

Os dilemas da gestão monetária: o caso português (1974-84)¹

1. INTRODUÇÃO

O objectivo essencial deste artigo é a análise da gestão monetária em Portugal no período de 1974-84. Designa-se por «gestão monetária» a acção da política monetária *através* do e *sobre* o sistema financeiro, o que indica a opção por uma abordagem de tipo estrutural. Sinteticamente, considera-se a gestão monetária como uma forma institucional que tem implícitas determinadas estruturas e respectivos modos de relacionamento. A via de pesquisa resulta, assim, alterada, visto que se trata de explicitar, ou pelo menos de ter em conta, as principais formas implícitas nas teorias monetárias disponíveis [à semelhança do procedimento adoptado por Boyer em estudo sobre a obra de Keynes (Boyer, 1983)], que deixam de poder ser consideradas como alternativas explicativas quando, na realidade, se ocupam de objectos diversos.

O quadro teórico adoptado situa-se, largamente, no cruzamento da teoria da regulação com a teoria monetária «francesa», em sentido restrito, e post-keynesiana, em sentido lato. Desse confronto resultam, do ponto de vista da formulação de conceitos e relações explicativas, fenómenos de três tipos: de sobreposição, de complementaridade e de conflito. A investigação, agora resumidamente apresentada, apenas permitiu encetar essa tarefa, e de modo algum explorar todas as potencialidades e resolver todos os problemas teóricos contidos no entendimento.

2. REGULAÇÃO E MOEDA

2.1 AS DUAS DISJUNÇÕES: REAL/MONETÁRIO E REAL/FINANCEIRO

O aspecto inflacionista da crise revelada nos anos 70 renovou o interesse pela questão monetária, posição expressa por Di Ruzza ao afirmar que a teoria da moeda deve constituir o ponto de partida obrigatório da análise da

* Docente do ISCTE, investigadora do DINAMIA.

¹ Este artigo constitui uma adaptação da comunicação apresentada ao Colloque International sur la Théorie de la Régulation, Barcelona, 16-18 de Junho de 1988, a qual sintetizava a dissertação de mestrado em Economia por mim anteriormente defendida no ISEG. Quero aqui exprimir o meu agradecimento a Augusto Mateus pelo apoio prestado, através de úteis sugestões e críticas, em várias fases dessa investigação. Desejo também agradecer a Luís Fraga, pela sua contribuição informática. As opções teóricas e metodológicas (e os eventuais erros) são, evidentemente, de minha exclusiva responsabilidade.

inflação (Di Ruzza, 1983). Isto não significa que a inflação seja uma questão monetária. A sua análise conduziu, contudo, ao reexame do estatuto teórico da moeda, do papel e estrutura dos sistemas monetário e financeiro, das suas ligações com a formação dos preços e a formação de capital, sob regulação monopolista.

A aceleração da alta de preços, ao operar a «disjunção» real/monetário, fez, assim, emergir uma exigência: a de reexaminar a economia enquanto economia monetária, não susceptível de ser concebida em termos estritamente reais.

Além disso, o aumento drástico da incerteza e a redução do horizonte temporal dos investidores provocaram, na base de circuitos financeiros extremamente desenvolvidos, uma mudança de preferência a favor dos activos financeiros. O fenómeno assinalado por Keynes, ou seja, a conflitualidade entre as aplicações financeiras de curto prazo e o investimento produtivo de longo prazo, manifesta-se com uma dimensão acrescida. Uma das expressões desta conflitualidade — a segunda «disjunção» —, é a mediocridade do investimento produtivo, insuficiente para assegurar uma reconversão profunda, eixo essencial da crise.

Estes dois tipos de problemas convergem, por conseguinte, para a necessidade de levar a cabo uma análise detalhada da gestão monetária, a qual deverá ter em conta as configurações específicas do sistema financeiro e da política monetária.

2.2 DIVERSIDADE E UNIDADE A PROPÓSITO DA QUESTÃO DA MOEDA

A teoria da moeda constitui um dos núcleos duros da teoria económica. Com efeito, ela desemboca necessariamente na questão do valor e, mais fundamentalmente, no problema do essencialismo (no sentido atribuído por Karl Popper). A este respeito, as abordagens divergem²: de Aglietta e Orléan (1982) a Lipietz (1983), passando por Di Ruzza (1983), a heterogeneidade é considerável.

Retomarei, de seguida, algumas das proposições regulacionistas essenciais a propósito do regime monetário sob o fordismo:

a) A concepção da *moeda endógena*, segundo a qual o *stock* da moeda depende fundamentalmente da procura respectiva, à taxa de juro corrente. Por outras palavras, ela depende fortemente do nível da actividade produtiva, situando-se a determinação última da criação monetária fora do sistema bancário ou, mais rigorosamente, na articulação do sistema bancário com a actividade produtiva.

Esta concepção monetária é comum a outras correntes, a saber: aos post-keynesianos (Kaldor, Kahn, etc.); aos teóricos do circuito (Parguez); à escola «bancária» francesa (Jean Denizet, Jean Gabriel Thomas, Vivien Lévy-Garboua, etc.). Além disso, autores como Suzanne de Brunhoff integraram a moeda endógena no quadro da abordagem marxista.

² Duas observações se impõem: em primeiro lugar, a análise aprofundada da moeda conduziu alguns autores ao reexame, e em certos casos ao abandono, da teoria do valor-trabalho; em segundo lugar, e paradoxalmente, esta diferença, considerada fundamental, parece ter provocado poucas perturbações internas. A coexistência de posições divergentes num mesmo espaço teórico parece revelar que a questão do valor perdeu «valor».

Evidentemente que subsistem diferenças, nomeadamente no que toca ao papel da moeda endógena no processo inflacionista e ao seu lugar específico no desenvolvimento do capitalismo (Lavoie, 1985).

b) A autonomização do sistema bancário em relação à detenção das espécies metálicas, a qual permitiu tanto a *reorganização das relações entre a moeda e o crédito como a reorganização das relações entre o banco central e os bancos de 2.ª ordem*.

A expansão do crédito, permitida pelo novo regime monetário, supõe um mecanismo de *antecipação* do banco sobre o sucesso da operação financeira e, no fim de contas, produtiva. Este mecanismo é, ao mesmo tempo, consequência e condição do alargamento considerável do ciclo do capital produtivo e do aumento do volume do capital investido.

Deste modo, o crédito bancário permite o adiar da conversão das mercadorias em moeda, isto é, permite a dissociação duradoura, não apenas entre a oferta e a procura (o que sempre faz), mas também entre a venda e a sua liquidação efectiva. A multiplicação dos actos de crédito — em si indispensável ao normal funcionamento da produção e das trocas — pode, num caso extremo, converter-se em pirâmide de endividamento. Em geral, pode falar-se de um abrandamento relativo da restrição monetária.

O papel do banco central resulta modificado, funcionando como rede de segurança do conjunto do sistema bancário, ao homologar provisoriamente as antecipações realizadas pelos banqueiros. Trata-se do mecanismo de *pseudovalidação* (na versão de Lipietz)³.

c) A reorganização das relações entre a moeda e o crédito, por um lado, e no interior do sistema bancário, por outro, pode ser associada à explicitação das *estruturas do sistema financeiro*, ou, melhor, monetário. A formalização retida por Aglietta e Orléan — com os seus dois tipos polares, o sistema homogéneo e o sistema fraccionado, e o seu híbrido, o sistema hierarquizado (Aglietta e Orléan, 1982) — permite, com efeito, integrar o sistema financeiro e a sua dinâmica específica no coração do processo produtivo⁴.

d) Do que se disse resulta uma *abordagem da política monetária* que não pode passar sem uma concepção de moeda mediatizada por estruturas, ou seja, pelo sistema monetário e financeiro e pelas tendências opostas que aí se manifestam. Criação de novos produtos financeiros, regulamentação/desregulamentação constituem outros tantos meios de diferenciação/homogeneização no interior do próprio sistema, com consequências específicas sobre o processo produtivo.

