

Nuno Valério

**DESVALORIZAÇÕES MONETÁRIAS NA
HISTÓRIA DE PORTUGAL**



ACADEMIA DAS CIÊNCIAS
DE LISBOA

ACADEMIA DAS CIÊNCIAS DE LISBOA

FICHA TÉCNICA

TÍTULO

DESVALORIZAÇÕES MONETÁRIAS NA HISTÓRIA DE PORTUGAL

AUTOR

NUNO VALÉRIO

EDITOR

ACADEMIA DAS CIÊNCIAS DE LISBOA

EDIÇÃO

DIANA SARAIVA DE CARVALHO

ISBN

978-972-623-333-6

ORGANIZAÇÃO



ACADEMIA DAS CIÊNCIAS
DE LISBOA

Academia das Ciências de Lisboa

R. Academia das Ciências, 19

1249-122 LISBOA

Telefone: 213219730

Correio Eletrónico: geral@acad-ciencias.pt

Internet: www.acad-ciencias.pt

Copyright © Academia das Ciências de Lisboa (ACL), 2017

Proibida a reprodução, no todo ou em parte, por qualquer meio, sem autorização do Editor

DESVALORIZAÇÕES MONETÁRIAS NA HISTÓRIA DE PORTUGAL

Nuno Valério
(ISEG — Universidade de Lisboa)

1. Questões preliminares

Este texto pretende fazer uma síntese do que foram e de como se explicam as desvalorizações monetárias ocorridas ao longo da história de Portugal.

O tratamento do tema implica uma breve referência a algumas questões preliminares: a noção de moeda; a noção de desvalorização monetária; e as unidades monetárias que se sucederam ao longo da história de Portugal.

1.1. Noção de moeda

É habitual definir a moeda por referência a três funções que desempenha na vida económica:

- a) A moeda como unidade de conta, isto é, unidade em que são expressos os preços das transações e em que os agentes económicos realizam o cálculo económico, por outras palavras, computam as suas receitas e despesas e o valor dos seus ativos (aplicações de fundos disponíveis) e passivos (responsabilidades por fundos junto de terceiros);
- b) A moeda como meio de pagamento, isto é, como instrumento com o qual são feitas as compensações das compras e vendas de bens e serviços, as transferências unilaterais de fundos entre os agentes económicos e é concedido e reembolsado o crédito (disponibilização temporária de fundos a outros agentes económicos);
- c) A moeda como meio de reserva de valor, isto é, como instrumento com o qual os agentes económicos procuram reter poder de compra entre diferentes momentos no tempo.

Esta definição habitual merece duas observações críticas:

- 1.^a A moeda não é o único e, em geral, nem sequer o principal meio de reserva de valor a que recorrem os agentes económicos. Em rigor, qualquer ativo não perecível pode servir para desempenhar essa função; e os ativos não monetários são muitas

vezes preferidos aos ativos monetários para esse fim, exatamente por causa das desvalorizações monetárias que são o tema deste texto. Por isso, a referência à função de reserva de valor deve ser posta de lado como definidora da noção de moeda;

2.^a A unidade de conta e os meios de pagamento são dois elementos da vida económica claramente distintos e a sua reunião sob a designação de moeda pode conduzir por vezes a confusões conceptuais, teóricas e práticas. Trata-se, em qualquer caso, de dois elementos efetivamente específicos e relacionados, pelo que o seu estudo conjunto é indubitavelmente útil. Importa, neste contexto, proceder com muita cautela.

1.2. Noção de desvalorização monetária

A distinção que acaba de ser sublinhada entre unidade de conta e meios de pagamentos é, por exemplo, importante na definição de desvalorização monetária. O que está em questão numa desvalorização monetária é a perda de valor da unidade de conta, não dos meios de pagamento.

Em rigor, há que distinguir duas situações de desvalorização monetária:

- a) A perda do valor interno da unidade de conta manifestado nos preços dos bens;
- b) A perda do valor externo da unidade de conta manifestado nas taxas de câmbio (isto é, nos preços das unidades de conta de outras economias).

