

A Política Monetária em Portugal no Período Pós-1974

FERNANDO TEIXEIRA DOS SANTOS(*)

Resumo

O propósito deste artigo é o de analisar os principais fatores que determinaram a orientação da política monetária em Portugal no período de 1974 a 1988. Os choques por que passou a economia portuguesa no período 1974-75 e os conseqüentes desequilíbrios de ordem interna e externa fizeram com que a política econômica passasse a desempenhar, comparativamente ao período anterior a 1974, um papel bem mais ativo na estabilização da economia. Em particular, a política monetária, juntamente com a política cambial, foi o principal meio de combate aos graves desequilíbrios externos ocorridos durante o período em análise.

Palavras-Chave: política monetária, política cambial, estabilização financeira, estoque monetário, equilíbrio externo.

Abstract

The purpose in this paper is to analyse the main factors that influence monetary policy in Portugal from 1974 to 1988. The shocks to the Portuguese economy during the 1974-75 period and the resulting disequilibria of internal and external nature changed the role of economic policy in Portugal. In relation to the period before 1974 economic policy played a more active role. Of particular importance were the monetary and exchange rate policies used as main tools to fight the deep external disequilibria that occurred in the period.

Key Words: monetary policy, exchange rate policy, financing, money stock, external equilibrium.

O autor pertence à Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Portugal.

(*) Os dados utilizados neste trabalho provêm das seguintes fontes: a taxa do Eurodólar foi obtida em "International Financial Statistics", International Monetary Fund; o Índice de Preços ao Consumidor para a OCDE e o Índice de Produção Industrial foram obtidos em "Main Economic Indicators", OCDE; os dados restantes foram obtidos a partir dos Relatórios do Banco de Portugal.

(**) Este artigo foi preparado para o "I Encontro de Economistas Luso-Brasileiros para Analisar a Cooperação Econômica entre Portugal e Brasil", realizado em São Paulo, em novembro de 1988.

Introdução

No período anterior a 1974, a política econômica portuguesa esteve subordinada aos princípios do equilíbrio orçamental, manutenção de um elevado nível de reservas em ouro e divisas e, conseqüentemente, de um escudo forte. A estabilidade financeira e a estabilidade cambial eram dois objetivos importantes a atingir, tendo-se, para tal, revelado favoráveis as condições externas envolvidas. A ocorrência quase contínua, até 1973, de superávits da Balança de Pagamentos contribuiu de forma significativa para a expansão do estoque monetário e para a acumulação de uma importante reserva de meios de pagamentos externos, a qual serviu de suporte para a estabilidade cambial. Neste contexto, as Autoridades Monetárias limitaram-se, praticamente, a prosseguir uma política de acomodação daqueles superávits. A par desta estabilidade financeira externa, a austeridade que caracterizou a política fiscal e orçamental seguida permitiu a manutenção do equilíbrio das finanças públicas. No entanto, a partir de meados dos anos sessenta, o nível geral de preços começou a apresentar um andamento claramente ascendente, o qual se acentuou a partir do início dos anos setenta. A estabilidade dos preços acaba assim por se integrar aos objetivos já mencionados de estabilidade cambial e de estabilidade financeira interna e externa.

Este cenário foi, contudo, profundamente modificado a partir de 1974. Num contexto internacional caracterizado pelo abandono dos acordos de Bretton Woods, nos quais assentava o sistema monetário e cambial internacional, por aumentos consideráveis dos preços internacionais, em particular do petróleo, e por uma conjuntura de recessão nas principais economias ocidentais, Portugal registra, ainda, a ocorrência de importantes alterações políticas decorrentes da Revolução de Abril de 1974. O aumento dos preços internacionais, a quebra da procura externa, a incerteza dos agentes econômicos com respeito à evolução do sistema político e econômico, a independência das colônias africanas, os acréscimos acentuados dos salários os quais induziram uma forte redistribuição do rendimento etc. - , constituíram um conjunto de choques aos quais a economia portuguesa teve que se adaptar. As conseqüências desta particular conjugação de choques foram deveras dramáticas: quebra da produção real, principalmente durante 1975, acréscimo do desemprego - que atingiu um nível de cerca de 15% - quebra de 40% do investimento real da economia, deterioração dos termos de troca, elevado déficit da Balança de Transações Correntes, fugas de capitais e conseqüente esgotamento progressivo das reservas em ouro e divisas.

Como seria de esperar, diante dos desequilíbrios macroeconômicos emergentes da nova situação política interna e de um contexto internacional profundamente alterado, a política de estabilização econômica foi chamada a

desempenhar um papel mais ativo. Dentre os desequilíbrios macroeconômicos registrados nos últimos quinze anos, sem dúvida que os desequilíbrios externos têm sido os que maior impacto exerceram na orientação imprimida à política econômica portuguesa. Em particular, a política monetária que, como referimos, limitou-se, no passado, a acomodar os saldos da Balança de Pagamentos, foi chamada a desempenhar um papel cada vez mais importante na correção de tais desequilíbrios. A orientação imprimida a esta política desde 1978 reflete bem a constante preocupação em evitar que a expansão do estoque monetário da economia seja incompatível com as metas apontadas em termos daquela Balança.

Com o intuito de melhor descrevermos a orientação imprimida à política monetária seguida em Portugal, o presente trabalho organiza-se da seguinte forma: a seção 1 procura ilustrar os principais problemas macroeconômicos com que a economia portuguesa se defrontou nos últimos quinze anos, bem como as principais medidas de política econômica então implementadas. Poderemos, assim, compreender as razões que levaram Portugal a celebrar dois Acordos de Estabilização com o Fundo Monetário Internacional (1978 e 1983) e a adotar, a partir de 1978, um regime de fixação de limites de crédito na condução da sua política monetária. A fixação de limites de crédito como meio de controle da evolução do estoque monetário e de combate aos desequilíbrios externos, parte do princípio que existe uma estreita relação entre o estoque de moeda, o crédito interno e a balança de pagamentos. Neste sentido, a seção 2 procura ilustrar os fatores determinantes do estoque monetário, destacando a influência do crédito, em particular do crédito ao Setor Público Administrativo, da balança de pagamentos e da preferência por liquidez, quer por parte do público quer por parte do setor bancário, na evolução daquele estoque. A seção 3 procura fornecer um modelo simples que visa realçar a relação existente entre os limites de crédito fixados pelas Autoridades Monetárias e os objetivos macroeconômicos fundamentais, a saber: equilíbrio externo, nível de atividade econômica e estabilidade do nível de preços. Finalmente, a última seção sumaria algumas das principais conclusões. Tencionamos, assim, fornecer enfoques complementares que ajudarão a compreender os múltiplos fatores que, nos últimos quinze anos, determinaram a evolução do estoque monetário em Portugal.

1. Breve Descrição dos Principais Desenvolvimentos Macroeconômicos Pós-1974 e das Principais Medidas de Política Econômica

As Figuras 1 a 4 ilustram a evolução, desde início dos anos setenta, dos principais indicadores macroeconômicos, a saber: da taxa de crescimento real do Produto Interno Bruto (PIB), da taxa de crescimento do Índice de Preços ao

FIGURA 1 - TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL DO PRODUTO INTERNO - PREÇOS CONSTANTES

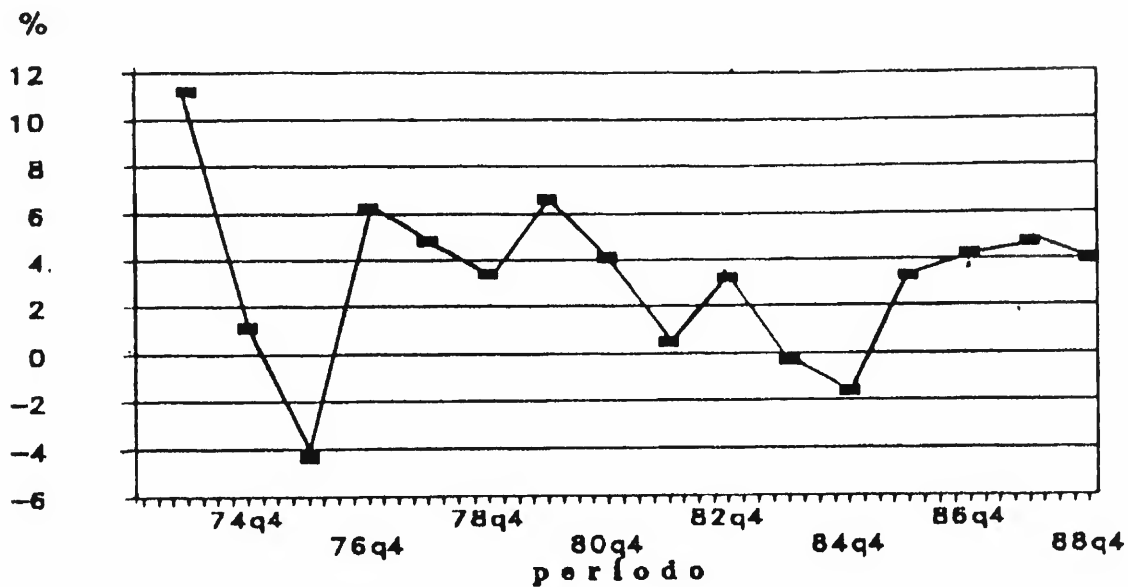


FIGURA 2 TAXA DE INFLAÇÃO ANUAL 1973.I - 1988.IV

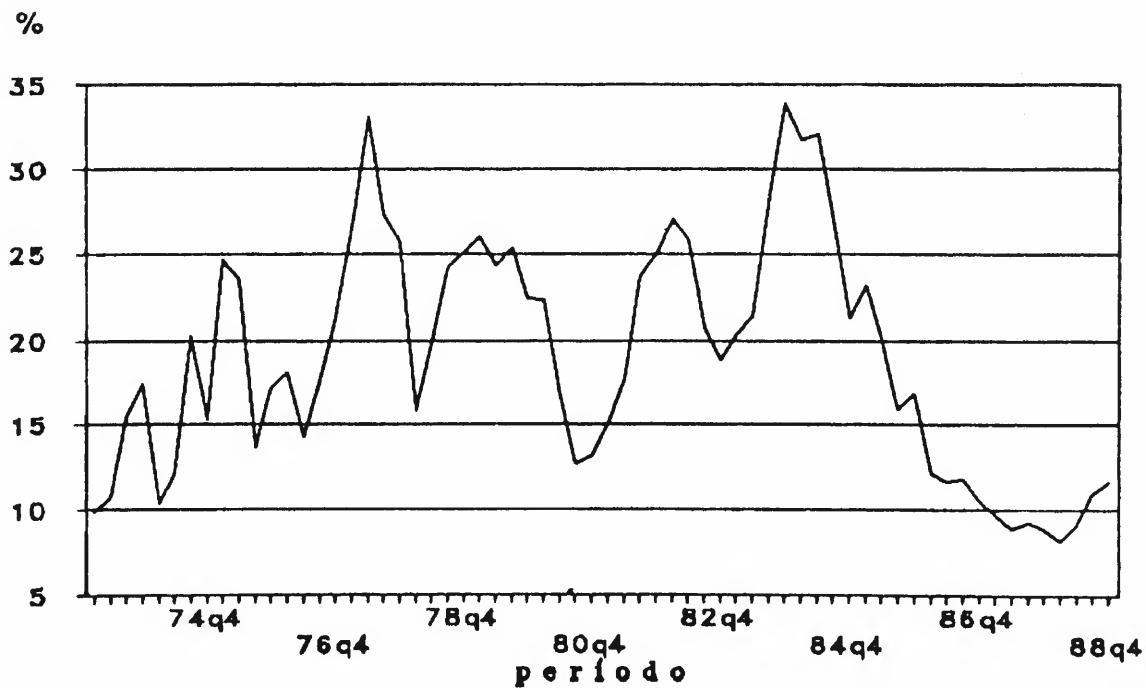


FIGURA 3 - BALANÇA DE TRANSAÇÕES CORRENTES 1973/88
(fim do ano, em % do PIB)