³ Enquanto para Lipietz a pseudovalidação é uma homologação fundamentalmente provisória da utilidade social do trabalho comprometido na produção, para De Brunhoff e Cartelier (1974) ela representa sobretudo uma falsa homologação.

⁴ O sistema homogéneo é a organização monetária na qual o financiamento é assegurado exclusiva e directamente pelo banco central. A sua incoerência fundamental consiste na «incapacidade de a moeda homogénea permitir uma circulação dos direitos de propriedade». Todos os fluxos são reduzidos à sua expressão de fluxos monetários. A actividade produtiva é parcialmente liberta da restrição do tempo. O sistema fraccionado representa o exacto oposto teórico do anterior: agora, todo o financiamento aparece sob a forma de um crédito privado entre dois agentes equivalentes. Esse crédito é a expressão de um direito de propriedade, em torno do qual se exacerbam os conflitos que não são mediatizados por nenhum procedimento central. Todo o défice pode dar início a uma cadeia deflacionista infinita. O horizonte temporal do sistema tende agora a ser dramaticamente curto. No limite, nestes «mercados financeiros privados», as relações entre os agentes podem entregar a produção «à destruição especulativa» (vide Aglietta e Orléan, 1982, pp. 53-87).

Estas considerações são particularmente pertinentes para a abordagem da gestão monetária em Portugal no pós-1974. Com efeito, perante as profundas mutações ocorridas, a esfera monetária e financeira foi instrumentalizada com o objectivo de acomodar/absorver as alterações políticas, sociais e económicas, tornando-se, desse modo, uma das margens essenciais de flexibilidade do sistema. Contudo, esta acomodação traduziu-se, em parte, por uma cristalização da ordem produtiva, em que se vieram enxertar as transformações induzidas por uma intensa desvalorização cambial.

3. A ESPECIFICIDADE DO CASO PORTUGUÊS: UMA PRIMEIRA ABORDAGEM

No que respeita ao meu objectivo, alguns traços fundamentais devem ser sublinhados:

3.1 No período considerado assiste-se a uma espécie de «*sobredeterminação política*» (no sentido lato) dos fenómenos económicos. Isto significa que a compreensão destes não é possível se não se ultrapassar a mera esfera económica. Aparentemente, não se faria mais do que reafirmar um dos ensinamentos principais da teoria da regulação. Trata-se, contudo, de algo diverso, a saber, da convergência de fenómenos como:

A transformação profunda das estruturas, dos modos de funcionamento e das camadas dominantes do aparelho de Estado, associada à mutação do regime político;

A reorientação geoestratégica do País;

A instauração de novos compromissos sociais, constitucional e juridicamente muito avançados, com um desfasamento crescente entre a sua consagração jurídica e a respectiva expressão prática (Santos, 1984; Rodrigues, 1988);

O desenvolvimento de poderosos mecanismos de absorção das tensões e das transformações sociais, a propósito dos quais é de sublinhar o papel do Estado.

3.2 O segundo traço essencial é a *ligação estreita entre investimento produtivo e criação monetária*, dado estrutural fundamental. Tradicionalmente, as empresas portuguesas têm uma capacidade de autofinanciamento muito baixa, devido tanto à fragilidade da sua capacidade de criação de *cash-flow* como à política muito tempo dominante de baixas taxas de juro (o efeito de alavanca positivo favorecendo o endividamento estrutural). Seja qual for a explicação retida como fundamental, o facto é que o investimento depende fortemente da política de crédito dos bancos e, por conseguinte, da política monetária. Ora o sistema bancário não se limita a reciclar meios preexistentes (a poupança gerada) — o que releva da ilusão microeconómica —, mas cria meios financeiros completamente novos (Lévy-Garboua e Weymuller, 1981). Por esse facto, ele constitui uma das alavancas essenciais da formação de capital.

Pode concluir-se, portanto, que o investimento depende esmagadoramente do crédito bancário⁵. Por conseguinte, as políticas monetária e de crédito são centrais para toda a política de reconversão produtiva e de apoio ao crescimento.

3.3 O terceiro aspecto refere-se à *restrição externa*. Detendo uma posição pouco favorável na divisão internacional do trabalho, a confrontação com o exterior tornou-se o local privilegiado de revelação das contradições internas em Portugal. Tudo se passa como se a posição do País na DIT desenhasse a sua margem de manobra última. Isto quer dizer que as mutações das formas institucionais, na ausência de uma transformação paralela das normas de produção, vieram esbarrar com a restrição externa.

A iminência da ruptura das disponibilidades cambiais, nos anos de 1976-77, e o défice externo tornaram-se a expressão fundamental das incompatibilidades estruturais e a expressão primeira da crise.

A pseudovalidação, sistematicamente levada a cabo com o objectivo de absorver as transformações sociais e amortecer os efeitos da crise internacional, foi finalmente confrontada com uma restrição externa incontornável.

Todos estes aspectos demonstram, em minha opinião, a centralidade da gestão monetária em Portugal: em primeiro lugar, em virtude das suas consequências sobre o processo de acumulação; em segundo lugar, mercê da extensão do processo de pseudovalidação no período em análise; finalmente, por causa da adopção da política monetária e cambial como instrumento principal de combate ao défice externo.

4. O SISTEMA FINANCEIRO PORTUGUÊS

Através dum método analógico, procurei revelar a especificidade do sistema financeiro português no período de 1974-84. Em relação aos sistemas financeiros francês, britânico, norte-americano e alemão (Simon, 1984; Pinto, 1984; Choinel e Rouyer, 1985; Renversez, 1986; Coudrat, 1986, e Palha, 1983), o sistema português revelou-se de uma simplicidade surpreendente. As suas características essenciais no período são: a predominância esmagadora do sistema bancário no sistema financeiro, a extrema centralização do sistema bancário e a sua muito fraca especialização ou diferenciação internas.

4.1 AS TRANSFORMAÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO NO PERÍODO DE 1974-84

As transformações do sistema financeiro no período de 1974-84

No período de 1974-84, e do ponto de vista das estruturas, o sistema financeiro atravessou duas fases: a primeira (1974-75) caracterizou-se pela nacionalização das instituições financeiras, que não excluiu, no essencial, senão os três bancos estrangeiros e as companhias de seguros total ou parcialmente estrangeiras⁶. A bolsa, que vivera um período de forte especulação (1972-73), foi fechada.

⁵ Trata-se, de algum modo, da concepção schumpeteriana do papel do crédito na formação do capital.

⁶ As outras excepções foram as caixas económicas, as caixas de crédito agrícola mútuo e as companhias mútuas de seguros.

Na segunda fase (de 1976 a 1984), paradoxalmente, prevaleceu a pura administração do sistema, mantendo-se praticamente inalteradas as estruturas aparentes e sendo muito modesta a produção de inovações financeiras. Apesar da sua reabertura, a bolsa não desempenhou nenhum papel significativo. Assistiu-se, contudo, à fusão ou à absorção de pequenas instituições bancárias, à criação de parabancárias de iniciativa pública e de algumas sociedades de *holding*, de *leasing*, de *factoring* e de investimento e ao lançamento das estruturas de um mercado monetário.