Assim:

- a) A existência de desvalorização interna da unidade de conta é habitualmente identificada através da consideração de índices de preços, que tentam sintetizar as evoluções, por vezes díspares, dos preços dos vários bens (levando em conta a importância relativa desses bens na vida económica):
- b) A existência de desvalorização externa da unidade de conta é habitualmente identificada através da consideração das taxas de câmbio em relação a unidades de conta de referência de outras economias, levando em conta a sua importância relativa nas transações externas da economia em análise (no caso aqui em estudo, a economia portuguesa).

1.3. Unidades monetárias de Portugal

Sendo a desvalorização monetária um fenómeno que diz respeito à unidade de conta, importa, para basear a sistematização das desvalorizações monetárias verificadas ao longo da

história de Portugal, recordar quais as sucessivas unidades de conta, ou unidades monetárias, utilizadas no território do Estado português:

- O morabitino — Até 1253, não existiu, em rigor, uma unidade monetária portuguesa. A unidade monetária de referência geralmente utilizada era o morabitino, unidade monetária dos Estados muçulmanos vizinhos ao sul, cujas economias eram muito mais monetarizadas;¹
- A libra — A lei de almotacaria de 23 de dezembro de 1253 do rei Afonso III introduziu em Portugal uma nova unidade monetária, a libra, corrente na maior parte da Cristandade Ocidental desde o tempo do antigo Império Carolíngio, mas cujo valor variava de Estado para Estado;
- O real — Em 1435, na sequência de uma significativa desvalorização da libra, que será examinada adiante, o rei Duarte I introduziu uma nova unidade monetária, o real. Esta unidade, especificamente portuguesa, manteve-se durante quase cinco séculos;
- O escudo — Em 1911, o Governo Provisório da República substituiu o real por uma nova unidade monetária, o escudo, a qual foi a unidade monetária portuguesa durante perto de 88 anos;
- O euro — Em 1 de janeiro de 1999, Portugal tornou-se membro da união monetária europeia, passando a unidade monetária portuguesa a ser o euro, unidade comum inicialmente a mais dez países europeus e depois a um número gradualmente aumentado de outros membros da União Europeia.

2. Evolução do valor das unidades monetárias portuguesas

Importa agora analisar os dados existentes sobre a evolução do valor das unidades monetárias portuguesas, que acabam de ser referidas.

2.1. A evolução do valor da libra

Não existem dados, nem sobre preços, nem sobre taxas de câmbio, que permitam avaliar com total rigor a evolução do valor da libra portuguesa entre 1253 e 1435.

¹ Note-se que o mesmo se passou até mais ou menos a mesma altura com a generalidade dos outros Estados cristãos do ocidente da Península Ibérica, nomeadamente com o Reino de Leão, do qual Portugal se separou no século XII.

Porém, os dados existentes sobre os preços dos metais preciosos e as ordens régias sobre o reajustamento dos valores nominais (isto é, expressos em unidades monetárias) das rendas permitem ter uma ideia aproximada dessa evolução a nível interno.

É razoável dividir essa evolução em dois períodos:

1.º Entre 1253 e 1369, tudo leva a crer que se verificou uma subida moderada dos preços, com multiplicação por um fator da ordem de 2, num intervalo de um pouco mais de 100 anos. Na verdade, foi dessa grandeza a variação dos preços dos metais preciosos;

2.º Entre 1369 e 1435, tudo leva a crer que se verificou uma subida rápida dos preços, com multiplicação por um fator entre 500 e 1000, num intervalo de um pouco menos de 70 anos. Na verdade, o valor nominal das rendas foi ajustado para 500 vezes mais e os preços dos metais preciosos subiram cerca de 1000 vezes.

2.2. A evolução do valor do real

A nova unidade monetária introduzida em 1435, o real, foi criada com um valor inicial de 35 libras portuguesas. Em termos de informação disponível sobre a evolução do valor do real, é possível distinguir dois períodos na longa época de existência do real, de 1435 a 1911.