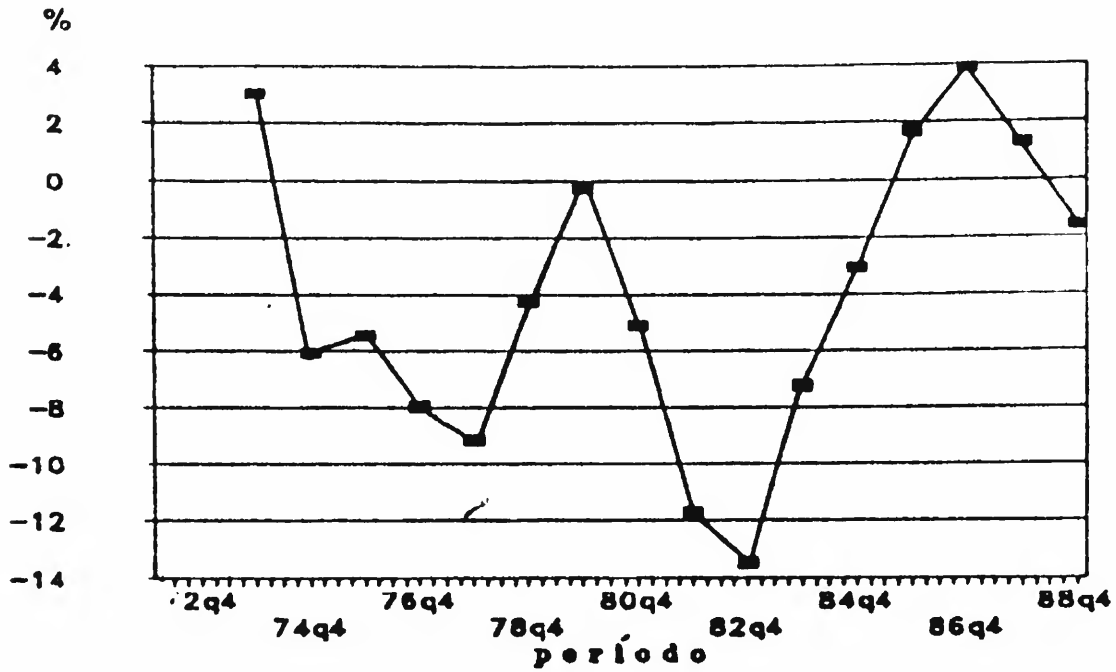


FIGURA 4 BALANÇA DE OPERAÇÕES NÃO MONETÁRIAS 1973/88
(fim do ano, em % do PIB)

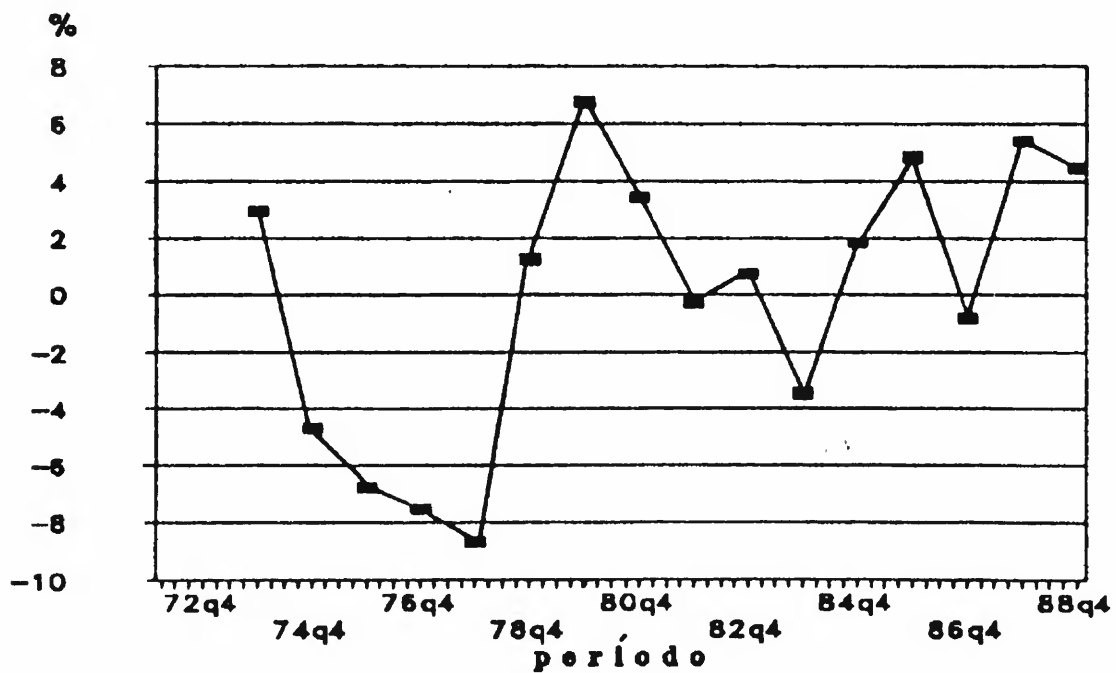


TABELA 1
ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS PRINCIPAIS INDICADORES
MACROECONÔMICOS

	Taxas de Variação Anual de					% Produto Interno	
	Estoque Mone- tário	Produto Real	Índice de Preços	Taxa de Câmbio Dólar	Taxa de Câmbio Efetiva	BTC	Saldo do SPA
1974-1988							
Mínimo	10,50	-4,30	8,93	-41,74	-23,18	-13,49	-12,04
Máximo	35,10	6,60	33,89	8,33	-1,15	3,89	-1,69
Média	22,24	2,66	19,14	-12,78	-10,22	-4,57	-7,93
Desvio-Padrão	7,75	2,91	6,56	15,93	6,99	4,83	2,34
Coef. Variação	0,35	1,09	0,34	-1,25	-0,68	-1,06	-0,30
1974-1977							
Mínimo	12,60	-4,30	15,31	-28,81		-9,17	-6,84
Máximo	23,40	6,20	25,75	-3,36		-5,46	-1,69
Média	17,20	1,95	19,86	-13,99		-7,17	-5,06
Desvio-Padrão	4,37	4,06	4,03	9,81		1,48	2,06
Coef. Variação	0,25	2,08	0,20	-0,70		-0,21	-0,41
1978-1984							
Mínimo	20,00	-1,60	13,11	-41,74	-23,18	-13,49	-12,04
Máximo	35,10	6,60	33,89	-3,92	-1,15	-0,24	-8,13
Média	28,76	2,27	22,81	-22,71	-12,74	-6,45	-9,43
Desvio-Padrão	4,76	2,64	5,92	13,64	7,20	4,39	1,31
Coef. Variação	0,17	1,16	0,26	-0,60	-0,57	-0,68	-0,14
1985-1988							
Mínimo	10,50	3,30	8,93	0,44	-11,62	-1,60	-10,03
Máximo	23,90	4,70	16,85	8,33	-2,11	3,89	-7,47
Média	15,88	4,06	12,00	5,82	-5,83	1,32	-8,20
Desvio-Padrão	5,11	0,51	2,96	3,14	3,65	1,95	1,06
Coef. Variação	0,32	0,13	0,25	0,54	-0,63	1,48	-0,13

Notas: BTC - Balança de Transações Correntes

SPA - Setor Público Administrativo

Taxas de Câmbio - Sinal - indica depreciação do escudo.

Consumidor (IPC), da Balança de Transações Correntes (BTC) e da Balança de Operações não Monetárias (BONM) expressas em percentagem do PIB. As Figuras 5 a 9 ilustram a evolução de alguns indicadores que, de um modo geral, refletem a orientação imprimida à política fiscal e orçamental, monetária e cambial. Da simples análise daquelas Figuras será de realçar:

- as quebras de produção real registradas em 1974-75 e em inícios dos anos oitenta;
- os déficits da Balança de Transações Correntes, em particular os ocorridos entre 1974 e 1978 e nos anos de 1981 a 1983;

FIGURA 5 - DÉFICIT DO SETOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO 1973/88
(fim de ano, em % do PIB)

