

Luís Aguiar Santos

Política monetária e ciclo económico: uma tentativa de explicação da crise financeira de 1891¹

1. INTRODUÇÃO.

A crise financeira de 1891 é um assunto obrigatório da história portuguesa do século XIX. A ela está ligado o fim de um período de grande estabilidade monetária e cambial e de relativo crescimento económico. O longo período de estagnação que vai afectar a economia portuguesa desde então e até ao pós II Guerra Mundial é acompanhado por uma situação monetária muito diferente daquela que vigorou entre 1854 e 1891.

A crise de 1891 foi uma crise *financeira* porque as finanças do Estado e o sistema bancário entraram então em colapso. Depois, esta crise *financeira* tornou-se imediatamente uma crise *económica* porque provocou uma estagnação do crescimento da riqueza. A relação entre estes dois aspectos tem sido mais sugerida que explicada. Os dados abundam, os argumentos são em geral coincidentes entre os vários autores mas o nexo causal que liga a crise financeira do Estado à crise económica é vago e, na melhor das hipóteses, está apenas implícito.

Os pressupostos teóricos de que partem os autores que têm escrito, desde há mais de cem anos, sobre a crise de 1891 não são claros e muitas vezes desdenham a própria teoria, como se esta fosse mais um embaraço do que a via correcta de ler os acontecimentos e os dados estatísticos. Este estudo pretende propor mais uma leitura desta crise, mas à luz de um teorema explicativo das crises financeiras e do ciclo económico.

2. AS CRISES FINANCEIRAS, O CICLO ECONÓMICO E A PERTINÊNCIA DA TEORIA “AUSTRÍACA”.

O aperfeiçoamento, no século XIX, das instituições bancárias especializadas no financiamento de grandes investimentos, facilitou a mobilidade e embarateceu o acesso ao capital². O processo permitia que a poupança, isto é, a acumulação de bens com valor

¹ Este texto está publicado em *Análise Social* vol. XXXVI n.º 158/159 (Primavera-Verão 2001), pp. 185-207, com o título de «A crise financeira de 1891: uma tentativa de explicação» e é uma versão aumentada da secção 5.1. de Santos (2004).

² A grande afluência de ouro à Europa na década de cinquenta do século XIX aumentou a oferta monetária e impulsionou a expansão do crédito. Através do sistema de reserva fraccional, este aumento de metal em circulação permitiu um crescimento ainda maior da emissão de notas de banco, que sustentaram três *booms* de crédito, em 1852-7 (Grã-Bretanha, Alemanha, França), 1861-6 (sobretudo Grã-Bretanha) e 1869-73 (sobretudo Alemanha). Foi neste contexto que se desenvolveu o mercado europeu de capitais com casas de desconto e grandes bancos comerciais e de investimento, que disponibilizavam empréstimos para grandes investimentos em capital produtivo (minas, indústrias, caminhos de ferro). A imobilização de fundos em empréstimos de longo prazo desta natureza, feita ao arrepio da prudente gestão bancária tradicional, conduziu ao colapso de muitas destas instituições. Cf. Landes (1993:204-10).

transaccionável, fosse canalizada para o processo produtivo por outrém que não o agente dessa poupança. O sistema bancário permitiu sempre, deste modo, a quebra da rigidez que resultaria da permanência da poupança nas mãos dos seus agentes: ao tornar-se depositário desses bens com valor transaccionável, o banco canaliza-os para outros agentes, gerindo uma teia de informações respeitantes às disponibilidades dos depositantes (credores) e à capacidade de reembolso dos devedores. O banco é, assim, uma agência que realiza economias de escala relativamente aos custos de informação e transacção, sendo simultaneamente um agente racionalizador da alocação de capitais³.

A gestão desta teia de informações complica-se quando os bancos introduzem incentivos sob a forma de taxas de juro, as mais altas possível sobre os depósitos e as mais baixas possível sobre os empréstimos. Complica-se também quando, ao abrigo de um sistema de reserva fraccional, os bancos emprestam em maior quantidade do que aquela totalizada pelas suas reservas e pelos depósitos⁴. Neste caso, verifica-se uma inflação do crédito bancário: o “dinheiro fresco” penetra no mercado de empréstimos e baixa a taxa de juro de empréstimo como se a oferta de poupanças para investimento tivesse crescido⁵. Para uma tradição de análise económica, esta inflação do crédito bancário é a responsável pela gestação do chamado *ciclo económico*, com um *boom* de investimento seguido de uma *depressão*⁶. A inflação do crédito funciona aqui como uma distorção da informação contida, para os investidores, no volume da oferta de poupanças para investimento: o crédito barato conduz ao investimento em alargamentos da estrutura de capital produtivo (*boom*) cujo *output*, uma vez oferecido no mercado, revela não ter procura suficiente para rentabilizar os investimentos feitos. A liquidação destes erros de investimento requer então uma *depressão* que restabeleça o serviço eficiente (em qualidade e quantidade) dos desejos dos consumidores⁷.

³ A concepção do capital como um bem ou conjunto de bens com valor transaccionável conduz às reflexões de Hayek (1990:56) sobre a definição de *dinheiro*: “I have always found it useful to explain to students that it has been rather a misfortune that we describe money by a noun, and it would be more helpful for the explanation of monetary phenomena if *money* were an adjective describing a property which different things could possess to varying degrees”. Deste modo, a aceitação geral das moedas metálicas como *dinheiro* resultou, antes de mais, da aceitação do metal amoeado como um bem com valor transaccionável.

⁴ Neste caso, os empréstimos fazem-se por meio de papeis de crédito representando os bens com valor transaccionável supostamente depositados no banco (os papeis de crédito *per se* não têm valor transaccionável).

⁵ Rothbard (1983:18).

⁶ Esta explicação foi avançada primeiro, no contexto dos debates monetários das primeiras décadas do século XIX na Grã-Bretanha, pela chamada Currency School (ver Screpanti e Zamagni 1995:104-16); foi depois desenvolvida, entre outros, por Ludwig von Mises e Friedrich A. Hayek: uma exposição desta teoria do *ciclo*, dita “Austriaca”, encontra-se em Rothbard (1983:11-77).

⁷ Rothbard (1983:17-21). Este autor considera que a *depressão* será tanto mais rápida quanto menor se tornar a elasticidade do crédito disponível no mercado de empréstimos: o contrário protelar a liquidação. Isto não significa que, na ausência de crédito inflacionado, não ocorram erros de investimento; estes ocorrem continuamente mas numa escala que não *deprime* a economia em geral: “Entrepreneurs are in the business of forecasting changes in the market, both for conditions of demand and of supply. (...) Yet, the forecasting can never be perfect, and entrepreneurs will continue to differ in the success of their judgements. If this were not so, no profits or losses would ever be made in business.” (Rothbard 1983:12). O que distingue o *ciclo* é o modo como afecta toda a economia, razão pela qual a teoria “Austriaca” liga a sua gestação ao dinheiro, o elemento que relaciona todas as actividades económicas.