Não existem dados, nem sobre preços, nem sobre taxas de câmbio, que permitam avaliar com total rigor a evolução do valor do real português entre 1435 e 1520. Entretanto, tudo leva a crer que se verificou uma subida moderada dos preços entre 1435 e 1479, com multiplicação por um fator entre 2 e 3, num intervalo de um pouco menos de 50 anos. Na verdade, o valor nominal das rendas foi ajustado para o dobro e os preços dos metais preciosos subiram cerca de 3 vezes.

Existem dados, gradualmente cada vez melhores ao longo do tempo, sobre a evolução dos preços e sobre algumas taxas de câmbio, desde princípios do século XVI. A partir desses dados, é possível concluir que, em termos internos, se verificou uma subida de longo prazo dos preços, quase imperceptível a curto prazo, desde finais do século XV a princípios do século XX: o nível de preços em 1914 era cerca de 20 vezes o nível de preços em 1520; esta evolução é confirmada pelo aumento do preço dos metais preciosos, da mesma ordem de grandeza. A alteração das unidades monetárias estrangeiras de referência torna impossível uma avaliação interessante da evolução do valor externo do real.

Vale a pena notar que este crescimento muito lento de longo prazo dos preços foi entrecortado por subidas conjunturais por vezes muito vivas, como resultado principalmente

de más colheitas ou de guerras. Estas subidas foram, porém, por regra, revertidas, acabando por não ser decisivas para a evolução de longo prazo.

2.3. A evolução do valor do escudo

A nova unidade monetária introduzida em 1911, o escudo, foi criada com um valor inicial de 1000 réis portugueses. Em termos de informação disponível sobre a evolução do valor do escudo, existem dados sobre a evolução dos preços e da taxa de câmbio ao longo de todo o período da sua existência.

A visão geral que se colhe desses dados é a de uma muito grande desvalorização do escudo ao longo da sua existência: o nível de preços em 1999 era cerca de 2600 vezes superior ao nível de preços em 1911; o valor em escudos do dólar americano era em 1999 cerca de 180 vezes o valor em 1911; e o valor em escudos da libra esterlina em 1999 era cerca de 60 vezes o valor em 1911.

Uma análise mais pormenorizada dos dados permite identificar os seguintes períodos na evolução do valor do escudo:

- de 1911 a 1914, as variações do valor do escudo não foram muito significativas;
- de 1914 a 1924, o escudo experimentou uma desvalorização muito grande, que reduziu o seu valor para cerca de 24 vezes menos do que era inicialmente, tanto em termos internos, como externos;
- de 1924 a 1939, as variações do valor do escudo não foram de novo muito significativas, mas é possível assinalar uma ligeira apreciação da unidade monetária portuguesa de cerca de 16%, tanto em termos internos, como externos;
- de 1939 a 1947, o escudo experimentou uma nova desvalorização importante em termos internos, com o nível de preços em 1947 a situar-se aproximadamente no dobro do que era em 1939, ao mesmo tempo que mantinha o seu valor em termos externos, com a taxa de câmbio em relação ao dólar americano a manter-se estável e a taxa de câmbio em relação à libra esterlina a sofrer até uma apreciação de cerca de 10%;
- de 1947 ao princípio da década de 1960, as variações do valor do escudo não foram de novo muito significativas, havendo uma quase estabilidade dos preços a nível interno e das taxas de câmbio a nível externo (neste último caso, se se exceptuar o ajustamento provocado pela desvalorização unilateral da libra esterlina em relação ao dólar americano em 1949, a qual levou a uma desvalorização de cerca de 6% do

escudo em relação ao dólar americano e uma valorização de cerca de 15% do escudo em relação à libra esterlina);

- de princípios da década de 1960 a meados da década de 1970, o escudo experimentou uma nova desvalorização importante em termos internos, com o nível de preços em 1974 a situar-se aproximadamente no dobro do que era em 1960, ao mesmo tempo que mantinha o seu valor em termos externos, com a taxa de câmbio em relação ao dólar americano a sofrer até uma apreciação de cerca de 15%;
- de meados da década de 1970 a princípios da década de 1990, verificou-se um novo período de grande desvalorização do escudo, com o nível de preços em princípios da década de 1990 a ser cerca de 30 vezes superior ao que era em meados da década de 1970 e a taxa de câmbio em relação ao dólar americano a ser em princípios da década de 1990 cerca de 6 vezes superior ao que era em meados da década de 1970;
- a década de 1990 assistiu a uma relativa estabilização do valor do escudo, tornando-se as variações anuais dos preços e das taxas de câmbio muito reduzidas.

