

REVISTA DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE LISBOA



Grupo	_____
Est.	_____
Prat.	_____
N.º	33.249

ANO III

A MOEDA PORTUGUESA E O SEU PODER DE COMPRA EXTERNO

INTRODUÇÃO

Poder de compra da moeda, preços e câmbio

1. A moeda e o seu poder de compra. Diversas acepções da expressão «poder de compra».
2. Poder de compra interno e poder de compra externo da moeda. Preços internos e preços externos. O câmbio. Determinação do poder de compra externo.
3. Variações gerais do poder de compra interno e externo da moeda. Seus factores. Predomínio do câmbio.
4. O câmbio e as teorias: *a)* Teoria quantitativa; *b)* Teoria da balança económica; *c)* Teoria da paridade dos poderes de compra; *d)* Teoria psicológica.
5. As crises do câmbio e as variações do poder de compra externo da moeda. Câmbios anormais e sistemas de contróle cambial. O problema da estabilização do valor externo da moeda.

1. — Quem percorrer as obras dos economistas contemporâneos, na parte relativa ao *valor da moeda*, terá ensejo de verificar, em quási tôdas, uma estreita afinidade de ideas, na *definição* dêsse valor.

Tal afinidade de ideas exprime-se na fórmula seguinte: *o valor da moeda reside no seu poder de compra*, isto é, na sua *capacidade de aquisição de mercadorias*.

Esta fórmula, aparentemente simples e evidente, representa um notável progresso sôbre a velha concepção clássica, que considerava a moeda como «*uma mercadoria essencialmente igual às outras*» (STUART MILL).

Na teoria da moeda-mercadoria o valor da unidade monetária repousava sôbre o valor do metal que a constituía e confundia-se com êste (*metalismo*). O ouro e a prata tinham um valor de uso

e um valor de troca próprios, e a moeda mais não representava do que um reflexo daquêles valores.

A tese metalista, históricamente exacta, está, porém, em contradição flagrante com as realidades monetárias actuais.

Fugindo à apreciação das chamadas *teorias nominalistas* sobre o valor da moeda, a verdade é que em nossos dias êste valor é independente do valor do metal que porventura lhe sirva de base.

Como ensina o Prof. AFTALION, «a subordinação do valor da unidade monetária ao valor do metal acabou por desaparecer completamente. Para o público, a unidade monetária vale por si própria, porque contém um poder de compra, porque uma longa experiência mostra que, por seu intermédio, se podem obter os variados produtos do mercado.» (A. AFTALION, *L'or et la monnaie*, Paris, 1938, págs. 12-13).

Quere dizer: o valor da moeda não é mais do que o valor de uso antecipado das mercadorias que ela permite adquirir. Nisto reside a sua *utilidade* (WIESER, *Der natürliche Wert*, pág. 46).

A mesma idea transparece lúcidamente nas seguintes observações do Prof. BERTRAND NOGARO (*La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1935, págs. 387-388): «Ce qu'entrevoit le répétiteur qui se fait payer une leçon vingt francs, c'est qu'elle représente deux modestes repas, ou un chapeau, ou tout un ensemble de choses que nous pouvons avoir pour vingt francs ou pour un multiple ou sous-multiple de cette somme. Ce qu'entrevoit un petit commerçant, qui a fait cinquante francs de bénéfices dans sa journée, c'est la possibilité, avec cette somme, de nourrir sa famille pendant quelques jours, ou de payer une certaine fraction de loyer, etc... Finalement, ce qui importe à celui qui reçoit une certaine somme d'argent ce n'est pas d'avoir droit à une certaine quantité d'un métal précieux, dont'il ne saurait que faire s'il devait l'utiliser directement; ce que lui importe c'est l'assurance qu'il obtiendra, dans la suite, en échange du nombre d'unités de compte qui figurent à son actif, la somme de marchandises, de son choix, à laquelle lui donne droit cette monnaie, abstraitement considérée».

Assente, pois, que o valor da moeda se traduz no seu *poder de compra*, deve êste definir-se: «o volume de mercadorias que se obtém em troca de cada unidade monetária».

Assim, o poder de compra da moeda será maior ou menor

conforme fôr necessária maior ou menor quantidade de unidades monetárias para obter o mesmo volume de mercadorias.

E como a quantidade de unidades monetárias necessária para adquirir certa mercadoria representa, afinal, o *preço* dessa mercadoria, conclue-se lógicamente que o *poder de compra da moeda* e o *nível de preços* das mercadorias constituem noções inversas uma da outra.

A noção técnica rigorosa de *poder de compra da moeda* é, em nosso entender, a que acima se expôs.

Recentemente, porém, o economista JOSEPH CHAPPEY, numa vasta obra sobre «*La crise du capital. La formation du système monétaire moderne*» (Paris, 1937), refere-se àquilo a que chama «o aparecimento do poder de compra» e entende dever distinguir-se entre «poder de compra» e «poder de troca».

Diz-nos o autor que a organização da economia moderna necessita de processos destinados a assegurar não só as trocas imediatas, como também as trocas futuras. A civilização industrial moderna reclama a formação dum *poder de compra suspenso*. A função da moeda alarga-se. Não desempenha o seu papel apenas no momento da compra, mas até antes da compra. A moeda representa, a um tempo, instrumento de troca e possibilidade de troca, isto é, poder de compra.

Isto justifica-se, segundo CHAPPEY, pela diferenciação dos produtos e das necessidades na economia hodierna e pela posição especial do consumidor moderno. A multiplicação formidável de produtos destinados a satisfazer a mesma necessidade e a multiplicação crescente das necessidades dão ao consumidor uma extensa liberdade de escolha dos produtos a adquirir e das necessidades a satisfazer. Frequentemente o consumidor hesita entre uns e outros, e a sua decisão é determinada por motivos imprevisíveis, fortuitos, que escapam à observação e à análise. Por conseqüência, o homem deve procurar dispor a todo o momento de meios necessários para a compra de produtos. Deve constituir previamente o seu *poder de compra*.

Para CHAPPEY, aquilo que tradicionalmente se designa por *poder de compra* não é mais do que um *poder de troca* e aparece geralmente ligado à flutuação dos valores e dos preços.

E conclue: «Il existe une notion du pouvoir d'achat, qui apparaît, celle-là, en dehors du domaine de l'échange. Dans cette

«acception nouvelle, le pouvoir d'achat est un element appartenant «à la zone preparatoire de l'échange... L'être humain se prépare «à prendre contact avec le cercle de l'échange. Il veut acheter. «Afin que ces dispositions de l'être humain puissent se réaliser, «il faut qu'il existe du pouvoir d'achat... Dans le sens nouveau, «la notion du pouvoir d'achat se trouve étroitement liée à la «volonté d'acheter» (J. CHAPPEY, *ob. cit.*, vol. I, p. 431-439).

Sublinhamos a justeza das observações de CHAPPEY, mas não reconhecemos a necessidade de substituir a expressão «poder de compra», aplicada à moeda, pela de «poder de troca». O «poder de compra» de que atrás tratámos é o *poder de compra da moeda*, considerada esta em abstracto, independentemente dos indivíduos que a detêm e em relação às mercadorias em geral. Ao passo que o poder de compra de que fala CHAPPEY é o *poder de compra do consumidor*, isto é, um poder de compra especial, inerente aos indivíduos e variando duns para outros.

De resto, o poder de compra que aquêle economista atribue ao consumidor não é mais do que um poder de compra *derivado* do poder de compra geral da moeda e dependente dêste.

Convém, do mesmo modo, não confundir o poder de compra da moeda com a moderna *teoria do poder de compra*.

Esta teoria, cuja paternidade se artibue aos *businessmen* americanos e que foi posta em prática pelo govêrno de Roosevelt (política da N. R. A.), destina-se a combater a crise actual e resume-se no seguinte: Para restabelecer o equilíbrio entre a produção e o consumo, de modo que êste acompanhe o ritmo daquela, é necessário aumentar o *poder de compra dos indivíduos*, pondo à sua disposição um volume maior de instrumentos de pagamento, o que fará elevar a procura de mercadorias e adaptá-la à oferta.

Esta teoria, que afinal se traduz numa sedutora ilusão, apoia-se no poder de compra *dos indivíduos* e não no poder de compra geral *da moeda*, a que nos referimos.

A distinção é nítida. Basta dizer que tal *acrêscimo de poder de compra individual*, base da doutrina, se procura obter à custa da inflacção do crédito e da elevação dos salários, o que provoca a alta dos preços e a conseqüente *redução do poder de compra da unidade monetária*.

Neste caso, pois, ao *aumento* do poder de compra dos indi-

víduos corresponderia uma *diminuição* no poder de compra da moeda.

Sobre este número: AFTALION, *Monnaie, prix et change*, Paris, 1937, pág. 166, e *L'or et la monnaie*, Paris, 1938, pág. 11 e seg.; BAUDIN, *La monnaie et la formation des prix*, 1^o partie, Paris, 1936, pág. 298 e seg. e 563 e seg.; BERTRAND NOGARO, *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1935, pág. 385 e seg.; KNAPP, *Staatliche Theorie des Geldes*, pág. 18 e seg.; D. H. ROBERTSON, *Money*, trad. ital. in «Nuova Collana di Economisti», vol. VIII, Torino, 1935, pág. 241 e seg.; Prof. MARCELO CAETANO, *A depreciação da moeda depois da guerra*, Lisboa, 1931, pág. 30-32; JOSEPH CHAPPEY, *La crise du capital*, Paris, 1937, I, pág. 431 e seg.; ANDRÉ PIETTRE, *La Politique du pouvoir d'achat devant les faits*, Paris, 1938, pág. 11-12.

2. — Quando falamos no poder de compra da moeda, podemos encará-lo sob dois aspectos: poder de compra *interno* e poder de compra *externo*.

O *poder de compra interno* define-se claramente pelo volume de mercadorias que se podem adquirir *no mercado nacional* em troca da unidade monetária.

O *poder de compra externo* será, por seu turno, a quantidade de mercadorias que a unidade monetária nacional permite adquirir *no mercado estrangeiro*.

O poder de compra interno exprime-se, como dissemos, pelo *nível de preços internos*.

¿E qual a expressão do poder de compra *externo*?

É fácil reconhecer que o poder de compra externo, tal como o definimos, se deve traduzir pelo *nível combinado do câmbio e dos preços externos*.

Como ensina o Prof. AFTALION (*Monnaie, prix et change*, p. 41-43), o *valor externo* da moeda pode determinar-se em relação a uma moeda estrangeira, a libra ou o dólar por exemplo, e então esse valor exprime-se pelo *curso do câmbio*; — ou pode calcular-se em relação às *mercadorias*, no mercado inglês ou no mercado americano, e nesse caso obtém-se pelo nível combinado do câmbio e dos preços externos no mercado referido, representando assim o *poder de compra externo da moeda*.

A este nível indicativo do poder de compra externo da moeda chama-se freqüentemente o nível *teórico* dos preços (AFTALION).

Que o nível do câmbio não pode ser, por si só, índice seguro

do poder de compra externo da moeda, é intuitivo e fácil de demonstrar.

Com efeito, e em primeiro lugar, pode variar o curso do câmbio sem que sofra alteração o poder de compra externo da moeda.

Suponhamos que o câmbio da libra subiu 10 por cento em relação ao escudo, mas que, ao mesmo tempo, o nível de preços em Inglaterra baixava 10 por cento. É claro que, nesta hipótese, o poder de compra do escudo no mercado inglês se mantinha sem alteração, a-pesar-da variação do câmbio, porque embora fôsse necessário maior número de unidades monetárias nacionais para obter a mesma quantidade de moeda inglesa, o certo é que a baixa proporcional dos preços permitia adquirir um número de mercadorias igual àquêle que se comprava antes da variação cambial.

Por outro lado, pode conservar-se imóvel o câmbio e subir ou descer o poder de compra externo da moeda.

Assim, é sabido que desde os meados de 1931 até ao momento actual (Junho de 1939) o câmbio de Lisboa sôbre Londres se tem mantido em constante estabilidade, ao redor de 110 escudos. Entretanto, de 1931 a 1937, as estatísticas acusam uma alta de 20 por cento, aproximadamente, no índice dos preços em Inglaterra (V. *Anuário estatístico da S. D. N.*, 1937-38, p. 238).

Quere dizer: em 1937 obtém-se a mesma quantidade de moeda inglesa que se obtinha em fins de 1931 com certa importância em escudos, graças à estabilidade cambial. Mas o volume de mercadorias que se adquire no mercado inglês é agora inferior em 20 por cento, o que significa que o poder de compra externo do escudo, ou seja, o seu valor externo em relação às mercadorias, baixou na mesma proporção.

Em face do exposto, compreende-se bem como o poder de compra externa da moeda é a resultante do curso do câmbio combinado com os preços externos.

Para obter o índice desse poder de compra externo basta, pois, como explica o Prof. AFTALION, multiplicar o índice do curso do câmbio pelo índice dos preços externos na praça estrangeira que escolhemos como termo de comparação.

Um exemplo: Em 1924, quando o câmbio médio da libra chegou a atingir 135 escudos, o índice da depreciação cambial era aproximadamente de 2.400 por cento em relação à base 100

de 1914. O nível do câmbio subira, pois, cêrca de 24 vezes: era necessária uma quantidade 24 vezes superior de moeda portuguesa para obter a mesma soma de moeda inglesa que se obtinha em 1914. Mas, em 1924, com essa soma de moeda inglesa já não era possível comprar o mesmo volume de mercadorias que se comprava em 1914, porque os preços tinham subido em Inglaterra do nível 100 para 175 (mais 75 por cento) (V. S. D. N., *Memorandum sur les monnaies et les Banques Centrales*, 1913-1925, vol. II, pág. 110).

Por outras palavras: em 1914 eram necessários, por hipótese, 50 escudos para obter 10 libras, e com essas 10 libras adquiria-se em Inglaterra um volume determinado de mercadorias. Em 1924 eram necessários 1.350 escudos para ter as mesmas £ 10, mas, como os preços em Inglaterra tinham subido entretanto 75 por cento, é claro que para comprar o mesmo volume de mercadorias eram precisas agora £ 17.10 (£ 10 × 75 %), o que corresponderia a 2.360 escudos (£ 17.10 × 135\$), em moeda portuguesa.

Quere dizer: o índice 2.400 representativo do nível do nosso câmbio em 1924 deveria ser aumentado 75 %, de harmonia com o nível de preços em Inglaterra, obtendo-se assim o número aproximado de 4.100, índice verdadeiro do poder de compra externo da moeda portuguesa nessa data, em relação à base de 1914.

Resta esclarecer que, quando falamos em nível de preços internos e externos, temos sempre em vista o nível de *preços por grosso*.

É desnecessário justificar a preferência dos preços por grosso como índice do poder de compra de moeda. A sua superioridade, neste particular, em relação aos preços a retalho, reside sobretudo na sua maior sensibilidade, na maior rapidez e intensidade com que acusam as variações gerais do poder de compra da moeda, por isso que tais variações partem dos preços por grosso e só depois vão atingir os preços a retalho.

Sobre êste número: AFTALION, *Monnaie, prix et change*, pág. 6-7 e 41-43; D. H. ROBERTSON, *Money*, in «Nuova Collana di Economisti», cit., pág. 257 e 317; D. MICHITCH, *Le change en France pendant la guerre*, Montpellier, 1921, pág. 9-23; BAUDIN, *La monnaie*, cit., pág. 134-137.

3. — As variações do poder de compra *interno* da moeda exprimem-se, como sabemos, pelas alterações do nível dos *preços internos*.

As variações do poder de compra *externo* da moeda manifestam-se, correlativamente, por movimentos do *câmbio* e dos *preços externos*.

Assim, aumenta ou diminue o poder de compra *interno* da moeda, quando descem ou sobem os preços internos da generalidade das mercadorias.

De igual modo, *aumenta* ou *diminue* o poder de compra *externo* quando o curso do câmbio ou os preços externos acusam movimentos gerais de *baixa* ou de *alta*.

Ao objecto dêste estudo interessam especialmente as variações gerais do poder de compra externo da moeda, ou, por outras palavras, as variações do curso do câmbio e dos preços externos.

Ocupemo-nos em primeiro lugar das variações gerais dos preços.

A êste respeito não há que fazer distinção entre preços internos e externos, porque os factores de variação que vamos analisar são, como é lógico, comuns a ambas as categorias.

É claro que independentemente destas variações *gerais* dos preços, a que acabamos de referir-nos e que provêm de alterações no poder global de compra da moeda, há variações particulares nos preços de cada mercadoria, devidos a condições próprias do mercado de cada uma. O estudo destas variações individuais dos preços exorbita, porém, do objectivo que nos propomos.

¿Quais são, pois, os *factores* das variações gerais dos preços? Neste ponto fraccionam-se as opiniões dos teóricos.

Os *quantitativistas*, na sua forma simplista, entendiam que as variações gerais dos preços eram *directamente proporcionais* às variações das *quantidades* de moeda em circulação.

IRVING FISHER aperfeiçoou esta fórmula e, baseado na sua «*equação das transacções*», sustentou que o nível de preços (P) obedece, em razão *directamente* proporcional, à quantidade da moeda (M e M') e á velocidade da circulação (V e V') e é *inversamente* proporcional ao volume das transacções (T):

$$P = \frac{M M' \times V V'}{T}$$

O nível de preços desempenha, assim, um papel puramente *passivo* em relação aos outros factores da equação. Só estes têm uma acção causal.

Por seu turno, os *anti-quantitativistas*, reconhecendo embora a exactidão matemática da equação fisheriana, combateram o papel passivo atribuído ao nível de preços e reconheceram a existência de outros factores que influem na determinação daquêle nível.

O Prof. VON WIESER, entre outros, veio sustentar que o elemento determinante do movimento dos preços não era a quantidade de moeda em circulação, mas os *rendimentos nominais* dos indivíduos e da nação.

Tudo quanto exerça influência sôbre o montante dos rendimentos, — as variações da produção, as alterações da quantidade da moeda, as oscilações cambiais, etc. — irá modificar o nível geral dos preços.

A *teoria dos rendimentos* apresenta indiscutíveis progressos em relação à teoria da quantidade.

Admite o câmbio como factor monetário dos rendimentos e dos preços. Afirma que a circulação só provoca variações do nível dos preços quando age sôbre os rendimentos. Entende que não há proporcionalidade entre os movimentos da circulação, dos rendimentos e dos preços. E, por último, admite a possibilidade duma acção dos preços sôbre a velocidade e sôbre o montante da circulação, contrariando assim o papel puramente passivo que ao nível de preços atribuíam os quantitativistas.

Posteriormente, porém, o Prof. AFTALION, na notabilíssima obra já citada, *Monnaie, prix et change*, utilizando o resultado das suas observações em França e na Europa durante o período de 1914 a 1926, criticou a teoria quantitativa, acumulando as provas de discordância entre o movimento dos preços, a quantidade da moeda e a sua velocidade de circulação.

Os mesmos dados da experiência levaram o Prof. AFTALION a verificar, além disso, a insuficiência da própria teoria dos rendimentos para explicar alguns dos fenómenos monetários contemporâneos.

Especialmente, os casos observados nos países da Europa Central, na Alemanha sobretudo, demonstraram que o nível de preços sofria uma depressão vertiginosa por influência directa, quasi instantânea, do *câmbio*, antes que houvesse tempo de se verificar qualquer acréscimo nos rendimentos.

Também não seria legítimo atribuir essa depreciação extraor-

dinária da moeda ao aumento incessante da velocidade de circulação, porque esta não poderia materialmente ultrapassar certo limite.

A transmissão dos movimentos realiza-se da seguinte forma: câmbio — preços — velocidade de circulação — quantidade da moeda.

Foi a partir do segundo semestre de 1921 que, no dizer do Prof. AFTALION, se abriu «a era do império do câmbio sôbre os preços».

«Os preços sobem — escreve aquêlê professor — não porque «aumente a velocidade de circulação da moeda, facto exterior e «subseqüente, mas porque os indivíduos depreciam cada vez mais «a moeda em relação às mercadorias, facto *psicológico* inicial» (*Monnaie, prix et change*, p. 199).

Nesta passagem resume-se a essência da *teoria psicológica* do Prof. AFTALION.

Esta teoria que, como dissemos, se baseia na observação dos factos, ensina-nos que o poder de compra da moeda e, consequentemente, o nível de preços resultam do conjunto das apreciações individuais sôbre a moeda, das curvas de *oferta e procura de moeda*, que são, ao mesmo tempo, e respectivamente, curvas de *procura e oferta de mercadorias*.

Por seu turno, aquelas apreciações individuais sôbre a moeda dependem das satisfações que cada indivíduo *espera* obter da última unidade monetária disponível (*teoria da utilidade final ou marginal*).

Na determinação dessas apreciações individuais entram, a um tempo, *elementos quantitativos e elementos qualitativos*.

Os primeiros são representados pelo *rendimento* nominal, pois o valor que cada um atribue à unidade monetária diminue ou aumenta conforme o número maior ou menor de unidades disponíveis.

Os segundos são mais complexos e nêles figuram, entre outros: as exigências maiores ou menores dos indivíduos nos negócios, a tendência para a poupança e, sôbretudo, as *previsões* sôbre o valor futuro da moeda.

¿Quais são, porém, os *factores de variação* dos elementos quantitativos e qualitativos do poder de compra da moeda?

Apelando mais uma vez para o resultado das suas verificações,

o Prof. AFTALION diz-nos que êsses factores são principalmente dois: o *câmbio* e as *emissões de moeda*.

Simplesmente, tais factores não agem automaticamente, mas sim através dos *rendimentos* e das *previsões*.

AFTALION sublinha a influência predominante dos *movimentos do câmbio* nas variações do nível de preços durante o período das suas observações, a que nos referimos.

Reconhecemos a superioridade indiscutível da teoria de Aftalion, mas julgamos necessário fazer algumas restrições no tocante à influência geral do câmbio sobre os preços.

Damos inteira razão ao Prof. BAUDIN («*La monnaie et la formation des prix*», I, cit., p. 498) quando escreve que a acção do câmbio sobre os preços internos não é um factor constante e geral, mas depende, para cada país, da importância relativa do comércio internacional. Quando o comércio externo ocupa um posto secundário em relação ao comércio interno, é vã a tentativa para restabelecer os preços do mercado nacional intervindo no curso do câmbio.