Para a teoria “Austriaca”, ao contrário das outras⁸, o *ciclo* é gerado por causas exógenas ao funcionamento do mercado, ou seja, pela inflação do crédito introduzida pelo sistema bancário (intervencionado ou não pelo Estado). Esta inflação interfere na complexa troca de informações entre os agentes económicos contidas na estrutura de preços do mercado, induzindo em erro os investidores. Quando este processo de gerar inflação foi aproveitado pelo Estado como uma forma dissimulada de imposto, as *depressões* podiam tornar-se politicamente insuportáveis. De facto, em troca da permissão legal do sistema de reserva fraccional, os Estados obtinham geralmente empréstimos dos bancos, tornando-se interessados neste processo, mas nem tanto nas liquidações trazidas pelas *depressões*. No caso português na segunda metade de Oitocentos, tanto o Banco de Portugal como os outros bancos emissores concediam empréstimos directos ao Estado ou indirectos, investindo em títulos da dívida pública⁹.

O comportamento do Estado perante este papel inflacionista do crédito bancário, bem como perante as *depressões*, torna esta teoria numa interessante perspectiva de análise histórica. Uma vez que as tentativas de explicação da realidade não emergem dos conjuntos de dados estatísticos coligidos, mas requerem o recurso à teoria (neste caso, económica) que conduza a sua leitura, o que aqui se pretende é meramente fazer uma tentativa de aproximação à realidade nesses moldes¹⁰. As crises bancárias em Portugal, no século XIX, indiciam a presença destes fenómenos ligados à inflação do crédito. Uma destas crises, a de 1891, cai dentro do período aqui estudado e a sua importância é tanto maior quanto a ela está ligada uma crise geral do regime monetário que vigorara no País nas quatro décadas anteriores.

3. OS ANTECEDENTES DA CRISE DE 1891.

O regime monetário consagrado pela carta de lei de 29 de Julho de 1854 era o do padrão ouro, já então adoptado pela Grã-Bretanha: o trânsito de metais com o exterior era liberalizado, assim como a amoedação de ouro pelos particulares (a da prata sujeita a

⁸ Karl Marx e Joseph A. Schumpeter propuseram outras teorias: ambas reconhecem o papel impulsionador do crédito no *boom* mas atribuem as *depressões* a outras causas que não os erros de investimento motivados pelo crédito inflacionado (cf. Screpanti e Zamagni 1995:138-43 e 243-7). Porém, só no caso de Schumpeter é avançada uma explicação do *ciclo* integrada numa teoria económica geral: para uma crítica desta teoria, da perspectiva “Austriaca”, ver Rothbard (1983:69-71). Para uma crítica da contribuição de John M. Keynes relativamente ao *ciclo*, veja-se Leijonhufvud (1981), que no entanto conclui que “by pursuing Keynes’ analysis we have ended up with an essentially *monetary* view of great depressions”.

⁹ Ver Mata (1993:193ss). Sobre o caso análogo em Espanha, ver em Sanz (1987:125) o acordo de 1891 entre o Estado espanhol e o Banco de Espanha: dos 1.500 milhões de pesetas que o Banco era autorizado a emitir, 150 milhões eram “emprestados” ao Estado (até 1921). Além destes acordos, as interferências “políticas” no sistema bancário podiam advir de situações como a descrita por Cordeiro (1896:95-6) sobre a chamada *salamancada*: “Se as direcções dos bancos ainda hesitam, escrupulizando meter-se em tão altas cavalarias que não se amoldam à índole de tais instituições e a letra dos estatutos claramente proíbe - ó rusticidade provinciana! - o ministério arreda-lhes do caminho todas as pedrinhas e, em conferência especial do seu delegado no distrito com o presidente da Associação Comercial (*do Porto*), manda-lhes dizer que... contem com o governo e avante! Não era, afinal, o interesse deles e... do país? O interesse público, a *razão* de Estado, eis o talismã que cobrirá sempre este conúbio místico do banqueiro com o político!”.

¹⁰ Note-se no que diz Rothbard (1983:4): “These historical facts are complex and cannot, as the controlled and isolable physical facts of the scientific laboratory, be used to test theory. There are always many causal factors impinging on each other to form historical facts. Only causal theories *a priori* to these facts can be used to isolate and identify the causal strands.”

autorização oficial)¹¹. Este regime, sobretudo através destes direitos de amoedação, colocava a emissão da moeda padrão sob o controlo do mercado e, com a liberalização do trânsito de metais com o exterior, dava ao mercado o controlo do volume de moeda em circulação. A principal razão da adopção deste regime monetário, mesmo que não explicitada pelos contemporâneos e pelos historiadores, terá sido a necessidade de criar um ambiente de confiança para o investimento estrangeiro (sobretudo da praça de Londres, o maior centro financeiro do mundo), que viabilizasse os projectos de obras públicas lançados na década de cinquenta¹². O novo regime monetário concedia aos credores do Estado a garantia de que este não faria reembolsos através de dinheiro fictício nem impediria os valores respectivos de saírem do País. Nestas novas condições, a dívida pública assumiu o papel de suporte financeiro dos défices do Estado, sem recurso ao curso forçado de papel-moeda.

O que, porém, modelou toda esta nova conjuntura pós-Regeneração foi a assunção pelo Estado português do papel de alocador de recursos e investimentos: os chamados “melhoramentos materiais” (construção de redes telegráficas, ferroviárias, rodoviárias) foram assumidos pelo Estado como investimentos por si geridos com recurso ao endividamento interno e externo. Tratava-se de um típico conjunto de investimentos de longo prazo e grande risco possibilitado pelo “crédito fácil” das décadas de cinquenta e sessenta e que jamais seria assumido voluntariamente em Portugal pelos particulares, embora estes viessem a ser os seus grandes financiadores através dos títulos da dívida

¹¹ Veja-se Reis (1992:9-11). Este autor não deixa de considerar como condição para o estabelecimento do padrão ouro o afluxo a Portugal, em 1852-3, de cerca de 5 milhões de libras em ouro.