4.2 A QUASE EXCLUSIVIDADE DO FINANCIAMENTO BANCÁRIO

A taxa de autofinanciamento tem sido estruturalmente muito baixa. No período de 1977-80 situou-se no modesto nível médio de 14 %, tornando-se negativa nos anos de 1981, 1982, 1983 e 1984 para as sociedades não financeiras, conforme se pode observar no quadro n.º 1. É de admitir que o excedente bruto de exploração das sociedades se encontre subavaliado nas contas nacionais, pelo que os valores da taxa de autofinanciamento devem ser tomados como aproximativos, por defeito. Outras fontes, com efeito, apresentam valores bastante superiores, se bem que sempre muito baixos, não excedendo os 25 %⁷. Entretanto, e no período de 1975-84, em França, situava-se nos 60 % (Renversez, 1986), enquanto, nos EUA, o seu valor médio era de 86 % entre 1967 e 1982 (Renversez, 1986)⁸. Três razões contribuíram para esse fenómeno:

- 1) A política de crédito barato prosseguida durante décadas, o efeito de alavanca favorecendo o endividamento;
- 2) A insuficiente criação de *cash-flow* pelas empresas, resultante de métodos de produção, de formas de organização do trabalho e de equipamentos ultrapassados;
- 3) A punção produzida pelos juros sobre o excedente bruto de exploração das sociedades, a partir do momento em que a política monetária impôs o aumento brutal das taxas de juro sobre uma base de endividamento muito considerável. Segundo as contas nacionais, a parte dos juros (líquidos) no excedente bruto de exploração das sociedades foi de 76 % em 1977, 72 % em 1978 e 1979, 75 % em 1980, 103 % em 1981, 146 % em 1982, 138 % em 1983 e 137 % em 1984, conforme se pode observar no quadro n.º 2. Igual prudência deve ser observada na interpretação dos dados, em virtude da referida subavaliação do excedente bruto de exploração das sociedades.

As necessidades de financiamento das sociedades, em particular, e da economia, em geral, dirigiram-se ao sistema bancário de modo quase exclusivo

⁷ O autofinanciamento do investimento teria sido de cerca de 25 %, em termos médios, no período de 1978-82, segundo Augusto Mateus (1983), valor que resulta de uma correcção operada no excedente bruto de exploração das sociedades. Partindo do financiamento exterior das empresas, e do respectivo investimento bruto, o Banco de Portugal apresentou, para 1978, uma taxa de autofinanciamento de 20 %, montante um pouco superior ao que obtive para o mesmo ano. Vide *Relatório do Banco de Portugal — Gerência de 1978*, pp. 211-212.

⁸ Para a França, a metodologia de cálculo é semelhante. No caso dos EUA, contudo, foram utilizadas as normas e as contas da OCDE.

Taxa de autofinanciamento das sociedades(a)

[QUADRO N.º 1]

Unidade: milhares de contos

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Poupança bruta	921	11 692	20 112	14 442	-42 041	-149 737	-176 022	-227 943	-157 340	120 666
Ajudas ao investimento	8 901	9 212	9 610	13 133	4 487	14 360	9 910	15 042	17 837	34 698
Outras transferências líquidas de capital	-1 210	-109	-585	554	9 441	24 583	162 603	58 470	90 465	4 585
1. Total	8 612	20 795	29 137	28 129	-28 113	-110 794	-3 509	-154 431	-49 038	159 949
FBCF	82 215	114 438	137 589	180 463	226 949	288 123	351 051	320 214	358 293	459 480
Variação de existências	15 220	14 005	18 124	53 478	52 506	50 826	-11 799	-29 436	-31 463	9 946
2. Total	97 435	128 443	155 713	233 941	279 455	338 949	339 252	290 778	326 830	469 426
½	0,09	0,16	0,19	0,12	-0,10	-0,33	-0,01	-0,53	-0,15	0,34

(a) Trata-se das sociedades e quase sociedades não financeiras das *Contas Nacionais*. A taxa de autofinanciamento é igual a: poupança bruta + ajudas ao investimento + outras transferências líquidas de capital/formação bruta de capital fixo + variação de existências.

Fonte: *Contas Nacionais*, INE.

Peso dos encargos financeiros (líquidos) das sociedades(a)

[QUADRO N.º 2]

Unidade: milhares de contos

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Juros pagos	47 555	80 708	115 840	152 620	234 365	354 553	478 367	666 752	778 568	645 435
Juros recebidos	5 809	10 809	15 128	21 192	31 423	35 501	46 744	63 097	84 393	102 223
Juros líquidos	41 746	69899	100 712	131 428	202 942	319 052	431 623	603 655	694 175	543 212
Excedente bruto de exploração (EBE)	55 245	97 363	140 800	175 154	196 792	218 888	311 964	440 368	605 689	758 827
Valor acrescentado bruto (VAB)	295 562	375 460	482 822	620 756	747 034	927 279	1 175 509	1 459 145	1 844 111	2 172 885
Juros líquidos/EBE	0,76	0,72	0,72	0,75	1,03	1,46	1,38	1,37	1,15	0,72
Juros líquidos/VAB	0,14	0,19	0,21	0,21	0,27	0,34	0,37	0,41	0,38	0,25

(a) Trata-se das sociedades e quase sociedades não financeiras das *Contas Nacionais*. Quanto aos indicadores, trata-se dos juros líquidos (juros pagos-juros recebidos) das sociedades sobre o excedente bruto de exploração, num caso, e sobre o valor acrescentado bruto, no outro.

Fonte: *Contas Nacionais*, INE.

no período considerado. De 1979 a 1985, a contribuição do sistema bancário para o financiamento interno total apenas diminuiu de 95 % para 88 % (Constâncio, 1987).

4.3 O PAPEL DO BANCO CENTRAL E A CENTRALIZAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO

O banco central viu o seu papel e o seu peso extraordinariamente reforçados, em virtude de uma convergência notável de factores: a gestão centralizada do conjunto do sector bancário nacionalizado; as exigências de um défice público crescente, financiado na quase totalidade por emissão monetária; a eleição da política monetária e cambial, como instrumento fundamental de contenção do défice externo.

A nova lei orgânica de 1975 consagra, em relação à situação anterior, três rupturas fundamentais⁹:

- a) A emissão monetária é dissociada das reservas (ouro e divisas) do banco central;
- b) O financiamento do Estado pelo banco central é libertado de toda a restrição quantitativa;
- c) Os poderes do banco central são sensivelmente reforçados, tanto através do alargamento das funções tradicionais (emissão monetária, funções de banqueiro do Estado, refinanciamento dos bancos e gestão das divisas), como através da atribuição de novas (controlo das instituições de crédito, auxiliares de crédito e parabancárias; alargamento dos poderes cambiais; e orientação e controlo da política monetária e financeira).

A adopção do enquadramento do crédito, em 1978, contribuiu ainda para a situação enunciada.

Mais tarde, em 1984, o banco central viu juridicamente consagrado um poder alargado na coordenação e gestão da dívida externa¹⁰.

Apesar do seu carácter de delegação (pelo governo)¹¹, as funções concentradas no banco central são muito importantes, no período considerado, e talvez sem paralelo com as existentes em qualquer país desenvolvido. Este fenómeno é susceptível de quantificação: o peso do activo do banco central no PIB passou de 32 %, em 1973, a 59 %, em 1984¹².

Este aumento foi devido, numa primeira fase, ao aumento do refinanciamento (de 1974 a 1978) e, posteriormente, à expansão da carteira de títulos da dívida pública (a partir de 1976) (ver quadros n.ºs 3, 4 e 5).

