

**ESTABILIDADE MONETÁRIA, DISCIPLINA ORÇAMENTAL
E DESEMPENHO ECONÓMICO EM PORTUGAL DESDE 1854**

Eugénia Mata e Nuno Valério

1. UMA VISÃO GERAL.

O quadro 1 apresenta um resumo do comportamento das principais variáveis relativas ao desempenho económico, à evolução monetária, às contas externas e às finanças públicas em Portugal entre 1854 e 1990. Além do período global em estudo, foram considerados subperíodos definidos de acordo com o comportamento das variáveis acima mencionadas. Dados anuais são apresentados no apêndice estatístico.

A imagem global que emerge deste resumo apresenta cinco aspectos principais.

Primeiro, todas as variáveis têm tendências ascendentes de longo prazo. Além disso, o produto interno bruto real por habitante apresenta também uma tendência ascendente de longo prazo, o que significa que Portugal partilhou, pelo menos durante períodos significativos, a experiência do crescimento económico moderno.

Segundo, fases de maior inflação apresentam em média um menor crescimento económico, ou mesmo diminuições da actividade, e fases de menor inflação, ou de preços estáveis ou mesmo em declínio, estão associadas com crescimento real mais rápido. Quando a taxa de inflação diminui de uma fase para a seguinte, o produto interno bruto real cresce mais rapidamente, e quando a taxa de inflação aumenta de uma fase para a seguinte, o crescimento desacelera.

Terceiro, fases de maior depreciação apresentam em média um crescimento económico mais lento, ou mesmo diminuições da actividade, e fases de menor depreciação, ou de taxa de câmbio estável ou mesmo em apreciação, estão associadas com crescimento real mais rápido. Quando a taxa de câmbio tem uma maior depreciação numa fase do que na precedente, o crescimento desacelera, e quando a taxa de câmbio é mais estável numa fase do que na precedente, o produto interno bruto real cresce mais rapidamente. Há, porém, uma excepção: durante a Segunda Guerra Mundial (1940-1945) a taxa de câmbio esteve tão estável como durante a fase precedente (e a seguinte), mas o desempenho económico foi claramente pior - veja-se adiante a secção 6. As fases do

Quadro 1 - Contas públicas, evolução monetária e desempenho económico em Portugal 1854-1990: um resumo

	ano	piB real % p.a	deflador do piB % p.a	oferta de moeda % p.a	taxa de câmbio % p.a	balança de paga- mentos % gdp	dívida pública ao B.P. % p.a.	saldo contas públicas % gdp
Período global	1854-1990	2.4	4.6	8.8	*3.5	-0.2	9.2	2.3
Padrão-ouro	1854-1891	2.8	***0.0	3.2	**0.0	0.0	***1.2	1.5
'Belle époque'	1891-1914	0.9	0.6	2.6	-0.8	-1.8	1.5	0.3
Inflação da guerra e pós-guerra	1914-1924	***-2.2	27.6	31.2	25.7	-11.1	43.4	6.3
Estabilização	1924-1939	4.4	-1.1	6.1	0.6	-4.1	-2.6	0.5
Segunda Guerra Mundial	1940-1945	***-1.6	9.2	25.0	-1.5	3.2	-0.3	0.9
Prosperidade do pós-guerra	1946-1973	5.4	2.0	9.0	***0.2	-1.5	-0.2	1.1
Anos recentes	1974-1990	2.9	17.8	21.3	13.2	-0.7	31.7	8.0

* apenas 1891-1990

** estável sob o padrão-ouro

*** estatisticamente não significativo (teste F com intervalo de confiança de 1%)

padrão-ouro e a 'belle époque' podem parecer proporcionar outro exemplo, mas a tendência ascendente calculada para a taxa de câmbio durante a 'belle époque' é enganadora, como se verá adiante na secção 4.

Quarto, fases de maior crescimento da oferta de moeda apresentam em média um menor crescimento económico, ou mesmo diminuições da actividade, e fases de menor crescimento da oferta de moeda estão associadas com crescimento real mais rápido. Quando o aumento da oferta de moeda acelera de uma fase para a seguinte, o crescimento desacelera, e quando o aumento da oferta de moeda diminui de uma fase para a seguinte, o produto interno bruto real cresce mais rapidamente. Há, porém, também uma excepção: o aumento da oferta de moeda diminuiu da fase do padrão-ouro (1854-1890) para a 'belle époque' (1891-1913), mas o desempenho económico também se deteriorou - veja-se adiante a secção 3.

Quinto, o comportamento das variáveis monetárias parece claramente relacionado com o comportamento das contas públicas e externas. Os preços e a taxa de câmbio estiveram ambos estáveis durante a fase do padrão-ouro (1854-1891) ou quando houve saldos positivos (ou saldos negativos pequenos) nas contas públicas, mas o sistema monetário do padrão-ouro foi incapaz de sobreviver no longo prazo por causa dos saldos negativos nas contas públicas, como se verá adiante na secção 2. Sempre que houve saldos negativos significativos nas contas públicas, os preços subiram, independentemente da forma como os saldos negativos foram financiados. Saldos positivos da balança de pagamentos foram responsáveis pelas pressões inflacionistas nas fases em que os saldos negativos das contas públicas foram financiados por empréstimos no mercado, como durante a Segunda Guerra Mundial (1940-1945) e a guerra colonial (1961-1973). Sempre que houve saldos negativos nas contas públicas financiados por empréstimos junto do Banco de Portugal, além da subida dos preços, a taxa de câmbio depreciou-se.

Considerar-se-á a seguir com mais pormenor o que aconteceu durante cada uma das sete fases.

2. A FASE DO PADRÃO-OURO (1854-1891).

Portugal adoptou o padrão-ouro em 1854 (lei de 29 de Julho) e abandonou-o, provisoriamente de um ponto de vista legal, mas definitivamente para todos os fins práticos, em 1891 (decreto de 9 de Julho).

As décadas que precederam a adopção do padrão-ouro foram décadas de instabilidade monetária, veja-se Valério, (1991), e estagnação económica. A circulação de papel-moeda inconvertível emitido pelo Estado entre as décadas de

1790 e 1830 e de notas inconvertíveis emitidas pelo Banco de Lisboa entre 1846 e 1854 perturbaram o regime monetário bimetalista. A chamada Guerra Peninsular contra a França revolucionária e imperial, a independência do Brasil e várias guerras civis entre os apoiantes de regimes absolutista, liberal e democrático perturbaram a situação social e política. Apesar da falta de dados comparáveis aos que estão disponíveis para os anos posteriores a 1854, pode ser afirmado com confiança que a oferta de moeda, o nível de preços e a taxa de câmbio sofreram flutuações significativas, e que o produto interno bruto real não mostrou qualquer tendência ascendente significativa.

Num certo sentido, a adoção do padrão-ouro em 1854 foi um instrumento para pôr fim às más consequências da instabilidade monetária, que eram largamente reconhecidas pela opinião culta do país. Uma análise pormenorizada dos problemas envolvidos no processo de adoção do padrão-ouro pode ser encontrada no capítulo 4.1.

Durante a fase do padrão-ouro, a maior parte da oferta de moeda em Portugal era formada por moedas de ouro (mais precisamente por moedas de ouro britânicas importadas). A sua quantidade aumentou muito significativamente ao longo do tempo, como resultado dos saldos positivos da balança de pagamentos proporcionados pelos excessos das remessas de emigrantes e das entradas de capital sobre o saldo negativo permanente da balança comercial. É improvável que toda a acumulação de ouro tenha sido realmente adicionada ao meio circulante: uma parte importante foi quase de certeza entesourada. O hábito de entesourar moedas de ouro, especialmente entre os camponeses do Norte do país, tem sido sublinhado por estudos antropológicos e sociológicos.