Por isso ROOSEVELT caminhava para um insucesso certo modificando o valor-ouro do dólar com o fim de provocar a alta dos preços.

Pelo contrário, o câmbio exerce grande influência sobre os preços na Bélgica, país que vive do comércio com o estrangeiro.

O mesmo pode dizer-se de Portugal, em cuja vida económica o comércio internacional, sobretudo de importação, tem uma influência preponderante.

Resta estudar o fenómeno do *câmbio*, não já como factor de variação do nível de preços, mas como um dos elementos determinativos do poder de compra externo da moeda, nos termos atrás expostos.

Sobre êste número: IRVING FISHER, *Le pouvoir d'achat de la monnaie*, 1926, pág. 43 e seg.; AFTALION, *Monnaie, prix et change*, cit., pág. 103 e seg.; BAUDIN, *La monnaie et la formation des prix*, cit., I, pág. 456 e seg.; NOGARO, *La monnaie...*, cit., p. 203 e seg.; D. H. ROBERTSON, *Money*, in «Nuova Collana di Economisti», cit., pág. 252-247; Prof. MARCELO CAETANO, *A depreciação da moeda*, cit., pág. 158 e seg.; Ludwig VON MISES, *La stabilizzazione del potere d'acquisto della moneta*, in «Nuova Collana», cit., pág. 36 e seg.; Paul LAMBERT, *La théorie quantitative de la monnaie*, Paris, 1938.

4. — O câmbio, expressão do valor recíproco das moedas de dois países, é um fenómeno aparentemente simples na sua definição, mas sobremaneira complexo na sua natureza íntima e nos seus efeitos.

Essa complexidade determinou uma verdadeira inflacção de teorias, que procuraram analisar o fenómeno cambial e explicar satisfatòriamente o seu mecanismo.

Neste estudo propomo-nos simplesmente focar as linhas gerais das quatro teorias mais características sôbre a essência do fenómeno cambial.

A) Em primeiro lugar, encontramos a explicação *quantitativa*, já clássica, segundo a qual o curso do câmbio resultaria da *relação entre as quantidades de moeda em circulação nos diversos países*.

Tôdas as alterações nessas quantidades de moeda provocariam alterações proporcionais no nível do câmbio (RICARDO, STUART MILL).

Os factos encarregaram-se de desmentir formalmente a suposta exactidão desta teoria.

São inúmeros os casos de discordância completa entre o câmbio e a circulação monetária. Entre dois países pode esta manter-se inalterável e o câmbio flutuar amplamente, como sucedeu em França e nos Estados Unidos de 1919 a 1924. (V. AFTALION, *ob. cit.*, p. 265-271).

B) Antes da guerra, a teoria dominante sôbre o mecanismo cambial era a que attribuía as variações do curso do câmbio à *balança económica* ou *balança de contas* (GOSCHEN, NOGARO).

Em síntese, a tese era a seguinte: O curso do câmbio representa o preço em moeda nacional das divisas estrangeiras. E, como todo o preço obedece à lei da oferta e da procura, lògicamente também o curso do câmbio depende da quantidade de divisas oferecidas e procuradas, isto é da balança de créditos e débitos, numa palavra — da *balança de contas*.

Recentemente, o economista sueco ARNOLD RAESTAD, num artigo publicado na revista *Nordisk Tidskrift for International Ret*, 1935, p. 18, intitulado «*Les rapports entre États dans le domaine monétaire*», reafirmou esta tese, escrevendo: «O curso das divisas «não tem nível algum natural ou determinado. Não tende para

«qualquer paridade determinada. Depende absolutamente das *quantidades* procuradas e oferecidas de parte a parte...»

Ora, já anteriormente o Prof. AFTALION se encarregara de criticar a insuficiência explicativa da teoria da balança económica, observando que o estado desta balança exerce indubitável influência sobre o câmbio, mas que tal teoria despreza *outros factores quantitativos* e nem sequer fala no papel dos *factores qualitativos* do câmbio (AFTALION, *ob. cit.*, p. 261-264).

¿Quais os outros *factores quantitativos* do curso do câmbio?

Além da balança de contas propriamente dita, influem no curso das divisas todos os *movimentos de capitais* e *de ouro* que não entram na balança económica, isto é, todos aquêles que são consequência do saldo credor ou devedor desta balança e que, reunidos a esta, vão formar o que se chama a *balança de pagamentos*.

Os *elementos qualitativos* do câmbio são aquêles que AFTALION designa por *factores psicológicos* e que compreendem, como adiante veremos, as apreciações sobre o valor das divisas estrangeiras, as previsões sobre o seu futuro, etc.

Todos estes elementos se conjugam, pois, para formar o complexo mecanismo do câmbio, e não apenas o elemento da balança de contas, como pretendia a teoria que estamos examinando.

C) Em 1918, o professor sueco GUSTAV CASSEL expôs uma nova concepção sobre o fenómeno cambial, a que deu o nome de «*teoria da paridade dos poderes de compra*».

Segundo CASSEL, o valor do papel-moeda inconvertível reside unicamente no seu poder de compra. Sendo assim, o câmbio entre duas moedas inconvertíveis reduz-se à troca dos respectivos poderes de compra. O curso do câmbio tenderá, normalmente, a igualar a relação entre os poderes de compra internos das duas moedas, isto é, virá a fixar-se na respectiva paridade.

Por exemplo, se um dólar tem um poder de compra interno vinte vezes superior ao poder de compra do escudo, deverá, conseqüentemente, valer 20 escudos, e o escudo corresponderá à vigésima parte do dólar (CASSEL, *Traité d'économie politique*, 1929, vol. II, p. 200 e seg. e 437 e seg.).

A tese de CASSEL sugere duas ordens de objecções: teóricas e práticas.

Objecções de ordem teórica: A paridade dos poderes de compra

não pode constituir lei exclusiva do câmbio porque, como já vimos, outros factores quantitativos e qualitativos colaboram no fenómeno cambial.

Tal doutrina esquece a influência fundamental da balança de contas e dos movimentos de capitais (factores quantitativos), que inevitavelmente farão afastar o curso do câmbio do nível teórico da paridade.

Além disso, não é legítimo desprezar tóda a série de factores qualitativos, dos quais a paridade do poder aquisitivo constitue, afinal, um dos menos operantes.

Tais são as *previsões* sôbre o valor futuro da moeda estrangeira, a *especulação*, a *política económica e financeira* e outras que oportunamente teremos ocasião de descriminar.

Objecções de ordem prática: A teoria da paridade dos poderes de compra está em manifesto desacôrdo com o ensinamento dos factos.

O economista ALFRED POSE (*La théorie de la parité des pouvoirs d'achat et les faits*, in «Revue d'économie politique», 1926, p. 990 e seg.) fêz o estudo das curvas comparadas do curso do dólar e da paridade dos poderes de compra em diversos países da Europa (Suécia, Espanha, França, Itália, Inglaterra e Alemanha) no período de 1914-1923, e verificou que o nível do câmbio nunca ou só fugitivamente se mantinha na linha da paridade, afastando-se sempre para baixo ou para cima dessa linha ideal.

Estes resultados bastam, só por si, para arruinar o mérito da concepção de CASSEL.

Pode ainda acrescentar-se que a experiência demonstrou não ser o poder de compra interno da moeda, o nível de preços internos, que influe no curso do câmbio. Pelo contrário, os factos provam a acção dominante que o câmbio exerce sôbre os preços internos, sobretudo nos países dependentes em larga escala do comércio internacional.

A paridade dos poderes de compra ficará tão sòmente como nível *teórico* do câmbio, nível ideal para que se tende, mas que raramente se atinge numa sociedade dinâmica como a actual.

D) Cabe uma vez mais ao Prof. AFTALION a honra de ter elaborado uma teoria do câmbio que pode considerar-se insuperável no estado actual da ciência económica e das realidades monetárias.

A *teoria psicológica* do sábio economista francês resume-se nos três pontos seguintes: I. *Elementos qualitativos e quantitativos do câmbio*; II. *Formação do curso do câmbio no mercado*; e III. *Factores de variação do câmbio*.

I — Os *elementos qualitativos* do câmbio manifestam-se nas apreciações individuais sobre o valor da divisa estrangeira, isto é, sobre aquilo que *esperamos obter* com a troca das duas moedas.

Essa utilidade que se espera obter da divisa estrangeira pode ser múltipla: poder de compra, poder liberatório de dívidas anteriores, fins especulativos, evasão ao fisco, etc.

Por sua vez, os *elementos quantitativos* são representados, numa palavra, pela quantidade de divisas oferecidas e procuradas. É a aplicação da lei da utilidade decrescente.

II — Em face destes elementos, *o curso do câmbio no mercado* resulta do conjunto das estimações individuais, ou seja, das *curvas individuais de oferta e procura de divisas*.

Esse curso fixa-se no ponto em que as quantidades procuradas a um certo preço igualam as quantidades oferecidas ao mesmo preço. É o ponto de cruzamento das curvas de oferta e procura a um preço determinado.

A combinação destas duas escalas de quantidades e de preços chama AFTALION a *balança da oferta e da procura*.

Esta balança é, assim, mais compreensiva do que a *balança de contas* e do que a própria *balança de pagamentos* porque abrange, além dos elementos contidos nestas, a oferta e procura de divisas que não provocam pagamentos internacionais, as operações especulativas sem entrega de divisas, e as transmissões da mesma divisa entre nacionais antes de se efectuar a operação definitiva.

III — Por último, aparecem os *factores de variação dos elementos do câmbio*.

— *Factores de variação dos elementos quantitativos*: São principalmente dois: a *balança de contas* ou balança económica e os *movimentos de capitais*.

A balança de contas é o factor quantitativo predominante. A sua influência nas variações do câmbio é considerável.

Mas tanto este factor como os movimentos de capitais estão intimamente subordinados à acção dos factores qualitativos.

— *Factores de variação dos elementos qualitativos*: Podem sintetizar-se nos seguintes:

- 1) Circulação monetária;
- 2) Equilíbrio orçamental e situação do tesouro;
- 3) Política fiscal;
- 4) Política de estabilização cambial;
- 5) Política interna e externa; e
- 6) Previsões sobre o câmbio e sobre os restantes factores.

1) Os movimentos da *circulação monetária* têm uma acção variada sobre o câmbio.

Assim, a *inflação* provocando a alta dos preços e a quebra do poder de compra interno da moeda, valorizará as divisas estrangeiras estáveis, cujo preço subirá.

Essa mesma inflação pode, além disso, agir através dos rendimentos, elevando-os, e determinando igualmente a alta dos preços pelo acréscimo de procura de mercadorias. Daí provirá o aumento das importações e a contracção das exportações, com o conseqüente desequilíbrio da balança comercial, traduzido no agravamento do câmbio.

Finalmente, o próprio receio duma próxima inflação pode actuar psicológicamente sobre o câmbio, depreciando-o.

2) É evidente a importância do *equilíbrio orçamental e da situação do tesouro*.

O «déficit» do orçamento, os embaraços da tesouraria, os perigos da dívida flutuante são outros tantos factores que influem desfavoravelmente sobre o curso do câmbio, sobretudo porque freqüentemente conduzem o Estado para o caminho da inflação.

3) Quanto à *política fiscal*, compreende-se que o agravamento excessivo das colectas determine, entre outras reacções, a do êxodo dos capitais, na tentativa desesperada de se evadirem à acção do fisco. Essa emigração de capitais vai prejudicar o equilíbrio da balança de contas e, através dêste, o nível do câmbio.

4) A *política de estabilização cambial*, pela intervenção directa das autoridades monetárias sobre o mercado dos câmbios, exerce uma influência preponderante sobre o seu nível.

AFTALION observa que a estabilização do curso das divisas provoca modificações profundas nos elementos quantitativos e qualitativos do câmbio. Enquanto persiste o contrôle cambial, o

elemento qualitativo predominante é a própria taxa oficialmente fixada para a conversão da moeda nacional em moeda estrangeira.

5) A *política geral interna e externa* do Estado desempenha freqüentemente um papel de relêvo nas variações cambiais. As perturbações políticas, a instabilidade governativa tem por vezes uma grande responsabilidade sôbre as flutuações do câmbio. A experiência contemporânea oferece-nos provas eloqüentes desta afirmação.

6) Na ordem lógica, colocamos em último lugar as *previsões* sôbre todos os demais factores do câmbio. Factor *psicológico* por excelência, a acção das previsões nas variações cambiais é preponderante e variadíssima.

O Prof. AFTALION descreve do modo seguinte as principais modalidades de acção das previsões:

«Previsões relativas á *balança de contas* e aos seus diversos «elementos. Previsões, portanto, quanto à balança comercial e a «tudo o que pode affectá-la, perspectivas de colheitas, política aduaneira, greves industriais. Previsões quanto à liquidação das dívidas internacionais, dívidas inter-aliadas, dívidas de reparações e «outras.

«Previsões sôbre os grandes *empréstimos externos*. Previsões «quanto aos *movimentos de capitais*, á *política interna e externa*, «à *política fiscal* do Estado susceptível de agir sôbre êsses movimentos, de provocar a evasão dos capitais nacionais ou o seu «repatriamento, de atrair os capitais estrangeiros ou, ao contrário, «de os afastar.

«Previsões relativas aos projectos de *intervenção directa dos governos no mercado cambial*, aos projectos de estabilização do «câmbio, aos projectos de regresso à convertibilidade da nota. «Crença no bom ou mau resultado dêsses projectos.

«Previsões mais imprecisas ainda, intuitivas e desarrazoadas, «respeitantes não já aos factores do câmbio, mas directamente às «próprias variações cambiais, sem cuidar das suas causas.

«Expectativa duma alta ou duma baixa mais acentuada, por «efeito dum movimento duradouro que se crê dever continuar. «Vagas de optimismo ou de pessimismo, às quais parece faltar «qualquer base consistente. Previsões de difícil justificação, generalizadas por uma espécie de contágio colectivo, ou sustentadas

«e reanimadas por uma *especulação* interessada sòmente no lucro proveniente das oscilações...

«Em todos estes casos, as previsões actuam por via dupla. *Qualitativamente*, pela acção psicológica directa sòbre as apreciações individuais. *Quantitativamente* pelos movimentos de capitais, «pelas colocações internacionais que determinam, e pelas operações puramente especulativas que suscitam...» (AFTALION, *ob. cit.*, p. 320-322; Dr. MARCELO CAETANO, *ob. cit.*, p. 220-222).

Fica assim exposta, nas suas linhas gerais, a *teoria psicológica do câmbio*.

Apraz-nos reconhecer, mais uma vez, a sua superioridade em relação a tôdas as outras, superioridade que lhe advém principalmente da sua perfeita adaptação às realidades da vida económica.

Em todos os países, mais ou menos, a evolução do câmbio tem obedecido às conclusões fundamentais desta doutrina.

Ainda recentemente o Sr. Prof. Dr. RUI ULRICH, num interessante artigo publicado no «Bulletin Bimestriel» da «Société Belge d'Études & d'Expansion», em Fevereiro de 1939, sòbre «*L'évolution du change au Portugal*» escrevia: «...Le change portugais dans ses variations... n'a pas obéi à des raisons d'ordre économique... Les facteurs psychologiques ont toujours seuls conduit le change... On trouvera difficilement un exemple aussi éloquent de la vérité de la théorie psychologique du change et c'est «la ce qui m'a porté à signaler les faits survenus dans mon pays».

Quando entrarmos no estudo da evolução do poder de compra externo da moeda portuguesa, teremos ensejo de verificar tôda a exactidão das palavras do ilustre Mestre.

Sòbre êste número: AFTALION, *ob. cit.* pag. 251 e seg.; NOGARO, *ob. cit.*, pag. 333 e seg.; ARNOLD RAESTAD, *Les rapports entre États dans le domaine monétaire*, in «Nordisk Tidskrift for International Ret», 1935, pag. 18 e seg.; Dr. MARCELO CAETANO, *ob. cit.*, pag. 195 e seg.; GOSCHEN, *Téorie des changes étrangers*, pag. 62-65; Prof. OLIVEIRA SALAZAR, *O ágio do ouro*, 1916, pag. 30 e seg.; G. E. BONNET, *Les expériences monétaires contemporaines*, pag. 163 e seg.; CASSEL, *Traité d'économie politique*, 1929, vol. III, pag. 200 e seg. e 437 e seg.; ALFRED POSE, *La théorie de la parité des pouvoirs d'achat et les faits*, in «Revue d'économie politique», 1926, pag. 987 e seg.; RENÉ SEDILLOT, *Le drame des monnaies*, 1937, pag. 15 e seg.; BENITEZ DE LUGO, *Los problemas del cambio*, 1930, pag. 10 e seg.; J. DECAMPS, *Les changes étrangers*, 1922, pag. 3 e seg.

5. — São conhecidos os efeitos perniciosos que, para o mer-

cado dos câmbios, trouxe a grande guerra e a tremenda crise económica que se lhe seguiu.

Naqueles países que se viram obrigados a abandonar o estalão ouro, a depreciação cambial acentuou-se rapidamente, desaparecendo o nível normal do câmbio, até aí confinado nos estreitos limites dos *gold-points*.

Nos outros países, cujo regime era já o da inconvertibilidade, como Portugal, mais se agravou ainda a crise do câmbio, atingindo nalguns dêles formidáveis proporções.

A depreciação cambial e a alta dos preços determinaram necessariamente uma profunda quebra no poder de compra interno e externo das moedas.

De 1924 a 1928 pretenderam vários países pôr um freio à flutuação dos câmbios anormais e, na impossibilidade de regressarem ao regime-ouro integral, adoptaram o sistema do estalão-ouro para o câmbio, a que se dá o nome de *gold exchange standard* (PIERRE JULIEN, *Les différents regimes de contrôle des changes*, 1938, p. 8).

Para o efeito de pagamentos internacionais, assegurava-se a conversão da moeda nacional em divisas-ouro estrangeiras.

O *gold exchange standard* aparecia, assim, como uma *regra de convertibilidade* que tinha, de facto, uma acção estabilizadora sobre o valor externo da unidade monetária.

Mas, posteriormente, pensou-se que êsse mesmo fundo de divisas-ouro estrangeiras podia também vir garantir a estabilidade do valor *interno* da moeda. Nem só o ouro servia para cobrir a circulação fiduciária. As divisas convertíveis nesse metal deviam ter, para tal efeito, idêntico valor.

O *gold exchange standard* passou a funcionar, dêste modo, como *regra de cobertura* (MENELAS PETRITZI, *Le Gold Exchange Standard et ses déviations*, Paris, 1934, p. 17-22).

Daqui proveio o seu insucesso. Como observa PETRITZI, «en «tant que règle de couverture le G. E. S. ne peut favoriser la «stabilité des changes internationaux. Il peut simplement permettre «au gouvernement d'utiliser au maximum les reserves monétaires «et métalliques dont il dispose... Mais ce système est appelé à «s'effondrer le jour où les devises données en couverture vien- «draient elles mêmes à ne plus être convertibles en or» (PETRITZI, *ob. cit.*, p. 101).

Além disso, êste desvio do sistema do «gold exchange» provocou uma verdadeira inflacção do crédito internacional.

A êste respeito, são concludentes as seguintes palavras de VIGREUX no seu estudo sôbre *Le crédit par acceptation*: «Les banques centrales qui admettent comme couverture de leurs émissions des devises étrangères ont pris l'habitude, au lieu de conserver ces devises improductives (comme le serait l'or dont elles jouent le rôle) de les placer de façon à en tirer un intérêt... Mais, en ce faisant, les banques centrales transforment leur droit à recevoir de l'or en un droit au remboursement d'un crédit, ce qui est une chose très différente, tant au point de vue économique qu'au point de vue juridique. Et, de la sorte, une quantité d'or située, par exemple, à New York, sert en même temps de base à deux émissions différentes, une émission en dolars d'abord, et celle de la banque centrale ensuite. Il y a là un procédé d'inflation de crédit dangereux» (V. PIERRE JULIEN, *ob. cit.*, p. 9).

Foi então que, no dizer de PIERRE JULIEN, as nações devedoras procuraram assegurar o equilíbrio das relações económicas exteriores recorrendo a processos empíricos, tentando encontrar na autarcia económica a base-ouro mínima indispensável à sua economia e à sua independência política.

Surgiram, assim, em quasi todos os países, *sistemas de contrôle cambial*, análogos aos do tempo da guerra e destinados a manter transitòriamente a estabilidade do poder de compra da moeda.

Designamos por *contrôle cambial* tòda a intervenção do Estado na balança de oferta e procura de divisas com o fim de estabilizar o curso do câmbio e de equilibrar a balança de contas.

RAOUL AGHION (*Le contrôle des changes*, Paris, 1939, p. 1) classifica os sistemas de contrôle cambial em três grupos: *contrôle rígido*, *contrôle flexível* e *contrôle pelo fundo de igualização cambial*.

O *contrôle rígido* é aquêle em que a moeda se mantém num círculo fechado, isto é, em que se proíbe enèrgicamente a entrada e saída de divisas nacionais, a saída de divisas estrangeiras e de ouro, e se constitue para êsse efeito o monopólio do comércio externo.

É o sistema adoptado pela Alemanha e pela Itália, combinado, nestes países, com um regime geral de moeda dirigida.

O *contrôle* é *flexível* quando as entradas e saídas de capitais

não são proibidas, mas as divisas estrangeiras são vendidas pelo banco central a uma taxa diversa, conforme se trata de pagar aquisições de matérias primas indispensáveis ou de produtos supérfluos, ou se tem em vista exportar capitais ou fornecer somas aos turistas nacionais que vão ao estrangeiro.

Seguem este regime, entre outros, os seguintes países: Brasil, Argentina, Chile, Dinamarca, Iugoslávia, Hungria, Polónia, Roménia, U R. S. S. e Grécia.

O *contrôle pelo fundo de igualização ou de estabilização cambial*, a que PIERRE JULIEN chama «contrôle parcial», assenta no funcionamento dum organismo — o fundo de igualização — destinado a manter a estabilidade do curso das divisas entre os limites fixados na lei monetária.