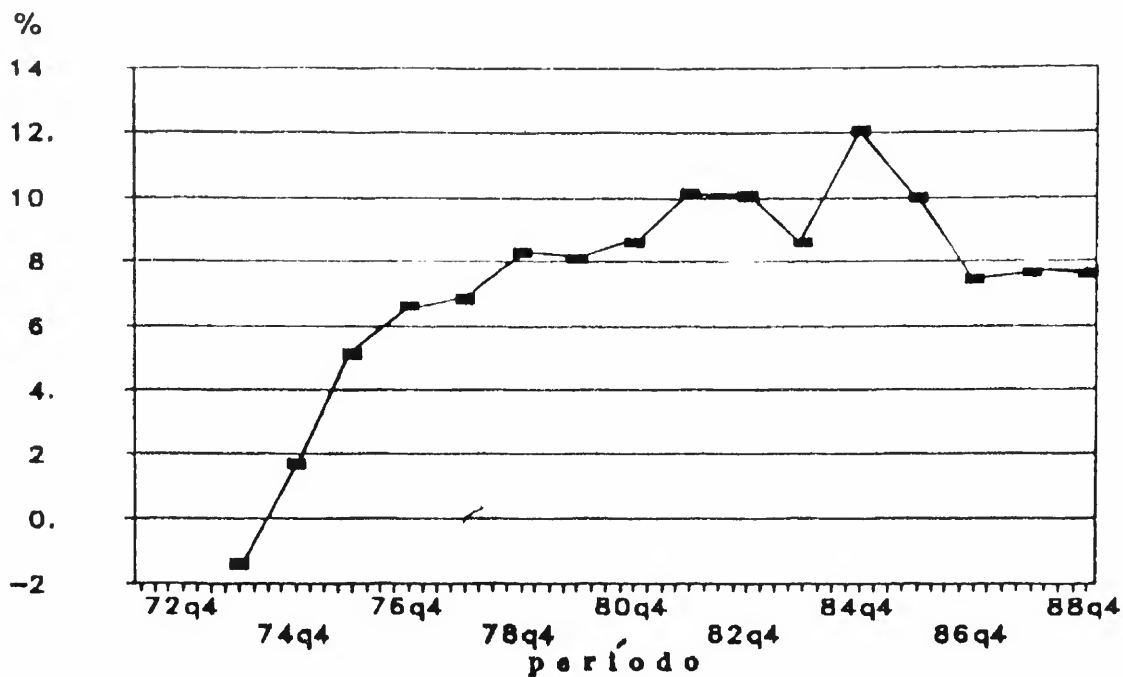


FIGURA 6 - EVOLUÇÃO DO ESTOQUE NOMINAL DE MOEDA
1972.I - 1988.IV

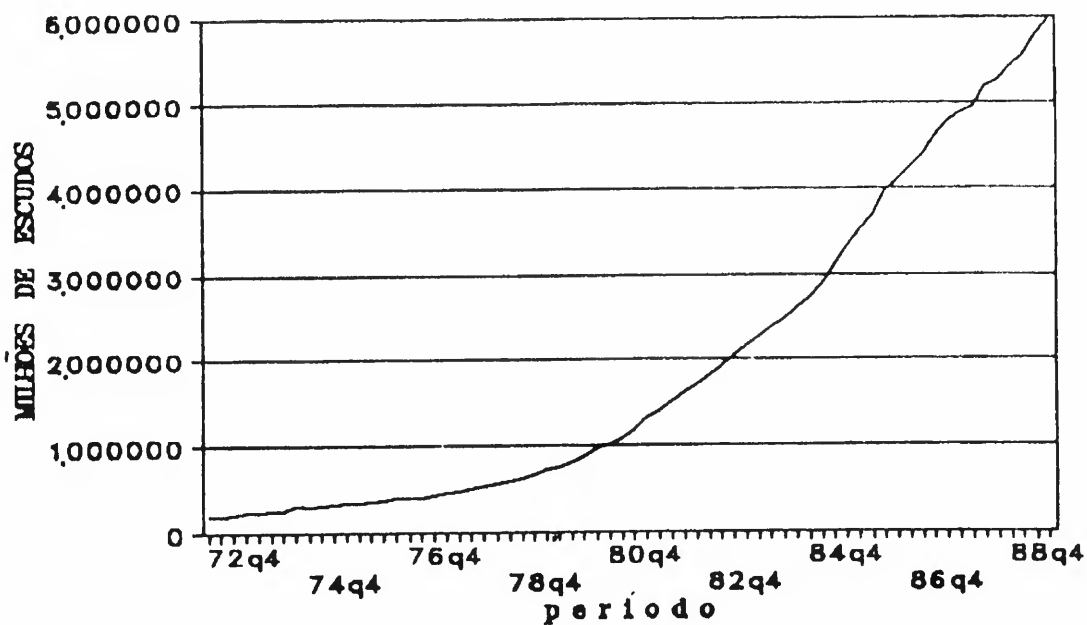


FIGURA 7 TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL DO ESTOQUE NOMINAL DE MOEDA 1973.I - 1988.IV

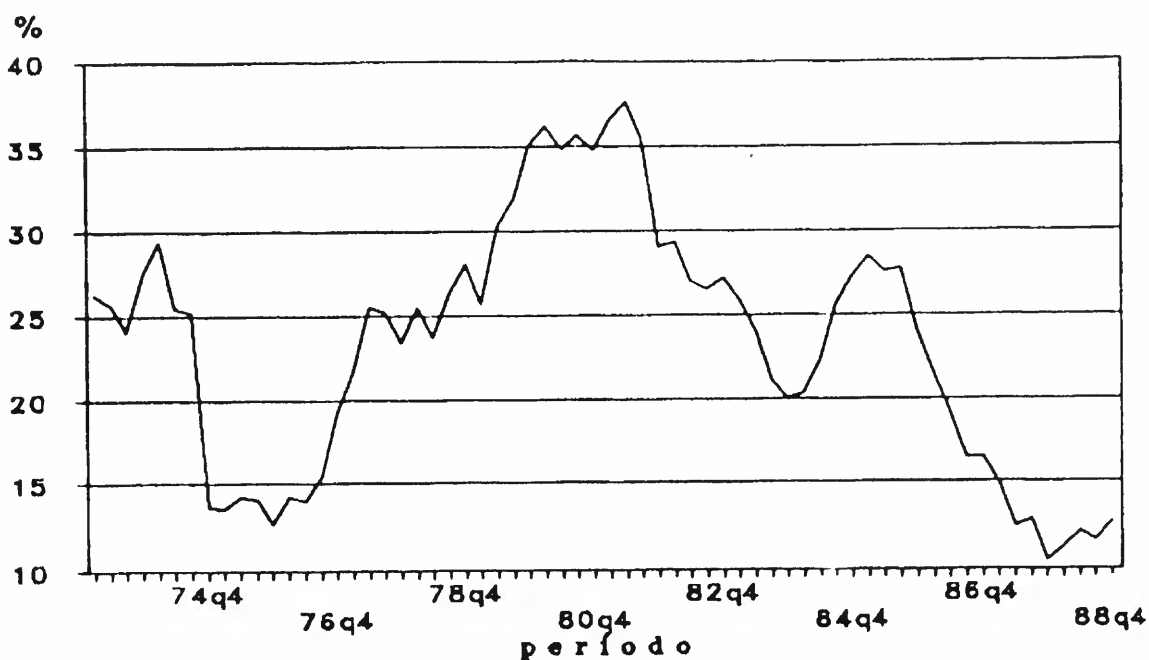
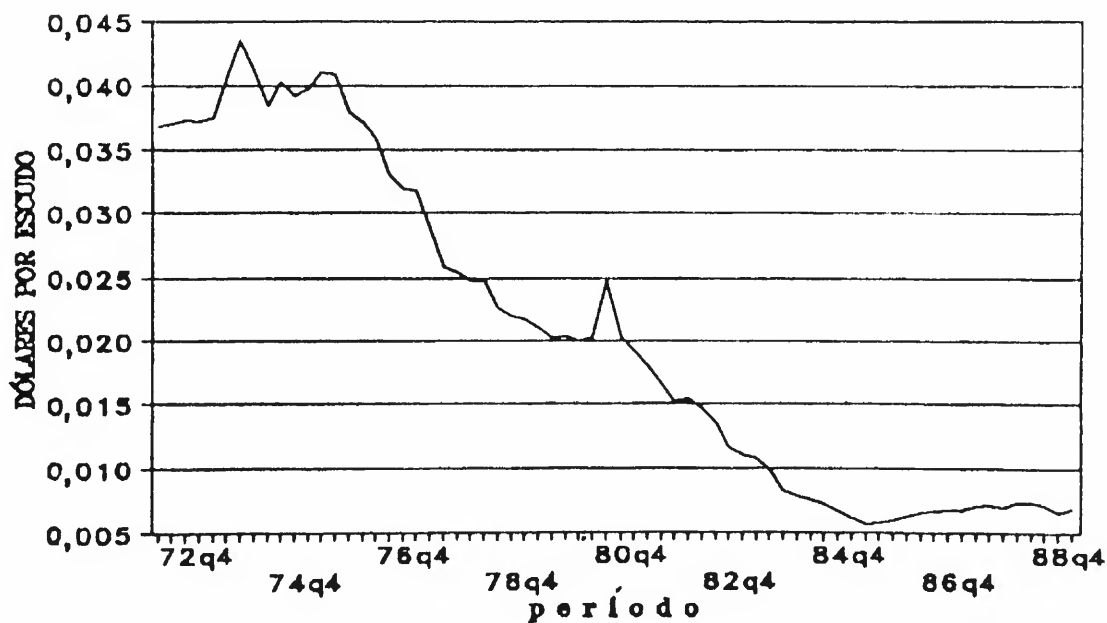


FIGURA 8 TAXA DE CÂMBIO 1972.I 1988.IV
DÓLARES POR ESCUDO



- a elevação do nível médio da taxa de inflação até 1978, seguido de um período de fortes oscilações entre 1979 e 1984;
- agravamento progressivo do saldo do Setor Público Administrativo;
- indícios de uma viragem no comportamento daqueles indicadores nos anos de 1985 a 1987 em particular no que se refere à redução da taxa de inflação e dos déficits externos. Contudo, o comportamento de tais indicadores em 1988 e as previsões disponíveis para 1989 suscitam dúvidas quanto ao caráter permanente de tal viragem.

Para os fins da análise que se segue distinguiremos três subperíodos principais, a saber:

período 1974 a 1977 marcado pela Revolução de 25 de Abril e pelo seu impacto, associado à recessão externa, sobre a economia portuguesa;

período da "condicionalidade" do Fundo Monetário Internacional, marcado pelos acordos de estabilização econômica celebrados com aquele organismo, abarcando os anos de 1977 a 1985;

- período da integração europeia desde finais de 1985 até a atualidade.

A Tabela 1, antes apresentada, mostra, para os mesmos indicadores, algumas estatísticas descritivas relevantes para a caracterização da sua evolução nos períodos acima indicados.

1.1. Período Pós-Revolucionário de 1974 a 1977

Os choques a que a economia portuguesa esteve sujeita nos inícios dos anos setenta traduziram-se numa forte recessão, evidenciada pela quebra da produção real (Figura 1), pelo aumento do desemprego e pela redução do investimento. A par destes eventos, registrou-se também uma aceleração do movimento ascendente do nível geral de preços (Figura 2).