De qualquer modo, tem de ser sublinhado que este esquema de equilíbrio dos pagamentos externos implicava uma dependência estreita da situação económica portuguesa de curto prazo em relação à situação do principal destino dos seus emigrantes (o Brasil) e do seu principal fornecedor de capitais (a Grã-Bretanha).

Moedas subsidiárias e notas de banco completavam a circulação de moedas de ouro. Havia um grande banco emissor em Lisboa (o Banco de Portugal) e vários pequenos bancos emissores no Norte do país, implicando um meio circulante muito diferente nos dois principais centros económicos do país (Lisboa e Porto). Nem as moedas subsidiárias, nem as notas de banco excediam cerca de um décimo do quantitativo de moedas de ouro. O montante dos depósitos bancários era ainda menor, especialmente depois que várias falências bancárias durante a década de 1870 abalaram a confiança do público no sistema bancário.

Como a possibilidade de uma desvalorização estava banida sob o padrão-ouro, para manter este sistema monetário era necessário equilibrar as

contas públicas. Os governos portugueses do período, porém, optaram apenas por um equilíbrio de longo prazo. Saldos negativos a curto prazo, para financiar investimentos públicos, especialmente numa rede de transportes modernos, para estimular o desenvolvimento económico do país, foram julgados inevitáveis. Financiar esses saldos negativos sistemáticos com empréstimos junto dos bancos emissores estava fora de questão, porque levaria ao colapso do padrão-ouro. Por isso, o governo virou-se para a contração de empréstimos no mercado. Como o mercado interno de capitais não proporcionava recursos suficientes, houve também contração de vultuosos empréstimos em mercados externos, especialmente no mercado de Londres. Esperava-se que o equilíbrio a longo prazo das contas públicas viesse a ser uma consequência do aumento das receitas públicas resultante do próprio crescimento económico (e da redução do investimento público em etapas mais avançadas do crescimento económico).

As contas públicas apresentaram saldos negativos persistentes entre 1854 e 1891. Os montantes desses saldos negativos das contas públicas podem ser considerados pequenos quando comparados com os saldos negativos posteriores. Porém, a incapacidade de lhes pôr termo veio a ser fatal para o sistema do padrão-ouro.

A ausência de equilíbrio a longo prazo das contas públicas tem de ser considerada uma consequência da incapacidade do governo de traduzir o crescimento económico em maiores receitas públicas e de moderar as despesas públicas. Houve montantes significativos de investimentos públicos durante o período, e seguiu-se algum crescimento económico (mesmo se ele não pode ser considerado uma consequência apenas do investimento público). Porém, as receitas públicas mostraram uma baixa elasticidade em relação ao produto interno bruto, e as razões que impediram um aumento significativo das receitas fiscais foram sobretudo políticas, veja-se Mata, (1993). O aumento da despesa por causa da dinâmica de acumulação da dívida (a uma taxa de juro elevada por causa da falta de confiança dos emprestadores, veja-se Valério, (1986) mostrou-se impossível de deter.

O nível de preços estagnou sob o padrão-ouro, apesar de algumas grandes flutuações de curto prazo, que podem ser explicadas pelo carácter ainda tradicional da economia portuguesa. A agricultura fornecia a maior parte do produto interno bruto e a sua produção estava altamente dependente das condições meteorológicas. As flutuações da produção eram claramente espelhadas em flutuações inversas dos preços agrícolas, que se reflectiam no índice de custo de vida, em que a alimentação tinha um alto peso. A taxa de câmbio teve um comportamento de longo prazo igualmente estável, e maior estabilidade a curto prazo, porque estava limitada pelos pontos de entrada e saída do ouro.

O produto interno bruto real apresentou uma tendência ascendente significativa, também apesar de flutuações importantes de curto prazo. A tendência

ascendente de longo prazo é tradicionalmente explicada como resultado da combinação de vários factores. Primeiro, as reformas institucionais subsequentes ao estabelecimento do regime político constitucional, as quais começaram durante a década de 1830 mas apenas foram completadas durante a década de 1860. Segundo, a política de investimentos públicos, sobretudo em meios de transporte. Terceiro, os estímulos provenientes do crescimento dos países europeus mais desenvolvidos. Quarto, o uso das oportunidades de recuperação pelos empresários portugueses. Por último (mas talvez não o menos importante), a estabilidade monetária. Algumas das flutuações de curto prazo podem ser relacionadas com as flutuações da produção agrícola - é o caso da crise de meados da década de 1850 já visível nos dados apresentados. Outras devem ser relacionadas com a evolução da situação económica do Brasil e da Grã-Bretanha, por causa do papel que eles desempenhavam como parceiros económicos de Portugal como explicado atrás - é o caso da crise de meados da década de 1870 e também o caso da crise de princípios da década de 1890 que conduziu à suspensão do padrão-ouro.

Portugal conseguiu manter-se no sistema monetário do padrão-ouro durante quase quarenta anos porque os saldos negativos das contas públicas eram suficientemente pequenos para serem facilmente financiados através de empréstimos contraídos no mercado.

Nos anos económicos cruciais de 1890-1891 e 1891-1892, porém, vários problemas deram origem a uma falta de confiança geral. Primeiro, o Brasil viveu um período de instabilidade social e política, por causa da abolição da escravatura (1888) e do derrube da monarquia (1889). Segundo, houve um conflito diplomático com a Grã-Bretanha sobre vários territórios da África Austral, que conduziu a um ultimato britânico (14 de Janeiro de 1890) exigindo a retirada portuguesa dos territórios que formam hoje os estados do Malávi, da Zâmbia e do Zimbabué. Terceiro, os Baring Brothers, que eram o banqueiro em Londres do governo português, estiveram por algum tempo à beira da bancarrota, sobretudo por causa dos seus negócios sul-americanos. Quarto, uma revolução republicana rebentou no Porto em 31 de Janeiro de 1891 (e foi prontamente sufocada). Quinto, uma tentativa para emitir um empréstimo em mercados externos para obter liquidez internacional fracassou. Uma corrida aos bancos para trocar as notas de banco por moedas de ouro não pôde ser parada. Uma moratória de sessenta dias foi decretada em 9 de Maio de 1891. As autoridades monetárias tentaram assegurar o retorno à normalidade importando metal para ser amoedado, mas foi impossível ultrapassar as dificuldades. Como consequência, o padrão-ouro português entrou em colapso.

Assim, numa perspectiva de curto prazo, o fim do padrão-ouro português em 1891 foi uma consequência dos saldos negativos excepcionalmente altos das contas públicas, da redução das remessas de emigrantes devida à crise brasileira, e da impossibilidade do mercado de Londres (e especialmente dos Baring

Brothers) de apoiar o governo português por causa da crise internacional. Porém, numa perspectiva de longo prazo, é possível dizer que a sobrevivência do padrão-ouro era impossível, por causa da tendência ascendente das despesas públicas devida à dinâmica de acumulação da dívida e por causa do elevado saldo negativo da balança comercial. Um aumento significativo das receitas públicas e alguma evolução no sentido do equilíbrio do comércio externo teriam sido necessários para dar estabilidade de longo prazo ao padrão-ouro português.

3. A 'BELLE ÉPOQUE' (1891-1914).

Os acontecimentos que conduziram à suspensão do padrão-ouro em 1891 foram certamente um ponto de viragem na história monetária e financeira portuguesa. Portugal foi conduzido a uma fase de maior instabilidade monetária e de pior desempenho económico do que a do padrão-ouro, embora muito melhor do que o que estava para vir com a Primeira Guerra Mundial.

