890-1900 .....	21,9	6,4	18,9	6,2
1900-1910 .....	2,7	6,4	1,9	5,1

\* Os valores da coluna 4 são absolutos e representam a média da década.

**Fontes:** (1) «índice do produto total», quadro A.23, in Pedro Lains, *A Economia Portuguesa no Século XIX. Crescimento Económico e Comércio Externo, 1851-1913* (Lisboa, Imprensa Nacional-Casa da Moeda, 1994); (2) quadro n.º 1 acima; (3) Justino, *Preços e Salários em Portugal (1850-1912)* (Lisboa, Banco de Portugal, 1990); (4) juro a longo prazo calculado a partir das cotações médias anuais da dívida externa portuguesa que nos foram generosamente fornecidas por António Lopes Vieira.

Num aspecto, porém, o elevado dinamismo destes agregados poderá ter tido um efeito negativo sobre a capacidade de crescimento da economia. A consequência de os Portugueses terem tido uma procura altamente elástica para a moeda e preferirem que os seus acréscimos de M1 fossem sob a forma de ouro levou a que uma parte considerável dos recursos adicionais gerados em cada ano pelo crescimento económico fosse canalizada para a aquisição de moeda. Entre 1860 e 1890 o aumento líquido anual de ouro amodado detido pelos Portugueses representou um pouco menos de 50% do aumento anual médio do PNB, uma quantidade certamente maior do que o estritamente necessário para as transacções dos agentes económicos<sup>32</sup>. Os recursos assim utilizados na criação de moeda, com uma remuneração igual a zero, poderiam ter sido aplicados, pelo menos em parte, em investimentos produtivos, ajudando a elevar a produtividade e o rendimento *per capita*.

Para o período 1891-1912, e dada a discricionariedade das autoridades no que concerne à oferta monetária, há já lugar para perguntar se esta evoluiu de uma forma restritiva relativamente ao crescimento potencial da economia e

<sup>31</sup> Maurice Levy-Leboyer e François Bourguignon, *L'Économie française au XIX<sup>e</sup> siècle. Analyse macro-economique* (Paris, Economica, 1985), pp. 338-343, dão valores dos juros a longo prazo para Londres e Paris.

<sup>32</sup> Com base em Reis, *Oferta Monetária*, quadro n.º 5, e nos dados do quadro n.º 2 in Justino, «A evolução do produto nacional bruto em Portugal, 1850-1910», p. 455. Para a Suécia entre 1871 e 1913, esta proporção foi de 3,3% (v. Jonung, «Swedish experience», cit., pp. 366 e 386).

com efeitos negativos, por conseguinte, sobre o PNB. Num regime de câmbios flexíveis, como passou agora a vigorar, os preços deveriam deixar de ser determinados pelos níveis dos mercados internacionais, o que é de facto, confirmado pelos testes estatísticos sobre a existência desta ligação<sup>33</sup>. Em contrapartida, se se aceitar que a longo prazo o dinheiro é neutro em relação ao comportamento do PNB real, então a questão colocada acima não teria razão para existir. Poderíamos supor, nesta eventualidade, que, se *MI* crescesse mais lentamente do que o produto, haveria um ajustamento através dos preços, agora livres para variar, pois já não estariam sujeitos à disciplina dos câmbios fixos.

Entre 1890 e 1910, como se vê pelo quadro n.º 4, a moeda cresceu a um ritmo inferior ao do produto real. Os preços, no entanto, em vez de baixarem, como se poderia esperar, aumentaram, particularmente durante a primeira das décadas consideradas, o que, mais uma vez, pressupõe que o ajustamento se fez por alteração na velocidade de circulação. Um tal movimento nos preços deveu-se, em parte, ao efeito inflacionista da desvalorização cambial, mas terá resultado talvez ainda mais de uma segunda dimensão da política económica, seguida com grande consistência pelos sucessivos governos deste período — a política de protecção cerealífero. Ao elevarem, por via administrativa, o preço do trigo, as autoridades estavam também a contribuir para elevarem os de vários outros bens a ele ligados e de considerável impacto no índice geral de preços. O fomento cerealífero tornava-se, assim, uma política de alta «artificial» dos preços, em geral, quando estes, se deixados livres, teriam tido tendência para baixar. De facto, os bens alimentícios que, apesar das diferenças dietéticas regionais apontadas para Portugal por vários autores, eram substitutos próximos do trigo — o milho, o centeio, o arroz e a batata — não só constituíam 45% do cabaz de produtos em que o índice de preços se baseou, mas tinha comportamentos de mercado bastante interligados<sup>34</sup>.

Desta conjugação de política monetária restritiva e «ortodoxa» com a política de preços altos para o trigo advieram três consequências desfavoráveis ao crescimento num período efectivamente caracterizado por uma mais lenta evolução do PNB, por comparação com as décadas anteriores. A primeira terá sido a transferência de recursos a favor do sector cerealicultor. Graças à alteração de preços relativos causada pelo protecçãoismo, encorajou-se uma especialização produtiva desajustada da dotação de factores da economia portuguesa e, portanto, uma alocação menos eficiente desses recursos. A segunda consequência foi um crescimento lento da oferta monetária em relação ao

<sup>33</sup> O valor de *R*<sup>2</sup> para a regressão dos preços portugueses sobre os ingleses — mesma especificação que na nota 30 — foi de 0,025, com o valor de *t* igual a 0,22 e, portanto, não significativo.