2.4. A evolução do valor do euro

A nova unidade monetária introduzida em 1999, o euro, foi criada com um valor inicial de 200,482 escudos portugueses. Em termos de informação disponível sobre a evolução do valor do euro, existem dados sobre a evolução dos preços e das taxas de câmbio desde 1999.

A visão geral que se colhe desses dados é a de uma razoável estabilidade do valor do euro ao longo da sua existência: o nível de preços em meados da primeira década do século XXI é cerca de vez e meia o nível de preços aquando do estabelecimento da união monetária europeia; verificaram-se flutuações do valor do euro em relação ao dólar americano sem tendência de médio prazo significativa.

3. Desvalorizações monetárias, regimes monetários e políticas e práticas monetárias

Importa agora analisar brevemente como se explicam as variações do valor da unidade monetária portuguesa que acabam de ser descritas. Para isso, é preciso relacioná-las com os regimes monetários — moeda-mercadoria e moeda convencional — vigentes em diferentes épocas e com as políticas e práticas monetárias dos poderes públicos.

3.1. As desvalorizações monetárias no regime de moeda-mercadoria — a desvalorização por quebra da moeda

O regime monetário de moeda-mercadoria caracteriza-se por:

- a unidade monetária ser definida como uma certa quantidade de uma determinada mercadoria (por regra, um metal precioso);²
- os meios de pagamento terem valor intrínseco, isto é, serem constituídos pela mercadoria em que está definida a unidade de conta (moeda metálica de metal precioso) ou convertíveis nela (por exemplo, notas e depósitos bancários convertíveis à vista e ao portador em moeda metálica de metal precioso).³

No contexto de um regime monetário de moeda-mercadoria, a desvalorização monetária é, por regra, consequência da alteração da definição da unidade de conta. Essa alteração é, também por regra, feita implicitamente, através da diminuição da quantidade da mercadoria monetária que está contida nas moedas com um determinado valor nominal: é o que é geralmente denominado ‘quebra da moeda’.

As desvalorizações monetárias ocorridas durante os períodos de existência da libra e do real como unidades monetárias portuguesas ilustram esta situação, pois estes períodos foram períodos de vigência de um regime monetário de moeda-mercadoria (em rigor, este regime foi suspenso em 1891, pelo que não vigorou durante as duas últimas décadas de existência do real, mas a sua restauração foi sempre assumida como um objetivo político de longo prazo até à Primeira Guerra Mundial). Na verdade, foi, por regra, através da cunhagem de moedas com o mesmo valor nominal, mas menor conteúdo de metal precioso, que os poderes públicos suscitaram desvalorizações monetárias. Estas quebras de moeda tinham, também por regra, o objetivo de proporcionar recursos financeiros para a ação do Estado, normalmente em contexto de crise provocada por conflitos externos. Havia, em geral, a consciência de que a atuação em causa era perturbadora da vida económica, mas considerava-se essa perturbação menos grave do que a indisponibilidade de recursos para a defesa. “Mais vale terra padecer, que terra se perder” é um comentário, que se encontra a este propósito na *Crónica de D. João I* de Fernão Lopes (volume I, capítulo L) e que sintetiza o que está em causa.

3.2. As desvalorizações monetárias no regime de moeda convencional — a desvalorização por excesso de emissão

O regime monetário de moeda convencional caracteriza-se por:

² Note-se que, em muitos casos, onde se inclui o português, a unidade monetária foi frequentemente definida simultaneamente em termos de dois metais preciosos, o ouro e a prata. Deixar-se-ão de parte neste texto as complexidades introduzidas por esse facto.

- a unidade monetária ser puramente convencional;
- os meios de pagamento não terem valor intrínseco, mas apenas um valor meramente convencional.