A composição da oferta de moeda mudou radicalmente: as moedas de ouro foram entesouradas ou exportadas, provocando um declínio muito rápido da oferta de moeda em 1891. O efeito está certamente exagerado nos dados apresentados, porque uma parte significativa das moedas de ouro estavam provavelmente já fora de circulação. As notas de banco tornaram-se a maior parte da oferta de moeda e gradualmente cresceram até montantes comparáveis aos das moedas de ouro que circulavam anteriormente. As moedas subsidiárias e os depósitos bancários mantiveram-se rubricas menos importantes da oferta de moeda. Reis, (1991) argumenta que as moedas de ouro se mantiveram em circulação pelo menos até à Primeira Guerra Mundial, mas as moedas de ouro estavam comercialmente sobrevalorizadas e tendiam a aumentar o seu valor comercial, algo que conduz naturalmente ao entesouramento. Durante o resto da 'belle époque', a oferta de moeda portuguesa incluiria uma maioria de notas de banco, e seria sobretudo determinada pelos empréstimos do estado junto do Banco de Portugal (que se tornou o único banco emissor na sequência da crise de 1891). A taxa de crescimento da oferta de moeda parece ter sido menor do que no período do padrão-ouro, mas isso pode ser algo ilusório, por causa do entesouramento de moedas de ouro já antes de 1891, e, certamente teve consequências inflacionistas mais significativas.

Os padrões clássicos mantiveram-se como balizas do comportamento das autoridades monetárias portuguesas, durante a 'belle époque'. Assim, elas tentaram equilibrar as contas públicas e a balança comercial.

Para equilibrar as contas públicas eram necessários um aumento das receitas e uma redução das despesas. O aumento das receitas foi obtido através de um imposto sobre os juros da dívida pública interna (1891), e mais tarde por

adicionais aos impostos. A redução das despesas foi obtida pela suspensão do pagamento da amortização e de parte dos juros da dívida pública externa (1892), e mais tarde pela compressão das despesas em geral. Isto teve alguns custos políticos, que podem ter sido decisivos para estimular a oposição republicana e conduzir ao derrube da monarquia em 1910. Se bem que, os saldos negativos tenham persistido durante a maior parte do período 1891-1914, eles foram claramente menores do que durante a fase do padrão-ouro, e alguns saldos positivos começaram mesmo a aparecer, especialmente nas vésperas da Primeira Guerra Mundial.

O equilíbrio da balança comercial foi tentado através de um aumento do proteccionismo. Isso foi um fracasso a longo prazo, e pode ter contribuído para a estagnação económica que caracterizou esta fase, a qual foi também desfavorável para o equilíbrio das contas públicas e para a estabilidade social e política. A emigração aumentou, como em outros países europeus. Devido às remessas de emigrantes acrescidas, não houve qualquer pressão significativa na balança de pagamentos.

Isto não impediu alguma pressão inflacionista e alguma depreciação da unidade monetária portuguesa, na medida em que os saldos negativos das contas públicas, apesar de pequenos, tinham ainda de ser parcialmente financiados através de empréstimos junto do Banco de Portugal. Entre 1891 e 1898, a dívida pública junto do Banco de Portugal aumentou, juntamente com o nível de preços, e houve alguma depreciação da unidade monetária portuguesa. Entre 1898 e 1907, não houve aumento da dívida pública junto do Banco de Portugal, o nível de preços estabilizou, e a unidade monetária portuguesa apreciou-se até atingir o antigo par. Entre 1907 e 1914, também não houve aumento da dívida pública junto do Banco de Portugal, mas os preços subiram, e houve de novo alguma depreciação da unidade monetária portuguesa.

A possibilidade de restaurar o padrão-ouro nunca foi formalmente abandonada, mas também nunca pôde ser seriamente considerada. Na verdade, 1912-1913 e 1913-1914 foram os únicos anos económicos a apresentar dois saldos positivos consecutivos nas contas públicas, e as reservas de ouro do Banco de Portugal eram demasiado baixas para suportar uma possível corrida ao banco no caso de a convertibilidade ser restaurada.

As consequências desta evolução monetária e financeira para o desempenho económico estão ainda em debate. A depreciação da unidade monetária portuguesa e as medidas proteccionistas propocionaram certamente estímulos de curto prazo para a actividade económica durante a década de 1890. Foi mesmo afirmado que a década de 1890 apresentou um melhor desempenho económico do que as décadas anteriores, mas não acreditamos nos elementos apresentados em Lains, Reis, (1991) sobre o assunto. De qualquer modo, a apreciação da unidade monetária portuguesa por volta da viragem do século e durante os

primeiros anos da primeira década do século 20, alterou certamente o quadro. Ao mesmo tempo, o impacto positivo das medidas proteccionistas esgotou-se e apenas ficou o seu impacto negativo na utilização de recursos (especialmente na agricultura, atraindo-os para a produção ineficiente de cereais e afastando-os das produções de frutos e produtos hortícolas mais eficientes) e no custo de vida (especialmente porque as importações de cereais estrangeiros foram impedidas de concorrer com os cereais internos a preços reduzidos). Assim, a tendência para a estagnação foi indubitável no início do século 20, e o recomeço da depreciação da unidade monetária portuguesa nas vésperas da Primeira Guerra Mundial foi incapaz de estimular de novo o crescimento económico.

No curto prazo, a associação inversa entre desempenho económico e inflação manteve-se válida, pelas mesmas razões do que na fase do padrão-ouro.

4. A INFLAÇÃO DA GUERRA E DO PÓS-GUERRA (1914-1924).

Portugal viveu durante a Primeira Guerra Mundial e os anos do imediato pós-guerra um período de inflação e dificuldades económicas.

A composição da oferta de moeda manteve-se bastante semelhante à que tinha prevalecido durante a 'belle époque' e os seus aumentos provieram principalmente da mesma fonte: empréstimos contraídos pelo estado junto do Banco de Portugal para financiar os saldos negativos das contas públicas. O aumento das despesas resultantes da actividade militar (principalmente para defender Angola e Moçambique de ataques alemães) implicou conseqüentemente maiores aumentos da oferta de moeda. Juntamente com os problemas de abastecimentos devidos à guerra, isto foi a causa de uma subida dos preços. A subida da velocidade de circulação desencadeada pela própria subida dos preços proporcionou um mecanismo de retroacção para a inflação.

A depreciação da unidade monetária portuguesa manteve-se bastante moderada durante a guerra, porque os empréstimos de guerra contraídos junto do Banco de Inglaterra (para pagar as tropas portuguesas enviadas para a Flandres) evitaram grandes saldos negativos na balança de pagamentos, mas acelerou logo que se tornou claro que a implementação dos acordos financeiros do pós-guerra (especialmente os respeitantes a dívidas e reparações de guerra) não seria feita segundo o esquema acordado. Assim, o país viveu por algum tempo à beira da hiper-inflação, embora a completa perda de controle nunca se tenha materializado.

A dimensão e os mecanismos da crise de produção que acompanhou os anos da guerra e do imediato pós-guerra precisam de algumas explicações adicionais. A dimensão da crise está sobrestimada nas séries apresentadas, porque elas se

baseiam em dados para o sector monetarizado da actividade económica, o qual certamente sofreu bastante mais do que o ainda significativo sector do auto-consumo. Os mecanismos da crise estiveram ligados à dependência portuguesa de abastecimentos externos em relação a algumas mercadorias vitais (entre elas os cereais e os combustíveis) e em relação a navios estrangeiros (principalmente navios britânicos) para o seu transporte e ao impacto da guerra submarina alemã. Ao mesmo tempo, não houve estímulo significativo da procura, porque as indústrias portuguesas eram incapazes de fornecer a produção de armamento necessária para combater a guerra. É claro que estes problemas desapareceram com o fim da guerra, mas a desordem monetária travou uma pronta recuperação. A relação inversa de curto prazo entre preços e desempenho económico desapareceu durante esta fase. Isso não é surpreendente, dado o facto de o comportamento dos preços já não estar principalmente ligado às flutuações das colheitas.