Para êsse efeito, o fundo dispõe duma provisão de divisas e intervém no mercado cambial, comprando ou vendendo divisas conforme a tendência para a baixa ou para a alta do curso do câmbio.

A Holanda, a Suíça, a Inglaterra, os Estados Unidos e a França aplicam, com mais ou menos variantes, êste sistema de estabilização cambial.

— A estabilização do valor externo da moeda por meio de um sistema de *contrôle cambial* deve ser considerada como uma solução transitória, que preparará o regresso ao regime de câmbios normais.

Êsse regresso à normalidade cambial ou, por outras palavras, a estabilização *de jure* depende, porém, dum conjunto de condições prévias que nem sempre se verificam.

Essas condições prévias podem agrupar-se em três ordens: condições de ordem *política*, condições de ordem *financeira* e condições de ordem *económica*.

As primeiras resultam da tranqüilidade política interna e da estabilidade governamental.

As segundas traduzem-se, em síntese, no equilíbrio orçamental duradouro e na situação desafogada da tesouraria.

Enfim, as condições económicas resumem-se na adaptação dos preços internos aos preços externos, na estabilidade da produção, e, sobretudo, no equilíbrio da balança económica.

Uma vez verificado êste condicionalismo prévio, — ¿ qual deve ser o *modus faciendi* da estabilização?

Neste ponto divergem as opiniões dos economistas.

O Prof. CASSEL, entre outros, julgou descobrir a solução do problema na sua conhecida teoria da paridade dos poderes de compra.

Para êsse efeito baseou-se nos princípios da teoria quantitativa, entendendo que a estabilização dos câmbios se obteria regulando a situação monetária de forma que a moeda atingisse um poder de compra interno que assegurasse no câmbio o curso mais favorável, na base da referida paridade.

A solução de CASSEL é duplamente inaceitável.

Em primeiro lugar, porque crê ainda nos méritos da tese quantitativa, de há muito condenada pela ciência e pelos factos.

Em segundo lugar, porque atribue à paridade do poder aquisitivo uma virtude estabilizadora que a experiência não lhe permite reconhecer. Vimos já como o próprio câmbio derroga e altera o nível da paridade, agindo sôbre os preços internos.

Como diz o Prof. BERTRAND NOGARO, a paridade dos poderes de compra deve ser tomada em consideração apenas como um dos dados a atender no momento de decretar a estabilização *de jure* (NOGARO, *ob. cit.*, pág. 373).

Este notável economista imaginou um sistema de regresso aos câmbios normais em que o rêgime ouro seria completado por «uma moeda fiduciária internacional».

Eis as suas palavras: «L'or, grace à un consensus universel «et au regime généralisé de la frappe libre, fournirait l'instrument «de paiement international... Mais il ne saurait, dans l'état actuel «de la production, fournir à lui seul, et de beaucoup tout le numéraire. Ne pourrait-il être complété par une monnaie fiduciaire «internationale? Techniquement, celà n'est nullement inconcevable, «et, si l'on veut, pour le concevoir, se dispenser d'un grand effort «de pensée, il suffit d'imaginer un institut d'émission dont les «billets seraient progressivement admis à circuler dans un certain «nombre de pays, et finalement dans tous, en se substituant à la «circulation fiduciaire locale... On peut donc, d'un point de vue «strictement technique, se représenter parfaitement un regime de «règlements internationaux qui s'effectueraient de la même manière «que s'oppèrent actuellement les règlements monétaires à l'intérieur d'une grande nation unifiée: de telle sorte que le problème

«du change serait résolu, pour avoir disparu» (NOGARO, *ob. cit.*, p. 383-384).

A concepção do Prof. NOGARO é, sem dúvida, muito interessante e da sua adopção adviriam inúmeras vantagens.

Mas no estado actual das relações económicas temos de contentar-nos com soluções positivas e a de NOGARO é uma solução ideal, impraticável por enquanto.

Ora, as experiências recentes sugeriram um método de estabilização do valor externo da moeda, que parece o mais lógico e eficaz, exposto pela Comissão Mixta da Dotação Carnegie e da Câmara de Comércio Internacional («Conclusions pratiques des experts», p. 241-245) e que se resume nos seguintes pontos:

1.º União progressiva das diversas moedas a um ou a dois dos principais sistemas monetários, tais como a libra e o dólar, por meio do sistema do *gold exchange standard*.

2.º Conversão das moedas a um câmbio fixo, representando uma paridade adequada em relação aos outros países, atendendo-se à posição da balança de pagamentos e ao nível dos preços externos.

3.º Adopção do sistema do *gold exchange* apenas como regra de convertibilidade e não como regra de cobertura da circulação interna.

4.º Intervenção activa do Banco de Pagamentos Internacionais no sentido de desenvolver as operações de compensação e de favorecer as economias de metal precioso, dando assim o *máximo de eficácia* ao emprêgo dos «stocks» de ouro.

A êste sistema pode, é certo, objectar-se que a estabilidade do valor externo das diferentes moedas está dependente da estabilidade das moedas principais em que aquelas se convertem. E estas podem, por sua vez, tornar-se instáveis. É o caso da libra esterlina após Setembro de 1931.

Mas a experiência mostrou que a manutenção da convertibilidade recíproca das moedas na libra, mesmo após o abandono do estalão-ouro, conservava a estabilidade dos câmbios em relação a quási todos os outros países, independentemente da sua conversão em ouro.

Foi o que sucedeu com o nosso país que, tendo estabilizado o escudo em relação à libra em Junho de 1931, se viu obrigado a seguir a moeda inglesa após o abandono do padrão-ouro, facto

que em nada prejudicou a estabilidade cambial verificada até essa data.

É por estas razões que aquêle sistema de estabilização do valor externo da moeda nos parece preferível.

Portugal adoptou-o ao decretar a estabilização de 1931, como veremos.

Sôbre êste número: NOGARO, ob. cit., pag. 333 e seg.; AFTALION, ob. cit., pag. 338 e seg.; PIERRE JULIEN, *Les differents régimes de contrôle des changes*, Paris, 1938, pag. 6 e seg.; RAOUL AGHION, *Les contrôles des changes*, Paris, 1939; MENELAS PETRITZI, *Le gold exchange standard et ses déviations*, Paris, 1934, pag. 17 e seg.; S. D. N., *Rapport sur le contrôle des changes*, Genève, 1938, pag. 52 e seg.; SEDILLOT, *Le drame des monnaies*, cit.; J. A. CORREIA DE BARROS, *O problema do estalão monetário*, Coimbra, 1939, pag. 9 e seg. e 265 e seg.; Comission Mixte — Dotation CARNÉGIE — Chambre de Commerce Internationale, *Conclusions pratiques des experts*, pag. 241 e seg.

PARTE GERAL

A moeda portuguesa e o seu poder de compra externo

I

Primeiro período: 1891 a 1900

1. Preliminares. Plano de trabalho. Dificuldades.
2. A crise de 1891. Causas económicas, financeiras e políticas da crise. A crise e o poder de compra externo da moeda. A crise e a depreciação cambial.
3. Os anos de 1892 a 1900. Evolução do poder de compra externo da moeda, dos preços e do câmbio.
4. Causas da diminuição do poder de compra externo da moeda neste período. A curva dos preços externos. Factores quantitativos e qualitativos da depreciação cambial.

1. Ao iniciar a segunda parte dêste estudo, convém fazer algumas considerações sôbre o plano de trabalho que se adoptou e que se vai seguir.

Começamos o estudo do poder de compra externo da moeda portuguesa com a crise de 1891. Fazêmo-lo por razões intuitivas.

Em primeiro lugar, pela dificuldade de obter elementos sôbre a evolução cambial e dos preços externos antes daquela data; sobretudo em épocas mais recuadas da história monetária.

Em segundo lugar, porque a evolução do poder de compra

externo da nossa moeda só começa a apresentar verdadeiro interesse a partir da crise de 1891, que definitivamente instaurou em Portugal o regime da inconvertibilidade e do curso forçado.

Anteriormente, à parte curtos períodos de crise (1827, 1846 e 1876), o valor externo da moeda nacional não podia ter sofrido grandes oscilações porque o regime metálico em vigor confinava naturalmente as flutuações do câmbio nos limites rígidos dos pontos de entrada e saída do metal precioso.

Dividimos esta parte geral em cinco períodos:

1.º período: de 1891 a 1900.

2.º período: de 1900 a 1914.

3.º período: de 1914 a 1924.

4.º período: de 1924 a 1931.

5.º período: de 1931 a 1938.

O *primeiro período* coincide com um máximo de depreciação do poder de compra externo da nossa moeda, atingido em 1900, em função dos preços exteriores.

O *segundo período* encerra-se com o deflagrar da grande guerra, que abriu nova era para a vida económica e monetária dos países beligerantes.

O *terceiro período* abrange as duas fases de «depreciação lenta» (1914-19) e de «depreciação vertiginosa» (1919-24) do poder de compra externo da moeda portuguesa, em função do curso do câmbio.

O *quarto período* — período de restabelecimento monetário — vai desde 1924 até à estabilização legal do escudo em relação à libra (Junho de 1931).

O *quinto* e último corresponde ao lapso de tempo decorrido desde essa estabilização até ao fim do ano de 1938.

Em cada período faremos a análise descritiva das flutuações do poder de compra externo da nossa moeda — nível do câmbio combinado com os preços externos — e procuraremos determinar os factores mais activos dessas flutuações.

A indigência das nossas estatísticas, cujos serviços só últimamente acusam progressos sensíveis, dificultou-nos sôbremaneira a tarefa proposta. Basta dizer que, hoje ainda, não existem elementos que permitam apreciar com segurança o estado da nossa balança económica, factor importantíssimo, como é sabido, para o estudo das variações do poder de compra externo da moeda.

O mesmo sucede com os números índices dos preços por grosso em Portugal, cujo cálculo só recentemente é feito no nosso Banco emissor (Serviço de Estatística e Estudos Económicos).

Não carece de justificação a preferência dada ao curso do câmbio *sobre Londres* como elemento de apreciação do valor externo da moeda portuguesa. No dizer do Prof. Dr. OLIVEIRA SALAZAR (*O ágio do ouro*, 1916, p. 96), «O câmbio de Lisboa «sobre Londres... é o nosso câmbio tipo: as suas variações são «que determinam os movimentos de alta e baixa dos câmbios sobre «as outras praças da Europa e da América, que muito de perto «o vão seguindo».

O mesmo pode dizer-se dos preços por grosso em Inglaterra que são para nós também os preços externos-tipo, dadas as intensas relações comerciais que mantemos com aquêlê país.

Posto isto, entramos no estudo do primeiro período (1891-1900), de harmonia com o plano preestabelecido.

2. — O seguinte quadro dá-nos um aspecto geral da evolução económica e monetária durante o período que vamos percorrer:

BASE : 1891 = 100

ANOS	Circulação fiduciária (média anual) ⁽¹⁾		Deficit da balança comercial ⁽²⁾		Índice dos preços por grosso em Portugal ⁽³⁾	Câmbio médio de Lisboa s/ Londres ⁽⁴⁾		Índice dos preços por grosso em Inglaterra ⁽⁵⁾	Índice combinado do câmbio e dos preços externos
	Contos	%	Contos	%		Cotações	%		
1891	18.135	100	18.130	100	100	4\$832	100	100	100
1892	43.229	236	6.198	34,2	99,5	5\$735	118,7	93,3	110,7
1893	50.342	275	14.909	82,3	99,2	5\$600	115,9	93,2	108
1894	51.179	279	11.744	64,8	87,7	5\$790	119,8	87	104,2
1895	53.869	294	12.880	71	99	5\$698	117,9	85,8	101,1
1896	55.860	305	13.393	74	98	5\$853	121,1	84	101,7
1897	51.048	333	13.115	72,4	101,4	6\$575	136,1	84,8	115,4
1898	67.411	368	17.482	96,5	109,3	7\$108	147,1	87,9	129,3
1899	68.178	372	21.836	120,4	117,6	6\$416	132,8	92,4	122,7
1900	67.762	370	28.793	158,7	123	6\$320	130,8	101,7	133

(1) *Boletim do Banco de Portugal* (Serviço de Estatística e Estudos Económicos), n.º 3, Junho-Dezembro de 1933, p. 31.

(2) *Boletim cit.*, *idem.*, log. cit. As percentagens foram por nós calculadas.

(3) Preços do comércio especial (Dr. VIEIRA DA ROCHA, *Situação Económica de Portugal*, 1913, p. 35; e *Boletim cit.*, log. cit.) reduzidos à base 100 em 1891.

(4) *Boletim cit.*, log. cit.

(5) De 1891 a 1895, extraído da revista «*The Economist*», anos de 1892-1896; de 1895 a 1898 da ob. cit. do Dr. VIEIRA DA ROCHA, p. 37, reduzido tudo à base 100 em 1891.

Vejamos agora, mais de perto, as vicissitudes do *poder de compra externo* da nossa moeda no decurso destes oito anos.

O ano de 1891 foi, no expressivo dizer do Prof. Dr. MARCELO CAETANO, «um ano fatídico na nossa história monetária».

A *inconvertibilidade* da nota, imposta definitivamente pelo *decreto de 9 de Julho*, foi o acontecimento mais grave ocorrido nesse ano, pelas repercussões temerosas que teve sobre a economia e a moeda nacionais.

Seria ocioso, neste momento, descrever pormenorizadamente os antecedentes e a eclosão da histórica *crise de 1891*. Sobre ela existe uma abundante literatura, de cujas obras mais representativas adiante daremos conta, e a sua complexa etiologia encontra-se magistralmente estudada no já clássico livro do Prof. Dr. OLIVEIRA SALAZAR — *O ágio do ouro*.

Em síntese, parece-nos que as causas da velha crise se podem resumir em três ordens: causas de ordem económica, de ordem financeira e de ordem política.

Nas *causas de ordem económica* figuram, predominantemente, os seguintes factos: o desequilíbrio constante da *balança comercial*, fruto do atraso da nossa indústria e da rotina em que se arrastava a agricultura; o conseqüente *êxodo do ouro*, destinado a saldar os débitos para com o estrangeiro e a empobrecer progressivamente o país; a *alta contínua do câmbio do Brasil sobre Londres*, que dificultava e reduzia enormemente as remessas anuais dos emigrantes portugueses, impedindo assim o equilíbrio da nossa *balança económica*.

As *causas de ordem financeira* reduzem-se essencialmente a duas: o «*déficit*» *orçamental* crónico, que um economista calculou em cerca de 6.000 contos anuais (F. A. CORREIA, *História Económica de Portugal*, 1931, vol. II, p. 301); e o conseqüente recurso ao *empréstimo interno e externo*, cujos encargos, sobretudo os da dívida externa, vinham minar incessante e ruinosamente a enfraquecida economia nacional.

Como *causas de ordem política*, queremos fazer referência à acção perniciosa da *instabilidade governamental* então dominante, e, sobretudo, à incompetência e imoralidade dos políticos que nessa época ocupavam o poder. Como diz o Prof. F. A. CORREIA, «os «partidos monárquicos reíncidiam nos erros antigos, desacreditavam-se mutuamente e haviam perdido por completo a autori-

«dade moral. A sua decadência era evidente... Era a mentalidade «da época que, na política partidária, em vez de idealismos platónicos, procurava apenas um utilitarismo pessoal e a situação pre-«vilegiada a que se julgavam com direito todos aquêles que dis-«punham de influências eleitorais» (*Ob. cit.*, vol. II, p. 290-291).

Na nossa política externa, o *conflito entre Portugal e a Inglaterra* veio agravar ainda o ambiente desfavorável em que se vivia, dificultando as nossas relações económicas com aquêles país, de que dependíamos estreitamente.

¿Que conseqüências trouxe a crise para o poder de compra externo da moeda portuguesa, e, especialmente, para a situação cambial?

O curso do câmbio sôbre Londres, que até à eclosão da crise se mantivera em redor do *par* (4\$530 em 1890), sofre em Julho de 1891 o primeiro golpe brusco, subindo para 5\$110, o que equivale a uma depreciação de 13 por cento em relação ao par, excedendo largamente o limite do ponto de saída do ouro (4\$510).

A depressão cambial agrava-se até Dezembro, em que a cotação média da libra atinge 5\$787.

A média anual é, porém, a que consta da tabela atrás inserta: 4\$832.

Dentre os *factores* que determinaram a crise económica geral, ¿quais os que influíram directamente na depreciação do câmbio durante o ano de 1891?

Antes de mais nada, é curioso verificar a coincidência entre a oscilação violenta do câmbio em Julho e a *suspensão da convertibilidade*, decretada nesse mesmo mês.

É evidente a influência desfavorável exercida por êsse facto sôbre o poder de compra externo da moeda.

A inconvertibilidade significava, em primeiro lugar, o desaparecimento do ponto de saída do ouro e o escoamento dêsse metal para o estrangeiro. O desequilíbrio da balança económica agravava-se assim de dia para dia.

Em 1891 saíram do país cêrca de 30.000 contos de moeda e barras de ouro, e entraram sômente 3.731 contos dêsse metal. As reservas metálicas do banco emissor baixavam ininterruptamente.

Os *factores quantitativos* — balança económica e movimentos

de capitais — manifestam, pois, a sua clara acção no panorama cambial do ano que estamos estudando.

Por outro lado, o *curso forçado* imposto à nota era um poderoso incentivo à *inflação*. As *previsões* sobre o aumento da circulação fiduciária, fundadas sobre as autorizações sucessivas para a sua emissão, deviam ter também agido psicológicamente para provocar a queda do valor externo da moeda.

Essas emissões de notas inconvertíveis, que em 1890 se limitavam a 8.605 contos, são autorizadas agora, no dizer do Prof. OLIVEIRA SALAZAR, «em jactos intermitentes e fortes»: Em 20 de Agosto de 1891 — até 27.000 contos; em 17 de Outubro — até 31.500 contos; e em 4 de Dezembro — até 40.500 contos (V. Prof. SALAZAR, *ob. cit.*, p. 131).

A-pesar disso, a média anual das notas em circulação não excede 18.315 contos (Cfr. tabela supra).

Por último, a *especulação* cambial vem exacerbar ainda a gravidade da crise.

É, porém, nos anos seguintes (1892-1900) que as consequências da crise se manifestam, de forma mais nítida, na curva da depreciação cambial.

Do mesmo modo, somente a partir de 1892 podemos apreciar as variações dos preços externos e combiná-los com as flutuações do câmbio, para determinar o nível do poder de compra externo da nossa moeda.

3. — Durante o ano de 1892 o curso do câmbio sobre Londres sobe alguns pontos e atinge a média de 5\$735, ou seja um agravamento de 18,7 por cento sobre a média de 1891.

Mas essa depreciação do valor externo da nossa moeda em relação à libra esterlina não corresponde à diminuição efectiva do poder de compra externo da divisa nacional, isto é, do valor externo dessa divisa em relação às mercadorias.

Para êsse fim há que recorrer, como sabemos, aos índices combinados do câmbio e dos preços externos.

Da tabela acima vê-se que em 1892 o índice do poder de compra externo da moeda portuguesa é representado pela cifra 110,7, o que significa apenas um aumento de 10,7 por cento em relação ao índice básico de 1891.

Quere dizer : a depreciação efectiva do poder de compra externo

é inferior em 8 por cento à depreciação cambial, em virtude da baixa dos preços externos no mercado inglês, que tomamos como ponto de referência.

Por seu turno, o nível de *preços internos* do comércio especial (único de que dispomos), expoente aproximado do valor da moeda adentro de fronteiras, desce 0,5 por cento em 1892. Daqui parece dever concluir-se que a nossa moeda se *apreciou* no interior do país, em lugar de acompanhar a depreciação sofrida no exterior.

Os preços internos acompanham, assim, a baixa cíclica dos preços externos que nos tornavam mais barata a importação.

Em 1893 o câmbio melhora um pouco, descendo a média anual para 5\$600, ou seja, menos 3,8 por cento do que no ano anterior. O índice da depreciação externa é de 115,9.

Os preços externos mantêm-se no nível de 93,2, o que equivale a uma baixa de 6,8 por cento em relação à base 100 de 1891.

O índice combinado do poder de compra externo desce conseqüentemente para 108, o que traduz uma melhoria de 2,7 por cento sobre o ano anterior, mantendo-se a proporção de menos 8 por cento relativamente ao nível de depreciação cambial.

O índice dos preços internos continua descendo para 90,2, indiferente, ao que parece à alta dos câmbios.

No ano seguinte, 1894, volta a piorar o curso da nossa divisa, que em Junho sobe para 6\$019, embora a média anual não exceda 5\$790. A sua depreciação é de 19,8 por cento em relação ao ano base.

Em compensação, o índice do poder de compra externo acusa nova melhoria, em face da baixa constante dos preços no mercado exterior. Do índice 108 desce para 104,2. A diferença em relação à depreciação do câmbio é de 15,6 por cento. Os preços externos baixam do índice 93,2 para 87.

Os preços internos do comércio especial continuam acompanhando a baixa dos preços externos, caindo do número 90,2 (1893) para 87,7.

Vem o ano de 1895 e com êle uma certa tranqüilidade no panorama cambial, cujo nível é beneficiado de 2 por cento, sendo a cotação mediana de 5\$698.

Por seu lado o índice combinado do câmbio e dos preços externos denota nova melhoria sobre o ano anterior, descendo para 101,1.

O poder de compra externo da nossa moeda aumenta, assim, cêrca de 3 por cento em relação a 1894 e distancia-se quási 17 por cento do nível de depreciação cambial.

Os preços externos persistem na queda, baixando do índice 87 para o índice 85,8.

Os preços internos, ao contrário, mostram tendência brusca para a alta, passando do índice 87,7 para 99, o que significa uma subida de quási 12 por cento.

Em 1896 é que o movimento cambial sofre um abalo mais forte.

Em Dezembro dêsse ano a cotação da libra alcança 6\$316 e a média geral sobe para 5\$853.

Os preços por grosso em Inglaterra descem ainda um pouco neste ano até ao índice 84, mas a alta cambial prejudica o nível do poder de compra externo da moeda portuguesa, que diminue ligeiramente para 101,7.