No contexto de um regime monetário de moeda convencional, a desvalorização monetária é, por regra, consequência da emissão de meios de pagamento em quantidade superior à que seria necessária para acomodar as transações que os agentes económicos pretendem realizar com o nível de preços existente. Por outras palavras, a desvalorização monetária é normalmente o resultado do que pode ser considerado um excesso de emissão de meios de pagamento em relação às necessidades num contexto de estabilidade monetária.

Para explicar as possíveis causas de um excesso de emissão de meios de pagamento, importa notar que, num regime de moeda convencional, eles são criados primordialmente em função de dois fatores:

- a existência de meios de pagamento internacionais (habitualmente denominados divisas) na posse dos agentes económicos;
- a concessão de crédito pelo sistema bancário aos agentes económicos não bancários.

Nestas circunstâncias, o excesso de emissão de meios de pagamento pode ocorrer:

- devido a um influxo de meios de pagamento internacionais através de saldo positivo da balança de pagamentos, isto é, de um excesso dos pagamentos, transferências e créditos realizados por agentes económicos estrangeiros em favor de agentes económicos nacionais em relação aos pagamentos, transferências e créditos realizados por agentes económicos nacionais em favor de agentes económicos estrangeiros — nestes casos, verifica-se normalmente uma subida do nível de preços sem variação da taxa de câmbio (e até com eventual valorização externa da unidade monetária);
- devido à concessão de crédito pelo sistema bancário aos agentes económicos não bancários (Estado, empresas não bancárias e particulares) — nestes casos verifica-se normalmente uma subida do nível de preços e uma desvalorização externa da unidade monetária.

³ Constituem exceção as moedas metálicas subsidiárias ou de troco, cunhadas em metal não precioso, mas que não perturbam o regime desde que não sejam emitidas em quantidade que as torne meio de pagamento predominante.

As desvalorizações monetárias ocorridas durante o período de existência do escudo como unidade monetária portuguesa ilustram esta situação, pois este período foi um período de vigência de um regime monetário de moeda convencional (em rigor, até à Primeira Guerra Mundial a restauração de um regime de moeda-mercadoria foi assumido como um objetivo político de longo prazo e depois dela tentou-se conceber um sistema que reproduzisse as suas características, embora sem circulação de moedas da mercadoria monetária, o ouro, mas os efeitos práticos destas intenções não foram relevantes para a história monetária portuguesa da época).

Assim:

a) As desvalorizações monetárias

- da época da Segunda Guerra Mundial
- e do período 1964-1973

ilustram a situação de excesso de emissão por influxo de meios de pagamento internacionais, tendo provocado subidas de preços sem depreciações da taxa de câmbio;

b) As desvalorizações monetárias

- da época da Primeira Guerra Mundial e primeiro pós guerra
- e do último quartel do século XX

ilustram a situação de excesso de emissão por concessão de crédito, tendo provocado subidas de preços com desvalorizações externas do escudo.

Tal como nos casos da quebra de moeda no contexto do sistema de moeda-mercadoria, houve, em todas as situações referidas ao longo do século XX, consciência das perturbações económicas causadas pelo excesso de emissão monetária e pela desvalorização monetária por ele provocada. Por esse facto, as autoridades monetárias (o Governo, através do Ministério das Finanças; e o Banco de Portugal como banco emissor e central) realizaram sempre tentativas de controlar o excesso de emissão de moeda, ou, pelo menos, de minorar as suas consequências em termos de desvalorização monetária.

Nos casos de excesso de emissão por afluxo de meios de pagamento internacionais, essas tentativas consistiram no que é denominado a esterilização desse afluxo (isto é, um esforço para impedir que ele se traduzisse efetivamente em excesso de emissão). Em todos os casos essas tentativas de esterilização apenas parcialmente foram bem-sucedidas. Estes

fracassos parciais das políticas e práticas de esterilização dos afluxos de meios de pagamento internacionais ficaram a dever-se a razões técnicas que não é possível desenvolver aqui.