⁹ Compare-se, com efeito, a Lei Orgânica do Banco de Portugal, de Novembro de 1975, com os dois marcos constituídos pelos Estatutos de 1931 e a respectiva alteração, de 1962.

¹⁰ Vide Decreto-Lei n.º 26/84, de 18 de Janeiro.

¹¹ A concentração de poderes no banco central em relação ao conjunto do sistema financeiro não implica, obviamente, a existência de autonomia da instituição em relação aos governos.

¹² Na ausência de indicação em contrário, as fontes estatísticas utilizadas foram os *Relatórios do Banco de Portugal* e as *Contas Nacionais*, do INE.

Peso do activo do sector bancário na economia (milhares de contos)

[QUADRO N.º 3]

	1973(a)	1974(a)	1975(a)	1976(a)	1976	1977	1978(b)	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Activo da autoridade monetária .	—	—	—	—	222 965	295 136	352 473	429 340	528 620	719 026	985 282	1 429 455	1 617 331
Percentagem	—	—	—	—	47,7%	47,3%	45,2%	43,2%	42,8%	49,1%	53,3%	62,7%	57,6%
Activo dos bancos comerciais ...	—	—	—	—	443 566	595 943	751 951	937 073	1 174 161	1 544 287	1 974 152	2 429 737	3 276 444
Percentagem	—	—	—	—	94,8%	95,5%	96,4%	94,2%	95,1%	105,4%	106,8%	106,6%	116,8%
Activo dos bancos de poupança e de investimento	—	—	—	—	185 089	283 552	304 746	426 281	508 497	692 076	1 005 406	1 279 489	1 753 934
Percentagem	—	—	—	—	39,6%	38,2%	39,1%	42,9%	41,2%	47,3%	54,4%	56,1%	62,5%
Activo total consolidado	399 128	436 115	504 171	625 935	697 087	954 020	1 235 859	1 616 640	1 991 930	2 610 216	3 486 350	4 582 084	6 104 985
Percentagem	142,3%	129,1%	132,2%	139,6%	149,1%	152,8%	158,4%	162,6%	161,3%	178,1%	188,7%	201,0%	217,6%
PIB _{pm} (preços correntes)	280 500	337 800	381 499	467 655	467 655	624 234	780 300	994 400	1 235 010	1 465 400	1 848 000	2 279 100	2 805 500

(a) Os dados referentes a estes anos são calculados com uma metodologia diferente da dos posteriores, de que se ressalta a exclusão do Banco de Fomento do sector monetário. Há, portanto, de 1976 para 1977 uma importante quebra de série estatística, e por isso se duplicam os valores para 1976, segundo cada metodologia.

(b) Série nova. Nos números retidos, a alteração atinge o activo da autoridade monetária, ligeiramente superior ao da antiga metodologia, e o activo total consolidado, igualmente ligeiramente aumentado.

Fonte: *Relatórios do Banco de Portugal.*

Peso da carteira de títulos de dívida pública no activo do Banco de Portugal (milhares de contos)

[QUADRO N.º 4]

	1973(a)	1974(a)	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984(d)	1985
Títulos da dívida pública portuguesa ...	156 ⁽¹⁾ + 1507 ⁽³⁾ = 1633	136 ⁽¹⁾ + 696 ⁽²⁾ + 7906 ⁽³⁾ = 8738	32 750	68 740	131 423	166 020	257 433	130 781	221 127	325 434	484 963	432 926	236 576
Percentagem	1,8%	7,7%	19,6%	30,5%	44,3%	47,5%	62,9%	24,7%	30,2%	32,5%	32,9%	26,0% (26,2%)	13,7%
Títulos e participações financeiras — entidades nacionais (b) ...	—	—	—	—	400	400	400	400	400	400	787	787	82 311 (b)
Percentagens	—	—	—	—	n. s.(c)	n. s.	n. s.	4,8%					
Total do activo	90 901	113 299	166 698	225 354	296 839	349 810	409 306	529 245	731 485	999 831	1 472 432	1 664 825 (1 654 655)	1 724 785

(a) Os títulos incluídos até 1974 (inclusive) são os seguintes: os da rubrica «Títulos da dívida pública portuguesa»⁽¹⁾, as promissórias de Fomento Nacional⁽²⁾ e a parcela obrigacionista da rubrica «Diversos títulos de crédito»⁽³⁾. Todos eles vieram a ser incluídos na designação global de «Títulos da dívida pública portuguesa».

(b) Até 1984, a rubrica chamava-se «Participações em fundos e instituições nacionais». A razão da sua inclusão neste quadro é a seguinte: enquanto, de 1977 a 1982, ela corresponde a 400 títulos do IFADAP, ou seja, à participação de 40 % do Banco de Portugal no capital inicial daquele Instituto, a que se vêm juntar, em 1983, os títulos correspondentes à participação do Banco no Fundo de Garantia de Riscos Cambiais (376 títulos a 1000 contos) e à realização de parte da participação no capital social da FINANGESTE, em 1985 o valor corresponde à tomada de obrigações do Fundo de Abastecimento, que devem ser incluídas na dívida pública.

(c) n. s. = não significativo.

(d) Os valores entre parênteses referem-se à adaptação das contas de 1984 verificada para comparação com as de 1985, ano em que entrou em vigor o novo Plano de Contas do Banco de Portugal.

Fonte: *Relatórios do Banco de Portugal*.

Peso do refinanciamento no activo total do Banco de Portugal (milhares de contos)

[QUADRO N.º 5]

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Desconto	1 935	1 888	898	227	76	34	21	5	4	3	3	3	—
Percentagem	2,1%	1,7%	0,5%	0,1%	n. s.(a)	n. s.	n. s.	—					
Redesconto	9 626	42 285	86 631	104 562	97 096	76 113	28 426	22 351	33 621	31 450	50 958	46 667	61 934
Percentagem	10,6%	37,3%	52,0%	46,4%	37,7%	21,8%	6,9%	4,2%	4,6%	3,1%	3,5%	2,8%	3,6%
Empréstimos caucionados	2 230	3 683	2 298	2 255	1 550	930	—	—	—	3 423	16 625	15 382	23 150
Percentagem	2,5%	3,3%	1,4%	1,0%	0,5%	0,3%	—	—	—	0,3%	1,1%	0,9%	1,3%
Total do activo	90 901	113 299	166 698	225 354	296 839	349 810	409 306	529 245	731 485	999 831	1 472 342	1 664 825 (1 654 655)(b)	1 724 785

(a) n. s. = não significativo.

(b) O valor de 1984 foi readaptado em 1985 (novo valor entre parênteses) em virtude da entrada em vigor do novo plano de contas do Banco de Portugal.

Fonte: *Relatórios do Banco de Portugal*.

4.4 A FRÁGIL DIFERENCIAÇÃO DO SISTEMA

Foi já feita referência à cristalização das estruturas do sistema bancário ocorrida após as nacionalizações, não obstante as fusões e absorções já referidas. Contudo, a lógica profunda não mudou. Com efeito, cada um dos grandes bancos constituía uma parte importante — se não fundamental — de um grupo industrial-financeiro. Por conseguinte, a sua especialização verificava-se no interior de um conjunto económico diversificado, sendo a sua função assegurar tanto o financiamento externo (ao grupo), como a reciclagem dos capitais no interior do grupo.