5. A ESTABILIZAÇÃO (1924-1939).

O processo de endividamento do Estado junto do Banco de Portugal terminou em 1924. Um esquema claro de pagamento das dívidas e reparações de guerra foi estabelecido também em meados da década de 1920. Isto permitiu o fim da depreciação interna e externa da unidade monetária portuguesa. Todavia, tal realização manteve-se periclitante até que os saldos negativos das contas públicas desapareceram no ano económico de 1928-1929.

A estabilização monetária foi, acima de tudo, resultado do fim da contracção de empréstimos pelo Estado junto do Banco de Portugal. Durante algum tempo, os saldos negativos das contas públicas que permaneceram foram financiados através de empréstimos no mercado. Depois, a partir de finais da década de 1920, as contas públicas começaram a apresentar saldos positivos na maior parte dos anos económicos, pondo fim à ameaça de problemas monetários provenientes dessa fonte.

Como consequência destas mudanças, entre meados da década de 1920 e a Segunda Guerra Mundial o aumento da base monetária foi resultado de um influxo de meios de pagamento internacionais proporcionado por saldos positivos da balança de pagamentos. Ao mesmo tempo, houve um aumento relativo dos depósitos bancários e um alargamento significativo do seu uso como meios de pagamento.

Apesar do aumento que daí resultou para a oferta de moeda, os preços não mostraram qualquer tendência ascendente, o que pode ser atribuído ao crescimento económico, e a uma redução da velocidade de circulação, ela própria uma consequência do fim da inflação.

O fim da depreciação da unidade monetária portuguesa em 1924 foi obtido por meio de uma activa intervenção governamental (para uma descrição pormenorizada desta política veja-se Mata, (1987)). De então em diante, a taxa de câmbio manteve-se estável, como resultado de saldos positivos da balança de pagamentos e da intervenção das autoridades monetárias. Em 1 de Julho de 1931, houve mesmo uma tentativa de adoptar o sistema do padrão-divisas-ouro, restaurando a convertibilidade plena da moeda portuguesa na moeda britânica, que era ela própria convertível em ouro. Porém, menos de três meses depois a Grã-Bretanha suspendeu a convertibilidade da libra esterlina em ouro. As autoridades monetárias portuguesas enfrentaram um dilema: abandonar o ouro seria uma derrota política, mas agarrar-se ao ouro significaria perder competitividade nos mercados externos. O governo português escolheu ligar a unidade monetária portuguesa ao esterlino, com atenção ao dólar e ao franco, para evitar ao mesmo tempo pressões inflacionistas e perda de competitividade das exportações portuguesas nos mercados internacionais. Para uma consideração pormenorizada deste episódio veja-se no capítulo 4.2.

A recuperação económica dos finais da década de 1920 foi certamente ajudada pela evolução internacional. A situação mudou com a Grande Depressão. Apesar disso, Portugal foi capaz de alcançar algum crescimento económico mesmo durante a década de 1930. De um ponto de vista estrutural, isso foi consequência da ultrapassagem de alguns problemas cruciais que tinham impedido um crescimento económico sustentado antes. Entre eles, a qualidade dos recursos humanos e a eficiência do sistema bancário são talvez os mais importantes. De facto, as taxas de alfabetização e de escolaridade atingiram o que alguns autores consideraram limiares críticos para o moderno crescimento económico, para uma discussão deste ponto veja-se Nunes, (1993) e a confiança geral no sistema bancário permitiu um muito melhor uso das poupanças disponíveis. De um ponto de vista de curto prazo, deve ser reconhecido o mérito de uma habilidosa mistura de políticas que combinou alguma compressão do consumo privado e público através do equilíbrio das contas públicas correntes, alguns estímulos ao investimento através de uma baixa das taxas de juro e do lançamento de programas de investimentos públicos e uma cuidadosa desvalorização competitiva da unidade monetária portuguesa.

As variações dos preços e da actividade económica estiveram negativamente associadas durante a maior parte deste período, mas esta relação foi substituída por uma associação positiva durante os primeiros anos da Grande Depressão. É possível sugerir que a antiga relação negativa devida ao papel dominante da agricultura na economia portuguesa estava a ser substituída por uma nova associação positiva devida à reacção da actividade económica a estímulos de curto prazo proporcionados por aumentos de preços.

6. A SEGUNDA GUERRA MUNDIAL (1939-1945).

Num certo sentido, a Segunda Guerra Mundial foi semelhante à Primeira Guerra Mundial no que respeita à situação económica portuguesa: inflação e uma crise de escassez puseram fim à estabilidade monetária e ao crescimento económico. Porém, as diferenças foram tão nítidas como as semelhanças.

Apesar do facto de Portugal não ter participado como país beligerante na Segunda Guerra Mundial, as consequências do conflito para as contas públicas foram bastante semelhantes às da Primeira Guerra Mundial: a necessidade de aumentar as despesas militares e a redução das receitas devido a uma redução da actividade económica implicaram significativos saldos negativos. As suas consequências financeiras, porém, foram bastante diferentes.

O governo português foi capaz de financiar os saldos negativos das contas públicas com empréstimos no mercado. Isto foi uma consequência da confiança gerada durante a fase anterior, e da disponibilidade de capitais, devida aos vultuosos saldos positivos da balança de pagamentos resultantes da exportação de minério de volfrâmio, de capitais trazidos por refugiados que fugiram para Portugal da Europa ocupada pelos Nazis (por vezes como um meio de ir para a América, por vezes como um refúgio definitivo) e de remessas para eles enviadas (sobretudo pela comunidade judaica americana). Assim, o enquadramento económico durante a Segunda Guerra Mundial trouxe alguns aspectos de prosperidade para Portugal.

No campo monetário isto implicou um aumento da oferta de moeda (desencadeado pelos saldos positivos da balança de pagamentos), um processo inflacionista (que o governo tentou combater contraindo empréstimos para além do que era necessário para financiar os saldos negativos das contas públicas) e estabilidade da taxa de câmbio (na verdade, houve mesmo alguma apreciação em relação à libra).

A não-beligerância também evitou problemas críticos de abastecimentos em comparação com o que tinha acontecido durante a Primeira Guerra Mundial. Ao mesmo tempo, o surto das exportações de minério de volfrâmio e as remessas enviadas para os refugiados proporcionaram alguns estímulos à produção. Por isso, a recessão da actividade económica foi muito mais moderada do que durante a Primeira Guerra Mundial.

7. A PROSPERIDADE DO PÓS-GUERRA (1945-1974).

Entre os finais da década de 1940 e os princípios da de 1970, Portugal partilhou a relativa estabilidade monetária e a prosperidade económica da economia internacional, e fez a sua verdadeira entrada na era do moderno crescimento económico sustentado.

A evolução da oferta de moeda manteve-se bastante similar ao que tinha acontecido durante as fases anteriores. Os aumentos da base monetária foram sobretudo resultado de saldos positivos da balança de pagamentos e não de empréstimos do estado junto do Banco de Portugal. Os depósitos bancários reforçaram o seu papel quantitativo e qualitativo.

Entre o final da Segunda Guerra Mundial e o começo das guerras coloniais em 1961, a situação foi muito semelhante à do período 1928-1939 no que respeita às contas públicas. A maior parte dos anos fechou com saldos positivos. Quando os saldos negativos apareceram, eles foram pequenos e facilmente financiados por empréstimos no mercado. Ao mesmo tempo, a balança de pagamentos apresentou saldos negativos sistemáticos.