¹² O Estado português não oferecera, na primeira metade do século, essa confiança: o curso forçado de papel-moeda em 1837 e 1848 para o pagamento de dívidas a particulares impedira que ela se instalasse. É curioso notar a doutrina explicitada no ofício da direcção da Associação de 6.9.1837 à Câmara dos Deputados acerca desta questão: “É axioma que a moeda é uma mercadoria de circulação permanente, um produto da indústria humana, cujo consumo é insensível, e que constitui uma parte do capital de um País, sem que a actividade da sua circulação aumente cousa alguma o seu valor. É essencial que a *moeda*, para que o seja, ofereça conveniência a todos; porque sem dúvida do costume, do *mercado*, e não da Lei, é que ela obtém valor e autoridade; sendo o seu preço derivado da vontade geral, e não do rigor da Lei: porquanto da persuasão, da probabilidade da realização do embolso, da satisfação fiel das condições, da solidez das garantias é que nasce exclusivamente o crédito./ Da falta de concorrência destas circunstâncias provém, e se origina a depreciação, que a longos passos aumenta, e a final se completa, arrastando a Nação inteira aos funestos resultados, a que seria levada a Inglaterra, se não suspendesse o curso forçado das suas notas de Banco; calamidade que a França ainda lamenta a respeito dos seus *assignados*, e que por bastantes anos o nosso Portugal sofreu com o papel-moeda; sentindo ainda hoje as consequências de uma inconsideração, ou de uma ignorância total de todas as ideias de *Crédito Público*, a ponto de ter sido destruído de facto por via daquele péssimo invento o princípio axiomático de ser a *moeda* uma mercadoria, que se importa, e exporta em todos os mercados da grande Nação Comercial, que ocupa toda a face da terra.”(cit. Fonseca 1934:142-3). A direcção, nesta época, claramente influenciada pela teoria monetária da Currency School e de David Ricardo, percepcionava como uma prática de contrafacção a emissão de “moeda” inconvertível em bens com valor transaccionável (como o ouro). Dez anos mais tarde, esta doutrina foi reafirmada quando um novo curso forçado foi criticado pelo ofício de 7.4.1849: “As notas do Banco não se devem emitir senão em troca de outros papeis que representem produtos. Se outra coisa se fizer, se as notas forem entregues por valores, cuja realização se não possa ter por segura em prazos curtos, - a soma das notas há de exceder mui pouco as existências metálicas, ou haverá sempre o perigo iminente da supressão do pagamento por falta de metais./ As notas dos bancos têm a vantagem de pôr em circulação os produtos; mas é preciso não perder de vista que esta vantagem se restringe só ao excedente das notas sobre os metais em caixa; porquanto estes metais ficam mortos e retirados do campo ocupado pelas notas. É uma ilusão supor que as notas são capitais novos oferecidos à produção: elas servem unicamente - e isso mesmo é muito - para pôr em circulação o valor dos produtos que representam.” (cit. Fonseca 1934:241-2).

pública¹³. O Estado era o único agente com capacidade de agregar e gerir tais montantes de capital e, ao mesmo tempo, garantir facilidades e custos reduzidos na implementação dos projectos no terreno¹⁴.

O regime monetário do padrão ouro mostrou-se capaz de atrair investidores estrangeiros aos títulos da dívida pública várias vezes emitidos; para os nacionais, o ambiente de lento crescimento económico do País sob o *regime proteccionista*, não incentivando investimentos substanciais em estruturas de capital produtivo, fazia esses títulos aparecerem também como uma boa alternativa.

Durante cerca de quarenta anos, os vários governos tentaram atrair o ouro dos particulares (portugueses residentes no Reino e no Brasil) e dos financeiros estrangeiros aos títulos da dívida pública, de modo a que os juros devidos aos credores, as despesas extraordinárias e os custos em operações de colocação e resgate da dívida pudessem ser saldados todos os anos¹⁵. A interrupção destas transferências logo conduzia a atrasos nos pagamentos pelo Estado e a dificuldades políticas para os governos. A longo prazo, foi-se tornando patente que o crescimento da riqueza (que, em parte, confiscada por via fiscal, supostamente ajudaria o Estado a reembolsar os seus credores) não se estava a processar com a rapidez esperada pelos arquitectos da política de “melhoramentos materiais”. Na verdade, as novas redes de transportes e comunicações estavam a ser implementadas num mercado protegido com capacidade de crescimento limitado por uma estrutura fundiária pouco propícia à exploração comercial da terra com maiores potencialidades naturais e por um parque industrial inteiramente dependente da fraca procura interna. A diminuição dos custos dos transportes dentro do País poderia baixar os preços ao consumidor e estimular o consumo e a produção mas numa escala sempre limitada, como aconteceu nas décadas seguintes ao início dos “melhoramentos materiais”. Esta política pode, pois, ser considerada em termos económicos, como tendo-se saldado num erro de investimento induzido pelo “crédito fácil”: o *output*, uma vez oferecido no mercado, revelou não ter procura suficiente para rentabilizar

¹³ Landes (1993:209-10) caracteriza o investidor francês típico de um modo que muito o aproxima do português na mesma época: tinha preferência por investimentos com taxas de juro fixas, especialmente títulos emitidos ou garantidos pelo Estado, fugindo de investimentos arriscados como os empréstimos à indústria; as firmas, em geral, preferiam financiar a sua expansão a partir de lucros realizados (e poupados), recorrendo ao crédito bancário só *in extremis*.

¹⁴ Sobre o impacto das ferrovias na economia portuguesa, ver Justino (1989:176-90); sobre a falência das várias companhias privadas e a sua compra pelo Estado, implicando o endividamento deste para suportar ou suplementar a construção desta nova rede de comunicações, ver Mata e Valério (1994:149-51). Não era qualquer particular, por exemplo, que podia legislar no sentido de criar mecanismos discricionários que subtraíssem a sua acção a processos imediatos de *judicial review* em casos de conflitos sobre direitos de propriedade e processos de expropriações. Esta prática é o que está em causa num texto de Alexandre Herculano de Setembro de 1863, criticando uma portaria então recente: “O ministério das Obras Públicas e os seus agentes não sabem ou não podem evitar colisões entre o serviço público e o direito dos cidadãos: delineiam-se e executam-se os trabalhos de viação sem se prever que ao lado da pessoa moral, o Estado há-de encontrar a pessoa física, o proprietário territorial; (...) pede-lhe (*o ministro das Obras Públicas ao da Justiça*) em nome da pátria que lhe faça um pequeno desaterto no direito comum; que repreenda juizes, que não pode repreender; que interprete as leis, que não pode interpretar; que declare invasão todo e qualquer acto do poder judicial, em que, tratando-se do *meu e teu*, o Estado for considerado como aquilo que é nessa relação, como pessoa privada.” (Herculano 1984:493-4).

¹⁵ Espregueira (1896:13) diz que “nos serviços próprios dos ministérios, e no pagamento dos juros da dívida pública, consumiu-se grande parte dos recursos extraordinários obtidos por meio de empréstimos durante muitos anos”. Mata (1993:253-4) chama atenção para as perdas nas operações de colocação da dívida, quando a receita da venda era inferior ao valor nominal dos títulos colocados.

os investimentos feitos. A liquidação deste erro de investimento esteve prestes a fazer-se sempre que o afluxo regular de capital fresco aos títulos da dívida pública parecia esgotar-se. O Estado, claro está, tentou em todas as situações evitar uma liquidação que ninguém saberia muito bem de que consequências políticas (portanto, de sobrevivência do próprio Estado) se revestiria.