As nacionalizações vieram alterar profundamente esta lógica, transferindo-se a fidelidade de cada banco do respectivo grupo para o cume da pirâmide bancária — o banco central. Doravante, as condições estavam reunidas para que a especialização tivesse lugar no interior do sistema bancário. Todavia, o que ocorreu foi, pelo contrário, uma convergência relativa dos dois grandes tipos de bancos (bancos comerciais, por um lado, e bancos de poupança e de investimento, por outro). O indicador é a estrutura do crédito por destinatário, muito mais semelhante nos dois grupos no fim do período que no princípio, mantendo-se a heterogeneidade fundamental do lado da composição do passivo bancário¹³. No activo bancário, a diferença mais acentuada provém da estrutura temporal dos créditos e do regime de bonificações e finalidades. Contudo, pode verificar-se uma evolução nítida dos bancos comerciais para créditos superiores a 1 ano (14% do total em 1979 e 38% em 1984) e a 5 anos (3% e 14% respectivamente).

A estratégia defensiva dos bancos comerciais, de diversificação do seu activo, parece constituir a explicação fundamental. Por conseguinte, pode provavelmente aceitar-se a hipótese de que a concorrência entre organizações as conduziu a uma homogeneidade crescente. Com efeito, a recessão e a instabilidade política e governamental, ou seja, a existência de um horizonte temporal muito curto, não favorece a especialização, provocando esta um aumento do risco e de vulnerabilidade potencial da organização. A fraqueza da criação de produtos financeiros até 1984 constitui um outro sintoma da situação enunciada.

Deste modo, assiste-se a uma *diferenciação externa* ao sistema, em primeiro lugar pela criação de estabelecimentos financeiros não bancários (sociedades de *leasing*, de *factoring*, de investimento, etc.) e, em seguida, pela criação de bancos privados muito mais aguerridos e competitivos.

A pertinência da questão da especialização bancária para o desenvolvimento económico necessita de algum esclarecimento. Quando o sistema bancário assegura o financiamento quase total da economia, ele desempenha uma verdadeira função de orientação do investimento. Na ausência de competências específicas, esta orientação procura fundar-se sobre garantias jurídicas. A minimização do risco pelas instituições bancárias acarreta, por conseguinte, uma *tendência de conservação* em detrimento de uma *tendência de transformação* e favorece a estagnação empresarial e tecnológica, de que decorrem, em última análise, dificuldades para a criação de novos segmentos produtivos.

452 ¹³ A tendência para a indiferenciação relativa dentro do sistema bancário verificou-se igualmente ao nível internacional, através da tendência para o *universal banking*.

4.5 PORTUGAL: UMA ECONOMIA DE ENDIVIDAMENTO RESTRINGIDA

O conceito de economia de endividamento, que remonta a um curto texto de Hicks de 1974, foi adoptado a partir de 1978, em França, por economistas como Lévy-Garboua e Gérard Maarek¹⁴, primeiro com uma finalidade descritiva e da modelização abstracta, depois como suporte da modelização financeira de boa parte dos modelos macroeconómicos franceses (METRIC, DEFI, COPAIN, OFCE anual, designadamente). A concepção de base é a de que os sistemas financeiros e as modalidades de financiamento são casos derivados de dois tipos ideais (a economia de endividamento e a economia de mercados financeiros), relevando não de opções técnicas ou de política, mas de estruturas do sector não monetário e, em última análise, de relações macroeconómicas estáveis. As consequências teóricas e práticas deste facto são consideráveis. Teóricas, porque a integração da moeda na teoria macroeconómica deve ser repensada¹⁵. Práticas, porque a condução da política monetária deve reflectir a especificidade de financiamento dominante.

A larga hegemonia anglo-saxónica na produção teórica sobre questões monetárias e financeiras conduziu à generalização do que era tão-somente um caso específico de financiamento, a saber, o financiamento directo. Nas economias de mercados financeiros — de que os EUA são paradigma —, as empresas recorrem à emissão de títulos como forma de obter financiamento externo, geralmente complementar, visto que a sua capacidade de autofinanciamento é elevada. Perante uma dívida pública de grande dimensão, o Estado emite títulos de curto e longo prazo, sustentando de forma decisiva a expansão e o nível de actividade dos mercados financeiros. A política monetária recorre largamente à intervenção num grande mercado aberto, através da compra e venda de títulos, actuando quer sobre a liquidez, quer sobre o nível das taxas de juro. A estrutura e o nível das taxas de juro de mercado reflectem as capacidades de financiamento de economia, por um lado; por outro, influenciam significativamente o nível de actividade na economia real, designadamente por via do investimento. Neste quadro, o papel do sistema bancário no financiamento global é relativamente modesto.

Compreende-se que este modelo — em que as carteiras de títulos têm uma importância significativa no balanço dos agentes económicos, incluindo os bancos —, base da maior parte da produção teórica no domínio monetário e, por extensão, da maioria dos manuais reputados de macroeconomia, está muito distante da realidade de grande número de economias, desde a francesa à portuguesa, as quais cabem na designação genérica de economias de endividamento.

¹⁴ Ver V. Lévy-Garboua, «Le taux de change et la politique monétaire dans une économie d'endettement», in *Annales de l'INSEE*, n.º 32, 1978, pp. 3-31, e G. Maarek, «Monnaie et inflation dans une économie d'endettement», in *Revue d'économie politique*, vol. LXXXVIII, n.º 1, Janeiro/Fevereiro de 1978, pp. 95-119. Ver ainda a abordagem, que é considerada precursora das anteriores, de R. Airikkala e T. R. G. Bingham, «The Formulation and Conduct of Monetary Policy in an Open Overdraft Economy: the Case of Finland», in *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, n.º 6, 1978, pp. 87-98 (comunicação ao Séminaire des Banques Centrales et des Institutions Centrales, Paris, Abril de 1977).

¹⁵ Veja-se a propósito Vivien Lévy-Garboua e Bruno Weymuller, *Macroéconomie Contemporaine*, Paris, Economica, 2.ª ed., 1981 (1.ª ed., 1979), 742 pp.

Aquilo que caracteriza uma economia de endividamento não é, em termos rigorosos, o nível do endividamento, mas antes o tipo de relações presentes.

As empresas, cuja capacidade de autofinanciamento é agora claramente inferior, financiam-se junto do sistema bancário e das instituições financeiras não monetárias, na impossibilidade de obterem recursos nos pouco desenvolvidos mercados financeiros. Os bancos de segunda ordem, por sua vez, dirigem-se ao banco central, na procura de refinanciamento. Este, que pode, em termos quantitativos, ser inferior ao financiamento obtido no mercado monetário, desempenha um papel fundamental no equilíbrio do sistema.

Dada a ligação entre o nível do crédito bancário e o nível de actividade da economia, o banco central dificilmente pode recusar o refinanciamento do sistema, sob pena de o precipitar em grave crise.

A existência de uma procura de crédito, que estruturalmente toma a dianteira da oferta de crédito, deve ser procurada ao nível da relação entre taxa de investimento desejada e taxa de poupança realizada, ou, posto noutros termos, num mecanismo antecipativo de criação de capital por emissão monetária. O papel das taxas de juro como elemento regulador do mercado apresenta-se muito reduzido. Na realidade, tendem a vigorar taxas de juro administradas. As limitações que recaem sobre o banco central no tocante ao refinanciamento dos bancos de segunda ordem levam-no a ter de avançar o seu controlo até ao degrau inferior da pirâmide bancária, ao nível de relação dos bancos de segunda ordem com os agentes não bancários. O enquadramento de crédito surge como consequência lógica, sempre que o objectivo é a travagem do crescimento, quer por virtude de objectivos anti-inflacionistas, quer por virtude de objectivos de equilíbrio externo.

Recuperando agora o que ficou dito em 4.2, ou seja, a fraquíssima capacidade de autofinanciamento das empresas e a sua dependência do crédito bancário, é possível avançar a aderência do caso português à «economia de endividamento». A plena expansão desta, contudo, só foi possível, após 1974, com a implantação de um novo regime monetário e, aliás, num período breve. É o período em que tem lugar uma enorme expansão do refinanciamento do banco central, observada na estrutura do seu activo (ver quadro n.º 5).