A oferta de moeda aumentou sem sobressaltos, houve estabilidade dos preços e a taxa de câmbio comportou-se de acordo com as regras de Bretton Woods, embora Portugal apenas se tenha tornado membro do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial em 1962.

A situação mudou completamente depois de 1961.

As guerras coloniais contra os movimentos independentistas de Angola, Guiné-Bissau e Moçambique foram responsáveis por elevadas despesas militares e por saldos negativos sistemáticos das contas públicas. De qualquer modo, esses saldos negativos foram ainda financiados por empréstimos no mercado. Por isso, não foram causa de nenhuma pressão monetária a curto prazo. Ao mesmo tempo, a balança de pagamentos começou a apresentar saldos positivos significativos, sobretudo por causa de um surto turístico e do aumento das remessas de emigrantes que se seguiu a um crescimento da emigração para os países mais desenvolvidos da Europa Ocidental, especialmente para França. Isto implicou um maior aumento da oferta de moeda e alguma pressão inflacionista, mas a taxa de câmbio da moeda portuguesa manteve-se estável. O escudo apreciou-se mesmo um pouco nos reajustamentos que se seguiram à declaração de inconvertibilidade do dólar americano em 1971.

O crescimento económico português durante este período pode ser encarado, de uma perspectiva de curto prazo, como uma consequência da prosperidade internacional e da participação portuguesa no processo de integração económica europeia, primeiro como membro da Organização Europeia de Cooperação

Económica (desde os seus começos, embora não tenha sido recebida ajuda significativa do Plano Marshall, devido à situação económica comparativamente boa do país depois da Segunda Guerra Mundial, como resultado da não-beligerância), depois como membro da Associação Europeia de Comércio Livre (também desde os seus começos) e como associado da Comunidade Económica Europeia (a partir de 1973). Vale a pena notar também que durante a década de 1960 o governo português pôde voltar aos mercados financeiros internacionais como solicitador de empréstimos. De uma perspectiva de longo prazo, as mudanças estruturais já visíveis no período entre as guerras mundiais foram certamente também decisivas para este período de crescimento económico português e especialmente para o processo de recuperação que ele implicou. Ao mesmo tempo, apareceu uma relação positiva entre aumentos do nível de preços e aumentos da actividade económica. Isto sugere que o desempenho económico português começou a responder positivamente a estímulos inflacionistas, como consequência do seu carácter cada vez menos agrícola.

8. OS ANOS RECENTES (DESDE 1974).

O primeiro choque petrolífero afectou muito fortemente a economia portuguesa entre o Outono de 1973 e a Primavera de 1974 sobretudo porque foi acompanhado por um embargo transitório dos países árabes contra Portugal. Isso foi uma retaliação pela autorização dada aos aviões americanos para usar bases portuguesas para enviar abastecimentos militares para Israel durante a guerra do Yom Kippur. Dentro de poucos meses, a emigração tinha cessado, os saldos positivos da balança de pagamentos tinham passado a ser negativos, o regime autoritário que tinha governado o país desde meados da década de 1920 tinha sido derrubado e tinha-se iniciado um período de agitação política e social. Seguiram-se tentativas de profundas reformas institucionais (reforma agrária, nacionalizações, etc.) e a descolonização trouxe para o país cerca de meio milhão de refugiados (mais de 5 % da população total).

O fim das guerras coloniais e das despesas militares que elas implicavam não trouxe de volta saldos positivos às contas públicas portuguesas. Pelo contrário, os saldos negativos até aumentaram na medida em que o novo regime democrático tentou recuperar o atraso em relação aos países mais desenvolvidos da Europa no que respeita ao chamado estado do bem-estar. Além disso, como era impossível financiar os saldos negativos acrescidos através de empréstimos no mercado, tiveram lugar elevados empréstimos junto do Banco de Portugal. Isso implicou aumentos significativos da base monetária e da oferta de moeda com um importante impacto sobre o nível de preços. A inflação acelerou.

A unidade monetária portuguesa começou a depreciar-se nos mercados cambiais a partir de 1977. Isto foi em parte uma evolução espontânea, em parte

uma tentativa das autoridades monetárias portuguesas para assegurar alguns ganhos de competitividade a curto prazo para as exportações portuguesas.

A estabilização e a recuperação acabaram por chegar nos finais da década de 1970, juntamente com a melhoria da situação monetária. Isto foi em parte consequência de um programa de estabilização negociado com o Fundo Monetário Internacional.

O segundo choque petrolífero, a apreciação do dólar americano e a subida das taxas de juro internacionais trouxeram novas complicações para a situação monetária e económica portuguesa durante os princípios da década de 1980. Houve outro período de estagnação, a inflação acelerou, sobrevieram novos problemas de pagamentos externos e foi necessário negociar um segundo programa de estabilização com o Fundo Monetário Internacional.

Estas tendências foram mitigadas durante o final da década de 1980 como consequência de um melhor enquadramento externo para a economia portuguesa. Portugal tornou-se membro da Comunidade Europeia, e as taxas de juro internacionais, a taxa de câmbio do dólar e o preço do petróleo diminuíram. Isto permitiu alguma redução dos saldos negativos das contas públicas, que puderam ser financiados de novo com empréstimos no mercado, uma desaceleração da inflação, e a estabilização da taxa de câmbio da unidade monetária portuguesa. Além disso, o crescimento económico voltou. Em 1992, o governo português julgou mesmo chegado o momento de a unidade monetária portuguesa ser integrada no sistema monetário europeu. A decisão foi tomada durante a primeira metade do ano, apenas alguns meses antes da crise que atingiu o sistema em Setembro desse ano. Apesar dessa crise, a plena convertibilidade externa da moeda portuguesa foi restaurada em Dezembro de 1992.

Este período de melhor desempenho económico durou até que a presente recessão internacional veio deteriorar o cenário. Ao mesmo tempo, a maior parte das reformas institucionais da economia de meados da década de 1970 foram desfeitas por um processo de privatizações em curso.

A redução do crescimento a longo prazo desde 1974 é, obviamente, natural, dada a situação internacional. Apesar disso, a economia portuguesa foi capaz de manter o seu processo de recuperação gradual em relação aos seus parceiros mais desenvolvidos da União Europeia, mesmo que ainda esteja muito longe de atingir um produto interno bruto por habitante semelhante ao deles.

A relação entre a evolução do produto interno bruto real e da taxa de inflação mudou nos finais da década de 1970. É indubitável que a economia portuguesa deixou de responder a estímulos inflacionistas da mesma maneira positiva que durante as décadas de 1950, 1960 e mesmo 1970. A estabilidade monetária é agora a chave para um bom desempenho económico.

9. CONCLUSÃO.

No que respeita à relação entre finanças públicas e estabilidade monetária, a experiência portuguesa desde 1854 pode ser resumida dizendo que a disciplina orçamental foi sempre crucial para a estabilidade monetária. Saldos negativos das contas públicas financiados por empréstimos junto do Banco de Portugal estiveram sempre associados com inflação e depreciação cambial no curto prazo e saldos negativos das contas públicas em geral, mesmo quando financiados por empréstimos no mercado, desencadearam habitualmente inflação e depreciação cambial, pelo menos no longo prazo.

No que respeita à relação entre estabilidade monetária e desempenho económico, a experiência portuguesa desde meados do século XIX confirma que a moeda é claramente prejudicial para o desempenho económico quando funciona mal. As fases de inflação da Primeira Guerra Mundial e do primeiro pós-guerra, da Segunda Guerra Mundial, e mesmo de parte do último quartel do século XX mostram-no.