A dívida pública efectiva foi, assim, crescendo, mobilizando cada vez mais recursos para o simples pagamento dos juros anuais aos credores:

Dívida efectiva e massa monetária em circulação (em contos rs.)

	<i>dívida efectiva (y)</i>	<i>oferta monetária (M1)</i>
1854	92.287	49.118
1869	245.779 (+166.32%)	61.199 (+19.74%)
...		
1870	261.176	63.318
1879	405.678 (+55.32%)	86.587 (+26.87%)
...		
1880	420.818	90.191
1889	525.779 (+24.94%)	157.462 (+42.72%)
...		
1890	539.212	156.408
1899	614.621 (+13.98%)	167.041 (+6.36%)

Fonte: Mata (1993:255) e Reis (1992:31)

O valor total da dívida pública foi sempre muito superior ao valor total da massa monetária em circulação, mostrando este quadro a desproporção entre a riqueza canalizada para suportar as despesas públicas excedentárias e a riqueza em circulação representada na massa monetária. Apesar da desaceleração do ritmo de crescimento da dívida ao longo da segunda metade do século, essa desproporção permanece sempre acentuada. De que modo esta evolução da dívida, que absorvia muita da riqueza criada, se relacionou com a expansão da oferta monetária e o sistema bancário português? Os dados disponíveis sobre a oferta monetária em Portugal, nesta segunda metade de Oitocentos, mostram, sem dúvida, uma expansão do crédito bancário:

Oferta monetária desagregada em Portugal (em contos rs.).

	<i>moedas metálicas (a)</i>	<i>notas de banco (b)</i>	<i>depósitos (c)</i>	<i>caixa (d)</i>
1854	47.423	1.071	1.420	796
1869	55.950 (+17.98%)	2.434 (+127.26%)	6.208 (+337.18%)	3.393 (+326.25%)
1870	57.151	2.599	6.847	3.280
1879	74.220 (+29.86%)	5.573 (+114.42%)	13.588 (+98.45%)	6.794 (+107.13%)
1880	77.220	6.003	14.298	7.301
1889	123.132 (+59.45%)	12.110 (+101.73%)	36.691 (+156.61%)	14.471 (+98.20%)
1890	127.812	10.504	30.577	12.485

1899	93.667 (-26.71%)	68.568 (+552.77%)	17.948 (-41.30%)	13.141 (+5.25%)
1854-1889	(+159.64%)	(+1030.71%)	(+2483.87%)	(+1717.96%)
1854-1899	(+97.51%)	(+5402.24%)	(+1163.94%)	(+1550.87%)

Fonte: Reis (1992:30-1)

O montante dos depósitos bancários cresceu continuamente (com ligeiras quebras em 1861, 1866, 1868) até 1876: os anos de 1868 até à “crise bancária” de 1876 registaram uma subida de cerca de 5 mil contos para 24 mil contos. Seguiu-se uma longa depressão até que esse montante voltasse a ser atingido em 1886: na segunda metade da década de oitenta os depósitos cresceram de cerca de 17 mil contos, em 1885, para cerca de 36 mil contos, em 1889. As notas em circulação cresceram sobretudo nas décadas de setenta e oitenta: de valores na casa dos 2 mil contos, em 1870, para os 12 mil, em 1889; a única quebra, ligeira, neste crescimento foi também a “crise bancária” de 1876. O modo como estas expansões e retracções do crédito bancário se relacionavam com o aumento do ouro em circulação é claro: de 1854 a 1864, há um aumento do ouro amodado no valor de cerca de 28 mil contos para cerca de 48 mil, ocorrendo depois uma estagnação entre 1865 e 1870; desde então e até 1876, este valor cresceu de cerca de 46 mil para cerca de 63 mil, ocorrendo então outra estagnação. Entre 1880 e 1890, entretanto, o valor do ouro amodado cresceu de cerca de 66 mil contos para cerca de 112 mil¹⁶.

O padrão que daqui emerge é o de que o aumento do valor do ouro em circulação conduzia, ou suportava, aumentos de valores dos depósitos e das notas em circulação; a desaceleração do crescimento da circulação de ouro amodado (1865-1870) reflectiu-se no ritmo de crescimento dos depósitos (as quebras de 1861, 1866 e 1868) e das notas (1861, 1863, 1864, 1866, 1867). O reinício do crescimento do ouro conduzia também ao reinício do crescimento dos depósitos e notas, que sofreram quebras quando o crescimento do ouro desacelerou em 1876. Quando o crescimento do ouro retomou, durante toda a década de oitenta, a expansão de depósitos e notas foi contínua (com uma quebra ligeira em 1882).

Mas o crescimento do ouro e do crédito, embora paralelo, não é proporcional. De facto, o ritmo de crescimento de depósitos e notas foi sempre superior ao da base metálica em circulação, como revela este quadro:

Inflação¹⁷ do crédito bancário em Portugal (em contos rs.)

	<i>inflação (x)</i>	<i>% inflacionada do stock monetário¹⁸</i>
1854	1.695	3.45%

¹⁶ Estes dados baseiam-se todos em Reis (1992:30-1). O ouro representava a parte esmagadora da moeda metálica em circulação.

¹⁷ O conceito de inflação (x) aqui usado é o de Rothbard (1983:87): “(...) inflation is not precisely the increase in the money supply; it is the increase in money supply *not consisting in*, i.e., not covered by, an increase in gold, the standard commodity money.” Porém, considerou-se aqui como *standard commodity money* toda a moeda metálica, incluindo, além do ouro, as moedas subsidiárias (prata, cobre, bronze e níquel) em circulação em Portugal; para calcular o valor da inflação, descontou-se ao valor somado das notas e dos depósitos bancários o valor das reservas em caixa dos bancos: de modo que, relativamente aos valores do quadro da oferta monetária desagregada, $(x) = [(b)+(c)] - (d)$.

¹⁸ (x): MI.

1869	5.249 (+209.67%)	8.57%
...		
1870	6.166	9.73%
1879	12.367 (+100.56%)	14.28%
...		
1880	13.000	14.41%
1889	34.330 (+164.07%)	21.80%
...		
1890	28.596	18.28%
1899	73.375 (+156.59%)	43.92%
...		
1854-1889	(+1925.36%)	
1854-1899	(+4228.36%)	

A quantidade de moeda inflacionada no stock monetário foi-se acumulando, chegando, no final da década de oitenta, a representar mais de um quinto desse stock. Daí que o sistema bancário ficasse vulnerável em conjunturas de quebra de confiança do público, como em 1876: a emissão de moeda fiduciária e empréstimos, excedendo em muito as reservas em caixa, impediam os bancos de fazer a conversão em ouro das notas e o reembolso dos depositantes em caso de “corrida”. As quebras de confiança, num sistema com tendências inflacionistas, estavam ligadas à desaceleração do crescimento do valor do ouro em circulação.