Com o objetivo de se contrapor aos efeitos contracionistas de tais choques, as novas autoridades adotaram políticas fiscais e monetárias expansionistas visando um aumento da procura agregada, em particular através do aumento das despesas públicas e do relançamento do investimento. Nestas condições, as despesas públicas registraram um acréscimo mais rápido que as receitas, gerando-se, assim, um déficit crescente das contas públicas, fato que rompe claramente com a tradicional austeridade que caracterizou o período anterior a 1974. As receitas do setor público administrativo, que em 1974 representavam 23,9% do PIB, passaram a representar 25,7% em 1975 e 28,3% em 1976, ao passo que as despesas passaram de 25,6% em 1974 para 30,8% em 1975 e 34,3% em 1976. O déficit público, que em 1974 correspon-

FIGURA 9 TAXA DE CÂMBIO EFETIVA 1972.I - 1988.IV

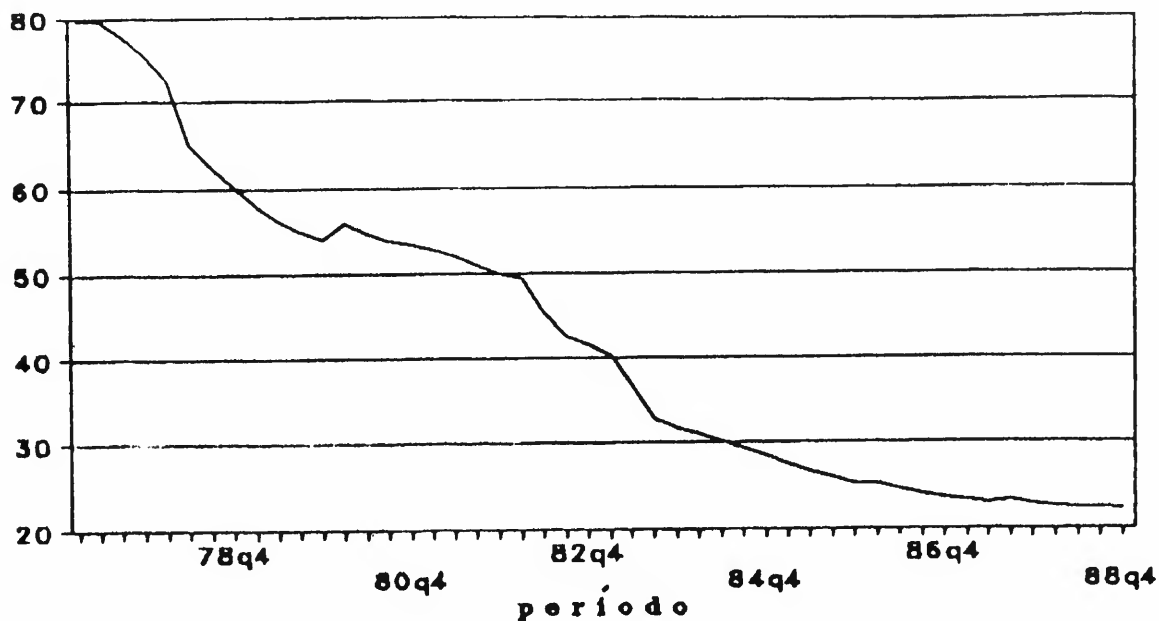
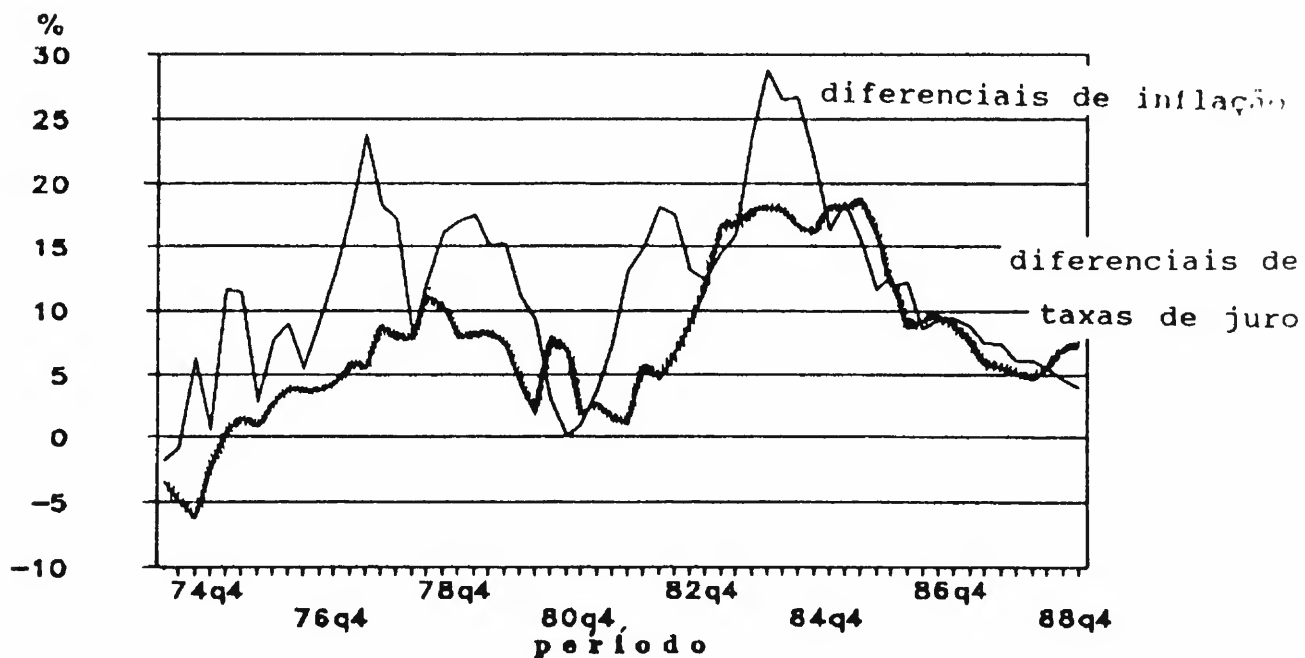


FIGURA 10 - DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS DE INFLAÇÃO E AS TAXAS DE JUROS PORTUGAL vs. RESTO DO MUNDO 1974.I 1988.IV



NOTAS: Taxa de inflação: Portugal vs. OCDE

Taxas de juros: Taxa de juros dos depósitos a prazo vs. taxa do Eurodólar

dia à 1,7% do PIB, registrou os valores de 5,1% em 1975, 6,6% em 1976 e 8,3% em 1978 (Figura 5).

A adoção de uma política monetária expansionista foi motivada por três fatores principais:

- i) Pela necessidade de restaurar a situação de liquidez do sistema bancário, a qual tinha sido severamente afetada pelo forte acréscimo da preferência pela liquidez por parte do público⁽¹⁾;
- ii) Pela necessidade de suprir as carências financeiras das empresas, cujo equilíbrio financeiro tinha sido fortemente abalado pelos acréscimos de custos ocorridos; e
- iii) Pelas necessidades de financiamento dos déficits públicos. Neste sentido, as taxas de reserva legal do sistema bancário foram reduzidas em julho e dezembro de 1974 e em dezembro de 1975 e o crédito do Banco de Portugal ao sistema bancário aumentou fortemente, passando de 12,6 milhões de contos no início de 1974 para 84,1 milhões de contos no final de 1975. A política de crédito seletivo, iniciada em 1972, foi reforçada, bonificando-se as taxas de juro aplicáveis nas operações de crédito a setores que contribuíssem significativamente para a melhoria da Balança de Pagamentos e para o desenvolvimento econômico do país. Também com o intuito de obstar a deterioração da Balança de Pagamentos, foi limitado o crédito ao consumo e à importação. O resultado de tais medidas traduziu-se na atenuação da queda registrada no crescimento do estoque nominal de moeda durante os anos de 1974 e 1975, o qual passou a crescer mais fortemente em 1976 e 1977 (Figuras 6 e 7). Contudo, face à taxa de inflação verificada, tal crescimento revelou-se insuficiente para assegurar o aumento, em termos reais, da massa monetária.

As taxas de juros, fixadas administrativamente pelo Banco de Portugal, foram elevadas com o intuito de incentivar o público a aumentar os seus depósitos, combatendo, assim, os efeitos contracionistas resultantes do acréscimo verificado na preferência pela liquidez. Com esta elevação das taxas de juro e através da imposição de controles aos movimentos de capitais e divisas, procurou-se, também, impedir as saídas de capitais para o exterior que, juntamente com os déficits da Balança de Transações Correntes, ameaçavam seriamente o equilíbrio da Balança de Pagamentos (Figuras 3 e 4).

(1) As notas e moedas em poder do público, que designamos por Circulação Monetária, representavam, em 1973, 14,2% do estoque monetário, passando a representar 25,4% em 1975 e 24,9% em 1976. Este aspecto é posteriormente analisado na seção 2 do presente trabalho (Figura 14).

Em termos cambiais, após a ruptura dos acordos Smithsonian de 1973, o escudo manteve-se alinhado ao dólar americano, sofrendo uma desvalorização gradual até inícios de 1977. Em fevereiro deste ano é decidida uma desvalorização pontual de 15% (Figura 8). Contudo, diante da deterioração progressiva da Balança de Transações Correntes, o mito da "estabilidade do escudo" tão propagado pelo regime anterior, foi suficientemente forte para impedir que a política cambial fosse utilizada de uma forma oportuna e mais eficaz durante este período.

A elevação das taxas de juro mostra-se insuficiente para cobrir os diferenciais de inflação existentes entre Portugal e o Resto do Mundo, ajustados para as variações cambiais (Figura 10). Acresce ainda que a indefinição da política cambial gera movimentos especulativos contra o escudo, pelo que as medidas adotadas se mostram incapazes de impedir uma eventual saída massiva de capitais para o exterior.

1.2. O Período de 1977 a 1985 e os Acordos de Estabilização com o FMI

Os efeitos desta orientação imprimida à política econômica não se fizeram esperar. O objetivo central da estratégia delineada é conseguido, ou seja, registra-se uma recuperação notória do crescimento real do produto. Contudo, esta melhoria é acompanhada pelo aumento da taxa de inflação e pelo agravamento do desequilíbrio externo.

Por um lado, a recuperação do crescimento da produção e do investimento, e o aumento do consumo privado e público, associados à inexistência de uma política cambial adequada, acabaram por ter reflexos fortemente negativos no saldo das transações com o Exterior, o qual registrou um agravamento progressivo. O financiamento destes déficits conduziu à progressiva redução das reservas de ouro e divisas e ao aumento do endividamento externo, ameaçando seriamente a liquidez externa do país (Figura 11). Sob este ponto de vista, a situação é particularmente grave ao longo de 1977 e 1978.

Por outro lado, muito embora a imposição de controles de preços, a partir de finais de 1974, tenha permitido a manutenção de taxas de inflação a níveis relativamente baixos, estas registram, em 1977 e, em consequência das desvalorizações do escudo efetuadas durante este ano, valores nunca dantes atingidos, passando a constituir um motivo de preocupação adicional.

Finalmente, um outro motivo de preocupação é o nível atingido pelo déficit do setor público, cujo financiamento passa a constituir um importante fator de emissão por parte do sistema bancário⁽²⁾.

(2) Ver, a propósito, a seção 2 do presente trabalho.