Para obter algumas conclusões sobre os efeitos da moeda estável no desempenho económico, temos, primeiro que tudo, de distinguir as fases anteriores e posteriores ao arranque do moderno crescimento económico sustentado.

Antes do arranque do moderno crescimento económico, o padrão-ouro teve melhores resultados do que outros sistemas monetários no longo prazo, e houve uma relação inversa entre desempenho económico e preços, devida aos mecanismos totalmente tradicionais das boas e más colheitas e do seu impacto oposto sobre o bem-estar económico e os preços.

Depois do arranque do moderno crescimento económico, a economia tornou-se sensível a estímulos inflacionistas ao crescimento. Todavia, é duvidoso por quanto tempo e com que intensidade um tal mecanismo pode ser usado sem efeitos perversos. Os estímulos inflacionistas estimularam o crescimento económico durante as décadas de 1950, 1960 e mesmo 1970, mas o mecanismo esgotou-se durante os finais da década de 1970. Durante a década de 1980 e os princípios da de 1990, a estabilidade monetária foi uma condição necessária para o crescimento económico.

Resumindo: a experiência portuguesa sugere que há limites estritos para o uso de estímulos inflacionistas em economias pequenas e abertas, porque eles facilmente dão lugar a problemas na balança de pagamentos.

Fonte: Mata, Valério, (1994) e suas fontes.

Notas técnicas:

- Anos civis e anos económicos.

Os dados relativos ao produto interno bruto real, ao deflator do produto interno bruto, à oferta de moeda, à taxa de câmbio e à balança de pagamentos estão referidos a anos civis. Os dados relativos à dívida pública junto do Banco de Portugal e aos saldos das contas públicas estão referidos a anos económicos. Os anos económicos de 1854-1855 a 1933-1934 iniciaram-se em 1 de Julho de cada ano civil e terminaram em 30 de Junho do ano civil seguinte. Os dados relativos à dívida pública junto do Banco de Portugal e aos saldos das contas públicas apresentados para os anos de 1854 a 1934 referem-se aos anos económicos que terminaram nesse ano civil.

O ano económico de 1934-1935 começou em 1 de Julho de 1934 e terminou em 31 de Dezembro de 1935 (isto é, durou dezoito meses). Os dados relativos à dívida pública junto do Banco de Portugal e aos saldos das contas públicas apresentados para o ano de 1935 referem-se ao ano económico de 1934-1935. Os anos económicos de 1936 em diante coincidiram com os anos civis.

- Produto interno bruto real.

A série do produto interno bruto real baseia-se na série publicada em Nunes, Mata, Valério, (1989). Para os anos de 1947 em diante, é a série oficial para a parte continental do país, ajustada para incluir a actividade dos arquipélagos da Madeira e dos Açores. Para os anos anteriores a 1946, é uma estimativa baseada nas exportações, nas importações, nas receitas fiscais e nas despesas públicas como variáveis de aproximação.

Esta série tem sido alvo de alguma controvérsia. Sobre os debates que daí resultaram sobre o desempenho económico português vejam-se Lains, (1990), Lains, Reis, (1991), Nunes, Mata, Valério, (1991), Nunes, Mata, Valério, (1992), Esteves, (1993), e Marques, Esteves, (1994). As principais dúvidas levantadas durante esses debates incidiram sobre o mau desempenho da economia portuguesa durante a década de 1890, a Primeira Guerra Mundial e os anos do primeiro pós-guerra, e a Segunda Guerra Mundial. Admitiríamos que a intensidade da

crise do período do primeiro após-guerra está sobrestimada (especialmente no que respeita ao valor de 1921), mas não achamos os argumentos apresentados sobre os outros períodos convincentes.

Esta série foi a base das estatísticas apresentadas em Neves, (1994).

- Deflator do produto interno bruto.

O deflator do produto interno bruto baseia-se no índice de preços no consumidor.

A série do índice de preços do consumidor baseia-se na série oficial de um índice do custo de vida, para o período 1900-1981, prolongada para o período 1854-1899 usando os dados de Justino, (1988-1989), e num índice de preços do consumidor, para o período 1981-1990, devidamente ligados usando os níveis de 1981. Isto significa que a série não é homogénea, porque tem várias quebras, devidas a diferente coberturas de bens, sobretudo entre 1899 e 1900 e entre 1980 e 1981.

- Oferta de moeda

A série da oferta de moeda baseia-se nas séries da moeda metálica publicadas em Sousa, (1991), para o período 1854-1890, e nas séries da oferta de moeda publicadas em Reis, (1990), para o período 1854-1912, e Valério, (1984), para o período 1913-1945, e pelo Banco de Portugal, para os anos posteriores à Segunda Guerra Mundial. A série não é homogénea, porque tem uma quebra, devida a uma diferente cobertura do sistema bancário, em 1912.

No que respeita ao período 1891-1912, subtraímos as moedas de ouro dos valores apresentados em Reis, (1990), porque não acreditamos que elas fossem realmente utilizadas como meio de pagamento, mas apenas como reserva de valor, porque o seu valor comercial estava claramente acima do seu valor nominal. Isto implica uma diminuição brusca da oferta de moeda de 1890 para 1891 (devida ao entesouramento das moedas de ouro) e um grande aumento de 1891 para 1892 (devido a uma emissão excepcional de notas de banco pelo Banco de Portugal). Acreditamos que um aumento da velocidade de circulação (talvez em parte apenas aparente porque uma significativa fracção das moedas de ouro estava porventura já entesourada antes de 1891) compensou o essencial das perturbações potenciais resultantes destas mudanças.

- Taxa de câmbio

A taxa de câmbio apresentada é a taxa de câmbio da libra esterlina para o período 1891-1940, e a taxa de câmbio do dólar americano para o período 1940-1990. Isto corresponde à taxa de câmbio que principalmente preocupava as autoridades monetárias em cada período.

- Balança de pagamentos.

Os números da balança de pagamentos para os anos anteriores a 1939 são as estimativas apresentadas em Reis, (1991), Mata, (1987), e Valério, (1982). Os números da balança de pagamentos para os anos de 1939 em diante são números oficiais.

- Dívida pública ao Banco de Portugal.

Os valores da dívida pública ao Banco de Portugal foram calculados adicionando os montantes em dívida de todos os tipos de dívida no final de cada ano económico. Valores da dívida interna e externa total podem ser encontrados em Mata, Valério, (1994).

- Saldos das contas públicas.