Os preços do nosso comércio especial acusam leve descida, obedecendo aos preços externos, a-pesar-da crise que afecta o câmbio.

No ano de 1897 o câmbio continuou piorando. A divisa inglesa chega a vender-se a 6\$690. A depreciação atinge 36 por cento em confronto com o nível de 1891.

O índice do poder de compra externo sobe também cêrca de 14 por cento em relação a 1896, em consequência da oscilação cambial e da ligeira alta dos preços exteriores.

É, porém, em 1898 que se precipita a depreciação do curso do câmbio até ao seu máximo neste período — 8\$223 em Junho — máximo que só viria a repetir-se após a guerra, em 1919.

O índice da depreciação cambial salta para 147,1, mais 11 por cento do que em 1897.

O nível do poder de compra externo da moeda sobe, por seu turno, cêrca de 14 por cento sôbre o ano transacto, no que colabora também a alta sensível dos preços exteriores.

Entretanto, a depreciação do câmbio mantém-se superior à diminuição do poder de compra externo. Aquela é representada pelo índice 147,1, ao passo que esta só vai até ao número 129,3. Existe assim uma *décalage* de quási 18 por cento a favor do poder aquisitivo da nossa moeda no mercado estrangeiro.

Os preços internos também sobem cêrca de 8 por cento.

De 1898 a 1900 o câmbio, tendo iniciado a sua marcha descendente, melhora uns 16 por cento.

O mesmo não sucede ao poder de compra externo, que continua enfraquecendo, em função dos preços externos, até ao índice máximo de 133. De 1899 para 1900 os preços sobem em Inglaterra cêrca de 10 por cento.

Os preços nacionais acompanham nitidamente êste movimento passando do algarismo 109,3 em 1898 para 123 em 1900.

Resumindo, em relação ao ano tomado como base — 1891 — as percentagens são, no fim dêste período, as seguintes:

Diminuição do poder de compra externo	33 %
Depreciação cambial	30,8 %
Alta dos preços externos	1,7 %
Diminuição do poder de compra interno	23 %

4. — Passamos agora à análise dos *factores* que provocaram a *diminuição do poder de compra externo* da moeda portuguesa no decurso dêste 1.º período.

Começamos pelos *preços externos*.

Os preços por grosso em Inglaterra, cujo índice nos serviu de base, acusam uma queda gradual dentro do período que acabamos de considerar.

Essa queda teve o seu início em 1870 e coincidiu com a diminuição da produção mundial do ouro observada a partir dêsse ano.

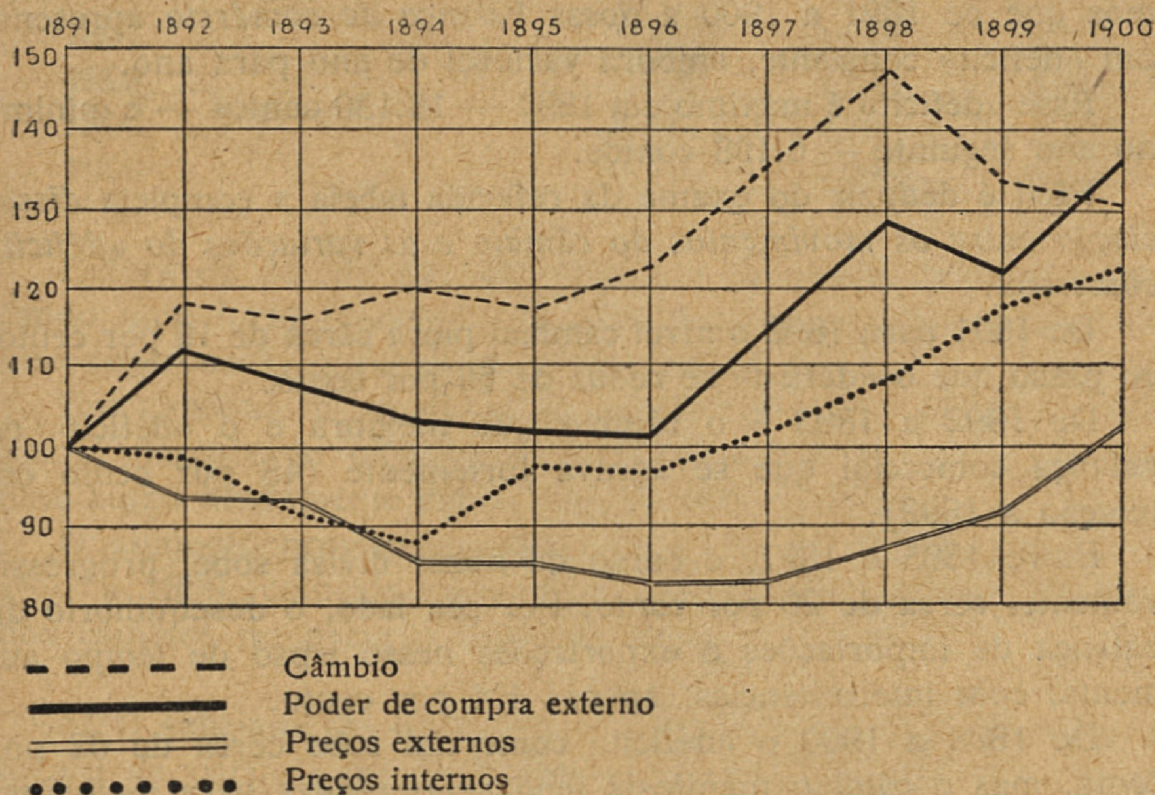
A baixa de preços em Inglaterra acompanha, efectivamente, a depressão verificada nos *preços-ouro mundiais*, isto é, na média dos preços daquêle país combinada com os preços da França, Alemanha e Estados Unidos. (V. Dr. V. DA ROCHA, *ob. cit.*, p. 95).

Essa depressão acentua-se sobretudo de 1893 a 1897, iniciando-se a linha ascendente a partir dêste último ano.

Mas na curva do poder de compra externo nota-se a influência marcada do elemento cambial.

É o que se vê do gráfico seguinte:

GRÁFICO N.º 1



A linha de evolução do poder de compra externo da nossa moeda acompanha, num interessante paralelismo, a linha, mais elevada até 1896, da depreciação cambial.

¿Quais foram os factores predominantes desta depreciação do câmbio português?

Por conveniência de método, seguimos a enumeração do Prof. AFTALION.

Começemos pelos factores *de ordem quantitativa: balança económica e movimento de capitais.*

Na impossibilidade de colher dados seguros, ou sequer aproximados, sobre todos os elementos constitutivos da nossa balança económica e sobre o movimento de capitais, reduziremos as nossas observações à influência exercida no câmbio pelos quatro seguintes factores:

- a) Estado da balança comercial;
- b) Encargos da dívida externa;
- c) Repatriamento de capitais;
- d) Importação e exportação de metais preciosos.

a) Olhando uma vez mais para a tabela atrás inserta, verificamos que de 1891 a 1900 a nossa *balança de comércio* apresenta um «déficit» constante, embora variável de ano para ano.

Esse «déficit» é máximo em 1891 — 18.130 contos — e mínimo no ano seguinte — 6.198 contos.

Fácil é deduzir do exame da referida tabela a completa *dissociação entre os movimentos do câmbio e as variações do «déficit» comercial*.

De 1891 para 1892 o nível cambial piora cêrca de 19 por cento, ao passo que o «déficit» se reduz de 66 por cento.

De 1892 a 1893 é o câmbio que melhora e o «déficit» da balança comercial que se agrava fortemente (48 por cento em relação a 1892).

Entre 1895 e 1897, o curso da nossa divisa sobe, progressivamente, cêrca de 20 por cento. Por seu lado, o desequilíbrio da balança de importações e exportações nesse lapso de tempo aumenta, com intermitências, apenas 1,4 por cento.

De 1898 a 1900 o «déficit» comercial sobe cêrca de 62 por cento, mas o câmbio manifesta tendências nítidas para melhorar, baixando uns 16 por cento.

Desta disparidade de fenómenos concluiu o Prof. OLIVEIRA SALAZAR que o «déficit» comercial não pode ser considerado factor da depreciação do câmbio neste período: «Ele é antes efeito que «causa das oscilações cambiais: move-se em sentido inverso» (Prof. SALAZAR, *ob. cit.*, p. 207).

b) Passemos aos *encargos da dívida externa*.

Os encargos totais das duas categorias de dívida externa — consolidada e amortizável — e o montante da dívida flutuante externa durante êste período são, em contos de réis, os seguintes (Prof. SALAZAR, *ob. cit.*, p. 175-177):

	Consolidada	Amortizável	Flutuante
1891	6.369	3.844	—
1892	6.404	6.369	—
1893	6.093	6.539	1.754
1894	1.868	3.695	1.762
1895	2.141	3.840	2.685
1896	2.248	3.900	2.883

	Consolidada	Amortizável	Flutuante
1897	2.699	4.251	4.893
1898	2.094	4.049	4.368
1899	2.130	4.071	2.035
1900	2.110	4.183	6.491

É fora de dúvida que tais encargos da dívida externa, implicando uma forte drenagem de ouro para o exterior, deviam ter uma repercussão grave no curso do câmbio.

Em especial, o montante da dívida *flutuante*, dívida a curto prazo, nascida de dificuldades imperiosas da tesouraria, exerce uma acção nitidamente depressiva no nível cambial.

O aumento progressivo desta categoria de dívida externa, de 1893 a 1898, coincide na verdade com o agravamento contínuo dos câmbios no decurso daquêles anos.

c) É sobejamente conhecida a influência benéfica do *repatriamento de capitais* pelos emigrantes no equilíbrio da balança de contas de todos os países.

Essa influência benéfica traduz-se sempre numa melhoria para o curso do câmbio.

Eis o que se pode verificar também na nossa balança económica e no nosso panorama cambial durante o período que estamos examinando.

Referimo-nos especialmente ao repatriamento de fundos realizado pelos portugueses emigrados no Brasil, que o economista ANSELMO DE ANDRADE calculou numa média de 18.000 contos anuais.

Recordamos aqui as expressivas palavras do Prof. Dr. OLIVEIRA SALAZAR: «Oitocentos mil a um milhão de portugueses partidos em demanda de fortuna, talvez rôtos, talvez famintos, constituindo na república sul-americana uma das maiores e mais activas colónias, são para o seu país de origem uma riqueza, traduzindo-se anualmente numa entrada de alguns milhares de contos em ouro. Algumas dessas fortunas, apenas feitas, são liquidadas e transferidas para Portugal; doutras apenas os lucros, de que vivem aqui os seus possuidores... A situação económica geral do Brasil e os seus câmbios influem assim, muito de perto e muito poderosamente, no quantitativo das disponibilidades com

«que anualmente podemos contar. É um meio indirecto de avaliação: as variações anuais que devem sofrer as referidas importâncias podem ver-se com relativo acêrto e exactidão nos movimentos de alta ou baixa do câmbio brasileiro» (Ob. cit., p. 193).

Na verdade, as remessas de ouro do Brasil constituíam nesta época o elemento principal do activo da nossa balança económica e o único recurso valioso para podermos saldar integralmente os nossos compromissos internacionais.

Compreende-se, pois, que a depreciação sofrida pela divisa brasileira, dificultando as remessas de cambiais, viesse provocar o desequilíbrio da nossa balança de contas e o conseqüente agravamento do câmbio português.

Examinando as flutuações do câmbio do Rio de Janeiro sobre Londres (V. tabelas in Prof. SALAZAR, ob. cit., p. 185-188), verifica-se imediatamente o paralelismo entre elas e o nosso câmbio.

A desvalorização externa da moeda brasileira começa a verificar-se em 1890 e vai-se agravando progressivamente até 1898, ano em que atinge o seu ponto máximo: 33.035 réis por uma libra (ao par: £ 1=8.888 réis) melhorando nos dois anos seguintes.

É o que se pode ver das seguintes cifras:

Câmbio médio do Rio de Janeiro s/ Londres:

	Cotações	%
1891	14.545 réis	100
1892	19.020 »	130,7
1893	21.195 »	145,7
1894	23.705 »	162,8
1895	23.965 »	164,7
1896	27.540 »	189,3
1897	30.770 »	211,5
1898	33.035 »	227
1899	30.165 »	207,3
1900	25.185 »	173

A depreciação do nosso câmbio acompanhou, portanto, embora em proporções menos avultadas, a queda do mil réis brasileiro. Enquanto êste sofreu em 1898 uma depreciação de 127 % em relação a 1891, a nossa moeda subiu apenas 47 % nesse mesmo período.

É que, como escreve o Prof. OLIVEIRA SALAZAR, «à medida «que o câmbio baixava, as disponibilidades que nos fornecia o «Brasil baixavam também, até que tão abundante fonte de ouro «quási completamente se nos estancou em 1898 — ano em que, «à falta de cambiais na praça e urgindo pagamentos no estrangeiro, «os restos das nossas reservas aferrolhadas desde o curso forçado «da nota, foram convidados à exportação pelo prémio convidativo «de 87,5 %».

Dêste paralelismo constante entre os dois câmbios deduziu aquêlê professor uma das leis que neste período regeram o fenómeno da nossa depreciação cambial: a da *solidariedade com o câmbio brasileiro*.

Claro que, neste ponto, o factor *directo* da alta do câmbio foi o desequilíbrio da nossa balança económica provocado pela contracção das remessas do Brasil e não pròpriamente o câmbio brasileiro, cuja influência só *indirectamente* se podia fazer sentir.

d) O desequilíbrio da nossa balança de contas e a sua acção perniciosa sôbre o curso da moeda nacional, melhor se documentam à face dos movimentos de *importação e exportação de metais preciosos*, destinados a liquidar o «déficit» daquela balança. Êsses movimentos fazem parte da chamada «balança de pagamentos», cuja noção é mais comprehensiva do que a de «balança de contas».

Os algarismos seguintes das nossas estatísticas, se não exactos pelo menos aproximados, dão uma idéa do valor dessas deslocações de ouro e prata durante o período 1891-1900 (em contos de réis):

	Exportação	Importação	Deficit
1891	29.803	8.628	21.535
1892	9.345	3.760	5.584
1893	5.929	1.530	4.399
1894	3.883	826	3.057
1895	2.308	1.143	1.165
1896	3.737	1.284	2.452
1897	2.196	256	1.939
1898	2.079	2.196	+ 116
1899	1.216	898	318
1900	1.635	482	1.152

Fica assim estudada, a passos largos, a influência dos *factores quantitativos* — balança económica e movimento de capitais — sobre a evolução do câmbio português nestes dez anos.

Volvamos agora olhos para os *factores de ordem qualitativa*.

Referimo-nos, em especial, aos seguintes: *circulação fiduciária, equilíbrio orçamental, política interna e externa e previsões* sobre cada um destes factores.

É evidente que os movimentos da *circulação fiduciária* não apresentam qualquer proporcionalidade ou paralelismo com os movimentos do câmbio, durante este período, contrariando assim quaisquer assomos duma explicação no gôsto ricardiano.

Basta ver que de 1891 a 1898 a circulação cresce 268 %, ao passo que o câmbio sobe apenas 47 %. Além disso, a circulação aumenta ininterruptamente e o câmbio é descontínuo na subida, melhorando de 1892 para 1893, de 1894 para 1895 e de 1898 para 1900.

A expansão do papel inconvertível também não agiu sobre os câmbios por intermédio da alta dos preços internos, isto é, por meio da quebra do poder de compra interno da moeda.

Verificamos, ao contrário, que os preços do nosso comércio especial descem sensivelmente até 1896 e apenas nos anos seguintes acusam tendência para a alta.

Dêstes factos concluiu o Prof. Dr. OLIVEIRA SALAZAR que o *nosso câmbio é completamente independente dos movimentos da circulação* (*Ob. cit.*, p. 154).

Quanto a nós, entendemos que não é para desprezar a influência *psicológica* que sobre o curso do câmbio necessariamente exerce a *previsão duma inflacção próxima*.

Como atrás acentuámos, este facto deve ter cooperado na oscillação violenta do câmbio em 1891, ocorrido no próprio mês em que foi decretada a suspensão da convertibilidade.

Influência devem ter tido também as sucessivas autorizações, durante esse ano e no seguinte, para emissão de notas inconvertíveis, autorizações que faziam prever um aumento de cerca de 200 % em relação ao período anterior à inconvertibilidade.

O «*déficit*» orçamental crónico, que desde tempos remotos affligiu as nossas desorganizadas finanças, deve igualmente ter colaborado, embora de forma secundária, na crise cambial que vimos estudando.

Os números abaixo dão uma idéa dêsses «déficits» sucessivos:

1890-1891	13.618 contos
1891-1892	14.652 »
1892-1893	5.625 »
1893-1894	120 »
1894-1895	1.177 »
1895-1896	1.491 »
1896-1897	9.620 »
1897-1898	4.821 »
1898-1899	1.835 »
1899-1900	5.509 »

(Vid. TOMAZ CABREIRA, *O problema financeiro e a sua solução*, 1912, p. 29-30).

O «déficit» médio durante êste período é de 6.345 contos.

A influência do «déficit» na depreciação do câmbio é puramente *psicológica*: o desequilíbrio das finanças faz imediatamente prever o recurso á inflação, ao empréstimo, à dívida flutuante e ao agravamento dos impostos para cobrir a responsabilidade do Estado.

Tais previsões foram, de resto, entre nós, plenamente confirmadas pelos factos, e daí a sua poderosa acção sôbre a nossa crise cambial.

Os acontecimentos da *política interna e externa* ocorridos no período 1891-1900 tiveram um papel reduzido nas flutuações do valor externo da moeda portuguesa, razão por que não lhes faremos referência especial (Vid. Prof. SALAZAR, *ob. cit.*, p. 104-108).

Sôbre êste período: DR. RUY ULRICH, *Crises económicas portuguesas*, 1902, pag. 177 e seg.; OLIVEIRA MARTINS, *A circulação fiduciária*, 1899, pag. 101 e seg.; A. FUSCHINI, *O presente e o futuro de Portugal*, 1899, pag. 95 e seg.; MARIANO DE CARVALHO, *Planos financeiros*, 1893, pag. 11-24 e 317-319; TEIXEIRA BASTOS, *A crise*, 1894; CARDOSO PEREIRA, *A crise e os câmbios*, 1896; BAZILIO TELES, *A carestia da Vida em Portugal*; PROF. OLIVEIRA SALAZAR, *O ágio do ouro*, 1916, pag. 65 e seg.; PROF. VIEIRA DA ROCHA, *Situação económica de Portugal. A alta dos preços*, 1913, pag. 35 e seg.; e *A reforma monetária e as finanças em Portugal*, 1913, pag. 5 e seg.; TOMAZ CABREIRA, *O problema financeiro e a sua solução*, 1912; PROF. ANTÓNIO CORREIA, *História económica de Portugal*, 1931, vol. II, pag. 290 e seg.; PROF. MARCELO CAETANO, *ob. cit.*, pag. 261 e seg.; DAMIÃO PERES, *História de Portugal*, vol. VII, pag. 617 e seg.; CARLOS SOARES BRANCO, *Aspectos da questão monetária portuguesa*, in «Boletim do Banco de Portugal», n.º 3, Junho/Dezembro de 1923, pag. 3 e seg.

II

Segundo período : 1900 a 1914

5. Variações do poder de compra externo da moeda neste período. As flutuações do câmbio e dos preços externos.
6. Os anos de 1900 a 1906. Factores de variação do poder de compra externo. A melhoria cambial e as suas causas.
7. De 1906 a Julho de 1914 — segunda fase da evolução cambial. A depreciação descontínua do câmbio. Factores quantitativos e factores psicológicos da depreciação.

5. — A semelhança do período anterior, começamos por apresentar o quadro geral dos diversos elementos económico-monetários, que interessam ao nosso estudo, durante o novo período.