FIGURA 11 - DISPONIBILIDADES LÍQUIDAS SOBRE O EXTERIOR EM DÓLARES 1972.I - 1988.IV

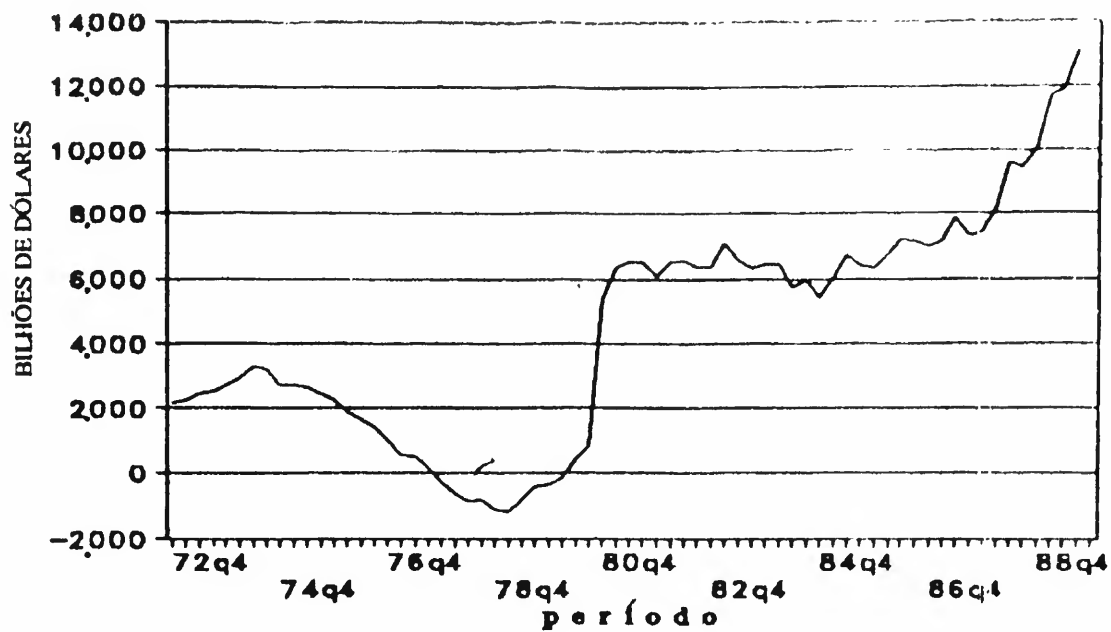
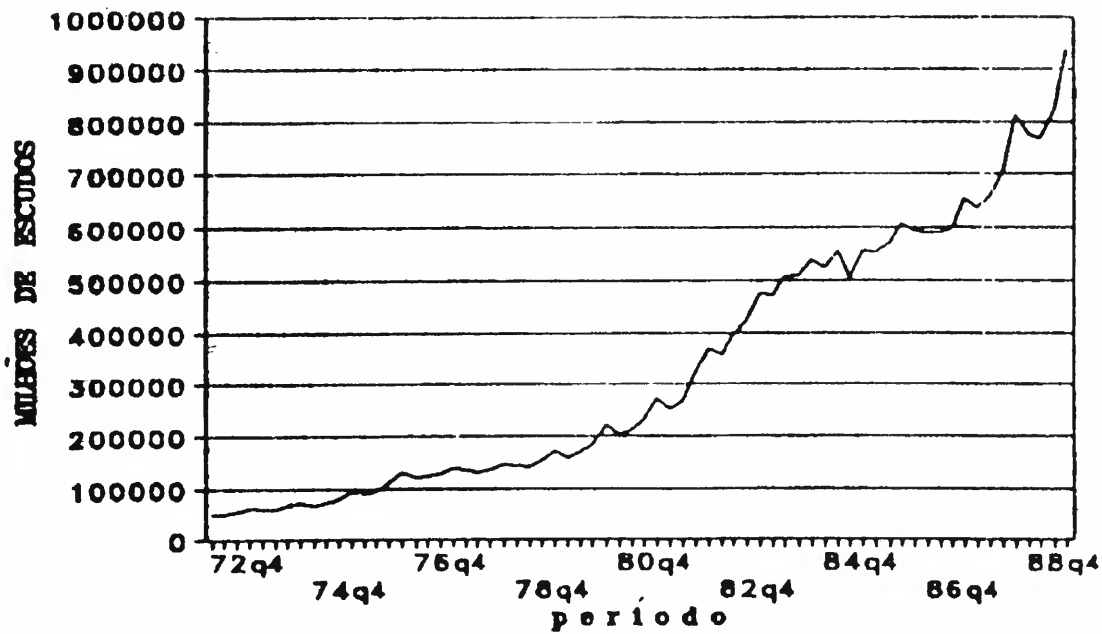


FIGURA 12 BASE MONETÁRIA 1972.I 1988.IV



Face a este cenário, as autoridades reformulam as suas prioridades, passando a dar prioridade ao objetivo de equilíbrio externo. A necessidade da celebração de um acordo com o FMI, tendo em vista a obtenção de créditos para o financiamento dos déficits externos, obrigou as autoridades portuguesas a adotarem algumas medidas tendentes a corrigir aquele desequilíbrio. Daí, a já referida desvalorização de 15% operada no início de 1977 e a elevação das taxas de juros. Em agosto de 1977, com o intuito de tornar clara a política cambial e de impedir movimentos especulativos contra o escudo, é adotado um regime de *crawling-peg* segundo o qual o escudo passa a ser depreciado a uma taxa mensal preanunciada. A desvalorização, assim operada, incide sobre uma 'taxa de câmbio efetiva' definida em termos de uma média ponderada das cotações de um conjunto de moedas estrangeiras (Figura 9). Estas medidas procuram sustentar a saída de capitais para o exterior e induzir uma alteração dos termos de troca suscetível de melhorar a competitividade externa da economia portuguesa. Na seqüência da celebração do primeiro acordo com o Fundo Monetário Internacional em maio de 1978, e com o objetivo de controlar o crescimento do estoque monetário e da taxa de inflação, passam a ser impostos aos bancos limites de crédito definidos através de um sistema de programação monetária levada a cabo pelo Banco Central. Esta é, sem dúvida, a grande alteração introduzida na condução da política monetária durante os últimos quinze anos ⁽³⁾

Conforme as Figuras 2, 3 e 4 denotam, tais medidas permitiram, por um lado, o gradual reequilíbrio da Balança de Transações Correntes e uma significativa melhoria do saldo das operações de capital com o exterior e, por outro lado, uma redução temporária da taxa de inflação. Contudo, a imposição dos limites de crédito parece não ter efeitos duradouros na taxa de crescimento do estoque monetário, a qual continua a elevar-se (Figura 7), tendo contribuído para este insucesso o recurso, não controlado, ao crédito externo. Finalmente, convém assinalar que a política fiscal continua a caracterizar-se por um déficit elevado, o qual se mantém entre 1978 e 1980 acima dos 8% do PIB, continuando a exercer uma enorme pressão sobre a emissão do sistema bancário ⁽⁴⁾

A elevação das taxas de juros, e suas conseqüências sobre o investimento, acabaram por provocar uma contração do investimento e do crescimento da produção, o que motivou a adoção de políticas de incentivos fiscais e financeiros. A recessão externa, decorrente do segundo choque petrolífero, e a revalorização, em 6%, do escudo operada em 1980 provocaram novas

(3) A fixação dos referidos limites de crédito é objeto de análise na seção 3 deste trabalho.

(4) O sistema de limites de crédito terá também operado uma distorção no processo de concessão de crédito em favor do crédito ao setor público administrativo, o qual não está abrangido por tais limites.