Logo em 1978, revelando-se muito grave a situação das disponibilidades cambiais do País (ver quadro n.º 6), as autoridades monetárias impõem o enquadramento do crédito, no âmbito do primeiro acordo com o FMI, assinado em Maio desse ano. A restrição externa afirma-se, por conseguinte, como um limite incontornável à expansão total da economia de endividamento e, num sentido mais lato, à realização de toda a potencialidade de crescimento da economia. É nessa perspectiva que é possível falar de uma economia de endividamento restringida, de forma estrutural, pelo confronto com o exterior.

O primeiro acordo com o FMI marca, deste modo, os limites à expansão do crédito interno. Contudo, a taxa de endividamento global da economia continuou a aumentar, através da substituição de crédito interno por crédito externo (ver quadro n.º 7). A geração de uma unidade de produto está associada, por conseguinte, a uma circulação crescente de recursos financeiros, expressa pela *ratio* intensidade de circulação financeira (Σ capacidades de financiamento positivas/poupança interna): 0,488 em 1977, 0,606 em

Situação cambial da economia portuguesa (milhares de contos)

[QUADRO N.º 6]

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979(a)	1980(b)	1981	1982	1983	1984
1. Disponibilidades líquidas sobre o exterior (DLX)	49 965	58 770	68 909	77 371	62 039	38 457	15 528	-33 484	-18 879	42 091	339 389	411 771	569 539	760 067	1 041 991
(Idem em milhões de US\$)	—	—	—	—	—	—	—	—	-410	846	6 399	6 311	6 395	5 782	6 155
1.1 Banco de Portugal	43 241	53 010	62 909	72 088	54 951	31 672	8 197	-13 377	-4 926	7 636	276 259	336 839	465 955	575 314	772 362
1.2 Outras instituições monetárias	6 724	5 760	6 000	5 283	7 088	6 785	7 331	-20 107	-13 953	34 455	63 130	74 932	103 584	184 753	269 629
2. Importações	53 825	62 576	72 491	93 211	140 161	121 050	141 658	205 109	248 447	358 900	541 093	670 400	822 100	973 000	1 248 600
3. DLX/importações (1./2.)	92,8%	93,9%	95,1%	83,0%	44,3%	31,8%	11,0%	-16,3%	-7,6%	11,7%	62,7%	61,4%	69,3%	78,1%	83,5%

(a) Série nova. Relativamente à anterior, a diferença é que as disponibilidades e responsabilidades do País para com o FMI passam a ser valorizadas à taxa de câmbio corrente DSE/ESC.
(b) Revalorização do ouro.

Fonte: Relatórios do Banco de Portugal e Contas Nacionais, INE.

Endividamento total da economia (milhões de contos)

[QUADRO N.º 7]

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979(a)	1980	1981	1982	1983	1984
1. Crédito total	—	—	—	—	—	—	1 332,7	1 621,6	2 256,0	3 162,5	4 233,1	5 390,8
1.1 Interno	259,2	314,2	372,5	518,3	702,6	877,9	1 103,4	1 246,1	1 651,1	2 131,7	2 687,7	3 325,7
Percentagem	—	—	—	—	—	—	(82,8%)	(76,8%)	(73,2%)	(67,4%)	(63,5%)	(61,7%)
1.2 Externo	—	—	—	—	—	—	229,3	375,5	604,9	1 030,8	1 543,4	2 065,1
Percentagem	—	—	—	—	—	—	(17,2%)	(23,2%)	(26,8%)	(32,6%)	(36,5%)	(38,3%)
2. PIB (preços correntes)	280,5	337,8	381,5	467,7	624,2	780,3	994,4	1 235,0	1 465,4	1 848,0	2 279,1	2 805,5
1./2	—	—	—	—	—	—	1,340	1,313	1,540	1,711	1,857	1,992
1.1./2	0,924	0,930	0,976	1,108	1,126	1,125	1,110	1,009	1,127	1,154	1,179	1,185

(a) Ruptura de série.

Fonte: Relatórios do Banco de Portugal.

1978, 0,630 em 1979, 0,877 em 1980, 0,850 em 1981, 0,907 em 1982, 0,843 em 1983 e 1,043 em 1984 (vide quadro n.º 8).

Outro indicador deste fenómeno de «financiarização» é o peso do balanço consolidado do sector bancário no PIB pm. Em 1974 era de 129,1%, atingindo os 217,6% em 1974 (vide quadro n.º 9).

5. POLÍTICA MONETÁRIA, DÉFICE EXTERNO E REESTRUTURAÇÃO ECONÓMICA

5.1 AUTONOMIA, LIMITAÇÕES E CONTRADIÇÕES DA POLÍTICA MONETÁRIA

Articulada com a política cambial, a política monetária protagonizou os esforços de estabilização conjuntural a partir de 1977-78, nomeadamente no que se refere ao défice externo. Três razões fundamentais contribuíram para tal:

- a) A fraquíssima margem de manobra da política orçamental, devido à enorme expansão da protecção social e dos serviços de educação, de saúde, etc. Deste modo, o défice orçamental passou de 2,1% do PIB em 1974 para 13,4% em 1984;
- b) A instabilidade governamental e os ciclos eleitorais de aproximadamente dois anos¹⁶. Estes provocaram fenómenos de satisfação de clientelas partidárias e de captação eleitoral por «via orçamental». A resolução dos conflitos entre clientelas fez-se, de modo geral, menos por substituição que por acumulação —de pessoal, de serviços, etc.—, processo politicamente muito mais indolor, mas orçamentalmente muito mais doloroso.
- c) A primazia temporal da crise monetária e financeira sobre a crise industrial e económica, tanto sob a forma de dificuldades drásticas de liquidez das empresas, como sob a forma da restrição financeira ao nível macroeconómico.

Contudo, a autonomia da política monetária é limitada: em primeiro lugar, porque depende da configuração do sistema financeiro; em segundo lugar, porque a sua acção se desenrolou a par com a progressão das restrições; e, finalmente, porque a sua margem de liberdade foi constantemente determinada pela restrição externa (concebida como a manifestação da confrontação da ordem produtiva e social, com um «exterior» comandado por normas de produção mais evoluídas), por um lado, e pelas exigências de financiamento do défice público, por outro.

5.2 AS CONDIÇÕES ESTRUTURAIS DA POLÍTICA MONETÁRIA

A eficácia da política monetária prosseguida —no sentido da velocidade e do grau de impacte dos ajustamentos sobre o défice externo— esteve estreitamente associada à forma específica do sistema financeiro.

¹⁶ Sobre a influência dos ciclos político-eleitorais na condução da política económica ver Moura (1981).

Intensidade de circulação financeira(a)

[QUADRO N.º 8]

Unidade: milhares de contos

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1. Σ das capacidades de financiamento positivas	60 179	118 173	173 645	295 902	285 950	345 242	387 691	552 159	742 483	729 602
2. Poupança bruta	123 213	194 946	275 771	337 314	336 291	380 522	459 966	529 297	739 624	1 103 075
1./2.	0,488	0,606	0,630	0,877	0,850	0,907	10,843	1,043	1,044	0,661

(a) A intensidade de circulação financeira é definida por: somatório das capacidades de financiamento positivas/poupança bruta.

Fonte: *Contas Nacionais*, INE.