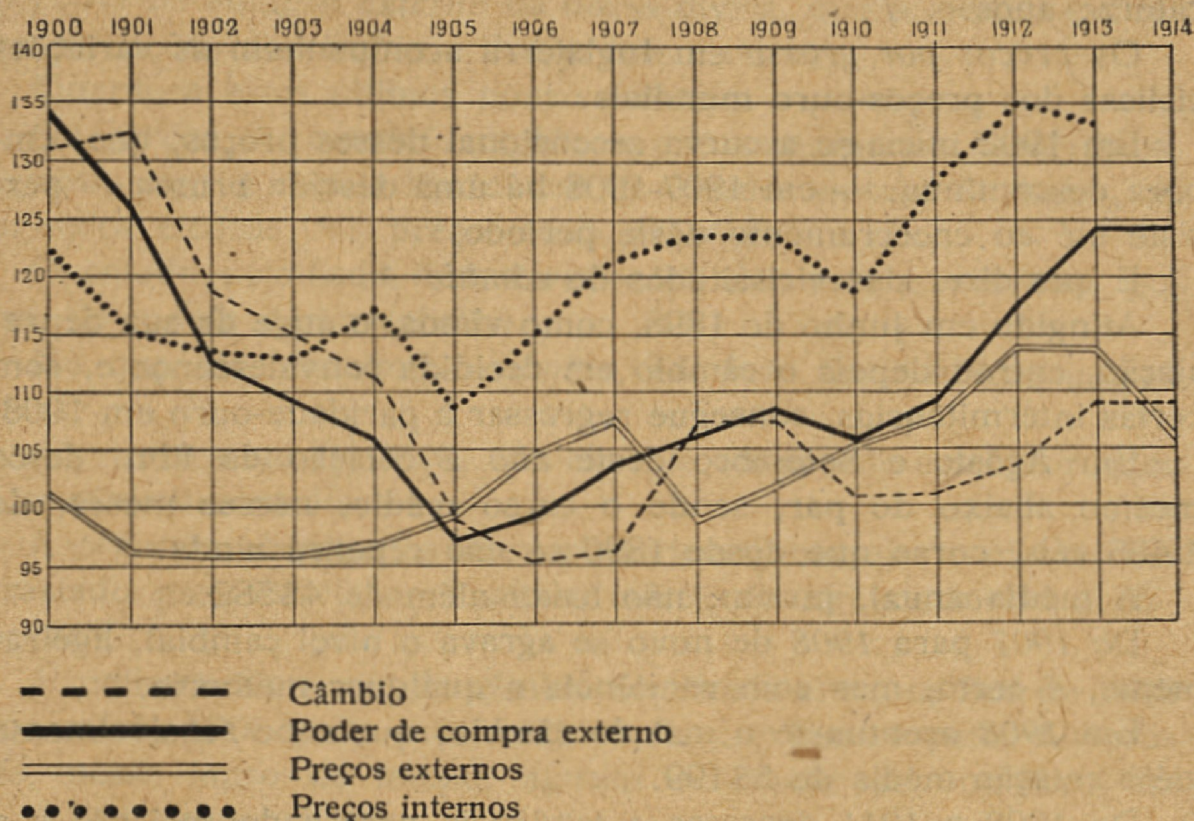
BASE : 1891 = 100

ANOS	Circulação fiduciária (média anual)		Déficit da balança comercial		Índice dos pre- ços por grosso em Portugal	Câmbio médio da libra s/ Londres		Índice dos pre- ços por grosso em Ingle- terra	Índice combi- nado do câmbio e dos preços externos
	Contos	%	Contos	%		Cotações	%		
1900	67.762	370	28.793	158,7	123	6\$320	130,8	101,7	133
1901	67.462	368	29.541	162,9	115	6\$382	132	95,7	126,3
1902	67.620	369	27.162	149,8	113,7	5\$722	118,4	95	112,4
1903	68.909	376	28.203	155,5	113,2	5\$581	115,5	95	109,7
1904	67.447	368	31.332	173,3	117	5\$413	112	95,7	107
1905	66.359	362	31.709	174,8	109,3	4\$793	99,2	98,3	97,5
1906	66.842	365	29.798	164,3	115,6	4\$582	95	104,2	98,9
1907	68.644	375	31.043	171,2	121	4\$642	96,1	107,5	103,3
1908	69.023	376	38.871	214,8	123	5\$199	107,6	98,3	105,7
1909	68.154	372	33.876	186,8	123	5\$185	107,3	100,8	108
1910	70.995	388	33.783	186,3	119	4\$895	101,3	105	106,3
1911	77.960	426	34.062	187,8	129	4\$889	101,2	107,5	108,7
1912	82.624	451	40.298	222,2	135	4\$974	102,9	114,2	117,5
1913	84.545	462	53.691	296	134	5\$246	108,6	114,2	124
1914	87.070	475	42.185	232,6	—	5\$278 ^(a)	109,2	114	124,4

(a) Média de Janeiro a Julho.

As cifras relativas à evolução do *poder de compra externo* da moeda nacional e dos seus elementos constitutivos — câmbio e preços externos — podem traduzir-se, para mais rápida compreensão das suas flutuações, no gráfico seguinte :

GRÁFICO N.º 2



Confrontando êste gráfico com o que organizámos para o período anterior (*supra*, pág. 145) vê-se imediatamente que nêste último as linhas são muito mais irregulares e flutuantes do que no primeiro.

A linha indicativa do *poder de compra externo* da moeda desce rapidamente do seu mais alto índice, em 1900, para um mínimo em 1905, acompanhando em grau menos elevado a linha da depreciação cambial.

De 1905 a 1907 aquela linha passa a sofrer a influência dominante da alta dos preços externos, e só a partir dêste último ano retoma progressivamente o seu paralelismo com o câmbio, paralelismo que se acentua depois de 1910.

Note-se, além disso, que, de 1905 em diante, é a curva do poder de compra externo que sobrepuja a do câmbio, contrariamente ao que se verificou até essa data. A razão está na alta progressiva dos preços externos.

Vejam agora, com mais pormenor, as diversas fases oscilatórias dos elementos do poder aquisitivo externo da nossa moeda,

isto é, dos preços exteriores e do câmbio, no decurso daquêles catorze anos.

Os *preços por grosso* em Inglaterra acompanham as variações cíclicas dos preços-ouro mundiais.

Em 1902 inicia-se a curva ascensional dêsses preços, que, embora descontínua, — em 1907-1908 há uma descida brusca — persiste até ao encerramento dêste período.

E que dizer das vicissitudes do *câmbio* ?

Atingido em Junho de 1898, como vimos, o auge da sua depreciação, entrou depois o câmbio em decidida convalescença e, com certas intermitências, consegue regressar à paridade-ouro em 1906.

Em Agosto e Setembro dêste ano a cotação da libra desce mesmo abaixo do par, sendo o curso médio, nesses meses, de 4.496 réis, curso que desde 1890 se não repetira ainda.

A média anual, porém, não baixa além de 4\$582.

De 1907 para 1908 de novo se agrava o nível cambial, ligeiramente, é certo, mas com renitência a qualquer melhoria.

Em 1908 acentua-se o mal do câmbio, que sobe sensivelmente até à cotação média de 5\$199.

De 1908 a 1911 decresce a tendência para a depreciação e o câmbio melhora 8,4 %.

Em 1912 novo sinal de agravamento, que se avoluma nos anos seguintes, até ao deflagrar da grande guerra (Agosto de 1914), em que encerramos êste período.

De 1911 até ao fim de Julho de 1914 o índice cambial sobe justamente 8 %.

De Janeiro a Julho dêste mesmo ano a cotação média do esterlino é de 5\$278.

No final dêste período o nível do poder de compra externo da nossa moeda acusa uma diminuição de 24,4 % em relação a 1891.

Em resumo, a evolução dos principais factos monetários neste período e no anterior pode sintetizar-se nas percentagens seguintes, com base em 1891 :

	1914	1900
Diminuição do poder de compra externo	24,4 %	33 %
Depreciação cambial	14 %	30,8 %
Alta dos preços externos	13 %	17 %
Diminuição do poder de compra interno ...	34 %	23 %

6. — Propomo-nos agora destringir as *causas das flutuações do poder de compra externo* da nossa divisa, que o mesmo é dizer das oscilações do câmbio e dos preços externos.

Quanto a estes últimos pouco diremos.

Os *preços do mercado inglês*, a que sempre nos reportamos, seguem, com a regularidade que já tivemos ensejo de notar, as variações cíclicas dos preços-ouro mundiais.

O estudo detalhado destas variações dos preços exorbita, porém, da índole dêste trabalho.

No que diz respeito ao *câmbio*, há duas fases nítidas a considerar.

A primeira vai até 1906, ano em que o mercado cambial regista os seus melhores dias.

A segunda abrange os anos posteriores, em que o câmbio foi arrastado para níveis mais altos, mercê de circunstâncias desfavoráveis.

A melhoria do curso do câmbio verificada entre os fins de 1898 e o ano de 1906 pode satisfatoriamente explicar-se pelos factores que, nesse lapso de tempo, agiram em favor do equilíbrio da nossa *balança económica*.

Não foi, porém, o elemento da *balança comercial* que imperou nesse equilíbrio. De 1898 a 1906 é contínuo e crescente o «déficit» das nossas exportações sôbre as importações.

De 17.842 contos em 1898 salta para 28.793 contos em 1900 e para 31.709 em 1905.

Não podia, pois, ser êste um factor benéfico para o restabelecimento do nosso câmbio.

Outros elementos, porém, vêm preencher o vácuo provocado por estes sucessivos e monótonos «déficits» comerciais.

Entre êles ressalta o *movimento de capitais* ou, mais precisamente, o *repatriamento de fundos* do Brasil.

A partir de 1899 o câmbio do Rio de Janeiro sôbre Londres manifesta tendência enérgica para reconquistar a posição perdida.

A melhoria das cotações da divisa brasileira favorece a exportação de capitais para o nosso país, e esta recomeça imediatamente.

«As remessas dos emigrantes — escreve o Sr. SOARES BRANCO — vão chegando como caudal que reprêsa por algum tempo «houvesse retido. E à sua custa o câmbio melhorou, a-pesar-da «nossa balança comercial continuar demonstrando uma tendência

«geral para se agravar...» (Vid. *art. cit.*, in Bolet. do Banco de Portugal, p. 25).

Como atrás se disse, essas remessas de capitais brasileiros foram calculadas em cêrca de 18.000 contos anuais (V. ANSELMO DE ANDRADE, *Relatório sôbre a proposta de pagamento dos direitos aduaneiros em ouro*, 1910, p. 74).

— Entre os movimentos de capitais, é que dizer da influência dos *encargos da dívida externa* durante o período 1900-1906?

Não resta dúvida de que tais encargos aumentaram no decorrer daquêles anos, como se vê dos números seguintes:

Dívida consolidada e amortizável (total):

1900-1901	6.504 contos
1901-1902	7.556 »
1902-1903	7.320 »
1903-1904	7.316 »
1904-1905	7.322 »
1905-1906	7.786 »

Mas a verdade é que uma vez regularizada a situação com os credores externos por obra e graça da conversão de 1902, êste facto não podia deixar de ter, como observa o Prof. Dr. OLIVEIRA SALAZAR, «uma influência favorável pela regularização dum grave «problema que affectava fortemente o nosso crédito no estrangeiro, «impedindo porventura que novos capitais demandassem o país «onde tão pouco respeito pareciam merecer as fortunas alheias» (V. *ob. cit.*, p. 174-175).

A repercussão benéfica daquela operação financeira na balança económica do nosso país e, através dela, no curso do câmbio, não é decerto para desprezar.

Além disso, também a estatística das *exportações e importações de metais preciosos* acusa, neste lapso de tempo, uma apreciável melhoria.

É o que se vê do exame das cifras (em contos):

	Saldos (+)	Deficits (—)
1900	—	1.152
1901	—	1.011
1902	—	671
1903	—	799

	Saldos (+)	Deficits (—)
1904	—	284
1905	+	91,5
1906	+	318

De 1900 para 1904 o excesso das exportações de ouro e de prata sôbre as importações vai decrescendo sem interrupção e em 1905 e 1906 registam-se saldos de 91,5 contos e de 318 contos, respectivamente.

Embora se possa pôr em dúvida a exactidão matemática dêstes algarismos, o certo é que êles não devem andar longe da verdade e significam, afinal, uma melhoria no estado da nossa balança de contas, que os factos comprovam e os câmbios claramente reflectem.

— Vejamos agora os movimentos da *circulação fiduciária*.

Entre 1900 e 1906 a nossa circulação de notas mantém-se estável, baixando mesmo uns ligeiros 5 %.

Esta tranqüilidade nas emissões de papel inconvertível deve ter tido também influxo benéfico na regularidade do mercado cambial. Influxo de carácter *psicológico*, é claro, mas inegável, segundo cremos.

— O «*déficit*» *orçamental*, por seu lado, persiste monòtonamente todos os anos:

1900-1901	2.842 contos
1901-1902	5.485 »
1902-1903	4.120 »
1903-1904	4.264 »
1904-1905	1.818 »
1905-1906	3.093 »

Os desequilíbrios crónicos do orçamento, porém, em nada devem ter prejudicado a marcha do câmbio. Os seus efeitos deletérios foram sem dúvida anulados pelos factores positivos do reequilíbrio monetário, observados durante o período 1900-1906.

— De igual modo, também os *acontecimentos da política interna e internacional* desenrolados durante aquêles anos foram indifferentes para a valorização externa da nossa moeda, como o demonstrou o Prof. OLIVEIRA SALAZAR no seu admirável trabalho, tantas vezes citado, sôbre o ágio do ouro (pág. 109 e seg.).

7. — Consideremos agora a *segunda fase* da evolução cambial neste longo período, fase que decorre de 1906 a 1914.

Vimos já que durante esta segunda fase muda a configuração da curva dos câmbios, que retoma a marcha ascendente, embora descontínua, até ao fim do período.

No decurso daquêles oito anos o câmbio depreciou-se cêrca de 14 %.

¿ Que *causas* determinaram tal depreciação?

Acompanhemos a curva das flutuações cambiais.

Pudemos distinguir nela, como vimos, três zonas. A primeira abrange os anos de 1906 a 1908, durante os quais o câmbio sofre uma depreciação de 12,6 %. Na segunda — 1908 a 1911 — o câmbio volta a melhorar, descendo cêrca de 6 %. A terceira — 1911 a Julho de 1914 — corresponde a novo agravamento do câmbio, que sobe 8 %.

¿ A que se devem estas altas e baixas alternadas do nível do câmbio?

Antes de mais nada, temos de reconhecer que a influência, anteriormente dominante, do *câmbio brasileiro*, não pode agora explicar satisfatoriamente as oscilações do nosso câmbio.

Na verdade, e em primeiro lugar, as flutuações do câmbio do Brasil, durante esta época, são sensivelmente mais fracas do que as sofridas pelo câmbio nacional.

É o que se conclue do exame das seguintes cifras, confrontando-as com as da tabela inserta a págs. 148.

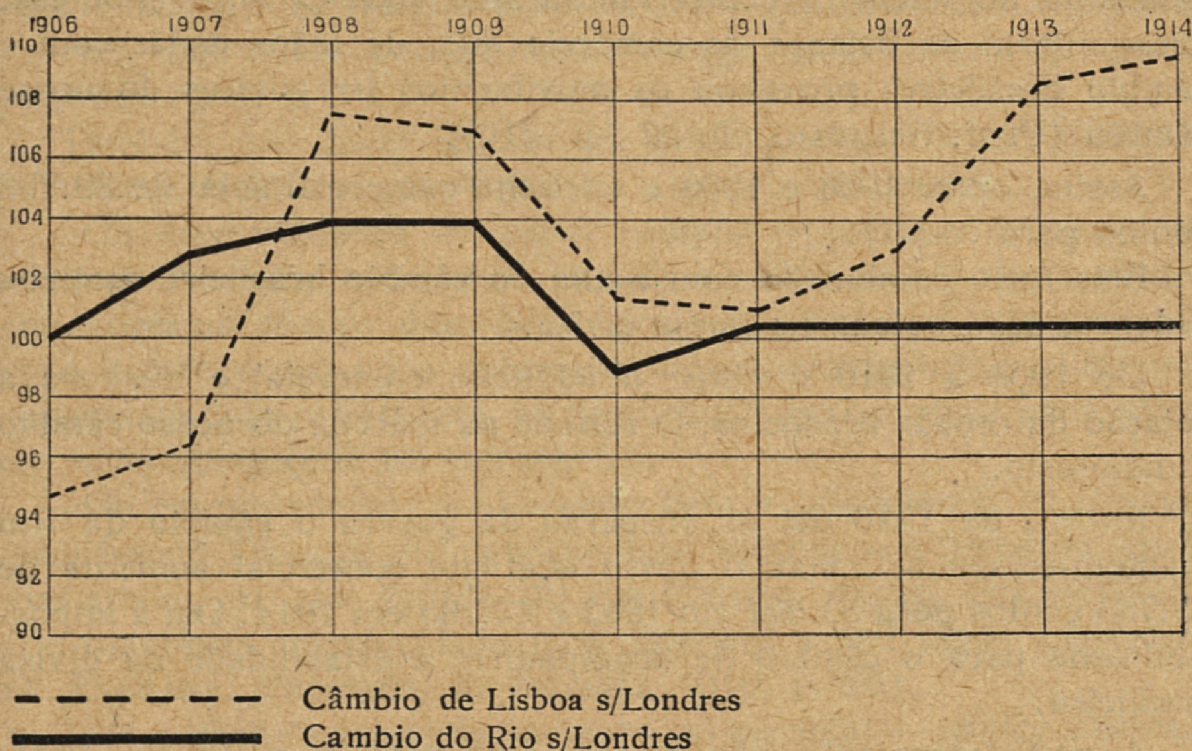
Câmbio do Rio de Janeiro s/ Londres

Anos	Cotação da £	%
1906	14.765 reis	100
1907	15.610 »	105
1908	15.735 »	106
1909	15.735 »	106
1910	14.705 »	99
1911	14.825 »	100,02
1912	14.800 »	100,01
1913	14.840 »	100,05
1914 (1)	15.000 »	100,1

(1) Média de Janeiro a Julho.

Representando agora, num gráfico suficientemente ampliado, as linhas de evolução dos câmbios português e brasileiro, entre 1906 e 1914, verificam-se até nítidas divergências no respectivo traçado, sobretudo a partir de 1910:

GRÁFICO N.º 3



De 1906 a 1908 o nosso câmbio agrava-se 12,6 %, ao passo que o brasileiro sobe apenas 6 %.

De 1910 a 1911 o câmbio brasileiro piora ligeiramente, mas o nosso parece querer melhorar.

De 1911 em diante é o câmbio do Brasil que se mantém estável, à medida que o câmbio nacional sobe progressivamente.

A lei da solidariedade dos dois câmbios parece assim derogada neste período.

É sabido que a alta ou baixa do câmbio do Brasil só vem afectar o nosso câmbio quando é suficientemente intensa para dificultar ou facilitar as habituais remessas de fundos.

Ora, de 1906 até à guerra as flutuações da divisa brasileira foram, como acabamos de ver, relativamente débeis, e a verdade é que as remessas de capitais brasileiros não decresceram nem oscilaram de forma a justificar a depreciação cambial observada entre nós nesse lapso de tempo.

¿Porque é que a moeda portuguesa não conseguiu retomar a paridade, depois de 1906, a-pesar-do câmbio do Brasil se ter mantido à roda do nível atingido naquêlê anno, sendo certo que as remessas de fundos também não escassearam?

O Prof. Dr. OLIVEIRA SALAZAR atribue o facto ao avolumar constante do «*déficit*» *comercial* durante aquêles annos. Foi êsse desequilíbrio da balança de comércio que, de mãos dadas com o câmbio brasileiro, provocou os movimentos irregulares do nosso câmbio (Prof. SALAZAR, *ob. cit.*, p. 210).

Assim, entre 1906 e 1908 o «*déficit*» comercial sobe de 29.798 contos para 38.871.

Êste facto combinado com a alta do câmbio brasileiro motivou a depreciação notada na nossa divisa.

De 1908 a 1910 diminue o «*déficit*» comercial e melhora a cotação da moeda brasileira. O reflexo na marcha do nosso câmbio é manifesto.

Enfim, de 1910 até às vésperas da guerra o câmbio do Rio mantém-se estável, mas o nosso «*déficit*» comercial aumenta de 33.783 contos para 53.691 em 1913 e 42.185 em 1914. Daí a impossibilidade para o câmbio de acompanhar a estabilidade da divisa brasileira.

A sua depreciação precipita-se sobretudo a partir de 1911.

Ao lado dêstes factores de ordem quantitativa, colaboraram na flutuação cambial do período que examinamos *factores psicológicos* de ordem vária.

Em primeiro lugar está a acção psicológica desfavorável da *política interna*, especialmente após a revolução de 1910.

São bem exactas a êste respeito as palavras do Prof. Dr. OLIVEIRA SALAZAR: «Podem considerar-se de agitação política permanente os annos referidos. Revoluções fracassadas e violentas repressões, aliadas a campanhas apaixonadas, contraditórias, no interior e no exterior, tiveram efeitos desastrosos que se reflectiam nos câmbios. As viagens dos estrangeiros pelo país tornaram-se mais raras ou mais rápidas, e foi uma fonte de ouro que, não sendo já muito abundante, mais se diminuiu ainda. Muita gente emigrou — por mêdo, por política, por paixão, por conveniência, por necessidade. Eram bôcas que havia a alimentar no exílio, não eram braços cujo trabalho, transformado em ouro, viesse

«enriquecer o país. Rendimentos de grandes fortunas seguiram os titulares de grandes casas, fortes disponibilidades levantadas do país procuraram colocação no estrangeiro: enquanto pessoas mais afoitas mas cautelosas as aplicavam em títulos da dívida externa... «E a miséria de muitos fugidos para o Brasil em demanda de pão, «estranhamente se transformou em ouro que abastecia, em transportes, poderosas companhias estrangeiras» (*O ágio do ouro*, pág. 114-115).

Também não pode ignorar-se, neste período de instabilidade monetária, o factor psicológico da *especulação cambial*.

«Os especuladores do papel cambial — escreve ANSELMO DE ANDRADE — não consentem vender os saques sôbre as praças estrangeiras abaixo dum certo preço, porque têm a certeza de que a êsse preço ou a preço melhor os conseguirão vender nos concursos que o Estado é obrigado fatalmente a abrir para pagar as suas obrigações no estrangeiro.

«Os especuladores, conhecendo bem a importância das necessidades do Tesouro e a data dos seus pagamentos forçados; aproveitam-se, na sua função de negociantes, dessas circunstâncias de manifesta inferioridade para fazerem o seu jôgo» (ANSELMO DE ANDRADE, *Propostas de fazenda*, 1910, p. 26).

Dos outros factores de variação do câmbio, — *dívida externa, exportação de ouro, circulação fiduciária e equilíbrio orçamental*, — sòmente a circulação se agravou de 66.842 contos em 1906 para 87.070 em 1914. Mas os seus movimentos apresentam notável disparidade com os do mercado cambial e nem a simples acção psicológica se lhes pode muitas vezes atribuir com confiança.

Em 1911, o decreto de 22 de Maio criou o *escudo* como nova unidade monetária, com o mesmo pêsô de ouro fino da antiga moeda de 1\$000 réis.

Esta reforma monetária não teve, porém, qualquer influência no valor da nossa moeda, nem isso estava dentro da finalidade própria da referida lei.

Sôbre êste período: PROF. OLIVEIRA SALAZAR, *ob. cit.*, pag. 113 e seg.; PROF. V. DA ROCHA, *A reforma monetária e as finanças*, *cit.*, pag. 19-20; TOMAZ CABREIRA, *ob. cit.*; ARAUJO CORREIA, *Portugal Económico e Financeiro*, 1938, vol. I, pag. 16 e seg.; ANSELMO DE ANDRADE, *Propostas de Fazenda; e Política, Economia e Finanças*, 1926, pag. 17 e seg.; CARLOS SOARES BRANCO, *art.º cit.* in *Bolet. Banco de Portugal*, pag. 19 e seg.