FIGURA 13 EVOLUÇÃO DO MULTIPLICADOR MONETÁRIO
1972.I 1988.IV

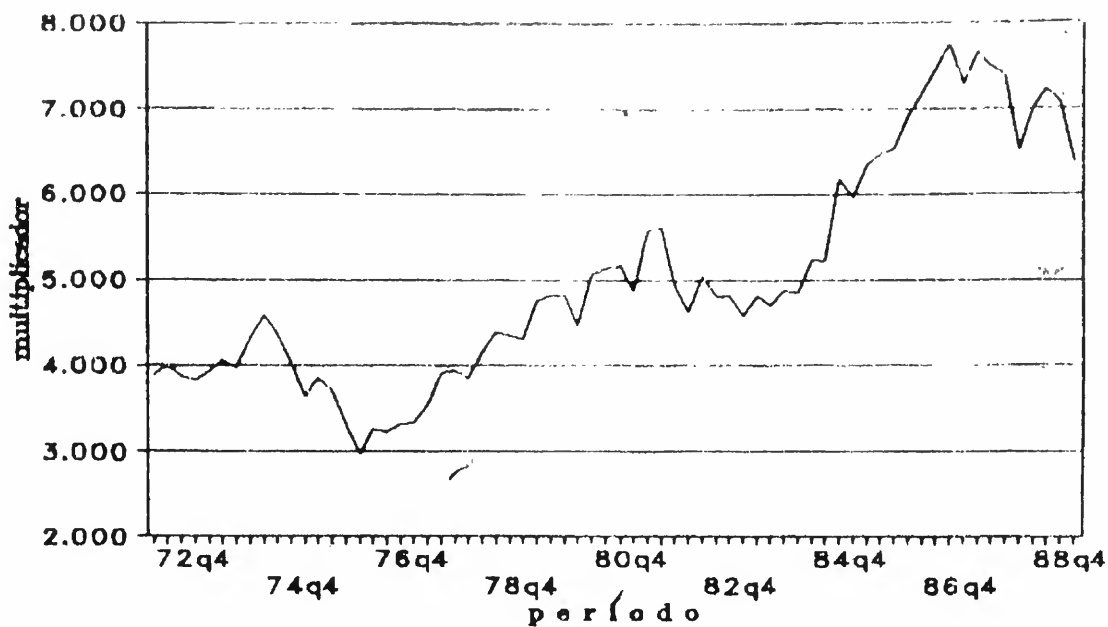


FIGURA 14 EVOLUÇÃO DO QUOCIENTE C/D 1972.I - 1988.IV

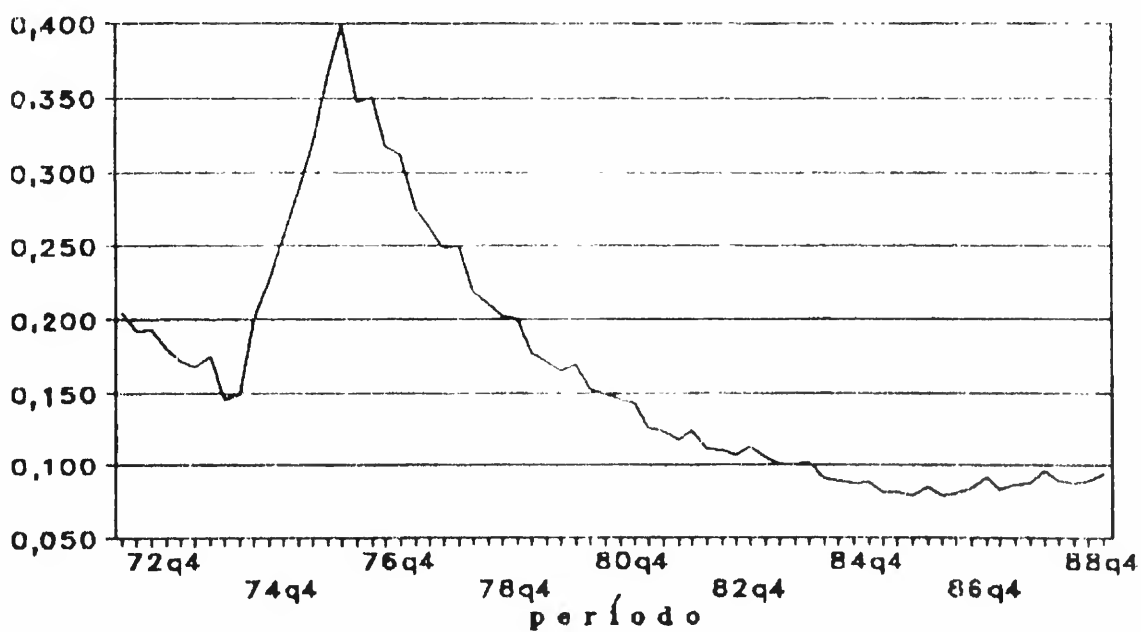


FIGURA 15 EVOLUÇÃO DO QUOCIENTE R/D 1972.I 1988.IV

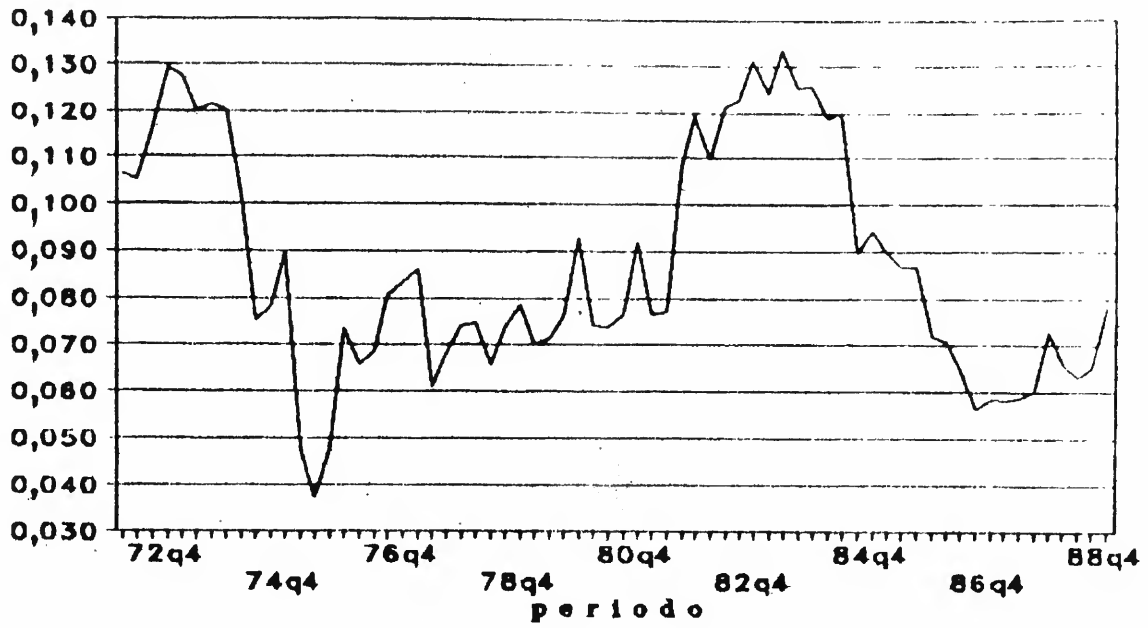
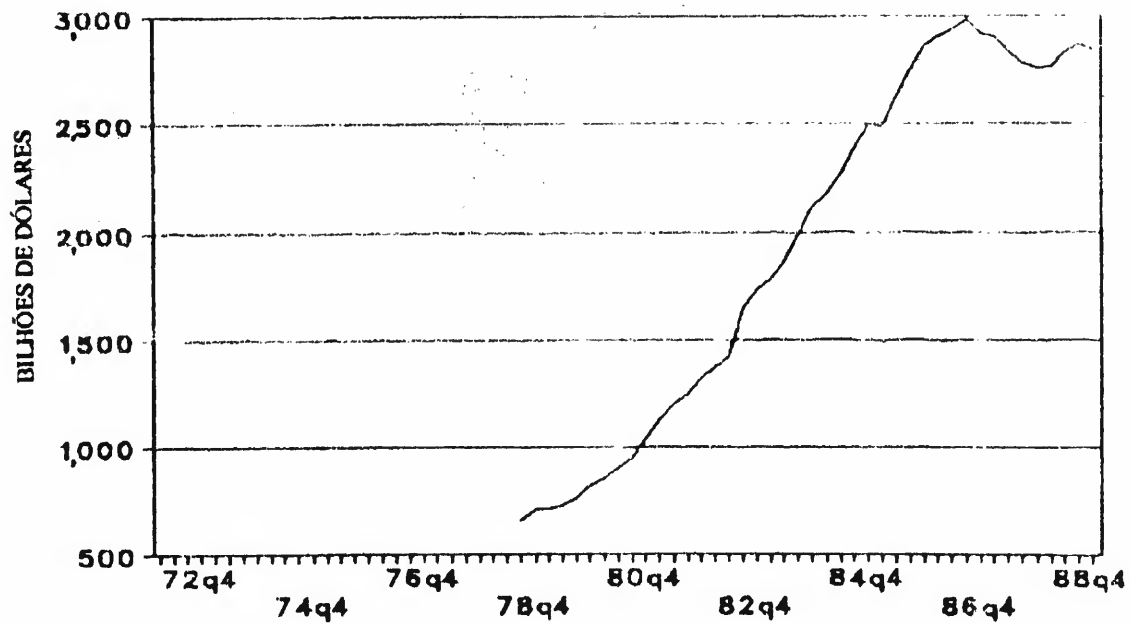


FIGURA 16 - EVOLUÇÃO DOS LIMITES DE CRÉDITO
1978.III - 1988.IV



dificuldades em nível das contas externas tendo o déficit da Balança de Transações Correntes atingido 11,7% do PIB em 1981 e 13,5% em 1982. Na seqüência desta nova deterioração da situação externa da economia portuguesa, é celebrado, em 1983, um segundo acordo de estabilização com o FMI, o qual, à semelhança do anterior, tem como objetivo prioritário o combate ao desequilíbrio externo. As medidas adotadas traduziram-se na acentuação da desvalorização da taxa de câmbio efetiva do escudo (Figura 9) e num novo aumento da taxa de juros de modo a acompanhar, por um lado, a elevação da taxa de inflação e, por outro lado, a evolução ascendente das taxas de juros internacionais (Figura 10). No mesmo sentido, procurou-se implementar uma política mais restritiva da procura, em particular no que se refere ao déficit do setor público, o qual atingira mais de 10% do PIB em 1981 e 1982. Procurou-se, no mesmo sentido, restringir ainda mais o crédito e controlar o endividamento externo.

Os resultados desta política estão patentes nas figuras que estão a apoiar esta análise, sendo de realçar o reequilíbrio gradual da Balança de Transações Correntes a qual, pela primeira vez, apresenta um saldo positivo durante três anos consecutivos,, fato que permitiu o relançamento da produção em termos reais. A taxa de inflação agrava-se nos anos imediatos em consequência da forte desvalorização do escudo então ocorrida. Contudo, o reequilíbrio das contas com o exterior permitiu uma diminuição da taxa de desvalorização cambial e uma posterior redução dos níveis de inflação a partir de 1984 (Figura 2). Igualmente apresenta resultados benéficos, sob este ponto de vista, a desaceleração do crescimento do estoque monetário.

Apesar destes resultados, os déficits do setor público continuam em níveis elevados, atingindo 12% do PIB em 1984. A partir deste ano parece delinear-se uma tendência para a sua redução, tendo passado para 10% em 1985 e situando-se ligeiramente acima dos 7,5% em 1987 e 1988.

1.3. Os Anos de 1985 a 1988 e a Integração Européia

A política econômica seguida nos últimos anos e a ser seguida num futuro próximo encontra-se fortemente condicionada pelas exigências impostas à economia portuguesa pela sua integração europeia e, em particular, pela criação do mercado único europeu em 1992 e pela posterior criação de uma união econômica e monetária europeia. O grande objetivo será, sem dúvida, o de garantir um crescimento sustentado da economia a um ritmo superior ao dos parceiros comunitários, de modo a permitir uma progressiva aproximação do nível de desenvolvimento da economia portuguesa da média comunitária. Este esforço de crescimento exigirá uma elevada taxa de investimento e a

obtenção de significativos ganhos de produtividade suscetíveis de constituírem importantes fatores de competitividade externa e de melhoria das condições de vida da população através do aumento dos salários reais que, ao longo da aplicação dos acordos de estabilização acima referidos, sofreram uma quebra significativa.

A par destes objetivos, será importante a estabilização da taxa de inflação em níveis próximos da média da Comunidade Econômica Européia (CEE), a fim de possibilitar maior estabilidade cambial, suscetível de criar condições mais favoráveis à adesão do escudo ao Sistema Monetário Europeu, pré-condição para o processo de união monetária. A diminuição da taxa de inflação e a conseqüente desaceleração do crescimento monetário passará, por um lado, pela redução das necessidades de financiamento do setor público e, por outro, pela modernização do sistema financeiro, suscetível de oferecer formas alternativas de aplicação das poupanças e de financiamento menos onerosas capazes de atenuar a expansão monetária via o habitual recurso ao crédito bancário. É nesta linha que aponta o relançamento do mercado financeiro operado nos anos de 1986 e 1987 e a criação de novos instrumentos financeiros. A progressiva liberalização dos movimentos de capitais e a livre prestação de serviços financeiros no seio da Comunidade constituem importantes desafios que exigem um esforço considerável de modernização, diversificação e eficácia do sistema financeiro português. Exigirá a capacidade de manutenção dos equilíbrios macroeconômicos num contexto em que a autonomia na definição da política monetária e cambial será cada vez mais reduzida. Acresce, ainda, para finalizar, que num contexto de livre movimentação dos capitais e de livre prestação de serviços financeiros, a par da determinação da taxa de juros pelos mercados financeiros externos, tenderá a diluir-se a noção de estoque monetário, enquanto agregado controlável pelas Autoridades Monetárias nacionais. A liberalização dos mercados financeiro e cambial tornará mais difícil a utilização dos habituais instrumentos de estabilização para se corrigirem os desequilíbrios macroeconômicos que têm caracterizado a economia portuguesa. Por estas razões, as políticas a serem adotadas até 1992 deverão procurar atacar os fatores estruturais em que tais desequilíbrios radicam, em particular no que se refere ao desequilíbrio das contas públicas.