Os saldos (positivos ou negativos) das contas públicas foram calculados adicionando as receitas fiscais e as outras receitas efectivas e subtraindo as despesas efectivas (excluindo a amortização da dívida pública).

ano	produto interno bruto preços 1914 10 ³ contos	deflator do pib índice base 1914	oferta de moeda 10 ³ contos	taxa de câmbio 10 ³ réis ou escudos	balança de pagamentos 10 ³ contos	dívida pública ao Banco de Portugal 10 ³ contos	saldo das contas públicas 10 ³ contos
1854	292	80	38 ^m	4.500 •	?	3	-1
1855	318	78	41	4.500 •	?	4	-3
1856	278	94	43	4.500 •	?	3	-2
1857	343	81	45	4.500 •	?	4	-3
1858	385	75	47	4.500 •	?	4	-5
1859	345	82	47	4.500 •	?	4	-5
1860	357	79	52	4.500 •	?	4	-3
1861	363	83	54	4.500 •	?	4	-3
1862	387	84	59	4.500 •	?	4	-7
1863	411	81	61	4.500 •	?	3	-7
1864	419	83	60	4.500 •	?	3	-5
1865	436	81	59	4.500 •	-5	2	-3
1866	414	83	58	4.500 •	-8	2	-5
1867	409	88	58	4.500 •	-9	1	-7
1868	441	83	56	4.500 •	-7	1	-13
1869	463	82	57	4.500 •	-5	1	-5
1870	503	78	60	4.500 •	-2	1	-15
1871	507	76	65	4.500 •	12	1	-4
1872	536	76	69	4.500 •	0	2	-6
1873	548	79	75	4.500 •	-4	2	-3
1874	563	82	78	4.500 •	6	2	-4
1875	600	82	87	4.500 •	2	3	-5
1876	604	83	78	4.500 •	0	3	-6
1877	547	93	80	4.500 •	7	3	-10
1878	549	92	84	4.500 •	8	3	-8
1879	559	88	83	4.500 •	-2	3	-7
1880	605	83	86	4.500 •	3	3	-8
1881	616	85	92	4.500 •	-10	3	-8
1882	622	86	91	4.500 •	12	3	-7
1883	649	82	96	4.500 •	1	3	-6
1884	723	77	101	4.500 •	-10	3	-5
1885	771	75	105	4.500 •	22	3	-8
1886	800	76	116	4.500 •	4	3	-9
1887	831	75	127	4.500 •	0	3	-7
1888	883	75	140	4.500 •	-1	4	-7
1889	851	80	151	4.500 •	-2	5	-12
1890	772	88	152	4.500 •	-7	6	-14
1891	792	86	* 71	4.832	?	12	-11
1892	794	88	86	5.735	?	21	-15
1893	790	89	81	5.600	?	33	-5

ano	produto interno bruto preços 1914 10 ³ contos	deflador do pib índice base 1914	oferta de moeda 10 ³ contos	taxa de câmbio 10 ³ réis ou escudos	balança de pagamentos 10 ³ contos	dívida pública ao Banco de Portugal 10 ³ contos	saldo das contas públicas 10 ³ contos
1894	788	91	84	5.790	-3	32	1
1895	877	87	88	5.698	-2	38	-1
1896	894	88	91	5.853	-1	36	2
1897	841	93	95	6.575	2	46	-7
1898	816	97	105	7.108	-5	51	-7
1899	848	95	108	6.416	-12	52	-4
1900	891	93	108	6.320	-10	51	-7
1901	882	92	112	6.382	-13	51	1
1902	917	89	113	5.722	-13	49	-3
1903	916	92	113	5.581	-20	50	-3
1904	886	97	113	5.413	-14	49	-2
1905	900	96	113	4.793	-18	49	1
1906	910	96	115	4.582	-20	47	0
1907	941	96	116	4.642	-17	47	-1
1908	957	97	119	5.199	-27	48	-4
1909	960	98	113	5.185	-23	47	-2
1910	1007	94	126	4.895	-15	46	-1
1911	915	99	131	4.889	-19	46	2
1912	955	98	134	4.974	-27	44	-3
1913	941	101	** 160	5.235	-47	42	4
1914	862	100	179	5.663	-35	42	7
1915	887	110	199	6.746	-39	42	-28
1916	909	129	231	7.032	-71	42	-49
1917	843	148	295	7.726	-80	41	-57
1918	620	240	396	7.901	-85	173	-87
1919	689	268	657	8.196	-113	260	-170
1920	626	420	931	18.329	-442	360	-188
1921	555	606	1242	39.384	-776	588	-199
1922	764	707	1787	65.084	-618	716	-230
1923	788	1022	2271	109.714	-1777	1030	-649
1924	767	1338	2748	133.950	-1701	1325	-401
1925	878	1295	2747	99.210	-1409	1325	-266
1926	966	1250	2870	94.770	-1241	1325	-409
1927	957	1325	3008	108.360	-1257	1450	-634
1928	1158	1278	3400	108.250	-1180	1450	-155
1929	1260	1320	4122	108.250	-996	1450	291
1930	1288	1266	4472	108.250	-931	1530	83
1931	1376	1148	4349	109.369	118	1058	190
1932	1428	1129	4555	110.061	265	1058	49

ano	produto interno bruto preços 1914 10 ³ contos	deflator do pib índice base 1914	oferta de moeda 10 ³ contos	taxa de câmbio 10 ³ réis ou escudos	balança de pagamentos 10 ³ contos	dívida pública ao Banco de Portugal 10 ³ contos	saldo das contas públicas 10 ³ contos
1933	1458	1128	4565	109.103	106	1053	-11
1934	1502	1138	5226	110.453	-15	1051	10
1935	1518	1140	5635	110.363	-69	1047	157
1936	1507	1163	5833	110.377	210	1044	29
1937	1523	1201	5818	110.375	231	1041	104
1938	1634	1170	5965	110.385	-165	1038	-7
1939	1744	1114	6850	110.270	*** -42	1036	-188
1940	1748	1157	7544	**** 27.564	193	1033	-164
1941	1884	1273	10797	25.198	1366	1031	-343
1942	1854	1499	16033	25.054	2045	1028	39
1943	1812	1657	19377	25.050	83	1025	-359
1944	1714	1696	23895	24.977	1190	1023	-83
1945	1662	1819	26039	24.920	220	1020	-502
1946	1708	2022	28775	24.940	-2346	1018	-494
1947	1843	2073	27216	25.014	-4501	1015	-1317
1948	1870	2048	25718	25.065	-3011	1012	-1198
1949	1894	2147	23950	26.150	-2461	1010	-891
1950	2015	2097	24857	28.900	-397	1008	-198
1951	2086	2196	28496	28.900	-152	1005	67
1952	2088	2245	29678	28.900	-1281	1003	179
1953	2234	2196	31225	28.900	-791	1000	23
1954	2359	2147	34613	28.900	-1072	998	-149
1955	2441	2196	36545	28.900	-1327	995	-306
1956	2545	2270	39001	28.900	-1406	993	-27
1957	2676	2270	41580	28.900	-2067	990	19
1958	2809	2295	45419	28.900	-1782	988	24
1959	2965	2319	49490	28.780	-1662	985	-593
1960	3160	2369	54233	28.790	-2821	983	-1362
1961	3334	2418	54874	28.860	-6012	980	-2217
1962	3542	2418	61054	28.800	1224	0	-2456
1963	3766	2467	70173	28.870	-339	0	-2803
1964	3993	2517	81156	28.940	-184	0	-3117
1965	4286	2615	93506	28.900	-294	0	-1253
1966	4479	2739	104053	28.940	1662	0	-908
1967	4832	2838	115588	28.960	6391	0	-1246
1968	5208	2862	130980	28.850	4301	0	-1383
1969	5383	3035	153670	28.680	3073	0	-952
1970	5924	3134	172262	28.740	2261	0	307
1971	6331	3282	203102	28.310	7665	0	-2025
1972	6851	3528	245106	27.170	7565	0	-1484

ano	produto interno bruto preços 1914 10 ³ contos	deflator do pib índice base 1914	oferta de moeda 10 ³ contos	taxa de câmbio 10 ³ réis ou escudos	balança de pagamentos 10 ³ contos	dívida pública ao Banco de Portugal 10 ³ contos	saldo das contas públicas 10 ³ contos
1973	7640	3849	302648	24.650	8403	0	-2427
1974	7738	4565	334668	25.520	-16089	135	-9690
1975	7398	5305	357229	25.670	-25891	32750	-26451
1976	7877	6144	460835	30.340	-33495	68740	-45003
1977	8495	7698	567448	38.410	-54407	131423	-45679
1978	8774	9376	726573	44.090	9637	166020	-76835
1979	9333	11079	1111524	49.080	66674	257433	-102793
1980	9662	13522	1347420	50.220	42405	130781	-125618
1981	9770	15964	1736453	61.710	-4283	221127	-151251
1982	9969	19285	2198396	79.300	13580	325434	-179529
1983	9952	24029	2649902	110.950	-79424	484963	-182536
1984	9771	29940	3385042	146.560	51950	432926	-257541
1985	10065	36377	4201001	170.580	171315	236688	-423772
1986	10478	43834	4922512	149.800	-36969	1028423	-454354
1987	11020	48787	5518550	141.090	278894	1009416	-412104
1988	11465	54397	6226944	144.240	240035	924351	-421730
1989	12031	61578	6847249	157.770	617122	929653	-354063
1990	12536	68042	8051978	142.555	565104	826564	-502128

? Dados não disponíveis.