III

Terceiro período: 1914 a 1924

8. Evolução geral do poder de compra externo, do câmbio e dos preços exteriores neste período. O paralelismo do câmbio e do poder de compra externo. As duas fases daquela evolução: 1914 a 1919 e 1919 a 1924.
9. A fase de «depreciação lenta» do poder de compra externo do escudo (1914-19). Factores da depressão cambial. A alta dos preços externos.
10. A fase de «depreciação vertiginosa» da moeda nacional (1919-24). Factores económicos e psicológicos da crise cambial. As flutuações dos preços externos e a sua causa.

8. — Damos a seguir duas tabelas, mais desenvolvidas do que as anteriores, e com nova base em 1914, sobre o período cujo estudo ora encetamos.

BASE: 1914=100

ANOS	Circulação fiduciária (média anual) ⁽¹⁾		Totalidade dos meios de pagamento (média anual) ⁽²⁾		Deficit da balança comercial ⁽³⁾				Deficit orçamental ⁽⁶⁾	
	Contos	%	Contos	%	Contos ⁽⁴⁾	Milhares de £ ⁽⁵⁾	%	Coefficiente de desiquilibrio	Milhares de contos	Milhares de £
1914	87.070	100	170.000	100	42.185	7.449	100	2,55	—	—
1915	101.664	116	192.686	113	42.485	6.296	85	2,26	24,8	3.922
1916	121.524	139	218.428	128	73.294	10.207	137	2,30	37,5	5.461
1917	158.360	181	257.042	151	82.216	10.417	139	2,49	50,3	6.826
1918	228.828	262	358.871	210	94.963	11.770	158	2,13	86,5	11.026
1919	304.607	349	475.084	279	122.445	13.599	181	2,14	114,5	15.196
1920	472.416	542	684.684	402	468.847	19.320	259	3,11	77,0	6.679
1921	653.393	750	967.370	569	708.119	13.959	187	4,15	188,2	6.434
1922	852.032	978	1.243.054	731	808.125	11.515	154	2,82	189,5	4.139
1923	1.235.219	1.418	1.726.969	1.015	1.615.151	13.841	186	3,36	501,1	5.465
1924	1.603.162	1.841	2.210.121	1.300	2.009.440	13.515	181	3,12	227,6	1.786

(1) *Boletim do Banco de Portugal*, n.º 4, p. 39.

(2) *Boletim cit.*, log. cit.

(3) *Boletim cit.*, p. 45.

(4) ARAÚJO CORREIA, *Portugal económico e financeiro*, 1938, vol. II, p. 115.

(5) *Boletim cit.*, p. 45.

(6), (7) e (8) ARAÚJO CORREIA, *ob. cit.*, II, p. 17.

ANOS	Divida externa (7)		Divida flutuante (8)		Divida de guerra (9)	Preços por grosso em Portugal (10)	Índice do custo de vida em Portugal (11)	Câmbio médio de Lisboa s/ Londres (12)		Preços por grosso em Inglaterra (13)	Índice combinado do câmbio e dos preços externos
	Milhares de contos	Milhares de £	Milhares de contos	Milhares de £	Milhares de £			Cotações	%		
1914	215,3	40.663	88,7	16.755	—	100	100	5\$66	100	100	100
1915	253,0	39.861	117,1	18.448	—	129	112	6\$74	119	123	146,3
1916	269,9	38.426	158,2	22.521	1.815	242	137	7\$03	124,2	160	198,7
1917	284,9	37.804	219,2	29.884	2.615	405	162	7\$72	136,3	204	278,0
1918	298,2	37.201	322,1	40.184	2.936	635	293	7\$90	139,4	225	313,8
1919	282,8	34.118	493,8	59.564	10.694	528	317	8\$19	144,7	235	340,0
1920	420,6	27.399	368,4	24.002	18.645	1205	552	18\$32	323,7	283	916,0
1921	1032,6	27.932	834,5	22.575	18.574	1430	817	39\$38	695,7	181	1259,2
1922	1581,5	32.038	1.315,4	26.646	19.454	1640	1128	65\$08	1149,8	159	1828,0
1923	3098,2	31.766	2.515,9	25.796	20.467	2486	1720	109\$71	1938,0	162	3140,0
1924	4724,0	33.405	3.270,2	23.125	21.544	3183	2652	133\$95	2366,6	174	4117,8

(7) Boletim cit., p. 46.

(8) Boletim cit., p. 43.

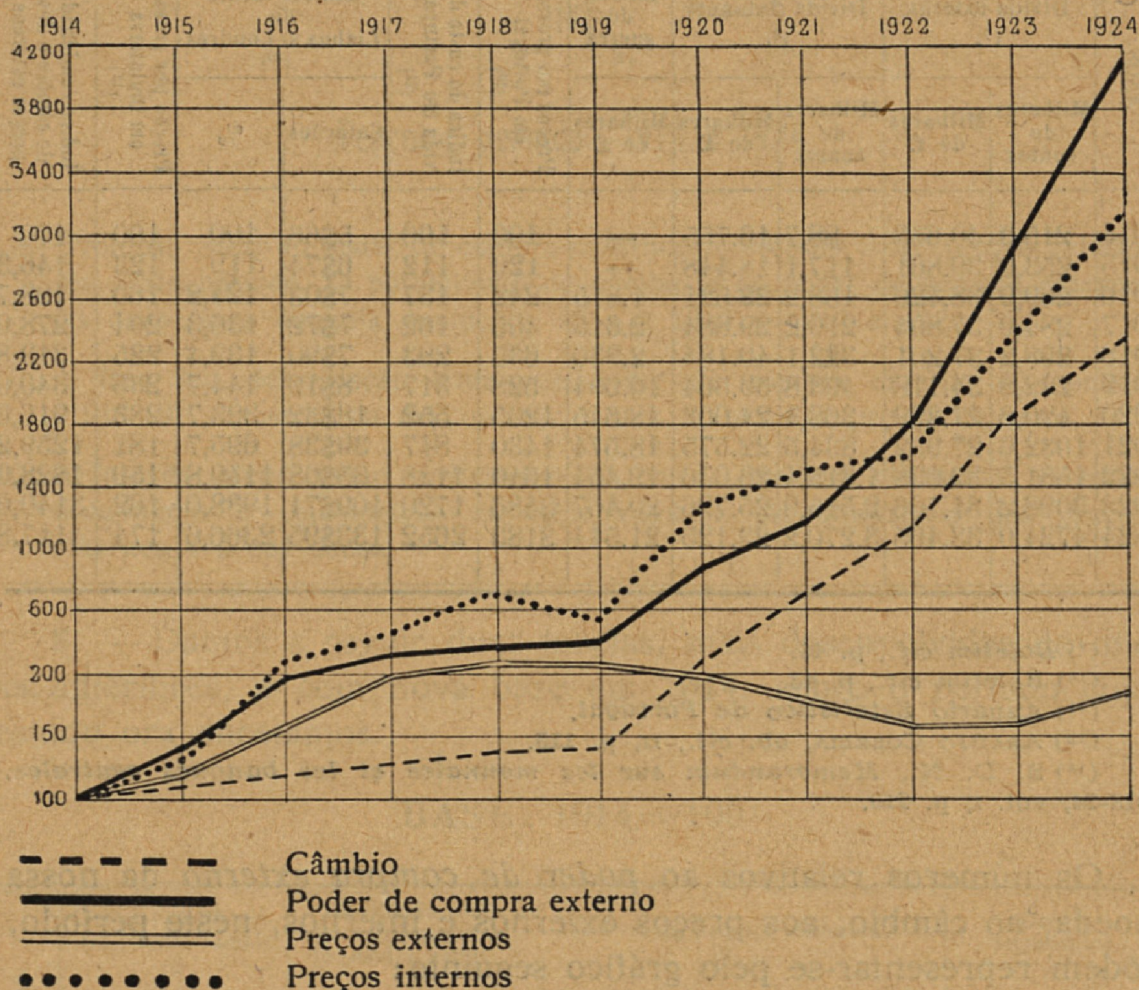
(9) Anuário Estatístico de Portugal.

(10) ARAÚJO CORREIA, ob. cit., II, p. 115.

(11) S. D. N., Memorandum sur les monnaies et les banques centrales, 1913-24, vol. I, p. 210.

Os números relativos ao poder de compra externo da nossa moeda, ao câmbio, aos preços externos e internos, neste período, podem representar-se pelo gráfico seguinte:

CRÁFICO N.º 4



Confrontando êste gráfico com os números 1 e 2, respeitantes aos períodos de 1891-1900 e de 1900-1914, é curioso notar que durante o primeiro período a linha evolutiva do poder de compra externo se estende sempre abaixo da linha do câmbio e paralela a esta. Durante o segundo período, aquela linha continua abaixo desta até 1905, ano a partir do qual se verifica o cruzamento das duas linhas, passando a do poder de compra externo a dominar quâsi sem interrupção a curva cambial. Enfim, no decurso dêste terceiro período, a curva do poder aquisitivo externo da nossa moeda sobe muito além da curva do câmbio, embora mantenha com êste nítido paralelismo.

A razão desta disparidade está, como é obvio, na acção dos preços exteriores, cuja curva irregular ficou também expressa naquêles gráficos.

Olhemos agora com mais atenção o gráfico relativo a este terceiro período.

Podem distinguir-se nêle duas fases nítidas.

A primeira abrange os anos de 1914 a 1919: o traçado mostra uma diminuição relativamente pouco intensa do poder de compra externo do escudo e uma depreciação mais lenta ainda do factor cambial. Os preços externos acusam uma alta mais pronunciada do que a alta sofrida pelo câmbio.

A segunda fase tem o seu início em 1919.

É a fase a que se pode chamar de «depreciação vertiginosa» do poder de compra externo da moeda, arrastado pela tremenda crise do câmbio. As duas linhas precipitam-se violentamente em íngreme subida cujo cume atingem em 1924.

Em contrapartida, os preços do mercado exterior descem sensivelmente após 1920. A êsse facto se deve não ter sido mais forte ainda a quebra do poder aquisitivo externo da moeda nacional.

Vamos considerar separadamente cada uma das duas fases.

9. — Em fins de 1919, um ano após o têrmo da guerra, a situação monetária, referida à base de 1914, apresentava-se assim:

Diminuição do poder de compra externo da moeda ...	240	%
Depreciação cambial	44,7	%
Alta dos preços externos	135	%
Diminuição do poder de compra interno (preços por grosso)	428	%

Esta primeira fase, — de «depreciação lenta» — decorrida sob o signo da grande conflagração, foi o preâmbulo da *débaçle* que seguiu entre 1919 e 1924.

Vejam os como se movimentam os factores principais das variações do *câmbio* nesta fase e qual a sua acção na quebra do *poder de compra externo* da nossa moeda.

Registada a cotação média de 5\$66 em 1914, a libra sobe até 8\$19 em 1919.

A depreciação é, portanto, relativamente modesta, não excedendo 45 %.

Com efeito, os *factores económicos* do câmbio, devidamente corrigidos, não manifestam ainda um excessivo agravamento.

Sòmente a cifra de *circulação fiduciária* cresce do índice 100 para o índice 349 e a da *totalidade dos meios de pagamento* de 100 para 279.

Mas a sua influência na depressão do escudo é meramente *psicológica* e, por vezes, não representa mais do que uma consequência da própria alta do câmbio.

Por outro lado, o «*déficit*» da *balança comercial* sobe de 42.185 contos em 1914 para 122.445 em 1919. Mas estes números, correspondendo a escudos com um poder de compra cada vez menor, devem ser corrigidos pelo seu valor correlativo em ouro.

Foi o que se fêz nas tabelas atrás insertas, donde se vê que o «*déficit*» comercial subiu, afinal, uns modestos 81 %:—de £ 7.449 para £ 13.599.

Vê-se, além disso, que o coeficiente de desequilíbrio entre as importações e as exportações melhorou do índice 2,55 para 2,14, o que traduz uma diminuição proporcional nos encargos daquêle «*déficit*».

As *remessas de capitais brasileiros* restringem-se sensivelmente de 1914 a 1917, em virtude da lei da solidariedade dos dois câmbios. A partir dêste último ano verifica-se, porém, uma quebra no paralelismo das divisas portuguesa e brasileira, melhorando o câmbio do Brasil e activando-se, conseqüentemente, a transferência de fundos.

Os «*déficits*» *orçamentais* reaparecem em 1915 e vão em escala ascendente até 1919, em que atingem £ 15.196 (114.500 contos).

Em grau proporcional aumenta o volume da *dívida flutuante*. De £ 16.755 em 1914 salta para £ 59.564, cinco anos depois.

Mas, em compensação, há uma efectiva melhoria no compartimento da *dívida externa*, embora o seu montante em escudos pareça mostrar o contrário. A realidade é que de £ 40.663 em 1914 baixou para £ 34.118 em 1919, o que representa uma razoável diminuição de encargos.

Verdadeiramente pesada surge apenas a *dívida de guerra* à Inglaterra, que em 1919 é já de 10.694.000 libras.

A estes factores gerais de variação do curso da nossa divisa vêm reünir-se outros de carácter especial, cuja acção é, porventura, mais significativa ainda.

É o caso da *especulação* sôbre as divisas estranhas, que entre nós se desenvolvia sem freio enérgico que a reprimisse, alimentada

de resto pela concorrência freqüente do Estado ao mercado cambial, a-fim-de poder liquidar inadiváveis compromissos internacionais.

Influência pernicioso no nosso já desorientado câmbio exerceu também a *agitação política e social* desenrolada nos anos de 1917 e 1918.

Por último, a *cessação da assistência financeira inglesa*, em 1919, que nos tinha amparado durante a guerra, veio rematar as dificuldades crescentes e agravar ainda o mal que minava o nosso câmbio.

Não obstante este conjunto de *factores desfavoráveis*, o certo é que a divisa nacional apresenta em 1919 uma depreciação externa relativamente moderada, como vimos, não attingindo sequer 45 %.

¿A que attribuir tão curioso facto?

Necessariamente à concorrência de *factores favoráveis* à não-desvalorização.

Esses factores são principalmente de ordem *psicológica*.

Entre elles figuram, em primeiro lugar, a confiança no fim próximo da guerra e na vitória dos aliados, e a perspectiva de fortes *indemnizações* a pagar pelos vencidos.

Influência altamente benéfica exerceu também o *crédito para despesas de guerra* aberto pelo Governo inglês, utilizado até ao montante de 18.313.809 libras.

Tudo isto conteve, durante os primeiros anos deste período, a fuga de capitais e o conseqüente desequilíbrio da balança económica.

De lamentar é que os freqüentes assomos de *intervenção do Estado no mercado cambial* não lograssem trazer para este vantagens apreciáveis.

Em 24 de Setembro de 1914 cria-se em Lisboa a Junta Reguladora da Situação Cambial, destinada a fixar oficialmente as cotações e a reprimir a especulação, não permitindo operações a preços superiores aos fixados e punindo como desobediência tôdas as infracções. Logo em 15 de Dezembro do mesmo ano, porém, a Junta é suspensa, por se reconhecer que não conseguia o seu objectivo e antes era elemento de perturbação.

Idêntico fracasso tiveram as sucessivas moratórias decretadas pelo Governo para os pagamentos em moeda estrangeira: decretos n.º 740, de 10 de Agosto de 1914, n.º 791, de 24 de Agosto,

n.º 885, de 24 de Setembro, n.º 1.036, de 10 de Novembro, lei n.º 279 de 8 de Janeiro de 1915, e dec. n.º 1.379 de 4 de Março do mesmo ano.

Mais proveitoso foi o decreto n.º 4.133, de 18 de Abril de 1918, em virtude do qual as Alfândegas passaram a cobrar 50 % dos direitos em ouro, a-fim-de evitar a concorrência do Estado no mercado das divisas, fonte de especulação.

O decreto n.º 4.825, publicado em Setembro de 1918, pretendeu restringir e regular o comércio cambial, instituindo duas comissões fiscalizadoras, mas foi suspenso logo no mês seguinte e a sua intervenção passou despercebida.

Em 2 de Dezembro de 1919, finalmente, o decreto n.º 6.263 impôs aos bancos e outros estabelecimentos do comércio de divisas a obrigação do registo das suas operações, sujeitando-as à fiscalização do Ministério das Finanças e do Conselho Fiscalizador do Comércio Geral e Câmbios.

O agravamento contínuo do câmbio demonstra, porém, a nula eficácia destas medidas, que procuravam atingir os efeitos e não as causas do mal e às quais faltavam garantias de séria execução.

É, pois, a factores puramente *psicológicos* que devemos o facto de o câmbio se ter mantido dentro de limites razoáveis, no decurso desta fase da sua evolução.

Passemos agora a examinar rapidamente a curva dos *preços externos* — que com o câmbio colaboram na formação do *poder de compra externo* da moeda.

De 1914 a 1919 os preços por grosso em Inglaterra sobem, como vimos, do índice 100 para o índice 235, ou seja precisamente 135 % , segundo informa «*The Economist*».

Esta *diminuição do poder de compra interno* da unidade monetária inglesa explica-se pela *inflacção* verificada no decorrer daquêles anos e pela *depreciação sofrida pelo câmbio* do esterlino.

A circulação monetária da Inglaterra, que em 1914 não ultrapassava 980 milhões de libras, atinge em 1919 2.286 milhões.

De outro lado, o enorme «déficit» comercial provocado pela guerra reflecte-se duramente no curso da divisa britânica, depreciando-a. Esse «déficit» soma, no espaço daquêles 5 anos, segundo a estatística do *Board of Trade*, cêrca de 2.700 milhões de libras (V. JULES DECAMPS, *Les changes étrangers*, p. 275).

A linha ascensional dos preços exteriores alcança em 1920 o

seu grau supremo — índice 283 — flectindo a partir dessa data, como teremos ocasião de ver.

10. — É, porém, em fins de 1919 que a terrível herança da guerra começa verdadeiramente a pesar sobre os nossos ombros.

A derrocada precipita-se de dia para dia, numa vertigem.

Para caracterizar esta *segunda fase* da evolução monetária, recorramos, uma vez mais, à serena claridade dos números.

Referidos à base 100 de 1914, os nossos índices dão-nos em 1924 os seguintes resultados:

Depreciação cambial	2.266 %
Alta dos preços externos	74 %
Diminuição do poder de compra externo da moeda	4.017 %
Diminuição do poder de compra interno (p. por grosso)	3.083 %

Por outras palavras, pode dizer-se que de 1914 a 1924 o poder de compra da nossa moeda diminuiu 40 vezes no exterior e 30 vezes no interior. O câmbio subiu 23 vezes e os preços externos elevaram-se cêrca de dois terços.

É fácil descortinar a *hegemonia do câmbio* na queda abismal do poder de compra externo do escudo entre 1920 e 1924.

As respectivas linhas de evolução são perfeitamente paralelas, ao passo que a curva dos preços externos segue rumo diverso, aproximando-se do nível anterior à guerra.

¿Que papel desempenharam os *factores* atrás referidos na extraordinária crise do câmbio durante esta segunda fase da sua trajectória?

Antes de mais nada, é mister reconhecer que a intervenção dos *factores favoráveis* observada na fase 1914-19 desaparece agora completamente.

A perspectiva risonha das *indemnizações de guerra* ameaça quedar para sempre no domínio das utopias... A assistência financeira da Inglaterra dilue-se com o armistício.

O *câmbio do Brasil* piora dia a dia e os despachos de ouro reduzem-se ao mínimo.

Estes factos dão lugar a um ambiente psicológico francamente mau para a vida cambial portuguesa.

E são precisamente êsses *factores psicológicos* que justificam a derrocada do escudo.

São êles que provocam, a partir de 1920, a fuga intensa de capitais, receosos de piores dias, fuga calculada em cêrca de £ 10.000 diárias.

São as *previsões* pessimistas sôbre o desequilíbrio da balança económica, sôbre a política inflacionista (inaugurada sôbretudo após 1918), sôbre as conseqüências do «déficit» orçamental constante que, alimentando a especulação, determinam a extrema carestia do câmbio e a própria depreciação interna da moeda.

Não é, por isso, aos *factores de ordem económica* que deve atribuir-se a responsabilidade da tremenda crise monetária registada durante aquêles anos.

O «déficit» *comercial*, devidamente corrigido, como atrás fizemos, mantém-se em relativa estabilidade, entre 1919 e 1924.

Aumenta um pouco o coeficiente de desequilíbrio entre importações e exportações, subindo de 2,14 para 3,12. Mas o «déficit» real é representado pelo mesmo índice — 181 — notando-se até uma insignificante diminuição de £ 13.599 em 1919 para £ 13.515 em 1924.

O agravamento é mais sensível no ano de 1920, em que o «déficit» vai até £ 19.320.

Mas logo em 1922 se regista uma melhoria, baixando para £ 11.515.

Em contraposição cresce a avalanche da *circulação fiduciária*, que em 1924 alcança a cifra de 1.603.162 contos, sendo de 2.210.121 contos a *totalidade de meios de pagamento*.

O aumento é de cêrca de 1.500 % para a circulação e de 1.000 % para os meios de pagamento.

Mas o nível da depreciação cambial sobe proporcionalmente muito mais. De 1919 a 1924 a elevação dêsse nível excede 2.200 %.

Daí a freqüente e paradoxal rarefacção de numerário no mercado, pelo facto de a desvalorização ser mais rápida do que o aumento da quantidade de papel-moeda.

Os algarismos corrigidos do «déficit» orçamental, da *dívida flutuante* e da *dívida externa* acusam todos uma sensível baixa entre 1919 e 1924, a-pesar de crescerem as respectivas cifras em escudos depreciados.

O saldo negativo do orçamento desce de £15.196 (1919) para £ 1.786 (1924).

A *dívida flutuante* reduz-se de £ 59.564 para £ 23.125.

Por último, a *dívida externa* vem de £ 34.118 para £ 27.932 em 1921, subindo depois até £ 33.405 em 1924.

Nenhum destes factos é, pois, de molde a justificar a extraordinária desvalorização externa da nossa moeda.

Nunca é demais repetir, portanto, que só os factores de ordem psicológica podem explicar a derrocada vertiginosa sofrida pelo escudo no decurso desses quatro anos.

Como observa o Sr. Prof. Dr. RUY ULRICH, no artigo já referido sobre «A evolução do câmbio em Portugal» (*Bulletin Bimestriel* cit., p. 123), «on se trouvait en présence d'une grave maladie «monétaire, d'une véritable course à l'abîme, que seuls les influences psychologiques faisaient naître et qu'elles étaient aussi seules «en mesure de régulariser. Aucune autre raison ne pourrait expliquer la chute vraiment désastreuse de la monnaie portugaise à «cette époque...»