Face às demais economias européias, a economia portuguesa deverá, assim, procurar evoluir em termos de um duplo processo de convergência: convergência real e convergência nominal. As dificuldades da política econômica a ser seguida residem, sem dúvida, na natureza nem sempre complementar de tais processos.

2. Os Fatores de Crescimento do Estoque Monetário

Procuraremos em seguida analisar, quantitativamente, os fatores determinantes da evolução do estoque monetário no período em análise. Subdividiremos este período em dois subperíodos, a saber:

1974 a 1978 levando em conta o período anterior ao primeiro acordo de estabilização com o FMI; e

1978 a 1988 o qual considerará o período em que a política monetária seguida, posterior àqueles acordos, tem se caracterizado pela imposição de limites de crédito.

Utilizando a noção de base monetária e de multiplicador da base, o estoque monetário poderá ser definido como ⁽⁵⁾

$$M = m.H \quad (1)$$

em que M representa o estoque de moeda, m o multiplicador e H a base monetária, sendo:

$$M = C + D \quad e \quad m = (1 + C/D)/(C/D + R/D)$$

em que C representa as notas e moedas em poder do público (que designamos por Circulação Monetária), R as reservas do sistema bancário e D os depósitos do público nos bancos. Em termos simplificados, os ativos do Banco Central (Banco de Portugal) são constituídos pelas Disponibilidades Líquidas sobre o Exterior em ouro e divisas (DLSE) e pelos créditos concedidos ao Setor Público Administrativo (CLSPA), às Outras Instituições Monetárias, isto é, bancos (OIM) e às Instituições Financeiras Não-Monetárias (IFNM). O passivo é constituído pelas responsabilidades monetárias face ao público (C) e face aos bancos (R). Nestas condições, a equação de balanço do Banco Central (Banco de Portugal) será:

$$DLSE + (CLSPA + OIM + IFNM) = C + R$$

pelo que a base monetária (H) poderá definir-se de duas formas alternativas:

- i) $H = C + R$ (sob o ponto de vista das suas utilizações); ou
- ii) $H = DLSE + CLSPA + OIM + IFNM$ (na perspectiva das suas fontes de emissão).

Na análise que se segue utilizaremos a definição $M2+$ do estoque monetário, a qual engloba, além de C , os depósitos à ordem, os depósitos a prazo e os depósitos de emigrantes. A Figura 6 descreve a evolução de $M2+$ e as Figuras 12 a 15 descrevem a evolução da base monetária, do multiplicador e das razões C/D e R/D . Estes quocientes caracterizam o comportamento do

(5) A análise efetuada nesta seção baseia-se, entre outras, nas abordagens de FRIEDMAN & SCHWARTZ (1963); de CAGAN (1965); e de BRUNNER (1973).

público e dos bancos no que se refere ao grau de liquidez desejada nos seus ativos.

A partir da equação (1), poderemos calcular os contributos de cada uma das determinantes (m e H) para o crescimento de M . Aplicando logaritmos àquela equação, teremos:

$$\ln M = \ln m + \ln H \quad (1')$$

ou, atendendo à definição de $m = (1 + C/D)/(R/D + C/D)$,

$$\ln M = \ln(1 + C/D) - \ln(R/D + C/D) + \ln H \quad (1'')$$

Para avaliarmos os contributos de cada uma destas determinantes para o crescimento de M entre, digamos, o período 0 e o período 1, denotemos por $\ln M_1^x$ o logaritmo de M no período 1, supondo que, entre 0 e 1, só se altera a determinante x do estoque monetário. O seu contributo será então dado por:

$$\ln M_1^x - \ln M_0$$

Usando este procedimento para cada uma daquelas determinantes, teremos então:

$$\ln M_1^H - \ln M_0 = \ln H_1 - \ln H_0 \quad (2a)$$

$$\ln M_1^{C/D} - \ln M_0 = \ln(1 + C_0/D_0) - \ln(1 + C_1/D_1) - \ln(R_0/D_0 + C_1/D_1) + \ln(R_0/D_0 + C_0/D_0) \quad (2b)$$

$$\ln M_1^{R/D} - \ln M_0 = \ln(R_0/D_0 + C_0/D_0) - \ln(R_1/D_1 + C_0/D_0) \quad (2c)$$

Podemos, assim, exprimir a taxa de variação do estoque monetário entre os dois períodos como:

$$\ln M_1 - \ln M_0 = \sum \ln M_1^x - \ln M_0 + u \quad (3)$$

em que u representa um erro resultante da não consideração da interação existente entre as várias determinantes.

A Tabela 2 indica, para os períodos antes referidos, os níveis das variáveis relevantes para o cômputo daquelas determinantes e dos seus contributos para a variação de M 2+.

TABELA 2

ESTOQUE MONETÁRIO M2+ E SEUS FATORES DETERMINANTES
(Milhões de Escudos) (Valores em Fim de Períodos)

Ano	C	R	D	H	M2+	C/D	R/D	m
1973	38.265	20.412	263.060	69.977	301.325	0,145	0,121	4,31
1978	121.378	47.503	604.578	168.881	725.956	0,201	0,079	4,30
1988	511.269	423.343	5.439.164	934.612	5.950.433	0,094	0,078	6,37

Com base nas equações (2a), (2b), (2c) e (3) e nos dados constantes na Tabela 2 poderemos calcular os contributos de cada uma das determinantes Tabela 3.

TABELA 3

CONTRIBUIÇÕES ABSOLUTAS E RELATIVAS DOS FATORES
DETERMINANTES DAS VARIAÇÕES EM M2+
(Valores Médios Anuais)

Período	% Variação		Contribuição de (%)		
	M2+	H	C/D	R/D	μ
1973-78	17,59	17,62 (100,2)	-4,78 (-27,2)	3,44 (19,6)	1,31 (7,4)
1978-88	21,04	17,11 (81,3)	5,75 (27,3)	0,03 (0,2)	-1,85 (-8,8)
1973-88	19,89	17,28 (86,9)	1,72 (8,6)	1,18 (5,9)	-0,29 (-1,4)

Nota: Contribuições relativas entre parênteses.

Verificamos, assim, que entre 1973 e 1988 o crescimento do estoque monetário foi fundamentalmente determinado pela expansão da base monetária. Esta registrou um crescimento médio anual bastante uniforme durante aquele período, tendo contribuído com cerca de 87% para a expansão de M2+. Verificamos, igualmente, que o seu contributo foi, contudo, maior no período 1973-78 do que no período seguinte. Para tal contribuiu, como já referido, a política expansionista levada a cabo pelo Banco de Portugal naquele primeiro subperíodo, consubstanciada no acréscimo do crédito concedido às Outras Instituições Monetárias e Instituições Financeiras não-Monetárias (OIM e IFNM), bem como no acréscimo do crédito concedido ao Setor Público Administrativo (CLSPA). Estes acréscimos do crédito concedido pelo Banco de Portugal mais que contrabalançaram a forte redução verificada nas Disponibilidades Líquidas sobre o Exterior (DLSE). A Tabela 4 ilustra os principais fatores de emissão monetária do Banco de Portugal.

Ainda no primeiro subperíodo, é de se notar que a contribuição do multiplicador é globalmente diminuta, apesar das contribuições individuais dos quocientes *C/D* e *R/D*. Este resultado deveu-se ao fato de as Autoridades Monetárias terem conseguido contrabalançar, através da redução das taxas de reserva obrigatória, os efeitos contracionistas resultantes do aumento da preferência do público por liquidez, traduzido no forte acréscimo do quociente *C/D*.

TABELA 4

PRINCIPAIS FATORES DE EMISSÃO DA BASE MONETÁRIA Banco de
Portugal
(Milhões de Escudos)(Valores de Fim de Ano)

Ano	DLSE	CLSPA	OIM e IFNM
1973	72.088 (103,0%)	-2.387 (-3,4%)	11.924 (17,0%)
1978	-4.926 (-2,9%)	158.454 (93,8%)	86.954 (51,5%)
1988	1.138.258 (121,8%)	1.257.960 (134,6%)	31.288 (3,4%)

Nota: Entre parênteses o peso do item em causa, relativamente ao total da base DLSE e CLSPA foram ajustados de modo a que os resultados não fossem afetados pelas revalorizações do ouro ocorridas no início de 1980 e em maio de 1988.

No segundo subperíodo, a importância da base monetária continua assinalável, embora, como dissemos, menor. Para tal contribuiu a expansão do crédito ao Setor Público Administrativo, bem como o acréscimo verificado nas Disponibilidades Líquidas sobre o Exterior. Será também de assinalar que o multiplicador contribuiu, em termos relativos, em cerca de 20% para o acréscimo do estoque monetário entre 1978 e 1988, fato que se deveu à diminuição do quociente *C/D*. A propósito, será conveniente destacar que este decréscimo se deveu não tanto ao acréscimo dos depósitos à ordem, mas sim ao significativo aumento dos depósitos de emigrantes - ver Tabela 5.

TABELA 5

EVOLUÇÃO DOS DEPÓSITOS POR TIPO DE DEPÓSITO
(Milhões de Escudos)

Ano	Depósitos à Ordem	Depósitos a Prazo	Depósitos Emigrantes	Depósitos Totais
1973	127.342 (48,4%)	135.718 (51,6%)		263.060
1978	192.883 (31,9%)	331.518 (54,8%)	80.177 (13,3%)	604.578
1988	1.193.229 (21,9%)	2.827.731 (52,0%)	1.418.204 (26,0%)	5.439.164

Nota: Entre parênteses o peso do item em causa, relativamente ao total.

3. A Função Reação do Banco de Portugal

Conforme mencionado nas seções anteriores, a política monetária passou a desempenhar um papel bem mais ativo na estabilização da economia portuguesa. A partir de 1978, e na seqüência do 1º Acordo de Estabilização celebrado com o Fundo Monetário Internacional, a política monetária procurou restringir a expansão excessiva do estoque de moeda como forma de combater, por um lado, o desequilíbrio externo e, por outro, as tensões inflacionistas. O instrumento utilizado foi a fixação de limites máximos ao nível de crédito concedido pelas instituições bancárias ⁽⁶⁾ (Figura 16).