Num País onde o valor do ouro em circulação crescera substancialmente nas décadas seguintes à Regeneração e onde o recurso ao mercado de empréstimos era limitado¹⁹, este crescimento do crédito bancário e da percentagem inflacionada do stock monetário pode explicar-se pelo peso da procura de crédito pelo Estado e pela dívida pública. As dívidas amortizável interna especial e flutuante interna eram, na segunda metade do século XIX, grandes clientes do crédito bancário em Portugal:

Valores da dívida interna não-consolidada (em contos rs.)

	<i>amortizável especial</i>	<i>flutuante</i>
1854	3.745	598
1869	935	12.966
1870	1.137	9.444
1879	4.436	13.197
1880	4.588	1.193
1889	7.157	0
1890	8.106	645
1899	29.184	65

Fonte: Mata (1993:258)²⁰

¹⁹ As operações a curto prazo, como o desconto de letras, eram as que predominavam nas actividades dos bancos portugueses; movimentavam, assim, sobretudo pequenas quantias que, de qualquer modo, também financiavam empresas industriais. Os empréstimos sobre penhores, cujos principais clientes eram as Juntas Gerais dos Distritos e as Câmaras Municipais, eram também importantes, embora não possam ser contabilizados como crédito bancário. Cf. Justino (1989:212-5) e Reis (1987:216).

²⁰ Veja-se o que diz Mata (1993:235): “Vale a pena notar que, com a excepção fugaz e quantitativamente quase insignificante da Companhia Vianense, todas as entidades credoras da dívida amortizável interna especial centravam a sua actividade nas praças de Lisboa e Porto. É ainda interessante observar que a praça

Outra causa da expansão do crédito e da percentagem inflacionada do stock monetário seriam os sectores da economia mais sujeitos a variações da procura: uma expansão repentina desta, incentivando um rápido aumento da produção, conduziria ao recurso a empréstimos que possibilitassem investimentos com grandes probabilidades de virem a ser compensadores. Estava neste caso a produção vinícola, sendo curioso notar-se a coincidência entre o grande crescimento das exportações de vinhos e do crédito na segunda metade da década de oitenta²¹. Os comerciantes exportadores de vinhos teriam aqui um protagonismo particular na forma como o crédito bancário penetrava na produção vinícola, financiando o aproveitamento da sua elasticidade em períodos de maior procura no mercado internacional.

O incentivo que os bancos tinham para criar moeda inflacionada, era poderem oferecer crédito mais barato, sobretudo num contexto em que os juros fixos da dívida consolidada eram um poderoso concorrente na atracção do ouro dos particulares. Este crédito “barato” não deixava de também interessar ao próprio Estado como cliente que era do sistema bancário. A crise de 1876, ocorrida quando a desaceleração do crescimento do valor do ouro amodado em circulação conduziu à perda de confiança do público num esquema percebido como inflacionista (e, portanto, de difícil solvabilidade se o impulso de crescimento da base metálica se interrompe), demonstrou as fraquezas deste sistema bancário e a sua propensão a gerar crises²².

A evolução tendente à concessão do monopólio de emissão de moeda, sendo esta apenas uma das formas de criar inflação, tomou forma no contrato de 1887 entre o Estado e o Banco de Portugal. Esta evolução estava intimamente ligada ao recurso do Estado ao crédito bancário, sendo que, em 1887, a dívida pública junto do Banco de Portugal ascendia a 3.464.640\$140rs.²³. O esquema de inflação e empréstimos desenvolvido com os bancos em

de Lisboa, sobretudo através do Banco de Portugal, sempre predominou como fornecedora de fundos, e que o papel da praça do Porto se concentrou nos anos de 1853 a 1876.” O processo inflacionista que conduziu à “crise bancária” de 1876 aparece, assim, como responsável pelo esgotamento da capacidade financeira do Porto. Sobre o peso do crédito concedido ao Estado no conjunto das actividades dos bancos, registre-se a opinião do visconde de Vaz Preto nos Pares, aquando da discussão do acordo de 1887 entre o Estado e o Banco de Portugal: este par considerou a generalidade das instituições bancárias dependentes do Governo, já que todos os capitais por elas apurados seriam colocados na dívida pública; mesmo salvaguardado algum exagero, este testemunho reforça a ideia do peso do crédito concedido ao Estado sobre o sistema bancário (cf. D.C.P. 15.7.1887:673-4). Neste sentido vai também Cordeiro (1896:73-4): “A capitalização (*dos bancos*) em fundos públicos calculava-a Oliveira Martins em doze mil contos, sete para fundos portugueses, cinco para fundos estrangeiros (espanhóis, mexicanos, argentinos, etc.), acções de bancos e companhias. Na realidade, esses cinco mil contos eram constituídos, na máxima parte, por acções dos próprios bancos (exemplo, o Comercial, do Porto), que traduziam em fundos públicos todo o seu capital.”

²¹ O paralelismo entre a expansão e retracção do crédito e da produção industrial foi também já notado, embora, neste caso, a elasticidade da procura e da produção fosse menor: Reis (1987:216). Para as exportações de vinho, ver Lains (1995:106): tratou-se de um crescimento sustentado pelos vinhos comuns (i.e. excluindo o Porto e o Madeira) de quantidades na ordem dos 490 mil hectolitros em 1875-9 e 750 mil em 1880-4 para cerca de 1.627.000 em 1885-9. A regressão das exportações foi, em 1890-4, para os cerca de 825 mil hectolitros.

²² Esta propensão não era causada por se tratar de um sistema concorrencial, mas antes por esse sistema funcionar com base em reservas fraccionais; um banco, funcionando nestas circunstâncias, é uma empresa tecnicamente *falida* permitida por lei: só é obrigada a liquidar se a isso for forçada pelos seus clientes credores.

²³ Santos (1900:107).

regime de concorrência transformava-se em regime de exclusividade: o Estado concedia o monopólio de emissão de moeda fiduciária a uma entidade (o seu principal credor interno) que passaria a estar em condições privilegiadas de inflacionar o stock monetário e conceder “crédito barato” ao Estado²⁴. Este novo regime tinha a vantagem aparente de disciplinar as tendências inflacionistas das entidades emissoras em situação de concorrência e, assim, tornar menos prováveis crises de liquidação como a de 1876. Mas, para tal acontecer, seria forçoso manter-se o padrão ouro e não dar curso forçado às notas do Banco de Portugal: ou seja, era necessário que o mercado pudesse continuar a recusar moeda em que não tinha confiança. Numa situação destas, manter-se-ia um limite de facto às tendências inflacionistas do banco emissor; estas tendências eram tanto maiores quanto as concessões feitas ao Estado, no contrato de 1887, o deixavam quase paralisado se tivesse de operar apenas com base na sua reserva metálica²⁵.