Esta hegemonia dos factores psicológicos na queda do escudo explica, além disso, a ineficácia das medidas decretadas pelo Governo no sentido de intervir no mercado das divisas, pondo um dique ao êxodo de capitais e reprimindo a acção desmoralizante dos especuladores.

Não merece a pena determo-nos com a enumeração da longa série de diplomas publicados neste período sobre o assunto.

Todos êles, de resto, procuraram realizar a estabilização do câmbio por meio da fixação de cotações artificiais, e daí a sua comprovada inutilidade. (Neste sentido, entre outros os decretos n.ºs 6.332, de 10 de Janeiro de 1920, 7.702, de 6 de Setembro de 1921, 8.206, de 21 de Junho de 1922, e 8.271, de 19 de Julho do mesmo ano).

Com a publicação dos decretos n.ºs 8.437, de 21 de Outubro de 1922, e 9.442, da mesma data, sobre *intervenção do Estado no mercado cambial*, surge, porém, a primeira reacção séria contra êste estado de coisas, completada pela Convenção de 28 de Dezembro daquêlê ano entre o Governo e o Banco de Portugal, a qual assegurava ao Estado um *fundo de regularização de câmbios*.

Mas a multiplicidade de circunstâncias adversas só permitiu que

a acção benéfica destes diplomas se fizesse sentir dois anos depois, como veremos.

Examinada a influência da depreciação cambial na quebra do poder de compra externo do escudo, entre 1919 e 1924, passamos a referir-nos à intervenção do segundo elemento — os *preços externos*.

Já vimos como a curva dos preços no mercado inglês subiu sensivelmente até 1920, excedendo a linha da depreciação do nosso câmbio.

De 1920 a 1922 êsses preços descem cêrca de 120 %: do índice 283 para o índice 162. Em 1923 e 1924 constata-se uma ligeira tendência para a alta (15 %).

A *crise de sôbreprodução*, que se esboça e desenvolve no ano de 1920 em quási todos os países industriais surtos da guerra, estimula a baixa dos preços nos dois anos seguintes e provoca uma *deflaccão* correspondente na circulação monetária inglesa.

Em 1923 e 1924 a curva dos preços recomeça a subida, obedecendo agora ao câmbio, cujo nível se agrava em relação ao curso do dólar.

Essa depreciação do câmbio do esterlino, inicialmente provocada pelo enorme débito comercial para com os Estados Unidos, agravou-se em 1923 com a vitória eleitoral do partido trabalhista, que estimulou o êxodo de capitais, pondo em riscó o prestígio da moeda britânica. (Vid. Dr. MARCELO CAETANO, *ob. cit.*, p. 137-144).

Encerramos aqui o estudo dos elementos do poder de compra externo da moeda portuguesa no período 1914-1924.

Sôbre êste período: PROF. DR. RUY ULRICH, *L'évolution du change au Portugal*, cit.; C. SOARES BRANCO, *Aspectos da questão monetária portuguesa*, in «Boletim do Banco de Portugal», n.º 4, pag. 3 e seg.; PROF. F. EMYGDIO DA SILVA, *Trois images du Portugal*, 1938, pag. 15-20 e 109-112; DR. ARMINDO MONTEIRO, *Do período da guerra actual que precedeu a beligerância portuguesa*, in «Revista da Faculdade de Direito de Lisboa», vol. II, pag. 221-232; A. ALVES DINIZ, *Crise cambial portuguesa*, 1923, pag. 4 e seg.; VELHINHO CORREIA, *Situação económica e financeira de Portugal*, 1926, tomo IV; ANSELMO DE ANDRADE, *Política, economia e finanças*, 1926, pag. 118 e seg.; QUIRINO DE JESUS e EZEQUIEL DE CAMPOS, *A crise portuguesa*, 1923; ARAUJO CORREIA, *Portugal económico e financeiro*, vol. II, 1938; S. D. N., *Memorandum*

sur les monnaies et les banques centrales, 1913-1924, vol. II e 1913-1925, vol. II; JULES DECAMPS, *Les changes étrangers*, 1923, pag. 271 e seg.; *Relatórios do Conselho de Administração do Banco de Portugal*, 1914 a 1924.

IV

Quarto período : 1924 a 1931

11. O restabelecimento do equilíbrio. Aumento do poder de compra externo do escudo, estabilidade do câmbio e baixa dos preços externos.
12. A política de regularização do mercado cambial. Seus principais objectivos. Evolução favorável dos factores económicos neste período. O saneamento financeiro e a sua influência na estabilidade da moeda portuguesa.

BASE : 1914 = 100

ANOS	Circulação fiduciária	Totalidade de meios de pagamento	Deficit da balança comercial (2)			Deficit orçamental (3)	
	Contos (1)	Contos (1)	Contos	Milhares de £	Coefficiente de desequilíbrio	Milhares de contos	Milhares de £
1914	87.070	170.000	42.185	7.449	2,55	—	—
1924	1.603.162	2.210.121	2.009.440	13.515	3,12	227,6	1.786
1925	1.683.933	2.500.124	1.600.072	16.169	2,88	242,8	2.148
1926	1.839.341	2.813.280	1.605.866	16.916	3,18	122,2	1.281
1927	1.805.520	2.974.653	1.939.538	17.899	3,68	641,6	6.772
1928	1.894.015	3.080.570	1.649.665	15.239	2,60	181,3	1.876
1929	1.906.625	3.552.337	1.455.367	13.444	2,35	274,9 (a)	2.784 (a)
1930	1.932.046	3.698.576	1.460.435	13.491	2,54	40,2 (a)	407 (a)
1931	2.061.786	4.145.326	861.853	7.335	2,06	152,1 (a)	1.512 (a)

(1) *Boletim do Banco de Portugal*, cit.

(2) ARAÚJO CORREIA, *ob. cit.*, vol. II.

(3) ARAÚJO CORREIA, *idem.*

(a) Saldos positivos.

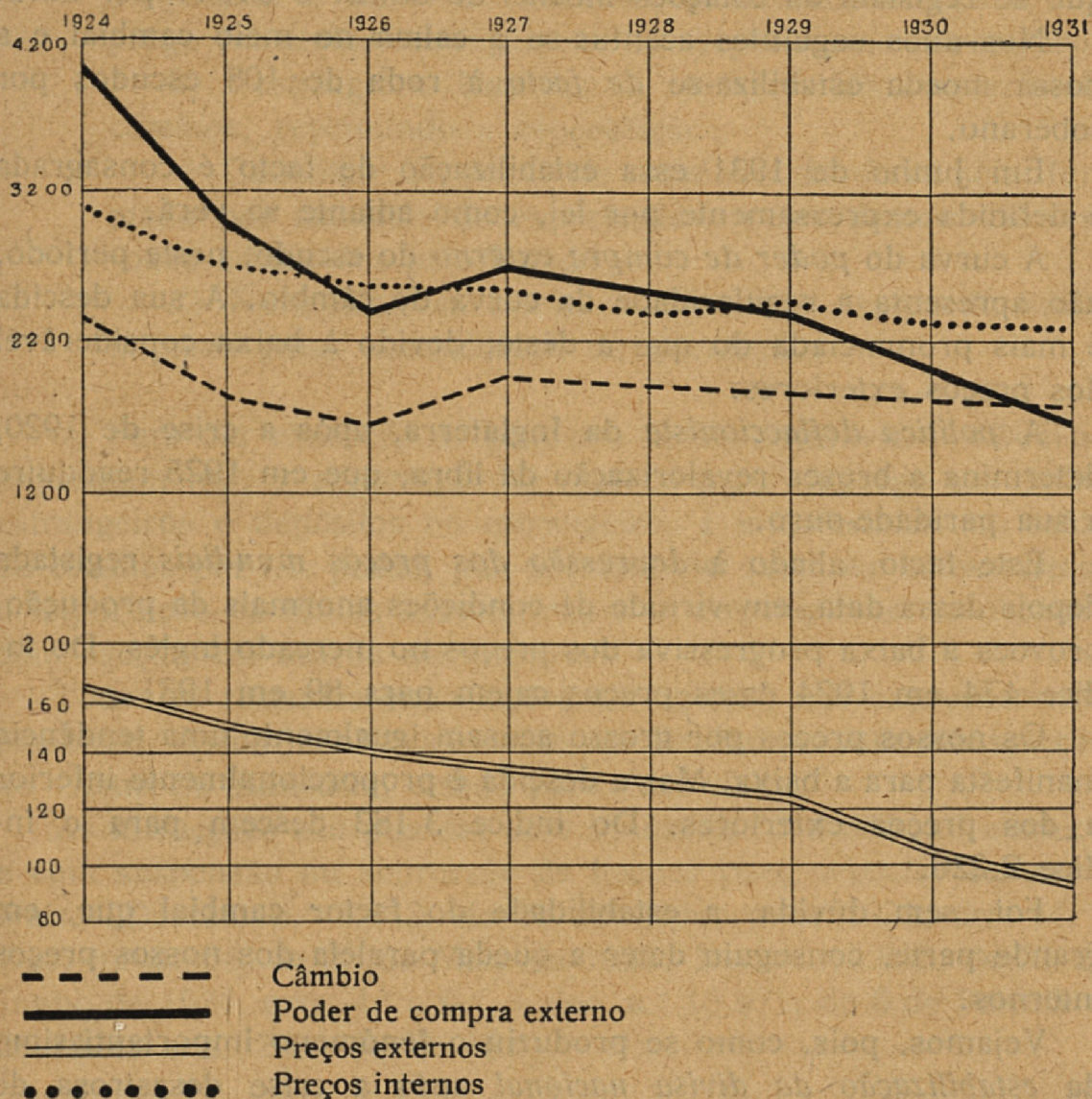
BASE: 1914 = 100

ANOS	Divida externa (4)		Divida flutuante (5)		Preços por grosso em Portugal (6)	Índice do custo de vida em Portugal (7)	Cambio médio de Lisboa s/ Londres (8)		Índice dos preços por grosso em Inglaterra (9)	Índice combinado do cambio e dos preços externos
	Milhares de contos	Milhares de £	Milhares de contos	Milhares de £			Cotações	%		
1914	215,3	40.663	88,7	16,755	100	100	5\$66	100	100	100
1924	4.724,0	33.405	3.270,2	23.125	3.183	2.652	133\$95	2.366,6	174	4117
1925	4.112,9	35.986	3.338,3	29.209	2.557	2.286	99\$21	1.752,0	154	2698
1926	3.401,8	35.609	3.674,8	38.366	2.527	2.148	94\$77	1.674,0	143	2394
1927	5.614,2	59.254	1.887,3	19.919	2.584	2.430	108\$36	1.914,4	138	2642
1928	5.685,9	58.817	2.065,3	21.365	2.425	2.294	108\$25	1.914,2	135	2584
1929	5.819,8	58.936	1.783,2	18.058	2.472	2.272	108\$25	1.914,2	127	2430
1930	6.106,0	61.833	1.088,0	11.019	2.354	2.219	108\$25	1.914,2	107	2048
1931	6.181,0	57.223	818,6	7.579	2.226	2.217	106\$14	1.875,0	89	1668

(4) ARAÚJO CORREIA, *idem*.(5) ARAÚJO CORREIA, *idem*.(6) *Boletim do Banco de Portugal*, *idem*.(7) *Anuário Estatístico de Portugal*.(8) *Boletim do Banco de Portugal*, *cit*.(9) S. D. N., *Annuaire statistique*, 1933-34.

O gráfico relativo à evolução do poder de compra da moeda, do câmbio e dos preços externos e internos, neste período, apresenta-se com a configuração seguinte:

GRÁFICO N.º 5



11. — O ano de 1924 marcou, como vimos, o ponto culminante da nossa crise monetária, fruto da guerra.

Ao período de 1924 a meados de 1931 pode, com justiça, chamar-se período de «restabelecimento do equilíbrio», de *redres-sament*.

O poder de compra da moeda portuguesa fortalece-se, mercê da estabilidade adquirida pelo câmbio e da baixa dos preços externos.

O índice combinado dêstes dois elementos desce de 4.117 para 1.668 em 1931.

O nível do câmbio melhora bruscamente em 1925 e 1926, em que se registam as cotações médias de 99\$21 e 94\$77 por libra.

Nos anos seguintes acentua-se a calma no meio cambial e a nossa moeda estabiliza-se *de facto* à roda de 108 escudos por soberano.

Em Junho de 1931 essa estabilização de facto é consagrada e definida expressamente por lei, como adiante se verá.

A curva do *poder de compra externo* do escudo, neste período, não apresenta a regularidade da curva do câmbio. A sua descida é mais pronunciada do que a deste, devido à baixa considerável dos preços exteriores.

A *política deflacionista* da Inglaterra, após a crise de 1920, determina a brusca revalorização da libra, que em 1925 readquire a sua paridade-ouro.

Este facto, aliado à *depressão dos preços mundiais* registada depois dessa data, em virtude de condições anormais da produção, provoca a baixa progressiva dos preços no mercado inglês. Do índice 174 em 1924 esses preços caem para 89 em 1931.

Os nossos preços por grosso acusam igualmente uma tendência manifesta para a baixa. Mas a descida é proporcionalmente inferior à dos preços exteriores. Do índice 3.183 descem para o índice 2.226.

Foi, sem dúvida, a estabilidade do factor cambial que, em grande parte, conseguiu deter a queda paralela dos nossos preços internos.

Vejamos, pois, como se produziu o fenómeno importantíssimo da *estabilização da divisa nacional* após a crise desastrosa de 1920-1924.

12. — Tendo atingido em Julho de 1924 o curso máximo de 164\$00, o câmbio desce para 139\$95 em Setembro e para 99\$73 em Dezembro do mesmo ano.

Em 1925 o declínio progride até ao mínimo de 95\$00.

Esta revalorização inesperada do escudo deve-se principalmente à árdua *política de estabilização do câmbio* iniciada pelo Governo em fins de 1922 e prosseguida com método e tenacidade nos dois anos seguintes.

Essa política de *contrôle cambial* tem, como objectivos principais, os seguintes:

a) Impedir enèrgicamente toda a *exportação de capitais* prejudicial à economia nacional, nomeadamente para emprêgo em títulos estrangeiros e em depósitos no estrangeiro ;

b) Restringir e fiscalizar o *exercício do comércio de câmbios*, reprimindo a especulação ;

c) Constituir um *fundo de regularização do câmbio*, formado por cambiais de exportação e pelos demais valores-ouro adquiridos pelo Estado ;

d) Normalizar as *emissões fiduciárias* dentro do limite imposto pelas necessidades da circulação.

a) Para dar execução ao primeiro dêstes objectivos proíbem-se expressamente: a *exportação de capitais* para emprêgo em títulos estrangeiros e depósitos no estrangeiro, a transferência ou saída de escudos por via postal, por portador ou qualquer outra forma, a importação de títulos estrangeiros e os empréstimos em escudos com cauao em moeda estrangeira.

Todas as restantes exportações de capitais, não expressamente proibidas, devem ser devidamente justificadas perante a Inspecção do Comércio Bancário, criada para êsse efeito.

As infracções so punidas com multa de 50 a 800 mil escudos e com suspensão ou supressão da licença para negociar em cambiais. (Decreto n.é 8.442, de 21 de Outubro de 1922, art. 14.; Dec. n.é 8.864, de 25 de Maio de 1923; Dec. n.é 9.845, de 23 de Junho de 1924, arts. 4. e 9.; e dec. n.é 10.071, de 6 de Setembro de 1924, arts. 28., 30. e 66.).

b) No sentido de fiscalizar o *exercício do comércio de compra e venda de divisas*, reprimindo os manejos dos especuladores, a lei vai restringindo progressivamente o número de estabelecimentos de negócio de cambiais, tornando êste privativo da Caixa Geral de Depósitos e dos bancos devidamente autorizados e caucionados para êsse efeito.

O comércio de câmbios deixa de ser livre, ficando tôdas as operações sujeitas ao contrle da Inspecção do Comércio Bancário.

Ao Ministro das Finanças é concedida a faculdade de proibir o exercício da indústria de compra e venda de cambiais a qualquer banco, quando tiver motivos suficientes para se convencer de que êsse estabelecimento pratica operações de carácter especulativo,

com prejuízo da economia nacional (decreto n.º 8.442, art. 24.º; dec. n.º 8.864; dec. n.º 8.418, de 11 de Fevereiro de 1924, arts. 6.º e 11.º; dec. n.º 9.845, arts. 1.º, 2.º e 3.º; e dec. n.º 10.070, arts. 1.º, 3.º e 48.º).

c) Em 21 de Outubro de 1922 é publicado o *decreto n.º 8.439*, diploma notável pela técnica e pelos sãos princípios, que obriga os exportadores e reexportadores a pôrem à disposição do governo todo o valor em moeda estrangeira da sua exportação ou reexportação (art. 4.º), contra recebimento da respectiva importância em escudos.

Quando o Estado reservasse para si a totalidade dessa moeda estrangeira, o governo forneceria ao exportador as cambiais de que este carecesse, até 25 % da totalidade (art. 8.º).

O Governo poderia lançar no mercado a totalidade ou parte das cambiais adquiridas por este meio, quando o julgasse necessário para regularizar o mercado cambial (art. 33.º).

Este *fundo de regularização dos câmbios* seria aplicado de preferência na abertura de créditos aos importadores (dec. n.º 9.418, art. 2.º).

Em 29 de Dezembro de 1922 celebra-se uma *Convenção entre o Governo e o Banco de Portugal*, que vem tornar viável a execução das medidas relativas à aquisição de cambiais pelo Estado, nos termos do citado decreto 8.439, e à intervenção daquêle no mercado dos câmbios.

Nessa Convenção ajustou-se a abertura duma conta corrente a favor do Estado, pelo valor das cambiais provenientes da exportação, constituindo um fundo-ouro, e outra conta debitada pela importância dispendida em escudos para a aquisição daquelas cambiais, constituindo suprimento ao Governo, com representação em notas-ouro cuja emissão era independente dos limites contratuais.

As reservas-ouro provenientes da compra de cambiais atingem em Dezembro de 1924 o montante de £ 2.449.247 e, em fins de 1925, £ 2.388.587.

A este fundo de maneiio das cambiais de exportação vem reunir-se ainda o produto da venda da prata que o Governo possuía em depósito no Banco de Portugal.

Foi a lei n.º 1.424, de 18 de Maio de 1923, que autorizou o Governo a trocar a prata pelo seu valor efectivo em ouro.

Pela base 4.^a do decreto n.º 9.505, de 17 de Março de 1924, a venda dessa prata desamoedada seria feita «como e quando o Govêrno entendesse oportuno».

O produto desta operação rendeu, no mercado de Londres, a quantia de £ 1.543.862, reserva valiosa que, somada com a proveniente do fundo de câmbios, permitia já ao Estado intervir com eficácia na estabilização do câmbio português.

d) Por último, a *política deflacionista* dos governos de 1923-24 teve também uma acção digna de referência na revalorização do escudo.

Pela citada lei n.º 1.424, que autorizou a emissão do empréstimo de 6 $\frac{1}{2}$ % ouro, o produto da venda ao público dos respectivos títulos seria destinado a uma gradual amortização nos débitos do Estado e à absorção do papel fiduciário que porventura excedesse as necessidades do mercado.

Com efeito, a circulação de notas, não atendendo às que foram emitidas para compra de cambiais, regista uma deflacção de 80.000 contos, entre Julho e Dezembro de 1924.

Estes foram, em síntese, os princípios fundamentais que nortearam a política estabilizadora do escudo, graças à qual se conseguiu travar a tempo a depreciação sofrida após a guerra.

Os diversos *factores económicos*, durante êste período, nem sempre acompanham a melhoria do mercado cambial.

O certo, porém, é que a estabilização do câmbio tem, como resultado imediato, a mutação do péssimo ambiente psicológico que, até êsse momento, rodeara a nossa divisa.

Renascida a confiança, suspende-se a *fuga de capitais* e muitos valores emigrados voltam à pátria.

São sôbretudo os juros e rendimentos das somas exiladas que agora reentram, favorecendo altamente a nossa desprotegida balança de contas.

A *balança comercial* continua deficitária, agravando-se de 1924 a 1927, em que o desnível é de £ 17.899.000.

Mas, dêsse ano em diante, acusa sensível redução, com o mínimo de £ 7.335.000 em 1931, aproximando-se assim do deficit de 1914.

O coeficiente de desequilíbrio entre importações e exportações, naquela data, é apenas de 2,06 contra 3,68 em 1927.

A *circulação fiduciária* aumenta sempre — em 1931 é de 2.061.786 contos — mas não afecta a estabilização do *câmbio*, cujo nível cristaliza à volta de 108\$00.

O panorama financeiro, por seu turno, sofre completa transformação a partir de 1928.

Encerra-se a era dos *deficits orçamentais*, que em 1926 tinham atingido ainda 644 mil contos, e sucedem-se os saldos positivos: 274.900 contos na gerência de 1928-29, 40.200 contos em 1929-30 e 152.100 contos em 1930-31.

No capítulo da *dívida pública* é especialmente notável o progressivo reembolso da *dívida flutuante* interna, que de £ 38.466.000 em 1926 desce para £ 7.519.000 em 1931. A *dívida flutuante externa* fica integralmente paga em 30 de Junho de 1929, cedendo o seu lugar a saldos credores no estrangeiro. Os bilhetes do Tesouro, parte essencial da *dívida flutuante interna*, acham-se reembolsados na importância de 447.000 contos em meados de 1931, prosseguindo a operação até liquidação total em 30 de Junho de 1934.

Estava assim preparado o caminho para a estabilização legal do escudo, realizada, como é sabido, em Junho de 1931 e cujo estudo reservamos para o período seguinte.