Esta orientação imprimida à política monetária portuguesa é aqui considerada como resultante de um processo de otimização por parte do Banco de Portugal. O resultado deste processo poderá ser descrito através de uma função reação, a qual é derivada da minimização de uma função objetivo (perdas) sujeita a restrições caracterizadoras do comportamento da economia e que sumariam o comportamento esperado dos preços e da produção. A função objetivo incorpora as principais motivações da atuação do Banco Central, a saber: o crescimento real da economia e a estabilidade do nível de preços. Nestas condições, a função objetivo poderá ser especificada como segue:

$$\phi = w_1(y^e - y^*)^2 + w_2(p^e - p^*)^2 \quad (4)$$

onde Y representa a taxa de crescimento real e p a taxa de inflação. O símbolo e indica que se trata do valor esperado da respectiva variável, dado que a fixação dos limites de crédito terá forçosamente que se basear na expectativa das condições futuras da economia. Y^* representa a taxa de crescimento real de longo prazo e p^* a taxa de inflação desejada, que supomos constantes. w_1 e w_2 indicam os pesos atribuídos a cada um daqueles objetivos.

A otimização consistirá na minimização desta função sujeita às seguintes restrições:

$$y^e = a_0 m^e + \sum_{i=1}^k a_i y_{-i} \quad (5)$$

$$p_e = b_0 m^e + \sum_{i=1}^n b_i p_{-i} \quad (6)$$

(6) Esta orientação inspira-se, teoricamente, na chamada Abordagem Monetária da Balança de Pagamentos. Segundo JOHNSON (1976, p. 351), esta abordagem poderá resumir-se como segue:

"domestic monetary policy does not determine the domestic money supply but instead determines only the division of the backing of the money supply the public demands between international reserves and domestic credit. Monetary policy, in other words, controls the volume of domestic credit and not the money supply, and control over domestic credit controls the balance of payments and the behavior of the country's international reserves".

em que m^e representa a taxa de crescimento esperada do estoque monetário. m^e dependerá do crescimento esperado das reservas sobre o exterior (que representaremos por r^e , do crescimento esperado do crédito ao Governo (g^e) e do crescimento esperado do crédito ao setor privado (c^e). Sendo o crédito ao setor privado diretamente controlado pelas Autoridades Monetárias através da fixação dos respectivos limites, teremos que $c^e = c$. Na análise que se segue pressupõe-se que a relação entre m^e e r^e , g^e e c é linear.

$$m^e = \delta_1 r^e + \delta_2 c + \delta_3 g^e \quad (7)$$

As equações (5) e (6) assumem que y e p podem ser representados através de um processo auto-regressivo, e para cuja previsão é relevante a informação referente a m . A equação (7) formaliza, à luz da Abordagem Monetária da Balança de Pagamentos, a relação existente entre o crédito interno e as reservas sobre o exterior. Com efeito, para uma dada taxa de crescimento do estoque monetário - por exemplo, a determinada pela manutenção do equilíbrio monetário face à evolução esperada da procura de moeda - um maior crescimento do crédito interno (c e g) terá que operar-se à custa de um menor crescimento das reservas sobre o exterior (r), e vice-versa.

Da minimização da função (4) em ordem a c , sujeita às restrições descritas nas equações (5) a (7), resulta:

$$c = \beta_0 + \beta_1 r^e + \beta_2 g^e + \beta_3 \sum_{i=1}^k a_i y_{-i} + \beta_4 \sum_{i=1}^n b_i p_{-i} \quad (8)$$

em que β_0 , β_1 , β_2 , β_3 e β_4 são expressões complexas dos parâmetros a_0 , b_0 , w_1 , w_2 , δ_1 , δ_2 , δ_3 , e das constantes y^* e p^* .

Finalmente, é necessário explicitar o processo de formação das expectativas r^e e g^e . Supomos, para o efeito, que os valores esperados de r e g são determinados pelos seus valores passados, pelo que teremos:

$$r^e = \sum_{i=1}^q \alpha_i r_{-i}$$

$$g^e = \sum_{i=1}^s \phi_i g_{-i}$$

e a equação (8) transformar-se-á em:

$$c = \beta_0 + \beta_1 \sum_{i=1}^q \alpha_i r_{-i} + \beta_2 \sum_{i=1}^s \phi_i g_{-i} + \beta_3 \sum_{i=1}^k a_i Y_{-i} + \beta_4 \sum_{i=1}^n b_i p_{-i} \quad (9)$$

Na estimação da equação (9) c foi definido como sendo a taxa de variação dos limites de crédito, r foi definido pela taxa de variação das disponibilidades líquidas sobre o exterior, y é a taxa de crescimento da produção industrial e p a taxa de inflação do índice de preços ao consumidor. Os dados utilizados são trimestrais e foram previamente corrigidos da sazonalidade. A amostra refere-se ao período entre o 4º trimestre de 1978 e o último trimestre de 1988 e o método de estimação utilizado foi o dos mínimos quadrados ordinários. Por razões de parcimônia, na estimação efetuada foi imposta a restrição $k = n = q = s = 2$.

TABELA 6

FUNÇÃO DE REAÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL
(Período de Estimação: 1978.IV - 1988.IV)

Variável Explicativa	Coefficiente	Estatística T
Constante	-0,040	-2,54
$\sum_{i=1}^2 r_{-i}$	0,147	3,11
$\sum_{i=1}^2 g_{-i}$	0,525	3,60
$\sum_{i=1}^2 Y_{-i}$	-0,597	-2,45
$\sum_{i=1}^2 p_{-i}$	0,801	3,50
$R^2 = 0,582$		DW = 1,39
Desvio-Padrão = 0,024		Q(18) = 23,57

Nota: Variável dependente: Taxa de variação dos limites de crédito.

Numa primeira apreciação podemos afirmar que os resultados descritos na Tabela 6 são globalmente significativos. O coeficiente de determinação (R^2) é relativamente elevado, os coeficientes estimados são todos significativos ao nível de confiança de 5% e a análise dos resíduos da regressão não suscita problemas quanto à confiabilidade daquelas estimativas. Com efeito, muito embora a estatística de Durbin-Watson se situe no domínio inconclusivo deste teste, a estatística Q de Box-Pierce permite rejeitar a hipótese de existência de autocorrelação nos resíduos.

De acordo com a Abordagem Monetária da Balança de Pagamentos, para uma dada taxa de crescimento da procura de moeda a manutenção do equilíbrio monetário exigiria, *ceteris paribus*, que variações nas DLSE fossem acompanhadas por variações, em sentido contrário, no crédito interno ao setor privado. Daí que seria de se esperar um coeficiente negativo para a variável $\sum r_{-i}$. Idêntico raciocínio se aplica à variável $\sum g_{-i}$. Os coeficientes estimados são, contudo, positivos, o que sugere que as Autoridades Monetárias têm aumentado os limites de crédito a um ritmo superior ao implicado pela evolução das DLSE e do CLSPA. No entanto, esta conclusão só será válida se pudermos assumir que a taxa de variação da procura de moeda é constante. Se não for este o caso, aumentos ou diminuições da taxa de variação da procura de moeda são compatíveis com aumentos ou diminuições simultâneas nas taxas de variação do crédito ao setor privado, do CLSPA e das DLSE, sendo assim possível uma associação positiva entre estas variáveis. Com efeito, a análise da evolução destas taxas de crescimento revela que apresentaram uma tendência decrescente - menos notória no que se refere às DLSE

durante o período considerado, a par de uma tendência similar na taxa de crescimento do estoque monetário.

Nestas condições, poder-se-á afirmar que para a redução da taxa de crescimento do estoque monetário entre finais de 1978 e 1988 (patente na Figura 7) contribuiu não só a desaceleração do crescimento das necessidades de financiamento do Setor Público Administrativo, mas, também, a desaceleração, mais acentuada, do crescimento dos limites de crédito definidos pelas Autoridades Monetárias.

Ainda de acordo com os resultados apresentados na Tabela 6, verificamos que a taxa de crescimento real da produção apresenta uma influência significativa e negativa na definição dos limites de crédito. Sendo a procura de moeda uma função crescente do *output* real da economia, seria de esperar que as Autoridades Monetárias tendessem a aumentar os limites de crédito em face de aumentos esperados no *output* da economia. Daí a estranheza do coeficiente negativo estimado para esta variável. Contudo, este sinal negativo é perfeitamente consistente com a hipótese de as Autoridades Monetárias portuguesas terem procurado estabilizar o crescimento real da economia através de variações contracíclicas do crédito, aumentando o seu crescimento sempre que a taxa de crescimento da produção diminuísse e reduzindo o seu crescimento em períodos de mais forte crescimento real. Este tipo de comportamento é particularmente notório no período de 1980 a 1985.

Finalmente, o sinal positivo encontrado para a taxa de inflação revela que as Autoridades Monetárias procuraram acomodar os limites de crédito à evolução do nível de preços de modo a evitar a sua contração em termos reais. O fato de o coeficiente estimado (0,801) ser inferior à unidade sugere que a acomodação não foi perfeita, pelo que, *ceteris paribus*, o crédito em termos reais teria tendido a contrair-se sempre que a taxa de inflação se elevasse. Porém, estatisticamente, não se pode rejeitar a hipótese de que este coeficiente é igual à unidade, o que nos conduz ao fato de que aquela conclusão pode ser precipitada.

Conclusão

O presente trabalho procurou analisar os principais fatores que determinaram a orientação da política monetária em Portugal nos últimos quinze anos. Os choques a que a economia portuguesa esteve sujeita nos anos de 1974-75 e conseqüentes desequilíbrios de ordem interna e externa levaram a que a política econômica passasse a desempenhar, em comparação com o período anterior a 1974, um papel bem mais ativo na estabilização da economia. Em particular, a política monetária foi, juntamente com a política cambial, o principal meio de combate aos graves desequilíbrios externos ocor-

ridos durante o período em análise. Na seqüência dos Acordos de Estabilização celebrados com o Fundo Monetário Internacional, o meio de condução da política monetária tem-se traduzido na fixação de limites ao crédito concedido pelo sistema bancário. A desaceleração do crescimento destes limites, principalmente no período posterior à celebração do 2º Acordo, contribuiu para a desaleceração do crescimento do estoque monetário, relevante para o processo de desinflação observado. Contudo, a manutenção de um nível elevado das necessidades de financiamento do Setor Público Administrativo tem constituído um importante fator de pressão sobre o crescimento da massa monetária, no sentido da sua manutenção a um nível superior ao desejável para a necessária convergência nominal entre a economia portuguesa e a dos seus parceiros comunitários.

Referências Bibliográficas

- FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A. J. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, 1963.
- CAGAN, P. *The determinants and effects of changes in the stock of money 1875-1960*. National Bureau of Economic Research, 1965.
- BRUNNER, K. Money supply process and monetary policy in an open economy. In: CONNOLLY M. & SWOBODA, A. (eds.), *International trade and money*. George Allen & Unwin, 1973.
- JOHNSON, H. G. The monetary approach to the balance of payments theory. In: HAVRILESKY, T. & BOORMAN, J. (eds.), *Current issues in monetary theory and policy*, AHM Publishing Corporation, 1976.

(Originais recebidos em junho de 1989. Revisitos pelo autor em junho de 1990).