● Valor ao par

* A evolução destes números tenta mostrar a retirada das moedas de ouro de circulação - vejam-se as notas técnicas.

** Números não homogêneos com os anteriores, por causa de uma diferente cobertura do sistema bancário - vejam-se as notas técnicas.

*** Números anteriores estimativas grosseiras; números seguintes dados oficiais - vejam-se as notas técnicas.

**** Números anteriores taxa de câmbio da libra esterlina; números seguintes taxa de câmbio do dólar americano. A taxa de câmbio da libra esterlina em 1940 foi 102.726; a taxa de câmbio do dólar americano em 1939 fora 24.944.

Referências:

- Barbosa, António Manuel Pinto - *Problemas monetários internacionais da actualidade* - Lisboa, Academia das Ciências, 1983.
- Branco, Carlos Soares - *Aspectos da questão monetária portuguesa* - Lisboa, Banco de Portugal, 1950.
- Caetano, Marcelo - *A depreciação da moeda depois da guerra* - Coimbra, Coimbra Editora, 1931.
- Eichengreen, Barry - *The gold standard in theory and history* - Methuen, New York, 1985.
- Eichengreen, Barry - "Resolving debt crisis: an historical perspective" - discussion paper no. 239, Centre for Economic Policy Research, 1988.
- Eichengreen, Barry - "The gold standard since Alec Ford" - discussion paper no. 347, Centre for Economic Policy Research, 1989.
- Eichengreen, Barry - "International monetary instability between the wars: structural flaws or disguised policies?" - discussion paper no. 348, Centre for Economic Policy Research, 1989.
- Eichengreen, Barry - "The comparative performance of fixed and flexible exchange rate regimes: Interwar evidence" - discussion paper no. 349, Centre for Economic Policy Research, 1989.
- Esteves, Paulo - "Portuguese prices before 1947: inconsistency between the observed cost of living index and the gdp price estimation of Nunes, Mata, Valério (1989)" - Banco de Portugal, Lisboa, working paper n.º. 19/93, 1993.
- Flanders, June M. - "Rules versus rules under the gold standard: The Bank Act of 1844, the Cunliffe Committee and the Bank of England" - European Economic Association, Working Paper no. 18-90, 1990.
- Hayek, Friedrich - *Economic freedom* - Basil Blackwell, Oxford, 1991.
- Justino, David - *A formação do espaço económico nacional* - Vega, Lisboa, 1988-1989 (2 volumes).
- Kindleberger, Charles - *A financial history of the Western World* - George Allen & Unwin, London, 1984.
- Lains, Pedro; Reis, Jaime - "Portuguese economic growth 1833-1985: some doubts" - *The Journal of European Economic History*, volume 20, n.º. 2, 1991.
- Lains, Pedro - *A evolução da agricultura e da indústria em Portugal 1850-1913. Interpretação quantitativa* - Banco de Portugal, Lisboa, 1990.

- Macedo, Jorge Braga de - *Portfolio diversification and currency inconvertibility: three essays in international monetary economics* - Universidade Nova de Lisboa, Lisboa, 1982.
- Marques, Carlos; Esteves, Paulo - "Portuguese gdp and its deflator before 1947: a revision of the data produced by Nunes, Mata, Valério (1989)" - Banco de Portugal, Lisboa, working paper n.º 4/94, 1994.
- Mata, Eugénia - *Câmbios e política cambial na economia portuguesa 1891-1931* - Sá da Costa, Lisboa, 1987.
- Mata, Eugénia - "As três fases do fontismo: projectos e realizações" - *Estudos e ensaios em homenagem a Vitorino Magalhães Godinho* - Sá da Costa, Lisboa, 1988.
- Mata, Eugénia - "Exchange rate and exchange policy in Portugal 1891-1931 revisited" - *Estudos de Economia*, vol. XII, n.º 1, 1991.
- Mata, Eugénia - "Order and progress or order versus progress: the Portuguese social dilemma of the mid-19th century" - *Estudos de Economia*, vol. XIII, n.º 2, 1993.
- Mata, Eugénia - *As finanças públicas portuguesas da Regeneração à Primeira Guerra Mundial* - Banco de Portugal, Lisboa, 1993.
- Mata, Eugénia; Valério, Nuno - *História económica de Portugal - uma perspectiva global* - Presença, Lisboa, 1994.
- Neves, João César das - *The Portuguese economy - a picture in figures XIX and XX centuries* - Universidade Católica Editora, Lisboa, 1994.
- Nunes, Ana Bela - "Education and economic growth in Portugal: a simple regression approach" - *Estudos de Economia*, volume XIII, n.º 2, 1993.
- Nunes, Ana Bela; Mata, Eugénia; Valério, Nuno - "Portuguese economic growth 1833-1985" - *The Journal of European Economic History*, volume 18, no. 2, 1989.
- Nunes, Ana Bela; Mata, Eugénia; Valério, Nuno - "Portuguese economic growth 1833-1985: some comments on Jaime Reis' and Pedro Lains' doubts" - *The Journal of European Economic History*, volume 20, no. 2, 1991.
- Nunes, Ana Bela; Mata, Eugénia; Valério, Nuno - "O que sabemos sobre o crescimento económico português entre meados do século XIX e meados do século XX?" - *Estudos de Economia*, volume XII, n.º 2, 1992.
- Reis, Jaime - *A evolução da oferta monetária portuguesa* - Banco de Portugal, Lisboa, 1991.
- Reis, Jaime - "The gold-standard in Portugal, 1854-1891" - comunicação apresentada na Conferência Internacional sobre o Padrão-Ouro na periferia, 1854-1939 - Lisboa, 1991.

- Salazar, António de Oliveira - *O ágio do ouro, sua natureza e suas causas, 1891-1915* - Coimbra, Imprensa da Universidade, 1915.
- Samuelson, Paul - *Economics* - McGraw-Hill, New York, 1976 (10ª edição).
- Schumpeter, Joseph - *History of economic analysis* - Oxford University Press, London, 1954.
- Sousa, Rita - "Money supply in Portugal 1835-1891" - *Estudos de Economia*, volume XII, nº 1, 1991.
- Valério, Nuno - *A moeda em Portugal (1913-1947)* - Sá da Costa, Lisboa, 1984.
- Valério, Nuno - "Expectativas dos credores externos sobre a solvabilidade do estado português 1881-1910" - *Revista de História Económica e Social*, nº 18, 1986.
- Valério, Nuno - "Aspectos das finanças públicas portuguesas" - *O Estado Novo - Das origens ao fim da autarcia (1926-1959)* - Fragmentos, Lisboa, 1987 (volume I).
- Valério, Nuno - "Periodização da história monetária de Portugal" - *Estudos de Economia*, vol. XII, nº 1, 1991.
- Valério, Nuno - *As finanças públicas portuguesas entre as duas guerras mundiais* - Cosmos, Lisboa, 1994.V