Peso do activo do Banco de Portugal na economia (milhares de contos)

[QUADRO N.º 9]

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Total do activo do Banco de Portugal	90 901	113 299	166 698	255 354	296 839	349 810	409 306	529 245	731 485	999 831	1 472 432	1 664 825 (1 654 655)(a)	1 724 785
2. PIB _{pm} (preços correntes)	280 500	337 800	381 499	467 655	624 234	780 300	994 400	1 235 010	1 465 400	1 848 000	2 279 100	2 805 500	3 524 800
3. = 1./2 (percentagem)	32,4%	33,5%	43,7%	48,2%	47,6%	44,8%	41,2%	42,9%	49,9%	54,1%	64,6%	59,3% (59,0%)	48,9%

(a) O valor de 1984 foi readaptado em 1985 (ver novo valor entre parênteses) em virtude da entrada em vigor do novo Plano de Contas do Banco.

Fonte: *Relatórios do Banco de Portugal*.

Com efeito, a adopção sucedida da abordagem monetária da balança de pagamentos¹⁷ baseou-se nas seguintes condições:

- 1) A centralização pelo sector bancário da totalidade das disponibilidades em divisas (com excepção das disponibilidades clandestinas), possibilitada por um controlo de câmbios severo;
- 2) O controlo pelo sector bancário da liquidez da economia, sendo praticamente inexistentes, no período, os mercados financeiros alternativos;
- 3) A resposta rápida e em bloco do sector bancário perante as alterações de política, aceitando este inclusive partilhar os «custos» da política adoptada. A nacionalização e a centralização bancárias estiveram na origem desta condição.

A mutação do sistema financeiro encetada em 1984-85, com o desenvolvimento dos mercados financeiros e a consequente desintermediação, veio abalar os próprios fundamentos da política monetária. Assim, o agregado L (activos líquidos na posse do público) substitui M_2 , como variável base da programação monetária; e os controlos directos perderam eficácia, devendo ser substituídos por instrumentos mais flexíveis¹⁸.

5.3 A PROGRESSÃO DAS RESTRIÇÕES

Se passarmos de uma visão meramente em termos de fluxos para uma visão em termos patrimoniais, podemos verificar que um modelo de política de estabilização se encaminha para o seu esgotamento à medida que vai consumindo os sucessivos patrimónios que o viabilizam.

É neste sentido que se pode falar de uma progressão das restrições sobre a política monetária, a par da sua actuação, no período em análise. Cronologicamente, o processo pode ser descrito do seguinte modo:

1. A política económica e monetária expansionista de 1974-76 é posta perante o *rápido esgotamento do «stock» de divisas*. As disponibilidades líquidas sobre o exterior, que representavam 83 % das importações em 1973, passam a 44 % em 1974, 32 % em 1975, 11 % em 1976 e, finalmente, a -16,3 % em 1977.

2. O primeiro acordo com o FMI — assinado em Maio de 1978 —, consagra uma política monetária restritiva, a qual conduziu a uma melhoria rápida das disponibilidades cambiais. Consegue inverter-se o défice da

¹⁷ Que pode, em termos simplificados, ser ilustrada pela equação $\Delta DLX + \Delta CIT = \Delta M_2 + \Delta Div.$, obtida a partir do balanço consolidado do sistema monetário. Dela decorre que, fixando como objectivo a variação das disponibilidades líquidas sobre o exterior (ΔDLX), a variação do crédito interno total (ΔCIT) torna-se o instrumento, uma vez estimadas as variações da massa monetária (ΔM_2) e dos diversos líquidos do sistema ($\Delta Div.$). A imposição de limites quantitativos ao crédito interno, conjugada com o aumento pronunciado das taxas de juro e uma desvalorização cambial programada, permitiu, a partir de 1978, a melhoria da situação cambial da economia, à custa da travagem do crescimento. Esta a política consagrada no 1.º acordo com o FMI, de Maio de 1978. O 2.º acordo, de Setembro de 1983, representa uma reformulação muito mais restritiva deste tipo de política, com o alargamento do controlo ao crédito externo. O recurso crescente a este tipo de crédito havia induzido um endividamento externo bastante severo.

balança de transacções correntes, o qual, representando 8% do PIB em 1976 e 9,2% em 1977, se reduz para 4,5% em 1978 e 0,2% em 1979. Todavia, este resultado foi em grande medida consequência do *reajustamento patrimonial* dos detentores de poupança, a favor de activos titulados em moeda nacional, de que se podem citar alguns exemplos:

- a) O afluxo das remessas de emigrantes acumuladas durante anos no exterior, ultrapassando a sua taxa anual de crescimento os 60% em 1977, 1978 e 1979, para cair em seguida ao nível de cerca de 20%¹⁹;
- b) O afluxo de poupança interna ao sistema bancário sob a forma de depósitos a prazo, desviando-a de aplicações com impacte negativo sobre a balança de transacções correntes (especulação em divisas, antecipação do consumo de bens duradouros importados, etc.). Deste modo, a taxa de crescimento anual dos depósitos a prazo situa-se à volta de 40% de 1977 a 1981²⁰.

Sendo reversível, a recomposição do património é, contudo, um fenómeno finito, não susceptível de prosseguir indefinidamente.

3. A política encetada em 1977-78 teve ainda um outro impacte decisivo sobre as contas externas: a espectacular evolução da balança de capitais a partir de 1978, sob a forma de empréstimos externos contraídos nomeadamente pelas empresas públicas, induzidas a fazê-lo, e pelo Estado. A consequência deste fenómeno foi o aumento da *dívida externa*, a qual passou de 2,9 biliões de dólares em 1976 (19,5% do PIB) a 15 biliões em 1984 (78,1% do PIB).

4. O quarto elemento diz respeito à deterioração do *património bancário*. Com efeito, a partir de 1978, os bancos são compelidos a captar recursos cada vez mais caros, porque neles os depósitos a prazo são cada vez mais predominantes, ao mesmo tempo que lhes é limitada a concessão de crédito. O coeficiente anual de transformação cai de 1,27, em 1977, para 0,85, em 1984.

Em consequência, a margem bancária (remuneração do crédito — custo dos depósitos) torna-se negativa, em 1981, para os bancos comerciais e, em 1983, para o conjunto das OIM. É de assinalar ainda, no período, o aumento dos créditos de cobrança duvidosa, os quais atingem 12,1% do crédito total em 1984.

5. A progressão da *dívida pública* constitui a quinta restrição em agravamento. Efectivamente, a dívida pública directa total passou de 33,9% do PIB em 1977 para 61,1% em 1984 e o seu serviço (juros mais amortizações) de 2,1% do PIB para 10,9%, respectivamente.

5.4 OS DOIS DILEMAS MONETÁRIOS DA ECONOMIA PORTUGUESA

No período considerado (1974-84), a lógica bancária privilegiou os devedores com o fim de não precipitar a sua falência. Os grandes devedores continuaram então a obter empréstimos para fazer face aos compromissos decor-

¹⁹ Ver *Boletins Trimestrais do Banco de Portugal*.

²⁰ O que inclui, é certo, o já referido afluxo de remessas (depósitos de emigrantes) e a alteração na estrutura interna dos depósitos (de à ordem para a prazo). Ver *Relatórios do Banco de Portugal*.

rentes de empréstimos anteriores, apostando os bancos numa recuperação a prazo dos seus créditos. Apesar de ter permitido evitar a catástrofe, este fenómeno converteu-se num dos dilemas fundamentais do período. Efectivamente, como operar a reestruturação produtiva que a crise exige — e que o confronto com o exterior torna imperativa —, quando o sistema financeiro prossegue uma lógica de actuação (aparentemente induzida pelo próprio confronto com o exterior) que objectivamente favorece os «antigos poderes produtivos» (conforme a expressão de Aglietta e Orléan, 1982)?