4. O PRECIPITAR DA CRISE E A SUBSTITUIÇÃO DE UMA INFLAÇÃO POR OUTRA.

A partir de 1889, a crise política no Brasil e a queda das exportações de vinhos conduziram a uma diminuição do afluxo de capital fresco (ouro) aos bancos e aos títulos da dívida pública. Logo então, o crédito retraiu-se: notas em circulação e depósitos bancários registam quedas de 1889 para 1890. O Banco de Portugal, já então tesoureiro do Estado, deveria obter na praça papel cambial suficiente para atender ao pagamento dos juros da dívida consolidada, o que não conseguiu: faltava o ouro dos investidores nacionais e residentes no Brasil para acorrerem aos novos empréstimos que, dentro e fora do País, o Governo tentara realizar²⁶. Esta situação não se vai resolver porque a agitação política subsequente à crise do *ultimatum*, que deflagra em Janeiro de 1890, impedirá a instalação de um mínimo de confiança que levasse aos títulos da dívida mais algum ouro - e permitisse ao Estado honrar os compromissos regulares com os seus credores. A secção dominical *revista comercial e financeira* do *Jornal do Commercio*, a 18 de Janeiro de 1890, via na consolidação da dívida flutuante uma primeira medida necessária “para aliviar o mercado”: o Estado teria, doravante, de manter compromissos apenas para com títulos consolidados, não contraindo mais obrigações extraordinárias ou de curto prazo. As despesas correntes (incluindo as despesas com os juros da dívida consolidada) deveriam viver apenas das receitas fiscais regulares e tal disciplina exigia um reforço da pressão fiscal, a qual não tardou muito, logo que tomou posse um gabinete com condições mínimas para governar. Em todo o primeiro semestre de 1890, a *revista* mostrou, semana após semana, o retraimento dos investidores na praça de Lisboa e julgou bastar uma diminuição da taxa de desconto do Banco de

²⁴ O rácio da reserva metálica sobre as notas em circulação seria, de acordo com o §1.º do art.º 13.º da lei de 29.7.1887, um terço. Mas o §2.º não deixava de dizer: “A reserva metálica só muito excepcionalmente poderá descer do limite designado no parágrafo antecedente, quando, em vista da exposição motivada do conselho geral do banco, o governo, por decisão tomada em conselho de ministros, assim o autorize.” Isto significava que, através do Banco de Portugal, o Governo podia efectivamente decidir o aumento de emissão fiduciária não sustentada pela reserva metálica. O art.º 17.º previa já a possibilidade de limites diários ou demoras na conversão “à vista” das notas em metal. Cf. C.O.L.P. (1888:325-30).

²⁵ “Reorganizado o banco sob as bases da lei de 29.7.1887, tais compensações fez ao governo pelo seu privilégio de emissão de notas, que a sua acção ficou paralisada, tornando-se indispensável preparar nova reforma que o pusesse em condições de elasticidade capazes de acorrer às urgentes necessidades do tesouro, à própria consolidação e aos efeitos da crise de 1891.” (Santos 1900:107).

²⁶ Santos (1900:191).

Portugal (rígida entre 6 e 7%) para que o investimento retomasse²⁷. Na verdade, o banco estava preocupado em proteger as suas reservas metálicas, recusando operações de pagamentos de clientes sobre Londres que implicassem movimentar o seu ouro em caixa: daí que os particulares tivessem de fazer estes pagamentos por sua conta, exportando o ouro pela barra do Tejo²⁸. Perante tais dificuldades de solvabilidade, que ameaçavam fazer entrar em colapso todo o sistema bancário, os bancos cessaram de imediato toda a inflação do crédito. Era uma medida cautelar mínima num período em que uma “corrida” aos bancos, que os obrigasse a liquidar o crédito inflacionado posto a circular no antecedente, levaria a uma onda de falências sem precedentes.

Em Maio, o ministro da Fazenda João Franco Castelo Branco apresentou as propostas do gabinete regenerador para estancar o crescimento da dívida pública: a principal medida era o lançamento de um adicional de 6%. Apesar da afluência de ouro ao País (os valores importados mantêm-se acima dos exportados), que desanuvia o mercado monetário, os bancos permanecem circunspectos, praticando prudentemente taxas de desconto entre 6 e 7% - embora fosse possível encontrar no mercado valores de 4 1/4 a 5%²⁹. O recrudescimento da agitação política por ocasião da contestação do tratado anglo-luso, em Agosto e Setembro, manteve entretanto a desconfiança dos investidores e o ouro longe do mercado de empréstimos³⁰. Em Janeiro de 1891, a baixa da taxa de desconto do Banco de Inglaterra para 4% reflectiu-se na taxa de desconto do Banco de Portugal, que baixou, uma semana depois, de 7 para 6% - porém, a continuidade da queda desta taxa, considerada “exorbitante” pela *revista*, não ocorreu. Os acontecimentos de 31 de Janeiro no Porto encarregaram-se de manter o clima reinante de desconfiança, não admirando que “o dinheiro continua raro e os bancos não alargam a área das suas transacções”³¹. A verdadeira causa da retracção dos investidores ficou patente num brevíssimo reanimar dos negócios, nos princípios de Março de 1891, quando se ultimaram as negociações entre o Estado português e o concessionário do monopólio dos tabacos que, esperava-se, permitiria a aquisição de um empréstimo por meio do qual se juntaria a dívida flutuante à dívida consolidada. No entanto, o contrato conseguido pelo Estado na concessão deste monopólio não lhe garantiu os proventos necessários a estas operações de estabilização da dívida e, um mês após a aprovação do contrato, o público acorreu aos bancos para levantar os seus depósitos e trocar as suas notas: a confiança estava definitivamente perdida³². Se a

²⁷ A rigidez da taxa de desconto reflectia a percepção do banco quanto à retracção de capitais (veja-se a queda dos depósitos de 1889 para 1890), que tornava as operações bancárias mais arriscadas (daí a taxa de desconto ter até tendência para crescer).

²⁸ Ver J.C. 11.5.1890:1. Esta política era seguida pelos outros bancos de Lisboa: aqueles que haviam tido antes as suas reservas de ouro no Banco de Portugal tinham-nas já resgatado para não perderem a confiança dos seus clientes (para tanto, em vez de notas do Banco de Portugal, passaram a ter em caixa o seu próprio ouro); era mais uma razão para a circunspecção do Banco de Portugal.