Nos casos de excesso de emissão por concessão de crédito, por regra sobretudo crédito do Banco de Portugal ao Estado, prevaleceu sempre a ideia de que os objetivos para os quais se mobilizavam dessa forma recursos eram mais importantes do que a estabilidade monetária imediata. Trata-se, como é óbvio, de uma variante da convicção de que “Mais vale terra padecer, que terra se perder” de Fernão Lopes. Isto não impediu que, em alternativa à moderação do excesso de emissão monetária, que não parecia desejável por razões extraeconómicas, se verificassem tentativas de minorar as consequências em termos de subida dos preços através de esquemas de controle dos preços e em termos de desvalorização externa através de esquemas de controle dos câmbios. Uma vez mais, em todos os casos essas tentativas de controle dos preços e dos câmbios apenas foram parcialmente bem-sucedidas e os fracassos parciais das políticas e práticas de controle dos preços e dos câmbios ficaram a dever-se a razões técnicas que também não é possível desenvolver aqui.

Em qualquer caso, uma conclusão geral parece razoável: quando as políticas e as práticas dos poderes públicos vão no sentido de desencadear a desvalorização monetária, os respetivos mecanismos tendem a impor-se aos esforços de contrariar o seu funcionamento. Por outras palavras, se for verdade que “Mais vale terra padecer, que terra se perder”, pode ser razoável aceitar consequências negativas em termos de um mal menor; mas não é razoável esperar escapar, pelo menos totalmente, a essas consequências negativas através de políticas e práticas compensatórias.

4. Conclusão — a estabilidade do euro é sustentável?

As regras a que está sujeita, pelos tratados de constituição da União Europeia e da união monetária europeia e por acordos complementares, a atuação do sistema europeu de bancos centrais (constituído pelo Banco Central Europeu e pelos bancos centrais dos países membros da União Europeia, especialmente aqueles que fazem parte da união monetária europeia) e dos governos dos mesmos países têm como objetivo garantir, como objetivo principal, a estabilidade dos preços, considerada não só um bem em si, mas também como algo que é favorável a um crescimento económico saudável a longo prazo (embora eventualmente desvantajosa para a maximização do crescimento económico e do emprego no curto prazo).

Pode dizer-se que a experiência da primeira década e meia de existência da união monetária europeia confirma a viabilidade dos objetivos estabelecidos (tem havido estabilidade monetária) e os riscos associados (o dinamismo económico e a criação de

emprego têm sido algo decepcionantes), mesmo que parte dos problemas verificados possam ser atribuídos à conjuntura económica mundial e não diretamente à política monetária prosseguida.

Três caminhos são possíveis a partir desta constatação:

- a manutenção dos objetivos, das políticas e das práticas da união monetária europeia, acreditando que eles são efetivamente a melhor opção de longo prazo, mesmo quando decepcionantes a curto prazo;
- a alteração dos objetivos, das políticas e das práticas da união monetária europeia, concedendo maior importância à atuação com vista ao estímulo de curto prazo à atividade económica;
- o abandono da união monetária europeia, permitindo a definição a nível das tradicionais economias nacionais (institucionalmente em parte desaparecidas com o conjunto do processo de integração económica europeia) dos objetivos, das políticas e das práticas no domínio monetário.

É esta a escolha central que as sociedades europeias têm de fazer para a sua vida monetária no momento presente. Não cabe, naturalmente, desenvolver aqui o respetivo debate. Acredita-se, entretanto, que ele poderá ser esclarecido pelo conhecimento da experiência passada de cada um dos participantes. E é essa experiência que este texto tentou sintetizar nos seus aspetos essenciais.

(Comunicação apresentada no Instituto de Estudos Académicos para Seniores, no ciclo de conferências A moeda conta a história, a 27 de março de 2017)

Bibliografia sumária

Sobre questões de economia monetária em geral:

- Margarida Abreu, António Afonso, Vítor Escária, Cândida Ferreira. *Economia Monetária e Financeira*. Lisboa: Escolar Editora, 2.^a edição, 2016-2017.

Sobre a história monetária de Portugal:

- Nuno Valério, “Periodização da história monetária de Portugal”. *Estudos de Economia*, volume XII, n.º 1, 1991, páginas 3-18.