<sup>34</sup> No índice geral de preços estimado por David Justino, in *Preços e Salários em Portugal, 1850-1912* (Lisboa, Banco de Portugal, 1990), os pesos são: trigo, 13,3%; milho, 18,8%; centeio, 7%; arroz, 1,3%; batata, 5,1%. Os coeficientes de determinação (*R*<sup>2</sup>) são os seguintes: milho sobre trigo = 0,14; centeio sobre trigo = 0,53; vinho sobre trigo = 0,01; arroz sobre trigo = 0,01; batata sobre trigo = 0,14.

do produto real e ainda mais lento, provavelmente, do que o potencial de crescimento da economia portuguesa. Indicativo de uma situação de crédito mais apertado durante estes anos é o facto de as taxas de juro de longo prazo terem invertido a tendência descendente que as caracterizara anteriormente. A terceira consequência prende-se com a forma pela qual se encadearam as variações da moeda, dos preços e do produto. Ao não permitirem que o ajustamento das variações da moeda e do produto se fizessem por via dos preços, as autoridades obrigaram antes que ele se realizasse mediante um aumento da velocidade de circulação da moeda. Este aumento de  $V$  representou uma inflexão mais ou menos pronunciada na tendência secular para o abaixamento desta variável, que, à semelhança de outras economias em crescimento, vinha ocorrendo desde meados do século. Prova disso é que no pós-guerra esta variável voltou a evidenciar a mesma tendência para a queda após a fase de comportamento «anormal» que aqui registamos<sup>35</sup>.

Os estudos feitos sobre a evolução de  $V$  no longo prazo salientam que, depois de um longo declínio durante o século XIX e primeiras décadas deste, esta variável tendeu a aumentar em épocas mais recentes<sup>36</sup>. As causas atribuídas a este ramo ascendente da sua curva, porém, não são de nenhum modo susceptíveis de serem aplicadas à experiência portuguesa entre 1890 e 1910 — melhoramentos tecnológicos no processo de pagamento e criação de novos substitutos para o dinheiro. Em contrapartida, parece fora de dúvida que as influências que contribuíram noutros países para o ramo descendente de  $V$  estariam presentes em Portugal durante estes anos, designadamente a crescente monetarização da economia e o desenvolvimento da banca comercial. Na medida em que a velocidade de circulação reagiu contrariamente ao que seria normal, poderemos supor que por um período assaz longo terão sido «frustradas» estas duas influências favoráveis à modernização da estrutura económica portuguesa. Neste sentido, a já referida conjugação de políticas económicas poderá também ter sido deletéria para o crescimento ao atrasar os efeitos do desenvolvimento bancário e da difusão do uso da moeda.

Para terminar esta avaliação dos dois regimes monetários que Portugal conheceu entre meados do século passado e os princípios do actual, recorremos a um critério a que é usualmente dado relevo na definição de objectivos para

---

<sup>35</sup> Esta afirmação baseia-se nos valores de  $V$  que se obtêm dividindo o PNB nominal dado por Nunes *et al.*, «Portuguese economic growth», pelos de  $M1$  do quadro n.º 1 supra e contraria a asserção de Rita Sousa in «Money supply», p. 27, de que  $V$  não apresentaria qualquer tendência evolutiva. Sobre o valor de  $V$  durante as décadas de 1920 e 1930, v. Nuno Valério, *A Moeda em Portugal*, p. 114. Sobre a tendência geral para  $V$  diminuir historicamente, v. Michael D. Bordo e Lars Jonung, *The Long-Run Behavior of the Velocity of Circulation. The International Evidence* (Cambridge, Cambridge University Press, 1987). Para um contraste com o caso português, v. a experiência dos EUA durante a inconvertibilidade de 1870-1878. A moeda cresceu mais devagar do que o produto real, mas os preços, sendo livres, baixaram, e o ajustamento fez-se por esta forma (v. Bordo, «The income effects of the new money», p. 23).

<sup>36</sup> Bordo, «Explorations in monetary history», cit., p. 351.

a política económica. Trata-se do critério da estabilidade, e a questão que se coloca é se, quer para os preços, quer para a moeda, houve maior estabilidade durante o tempo em que a economia portuguesa esteve mais ligada à economia internacional através de câmbios fixos ou se foi o regime da inconvertibilidade que mais favoreceu este desiderato<sup>37</sup>.

Na medida em que durante o primeiro destes períodos os preços e a moeda variaram sob o impulso de uma grande variedade de influências internacionais incontroláveis do ponto de vista português, poderíamos julgar que a sua variabilidade seria então mais acentuada. Por outro lado, se é verdade que os câmbios flexíveis do segundo período deveriam ter contribuído para atenuar o efeito destes impulsos (este efeito reforçado pela estabilidade imposta administrativamente aos preços), também não podemos esquecer que a discricionariedade que governou a determinação da oferta monetária poderia ser um factor de instabilidade potencial para a moeda e, logo, para os preços.