²⁹ Ver J.C. 25.5. e 1.6.1890, por exemplo.

³⁰ Para a *revista*, era necessário “acabar com esta situação anormal que tanto afecta o comércio e afrouxa a expansão do mercado monetário, pelas rarefacções que se lhe produzem”: J.C. 21.9.1890:1. Os jornais exaltados do País eram considerados culpados desta situação, amedrontando os investidores nacionais e estrangeiros (p.e. J.C. 12.10.1890). Em Outubro, “os negócios na nossa Bolsa estiveram mais movimentados, em consequência de ter aparecido muito papel para ser convertido em fundo externo, porque a sua baixa convidava a esta operação.” (J.C. 26.10.1890:1).

³¹ J.C. 15.2.1891:1.

³² Freitas (1898:30-1). As reservas de ouro do Banco de Portugal, que ascendiam a 2.608 contos de réis em 31.12.1890, eram em 27.5.1891 de 956 contos (e a 31.12.1891 de 376 contos); a prata sofrera igual erosão: de 1.812 contos de réis para 881 contos nas mesmas datas. Cf. Santos (1900:49).

inconvertibilidade não fosse declarada, afundava-se o Banco de Portugal e mesmo assim não se liquidavam todas as notas em circulação. Esta situação conduziu o Estado a reconhecer a sua incapacidade de sanear a situação financeira como exigia a manutenção do regime de convertibilidade: o decreto de 7 de Maio de 1891 concedia ao Banco de Portugal três meses de inconvertibilidade das suas notas em ouro (a 10 outro decreto suspendeu a convertibilidade em prata): era um curso forçado *de facto*.

A depressão, iniciada em 1889, era assim impedida de ir ao ponto de liquidar todo o crédito inflacionado: o Estado não o podia permitir, pois tal liquidação poria em causa o seu instrumento de sobrevivência no curto prazo (as potencialidades inflacionistas do curso forçado das notas do Banco de Portugal)³³. A partir de 11 de Maio, considerando a moratória *facto* consumado, a direcção da Associação Comercial de Lisboa dispôs-se a colaborar com o Governo, fazendo “máxima propaganda para imprimir confiança geral”³⁴. O presidente da Associação mantinha contactos quase diários com a direcção do Banco de Portugal e com o ministro da Fazenda, sendo a grande preocupação dos sócios a falta de trocos, motivada pelo entesouramento de quase toda a moeda metálica pelos particulares, e que ameaçava paralisar as transacções comerciais na cidade. A 22 de Maio, a direcção aconselhou o ministro da Fazenda a lançar em circulação notas de 5 mil réis para obviar a estas dificuldades, fazendo-se a respectiva troca pelas notas de maior valor (de modo a não inflacionar demasiado o stock monetário). A situação, entretanto, agravou-se e, em 20 de Junho, o Banco de Portugal suspendeu o fornecimento de moeda de prata para permuta por notas, como se fazia na Bolsa desde o começo do mês³⁵. O director Luís Filipe da Matta concebia uma emissão de notas que não fosse além dos 10% das já existentes em circulação, o que denota uma preocupação com os efeitos inflacionistas da emissão, vista como necessária para substituir, nas transacções, as moedas entesouradas; além disto, o Banco de Portugal deveria retirar anualmente de circulação 5% das notas, trocando-as por metal, até que estas ficassem limitadas a metade do capital do banco. Estas ideias foram aprovadas e enviadas ao ministro da Fazenda, que solicitara à direcção alvitre sobre a crise monetária e financeira: a emissão de outros meios de pagamento, como moedas de cobre e selos de correio, foi também aconselhada³⁶. A amoedação de prata não resolvia a situação pois, logo que entrava em circulação, era entesourada³⁷: daí que o papel moeda de pequenas quantias fosse visto pela Associação, nesta conjuntura, como a única solução facilitadora

³³ Por meio desta inconvertibilidade o Estado não salvou apenas o Banco de Portugal da liquidação; ao conceder ao público a troca *ao par* das notas dos outros bancos emissores por notas do Banco de Portugal, o que o Estado estava a fazer era retirar a esses bancos a obrigação de reembolsarem boa parte dos seus clientes credores. É curioso que Bastos (1894:220) pareça pensar que, na situação financeira de então, a inconvertibilidade fosse evitável (considera “impensado” o decreto de 7.5.1891).

³⁴ Acta 11.5.1891. Quer o novo estatuto de 1887 do Banco de Portugal, quer toda a fase de retracção de capitais que antecedeu o deflagrar da crise financeira em meados de 1891, foram assuntos ausentes das reuniões da direcção. Só a “crise dos trocos” subsequente à moratória foi alvo de preocupação.

³⁵ Actas 6 e 20.6.1891. O governador do Banco de Portugal responsabilizava os especuladores pela situação; o presidente da Associação, porém, considerava a especulação inevitável quando a moeda metálica era rara e, por isso, mais cara no mercado monetário. Veja-se o que, sobre este assunto, disse o deputado Pinto Moreira nas Cortes: “V. Exa. sabe, e a câmara sabe perfeitamente também, que se qualquer de nós se dirigir a uma casa comercial para obter géneros de primeira necessidade com uma nota e, infelizmente, quase ninguém tem na actualidade senão dinheiro dessa espécie, é difícil adquirir esses géneros ou por falta de trocos, ou porque se recusam a trocar as notas sem ágio.” (D.C.D. 12.6.1891).

³⁶ Actas 17, 22 e 28.7.1891.

³⁷ J.C. 5 e 26.7.1891.

das transacções no curto prazo³⁸. Por esta razão, a Associação não se opôs à emissão de papel moeda que, na situação então vivida, seria forçosamente usada pelo Estado para pagar as suas despesas no interior do País; através do Banco de Portugal, foi isto que realmente aconteceu e, em poucos anos, as notas (de facto inconvertíveis³⁹) invadiram o stock monetário:

Inflação em regime de monopólio de emissão (a partir de 1891)

	<i>% de notas no stock monetário</i>	<i>% reservas metálicas sobre notas</i>
1860	4.5%	--
1870	4.3%	--
1880	7.2%	--
...		
1890	7.5%	51.3%
1891	25.4%	7.8%
1892	33.6%	13.1%
1893	34.1%	15.8%
1894	35.2%	19.1%
1895	36.9%	20.5%
1896	38.6%	21.7%
1897	41.3%	19.7%
1898	42.9%	19.0%
1899	42.2%	19.1%
1900	42.2%	--
...		
1910	46.9%	--

Fonte: Reis (1992:30) e Santos (1900:49)

Um dos resultados deste novo panorama monetário foi o fenómeno do ágio sobre o ouro, isto é, a subida do preço de mercado do ouro em Portugal. A razão deste fenómeno era a invasão do stock monetário português de papel moeda inconvertível e com curso forçado de facto: por um lado, levava os agentes económicos a guardar os valores metálicos e a alienar no mercado a moeda com valor fictício (papel) e, por outro, porque o metal era raro no mercado, aumentava o preço da sua aquisição em moeda corrente⁴⁰. Esta aquisição é necessária àqueles agentes que mantêm relações com outros mercados onde não tem curso forçado a moeda com valor fictício: têm de negociar aí com uma moeda que só podem comprar mais cara que o valor que tem nesse mercado. O comércio de importação via-se, assim, particularmente prejudicado, já que teria de adquirir no estrangeiro os bens

³⁸ Estas emissões de notas de pequenos valores foram realizadas: o Banco de Portugal pôs em circulação grandes quantidades de notas de 2\$500rs., 1\$000rs. e 500rs. e a Casa da Moeda emitiu cédulas de 100rs. e 50rs. (cf. J.C. 3.1.1892:1).