Sobre este período: CARLOS SOARES BRANCO, *Aspectos da questão monetária*, cit., in «Boletim do Banco de Portugal», n.º 4, pag. 22 e seg.; PROF. DR. RUY ULRICH, *L'evolution du change*, cit., in «Bulletin» cit., pag. 123-124; *Relatórios do Conselho de Administração do Banco de Portugal, 1925-1930*; ARAUJO CORREIA, *Portugal económico*, cit.; PROF. EMYGDIO DA SILVA, *Trois images du Portugal*, cit., pag. 25-47 e 113-116; JACQUES MORRISSEAU, *Comment le Portugal a stabilisé sa monnaie*, in «Revue économique internationale», 1927, pag. 266 e seg.; G. D. P., *Note sur l'evolution monétaire du Portugal*, in «Revue économique internationale», 1932, pag. 389 e seg.

V

Quinto período: 1931 a 1938

13. A estabilização legal do escudo em Junho de 1931. Princípios gerais e técnica da estabilização.

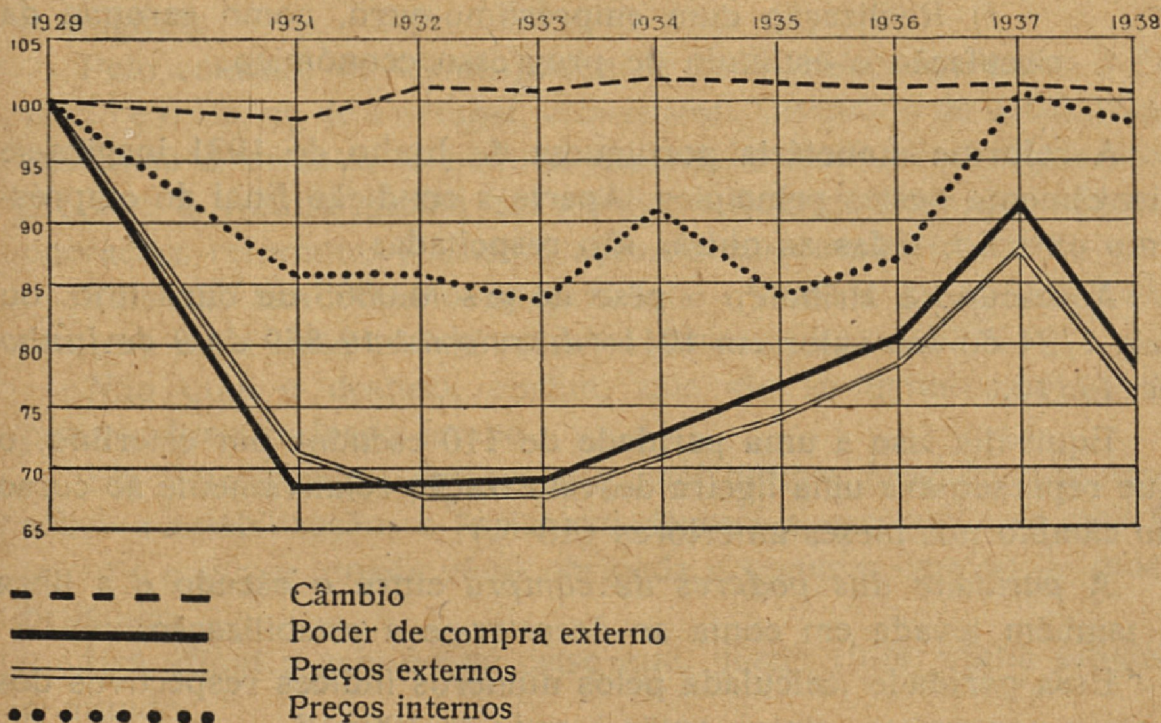
14. A crise mundial e o abandono do padrão-ouro pela Inglaterra. Antecedentes da crise. O alinhamento do escudo com a libra.

15. Evolução do poder de compra externo, dos preços exteriores e do câmbio neste período.

BASE: 1929

ANOS	Circulação fiduciária (Milhares de contos)	Deficit da balança comercial		Saldos positivos do orçamento (Milhares de contos)	Preços por grosso em Portugal	Índice do custo de vida em Portugal	Posição cambial (ouro, títulos estrangeiros e divisas (Milhares de £))	Câmbio médio de Lisboa s/ Londres		Preços por grosso em Inglaterra	Índice combinado do câmbio e dos preços externos
		Milhares de contos	%					Cotações	%		
1929	1.906	1.455,3	100	274,9	100	2272	—	108\$25	100	100	100
1931	2.061	861,8	59,2	152,1	85,2	2217	—	106\$14	98	70,2	68,7
1932	2.001	916,1	63,3	149,9	86,2	1949	2.411,3	110\$03	101,6	67,7	68,7
1933	1.989	1.102,9	76,2	83,6	83,5	1948	965,7	108\$94	100,6	68,2	68,6
1934	2.136	1.056,8	72,6	129,6	90,3	1968	129,0	110\$20	101,8	71,0	72,2
1935	2.204	1.371,2	94,2	317,1	82,9	1982	628,0	110\$20	101,8	74,1	75,4
1936	2.256	968,5	66,5	228,3	85,9	2022	1.908,9	110\$20	101,8	78,6	80,0
1937	2.172	1.095,2	74,5	212,0	101,5	2107	2.108,5	110\$20	101,8	89,3	90,9
1938	2.228	1.145,0	78,0	417,6	98,7	2037	1.494,2	110\$19	101,7	78,3	79,6

GRÁFICO N.º 6



13. — Em 1931 Portugal pertencia ainda ao reduzido número de Estados que não haviam estabilizado legalmente a sua moeda em relação ao ouro.

«Viva-se ainda no tempo em que o prestígio do padrão-ouro «não era contestado; em que não o haver restabelecido equivalia «a uma espécie de menoridade social» (C. S. BRANCO, *Aspectos da questão monetária portuguesa*, «Boletim do Banco de Portugal», n.º 7, p. 8).

O escudo estava, porém, estabilizado *de facto*, desde 1927, e as demais condições prévias da estabilização *de jure* achavam-se realizadas.

Essas condições prévias eram, segundo as notáveis conclusões do Comité Financeiro da S. D. N., as seguintes:

- a) Equilíbrio orçamental;
- b) Circulação fiduciária e moeda divisionária não excedendo as necessidades do mercado;
- c) Autonomia do Banco emissor em relação ao govêrno;
- d) Saneamento do activo do Banco emissor por meio da amortização gradual da dívida do Estado;
- e) Estabilização do valor da moeda nacional em relação ao ouro, de harmonia com a situação económica do país;
- f) Realização dum empréstimo-ouro, como garantia da circulação e estímulo de progresso económico.

A reforma monetária portuguesa de Junho de 1931 inspira-se visivelmente nestes princípios. Aparte a condição final do empréstimo externo, tôdas as outras são respeitadas.

Ao escudo é atribuído o pêso de grs. 0,0665 de ouro fino, ou seja $1/24$ do seu valor em 1911 (*decreto n.º 19.869 de 9 de Junho de 1931*).

Equivalia isso a uma paridade de 110 escudos por esterlino, o que representava uma ligeira desvalorização relativamente ao curso do câmbio nos meses anteriores (10 %).

A *paridade dos poderes de compra* entre o escudo e a libra é também levada em conta ao decretar-se a estabilização.

Essa paridade, calculada pelos números índices respectivos dos preços por grosso, girava então à roda de 100\$16.

O nosso comércio de exportação era, conseqüentemente, beneficiado com a nova paridade legal.

Ao Banco de Portugal confia-se o encargo de manter a estabilidade do valor da moeda na base-ouro fixada.

O Banco obriga-se, além disso, a reembolsar os portadores das notas em espécies ou divisas-ouro sôbre o estrangeiro.

É o regresso à convertibilidade sob a forma do *gold exchange standard*.

O Instituto emissor deveria possuir para êsse efeito, nos termos do aludido decreto, uma cobertura da circulação fiduciária e dos outros compromissos à vista igual a 30 % do respectivo montante e representada em ouro, amodado ou em barra, títulos públicos-ouro e divisas-ouro sôbre praças de países onde a moeda corrente seja de ouro ou notas convertíveis.

Era o sistema do *gold exchange*, adoptado, além disso, como «regra de cobertura».

É extinto o fundo de cambiais de exportação criado pelo dec. n.º 8.439, de 1922, e pela convenção de 29 de Dezembro do mesmo ano e modificado posteriormente, em 1930, pelo decreto n.º 17.991. O Banco passa a dispor livremente dos valores-ouro que constituíam o fundo.

O limite da *circulação de notas* é fixado em 2.200.000 contos, podendo ser aumentado se as necessidades da economia nacional o exigirem.

Pelo contrato de 29 de Junho de 1931, celebrado entre o Governo e o Banco de Portugal, cria-se uma *Comissão de estabilização* destinada a orientar a política monetária do Banco, regulando o preço e o volume global do crédito e fazendo executar tôdas as operações referentes à estabilização da moeda nacional.

Tais são em resumo os princípios gerais e as características técnicas mais salientes da reforma monetária de 1931.

Não quis o destino, porém, que ela se mantivesse na sua pureza durante largo tempo.

Em Setembro do mesmo ano, mal tinham passado três meses sôbre a estabilização, a Inglaterra decreta a *suspensão do padrão-ouro* e a nossa moeda vê-se obrigada a seguir o destino da moeda britânica.

Era afinal a eclosão da crise que, desde 1929, vinha afligindo o mundo.

Portugal estabilizara a sua moeda em plena crise mundial, indiferente aos perigos que se avolumavam dia a dia.

As conseqüências dêste optimismo não se fizeram esperar...

14. — Vejamos, de relance, os antecedentes da *crise britânica de 1931* e a sua repercussão directa na nossa vida monetária.

Os primeiros sintomas de mal-estar económico começaram a sentir-se em meados de 1929 nos países americanos produtores de matérias primas, em virtude da queda do valor das suas exportações, motivada por uma *produção excessiva* e pela *política proteccionista* das nações europeias, suas principais clientes.

O Uruguai, a Argentina e o Brasil são os primeiros a sofrer as conseqüências do desequilíbrio económico, depreciando-se as suas moedas em relação ao ouro, logo em fins de 1929.

Na América do Norte é a extraordinária *inflacção de crédito* que, alimentando a *sobreprodução*, gera a progressiva *depressão dos preços* e a falência dos produtores.

A queda dos valores da bolsa sucede-se o pânico e a actividade bancária sofre brusca paralisia.

Do Novo Mundo a crise propaga-se à Europa em meados de 1931.

O *krach* do Kreditanstalt austríaco, em Maio daquêle ano, marca o início das dificuldades europeias.

Suspende-se o pagamento de enormes *dívidas a curto prazo*, concedidas anteriormente pelas nações ricas aos países empobrecidos da Europa central.

Sucedem-se as corridas aos bancos e a fuga precipitada de capitais. De Abril a Dezembro de 1931 as reservas de ouro do Banco da Áustria reduzem-se de 60 %. Na Alemanha, as exportações de capitais, de Janeiro a Agosto do mesmo ano, somam cêrca de 3.500 milhões de marcos e a reserva de ouro do Reichsbank sofre um desfalque de 2 biliões de marcos. Na Hungria as reservas decrescem cêrca de 50 % (S. D. N., *Aperçu de la situation monétaire*, 1937, p. 18-19).

Estes factos provocam medidas enérgicas de defesa, decretando-se a immobilização de todos os créditos estrangeiros e a proibição da exportação de divisas. Em Julho de 1931 instaura-se um *contrôle rígido de câmbios* na Alemanha e na Hungria, e em Outubro na Áustria.

A Inglaterra era uma das principais nações credoras dos Estados da Europa central. Em consequência da forçada imobilização dos saldos estrangeiros nestes países, a economia britânica sofre rude golpe.

O conhecimento deste facto, aliado ao grave desequilíbrio registado na balança de contas e no orçamento britânicos, determinaram uma crise geral de desconfiança, traduzida imediatamente no levantamento em massa de depósitos bancários e na evasão de capitais.

Segundo declarações oficiais, a soma de valores estrangeiros retirados de Londres, entre Abril e Setembro de 1931, atinge 200 milhões de libras. O Banco de Inglaterra vê diminuir o seu encaixe no valor de 30 milhões de soberanos (V. BAUDIN, *La monnaie. Ce que tout le monde devrait en savoir*, 1938, pág. 140-143).

A solidez da moeda britânica está seriamente ameaçada. E a 21 de Setembro desse mesmo ano a Inglaterra vê-se obrigada a abandonar o tradicional regime do estalão-ouro, cujo prestígio procurara defender a todo o transe.

O *Gold Standard Amendment Act* daquela data suspende a convertibilidade da divisa inglesa.

A libra deprecia-se progressivamente em relação ao ouro.

Uma longa série de países acompanha a queda do esterlino, decretando também a suspensão do padrão-ouro.

Não falando por agora de Portugal, a inconvertibilidade é instituída em 1931 nos seguintes países: Índia inglesa, Egipto e Nova Zelândia, em 21 de Setembro; Bolívia e Colômbia, em 25 de Setembro; Irlanda, em 26 do mesmo mês; Dinamarca, Suécia e Noruega, em 28 e 29; Finlândia, em 12 de Outubro; Canadá, em 19 de Outubro; Nicarágua, em 13 de Novembro; e Japão, em 13 de Dezembro (S. D. N., *Aperçu de la situation monétaire*, cit., p. 123).

Abandonado o «gold standard» pela Inglaterra, vinha Portugal a encontrar-se perante grave dilema: manter a convertibilidade, nos termos da reforma de Junho de 1931, ou ligar a sorte do escudo à da divisa britânica.

A segunda directriz foi, com razão, considerada a melhor.

O *alinhamento* com a libra trouxe incontestáveis vantagens para a estabilidade da nossa moeda.

Como se lê no *Relatório do Conselho de Administração do*

Banco de Portugal (2.º semestre de 1931, p. 18): «Ligando o escudo à libra, não se obtinham apenas, na ordem psicológica, factores de prestígio para uma moeda, cujos males mais se evidenciam assim como não sendo intrínsecos. Defendidos pelas próprias condições que dão à moeda britânica, a que nos aliámos por algum tempo, inconfundíveis condições de resistência, os benefícios só podiam ser maiores do que os perigos, tanto mais que da nossa única vontade dependia desligarmo-nos da libra quando entendêssemos vantajoso... O comércio com a Inglaterra forma 25 por cento do nosso comércio externo. Nas entradas invisíveis da nossa balança económica os valores libelados em esterlino formam maioria esmagadora. Não seria dest'arte a solução adoptada de mais transcendente vantagem do que o mero abandono do padrão-ouro?... Os factos não desmentiram até agora os prognósticos formulados».

Na execução da política do *alinhamento*, o Banco emissor continuou a comprar e vender libras a 110 escudos, indiferente à depreciação progressiva do esterlino em relação ao ouro.

É claro que, em princípio, tal facto equivalia a uma violação do disposto na lei monetária, que impunha ao Banco a obrigação de converter o escudo em divisas-ouro estrangeiras, ao número das quais a libra deixara de pertencer.

Mas as necessidades eram mais forte do que os princípios e, de resto, não tardou que tal anormalidade viesse a ser regularizada com a publicação do decreto n.º 20.683, de 29 de Dezembro de 1931, que dispensou «transitòriamente» o Banco da obrigação de conversão nos têrmos do decreto n.º 19.869.

Esta dispensa foi sucessivamente prorrogada e, de transitória, converteu-se, como não podia deixar de ser, em definitiva.

15. — Reportemo-nos agora à tabela e ao gráfico atrás insertos e vejamos a evolução do *poder de compra externo* do escudo, dos preços exteriores e do câmbio, no decorrer dêste último período.

É fácil verificar que as trajectórias do câmbio e do poder de compra externo seguem neste período caminhos divergentes.

A estabilidade cambial, obtida com a ligação do escudo à libra, corresponde uma flutuação pronunciada do poder aquisitivo externo, cuja linha segue de perto a dos preços exteriores.

Não há dúvida de que, entre 1929 e 1938, é a curva dêstes

preços que detém a hegemonia nas variações do poder de compra externo da moeda.

De 1929 a 1931 o nível do câmbio desce 2 %, ao passo que a depressão dos preços no mercado inglês atinge 30 %.

De 1931 a 1932 sobe o câmbio cerca de 3,5 % e os preços exteriores alcançam o máximo de declínio (32,3 %).

De 1932 a 1937 a linha do câmbio apresenta notável tranqüilidade. Mas os preços externos sobem quasi 22 %.

Em 1938, nova baixa dos preços exteriores — 11 %.

O índice do poder de compra externo do escudo é arrastado pelas oscilações do poder de compra interno da moeda inglesa.

De 1929 a 1931 esse índice cai de 100 para 68,7, o que corresponde a um aumento do poder de compra externo da nossa moeda de 31,3 %. De 1931 a 1937 retoma a subida até ao número 90,9. Em 1938 decresce novamente para 79,6.

Em resumo, pode dizer-se que o poder de compra externo do escudo aumentou cerca de 20 % desde 1929 a 1938.

Verifica-se, pois, uma vaga depressiva dos preços externos a partir de 1929.

Essa depressão, devida principalmente às condições anormais da produção mundial, que provocaram a crise dos últimos anos, não melhorou após a depreciação sofrida pelas moedas de quasi todos os países.

É, na verdade, curioso que os preços não subiram, em país algum, proporcionalmente à depreciação monetária. Em Inglaterra, como se viu, baixaram até cerca de 3 % entre 1931 e 1932, e só nos anos seguintes manifestam tendência fraca para a alta, caindo de novo em 1938.

Uma explicação do facto está, segundo cremos, em que a desvalorização das moedas se traduziu, não numa inflacção dos preços internos, mas sim numa deflacção correspondente dos preços-ouro (BAUDIN, *ob. cit.*, pág. 144-150).

Mesmo nos Estados Unidos, em que a depreciação «dirigida» foi um dos meios utilizados pelo governo para elevar os preços, a verdade é que a alta só se produziu com um atraso considerável em relação à depreciação. A desvalorização do dólar atingira, em fins de 1936, 41 % e os preços tinham subido, nessa data, apenas 10 % relativamente ao mínimo registado em 1932 (V. *Anuaire statistique de la S. D. N.*, 1937-38, p. 239).

Em compensação, os *preços-ouro* manifestam uma baixa progressiva a partir da depreciação das moedas e em proporção com o grau de depreciação sofrida, como se vê do seguinte quadro, abrangendo quatro países do grupo-esterlino:

ANO	INGLATERRA		PORTUGAL		SUECIA		NORUEGA	
	Preços -ouro	Valor -ouro	Preços -ouro	Valor -ouro	Preços -ouro	Valor -ouro	Preços -ouro	Valor -ouro
1929	100	100	100	100	100	100	100	100
1931	72	69,3	—	73,0	74	69,8	77	69,0
1932	54	67,4	61	68,2	54	66,8	55	63,0
1933	51	67,3	57	67,8	49	63,0	31	61,4
1934	48	60,4	53	60,4	47	56,5	46	55,1
1935	47	60,1	47	60,2	46	56,3	46	54,9
1936	50	59,6	49	59,4	49	55,8	30	54,3

— Pelo que diz respeito ao *curso do câmbio* no período 1931-38, já vimos como a feliz política do alinhamento com a libra garantira uma perfeita estabilidade da nossa divisa.

Além disso, os vários *factores económicos* que regem o fenómeno cambial mantiveram-se francamente favoráveis durante este período, a-pesar-de a crise mundial continuar ainda a afligir as nações e a preocupar os espíritos.

Há seguros indícios de que a *balança económica* portuguesa se tem apresentado regularmente equilibrada, não obstante persistir o deficit comercial.

Esses indícios resultam do exame da *posição cambial* total (ouro, títulos estrangeiros e divisas) do Governo, Banco emissor e demais estabelecimentos de crédito.

Segundo os Boletins do Banco de Portugal, essa posição acusa os seguintes saldos positivos:

Em 1932	+ £ 2.411.300
Em 1933	+ £ 965.700
Em 1936	+ £ 1.908.900
Em 1937	+ £ 2.108.500

Os saldos negativos de 1934, 1935 e 1938 são sensivelmente inferiores aos saldos positivos.

O orçamento continua no mesmo equilíbrio firme, que vem já de 1929, sendo de 417.600 contos o «superavit» de 1938.

A circulação fiduciária mantém igualmente uma relativa estabilidade, não excedendo 2.228 mil contos naquêlê ano, contra 2.256 mil contos em 1936. Houve assim uma deminuição de 28 mil contos.

Por último, as *restrições cambiais*, instauradas, como vimos, em 1922, foram sendo gradualmente atenuadas até à sua supressão completa pelo decreto n.º 28.088, de 18 de Outubro de 1937, que tornou «inteiramente livres a importação e a exportação de capitais, seja qual fôr o modo por que elas se efectuem» (art. 2.º).

Sobre êste período: *Relatórios do Conselho de Administração do Banco de Portugal*, anos de 1931 a 1938; C. SOARES BRANCO, *Aspectos da questão monetária portuguesa*, no «Boletim do Banco de Portugal» n.º 7, pag. 4 e seg.; Boletins do Serviço de Estatística e Estudos Económicos do Banco de Portugal, n.º 1 a 20; S. D. N., *Anuaire statistique*, 1937/38; S. D. N., *Bulletin mensuel de statistique*, Dezembro 1938; S. D. N., *Les Banques commerciales*, 1935, pag. LIX e seg.; S. D. N., *Aperçu de la situation monétaire*, 1937, pag. 9 e seg.; BAUDIN, *La monnaie. Ce que tout le monde devrait en savoir*, Paris, 1938; S. D. N., *Rapport sur le contrôle des changes...*, 1938, pag. 52 e seg.; PROF. MARCELO CAETANO, *A moeda portuguesa e a crise britânica*, Lisboa, 1932; PROF. EMYGDIO DA SILVA, *Trois images du Portugal*, cit., pag. 101 e seg.; SEDILLOT, *Le drame des monnaies*, cit., pag. 78-83 e 159-177; *Anuário Estatístico de Portugal*; e *Boletim mensal do Instituto Nacional de Estatística*, 1931-1938; ARÁUJO CORREIA, *Portugal económico e financeiro*, cit., vol. II.

ANTONIO JORGE DA MOTTA VEIGA

Do Curso Complementar de Ciências Político-Económicas