O segundo dilema, ou paradoxo, da economia portuguesa consistiu na esterilização maciça de meios financeiros não só potenciais (criação de moeda bancária), como efectivos (poupança *ex ante*), e de que o indicador mais saliente é a referida queda do coeficiente de transformação do sector bancário. Numa economia de endividamento como a de Portugal, esta esterilização provoca, de imediato, uma esterilização de capital.

Para alguns, a solução consistiria, em larga medida, na superação do modo de financiamento dominante no período, ou seja, na expansão dos mercados financeiros. Com efeito, após 1985-86 foi levada a cabo uma desintermediação progressiva. Contudo, o sistema bancário vai continuar a desempenhar o papel fundamental, nomeadamente em virtude da estrutura financeira e da dimensão dominante das empresas portuguesas. Por conseguinte, a reconversão produtiva não pode ter lugar sem uma profunda remodelação do papel do sistema bancário.

A passagem da gestão monetária de um papel predominantemente passivo a um papel de apoio mais activo à reconversão depende de dois factores fundamentais:

- Da existência de estratégias de reconversão que claramente estabeleçam sectores prioritários a reestruturar, actividades a introduzir, actividades a abandonar;
- Do aumento sistemático da sua selectividade.

Isto significa que a reconfiguração do regime de acumulação exige um certo número de escolhas exógenas à dinâmica do sistema, visto que, em situação de crise, a redução drástica do horizonte temporal dos agentes inibe os investimentos longos em actividades novas.

Por outro lado, é necessário abandonar os quadros teóricos tradicionais. Efectivamente, a representação macroeconómica tradicional não se limita a formalizar as restrições existentes, ela introduz novas restrições — por agregação e simplificação excessivas. A pobreza das soluções é resultado, em larga medida, da pobreza das representações. A procura dos graus de liberdade do sistema deve ser prosseguida, tendo em conta que se trata de apoiar a instauração de um regime de acumulação capaz de «resistir» à prova do confronto com o exterior.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, Michel (1980), «La dévalorisation du capital: étude des liens entre accumulation et inflation», in *Économie appliquée*, vol. XXXIII, n.º 2, 1980, pp. 387-423.
- AGLIETTA, Michel (1984), «Les régimes monétaires de crise», in *Critiques de l'économie politique*, n.º 26-27, Janeiro/Feveiro de 1984, pp. 210-223.
- AGLIETTA, Michel, e Orléan, André (1982), *La violence de la monnaie*, Paris, PUF, 1982, 324 pp.
- AIRIKKALA, R., e Bingham, T. R. G. (1978), «The Formulation and Conduct of Monetary Policy in an Open Overdraft Economy: the Case of Finland», in *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, n.º 6, 1978, pp. 87-98.
- BESSA, Daniel (1988), *O Processo Inflacionário Português — 1945-1980*, Porto, Edições Afrontamento, 1988, IV + 731 pp.
- BOYER, Robert (1983), «Formes d'organisation implicites à la 'Théorie Générale' — Une interprétation de l'essor puis de la crise des politiques économiques keynésiennes», in *CEPRE-MAP*, n.º 8402, Dezembro de 1983, 26 pp.
- CARDOSO, Maria Teodora (1986), «O desenvolvimento do sistema financeiro — Uma questão de estratégia», in *Euroexpansão*, n.º 35, Agosto/Setembro de 1986, pp. 34-37.
- CHOINEL, Alain, e Rouyer, Gérard (1985), *Le système bancaire français*, Paris, PUF, 3.ª ed., 1985 (1.ª ed., 1981), 127 pp., col. «Que-Sais-Je?», n.º 1264.
- CONSTÂNCIO, Vitor (1987), «Perspectivas de evolução do sistema financeiro português», in *Revista da Banca*, n.º 1, Janeiro/Março de 1987, pp. 19-31.
- COUDRAT, Caroline (1986), «Système et marchés financiers américains», in *Les cahiers français*, n.º 224, Janeiro/Feveiro de 1986, pp. 26-42.
- DE BRUNHOFF, Suzanne (1979), *Les rapports d'argent*, Grenoble, PUG-Maspero, 1979, 221 pp.
- DE BRUNHOFF, Suzanne, e Cartelier, Jean (1974), «Une analyse de l'inflation», in *Chronique sociale de France*, n.º 4, 1974, pp. 47-60.
- DI RUZZA, Fortuné (1983), «Crise et monnaie — quelques hypothèses de recherche», in *GRREC, Crise et Régulation*, Grenoble, GRREC, Université des Sciences Sociales de Grenoble, 1983, pp. 192-234.
- LAVOIE, Marc (1985), «La thèse de la monnaie endogène face à la non-validation des crédits», in *Économies et sociétés*, vol. 19, n.º 8, Agosto de 1985, pp. 169-195.
- LÉVY-GARBOUA, Vivien (1978), «Le taux de change et la politique monétaire dans une économie d'endettement», in *Annales de l'INSEE*, n.º 32, 1978, pp. 3-31.
- LÉVY-GARBOUA, Vivien, e WEYMULLER, Bruno (1981), *Macroéconomie contemporaine*, Paris, Economica, 2.ª ed., 1981 (1.ª ed., 1979), 742 pp.
- LIPIETZ, Alain (1983), *Le monde enchanté. De la valeur à l'envol inflationniste*, Paris, La Découverte-Maspéro, 1983, 204 pp.
- MAAREK, Gérard (1978), «Monnaie et inflation dans une économie d'endettement», in *Revue d'économie politique*, vol. LXXXVIII, n.º 1, Janeiro/Feveiro de 1978, pp. 95-119.
- MATEUS, Augusto (1983), «Economia portuguesa: que crise?», in *Economia e Socialismo*, n.º 59, Outubro/Dezembro de 1983, pp. 5-25.
- MOURA, Francisco Pereira de (1981), «Ciclos políticos e modelos político-económicos», in *Estudos de Economia*, n.º 3, Maio/Agosto de 1981, pp. 263-288.
- PALHA, Ana Maria de Castro (1983), «Sistema bancário e financeiro em Portugal», in *Documento de Trabalho*, n.º 3, Banco de Portugal, Abril de 1983, 32 pp.
- PINTO, João Costa (1984), *Estrutura e Funcionamento dos Sistemas Bancários da CEE*, Lisboa, Banco Fonsecas & Burnay, 1984, 134 pp.
- RENVERSEZ, Françoise (1986), «Facteurs constitutifs d'une économie d'endettement», in *Les cahiers français*, n.º 224, Janeiro/Feveiro de 1986, pp. 3-22.
- RODRIGUES, Maria João (1988), *O Sistema de Emprego em Portugal — Crise e Mutações*, Lisboa, Publicações Dom Quixote, 1988, 307 pp.
- SALAVISA, Isabel (1987), *Gestão Monetária e Regulação em Portugal (1974-1984)*, tese de mestrado em Economia, Lisboa, ISE, 1987, 160 pp.
- SANTOS, Boaventura de Sousa (1984), «A crise e a reconstituição do Estado em Portugal (1974-1984)», in *Revista Crítica de Ciências Sociais*, n.º 14, Novembro de 1984, pp. 7-29.
- SIMON, Claude (1984), *Les banques*, Paris, La Découverte, col. «Repères», n.º 21, 1984, 128 pp.
- SOUSA, Fernando Freire, *Contrainte extérieure et régulation macroéconomique dans les économies semi-industrialisées: le cas du Portugal*, tese de doutoramento de 3.º ciclo, Paris, Université de Paris I, s. d., 843 pp.