O indicador utilizado para fazer esta comparação é o desvio-padrão das variações anuais dos preços e da moeda. Como se pode ver pelo quadro n.º 5 não há uma distinção clara, em termos de instabilidade, entre os dois regimes.

#### Medidas de instabilidade interna (desvio-padrão das variações anuais)

[QUADRO N.º 5]

	1860-1890	1892-1912
Moeda (Portugal) .....	0,051	0,030
Preços (Portugal) .....	0,038	0,046
Preços (Grã-Bretanha) .....	0,037	0,037
Preços (França) .....	0,038	0,045

**Fonte:** Para a moeda, quadro n.º 1 supra; para os preços, respectivamente Justino, *Preços e Salários*, e B. R. Mitchell, *European Historical Statistics 1750-1970* (Londres, Macmillan, 1978).

A moeda apresenta maior estabilidade no segundo período, mas os preços denotam uma maior estabilidade no primeiro. Constatam-se também que em qualquer dos períodos a variabilidade dos preços portugueses não diverge da dos internacionais. Assim, não pode dizer-se que, sob este ponto de vista, o padrão-ouro tenha sido superior à inconvertibilidade, ou vice-versa. Confirma-se que, no caso português, a mudança de regime monetário não alterou seriamente o funcionamento da economia. Do ponto de vista do crescimento económico, porém, podemos especular que o padrão-ouro terá sido mais favorável, sobretudo porque depois de 1891 Portugal colheu muito poucos dos

<sup>37</sup> A primeira vez que foi oficialmente cometido ao Banco de Portugal o dever de assegurar a estabilidade monetária e cambial foi em 1931, de acordo com o decreto de 9 de Junho, que concretizava mais uma reforma desta instituição [v. Banco de Portugal, *Legislação Própria* (Lisboa, Banco de Portugal, 1946), vol. vi, p. 27].

benefícios de ter câmbios flexíveis, ao mesmo tempo que teve de suportar os inconvenientes da inconvertibilidade, num mundo dominado pelo padrão-ouro<sup>38</sup>. Em primeiro lugar, graças à desvalorização cambial, protegeu-se ainda mais uma indústria ineficiente e já altamente protegida, o que apenas serviu para reforçar a má alocação de recursos que se vinha seguindo desde há décadas. O segundo custo presumível desta opção foi uma maior dificuldade em aceder aos mercados internacionais de capitais, naturalmente mais atraídos por países que gozavam da estabilidade cambial que lhes provinha da manutenção do padrão-ouro. Num país tradicionalmente carenciado de capitais, como Portugal, este estancamento de investimento estrangeiro potencial, particularmente durante uma era de grandes fluxos internacionais de capital, não pode ter deixado de ser gravoso para a modernização da economia.

#### IV

A história monetária portuguesa da segunda metade do século XIX não está em desarmonia com o que sabemos acerca do restante da evolução económica e social do país. Tanto em termos da sua composição como da sua evolução quantitativa, a oferta monetária esteve essencialmente em correspondência com o comportamento pouco dinâmico de uma nação pobre e periférica, de economia assente numa agricultura de baixo rendimento e em que a necessidade de meios de pagamento internos não era elevada. Isto foi assim, quer o regime monetário em vigor fosse o do padrão-ouro, quer fosse o da inconvertibilidade, e a despeito dos contrastes evidentes entre os dois.

A diferença mais flagrante entre os subperíodos, respectivamente anterior e posterior a 1891, para além dos aspectos formais, situou-se no campo da política seguida pelas autoridades monetárias. Durante a vigência do padrão-ouro, esta foi passiva e o resultado foi um maior dinamismo, «espontâneo», dos agregados monetários. A viragem operada em 1891 acarretou uma postura muito mais intervencionista, o que era natural, uma vez que a maior parte da oferta monetária, embora «produzida» pelo Banco de Portugal, passava a estar dependente da vontade última do governo. Particularmente digno de nota neste segundo subperíodo é o facto de à maior latitude nesta matéria não ter correspondido uma expansão mais intensa da oferta monetária pela via da criação de papel-moeda, antes pelo contrário. Depois de um «salto» inicial nesta criação, que compensou a emigração das espécies metálicas em 1891-1894, as autoridades revelaram uma contenção notável, que apenas pode explicar-se pelo seu desejo de um regresso ao padrão-ouro, o qual teria sido prejudicado por uma emissão mais forte. O que não sabemos explicar é que as autoridades nunca tenham concretizado este objectivo, sobretudo quando, na mesma época, outros países o fizeram e quando durante pelo menos dois anos

---

<sup>38</sup> Sobre estas vantagens e inconvenientes, v. Martín Aceña, «España y el patron oro, 1880-1913».

— 1906 e 1907 — estiveram reunidas as condições para o fazer. Este enigma, bem como a discussão sobre qual terá sido o regime monetário mais favorável ao crescimento económico no longo prazo, são dois aspectos que o presente artigo suscita, mas que deixa na agenda para a futura investigação em história monetária da época contemporânea portuguesa.