³⁹ Após a moratória de Maio de 1891, o decreto de 9.7.1891 deu o exclusivo de emissão fiduciária ao Banco de Portugal e o decreto de 10.7.1891 prorrogou indefinidamente a inconvertibilidade das notas; vários decretos procederam a sucessivas diminuições do mínimo de proporção de reservas metálicas relativamente às notas. Cf. Santos (1900:49).

⁴⁰ Sobre a explicação deste fenómeno, nestes termos, pela Currency School clássica, ver Screpanti e Zamagni (1995:105). O entesouramento do metal (e o correlativo desaparecimento do mercado) perante a invasão (forçada pela autoridade política) de moeda com valor fictício é aquilo a que a chamada “lei de Gresham” define como tendência para *bad money* expulsar *good money* das transacções no mercado: cf. Hayek (1990:41-3).

comprados com despesas suplementares do ágio sobre o ouro. O déficit da balança comercial ao longo da segunda metade do século XIX, resultante da estrutura da procura da economia privada, conviveu com o crescimento da riqueza geral (mesmo que lento) e da massa de ouro em circulação⁴¹: os bens eram importados pelos particulares porque a sua qualidade e preço lhes permitia realizar poupanças em termos de *input*, rentabilizando o *output* (e eis o que é condição para o crescimento da riqueza geral, que suportava o aumento do ouro em circulação). Entre 1854 e 1891, o valor padrão no mercado português era o ouro, em relação ao qual eram referidos os valores dos outros bens e dos serviços: daí que o “câmbio” entre o mil-réis ouro e a libra ouro fosse estável, já que havia como base comum o valor internacional do ouro. Esta paridade foi interrompida quando os particulares foram obrigados, pelo curso forçado, a aceitar pagamentos internamente em moeda de valor fictício. Ao realizar-se o câmbio, o detentor de moeda inflacionada perdia a parte do seu valor nominal não coberta pelo valor real e este era o atribuído pelo mercado livre; ou seja, o comprador de ouro ou libras ouro tinha de colocar essa diferença a mais em réis relativamente ao *par* e era a isto que se somava o ágio, o preço cobrado pelo cambista ou agiota pela operação de venda de moeda forte: ao adquirir moeda fraca, este agente incorria em riscos que compensava com o ágio (e quanto mais depreciada estivesse a moeda adquirida maior seria o ágio). Daí poder inferir-se que esta nova situação monetária dificultou a rentabilização do *output* dos agentes económicos através do acesso a importações e o crescimento da riqueza geral.

Após 1891, com o regime do papel moeda com curso forçado e o monopólio de emissão controlado pelo Estado, o câmbio entre o mil-réis e a libra afastou-se mais do *par* sempre que o stock monetário em Portugal era inflacionado: foi o que aconteceu no período inicial de 1891-92, no qual a percentagem inflacionada desse stock passou de 18.28% em 1890 para 36.66% em 1892, provocando a *décalage* da libra, do *par* (4.500rs.) em 1890, para 5.735rs. em 1892. Como se pode ver no quadro seguinte, até 1912, o ritmo de inflação do stock monetário abrandou muito e as bandas de oscilação também; é importante notar-se, no entanto, que sempre que o lento ritmo de inflação do stock monetário após 1892 dispara ligeiramente, a banda do câmbio reage e alarga-se: é o que se observa em 1898 e 1910⁴²:

Inflação e câmbios, 1890-1912

*variação na % inflacionada
do stock monetário*⁴³

câmbio (réis por libra)

1890	--	4.500 (<i>par</i>)
1891	+ 12.11%	4.832 (+)
1892	+ 6.27%	5.735 (+)
1893	- 1.94%	5.600 (-)
1894	+ 1.76%	5.790 (+)
1895	+ 1.86%	5.698 (-)
1896	+ 1.76%	5.853 (+)
1897	+ 1.48%	6.575 (+)
1898	+ 2.52%	7.108 (+)

⁴¹ De 28.710 contos em 1854 para 112.106 em 1890, segundo Reis (1992:30).

⁴² Os cálculos de Mata (1987:52-4) mostram que, posteriormente, se dá um novo e maior alargamento da banda do câmbio no período da entrada do País na I Grande Guerra até finais da década de 20; ora, este foi um período claramente inflacionista.

⁴³ A partir do cálculo da percentagem inflacionada do stock monetário: ver nota 17 supra.

1899	- 0.18%	6.416 (-)
1900	+ 0.12%	6.320 (-)
1901	+ 1.36%	6.382 (+)
1902	+ 1.05%	5.722 (-)
1903	- 0.22%	5.581 (-)
1904	+ 0.18%	5.413 (-)
1905	+ 0.04%	4.793 (-)
1906	+ 0.46%	4.582 (-)
1907	+ 1%	4.642 (+)
1908	+ 0.92%	5.199 (+)
1909	- 2.01%	5.185 (-)
1910	+ 3.44%	5.895 (+)
1911	+ 1.32%	4.889 (-)
1912	+ 0.42%	4.974 (+)

Fonte: Reis (1992:30-1) e Mata (1987:52-4)

5. OS EFEITOS DA CRISE E O ARRASTAR DA *DEPRESSÃO*.

O que aconteceu em 1891 foi que o Estado deixou de conseguir financiar-se pela captação do ouro dos particulares (que o emprestavam através dos bancos ou da dívida pública), passando então a recorrer à emissão de papel moeda. Pagando as suas despesas correntes dentro do País com notas de valor fictício, teve de declarar o seu curso forçado, isto é, de obrigar os agentes económicos a aceitá-las como dinheiro; caso contrário, como sobreviveriam aqueles a quem o Estado pagava em papel? Apesar das resistências causadas pela consciência do valor fictício do papel moeda, o entesouramento das moedas metálicas (guardadas como reserva de riqueza pelos particulares), causando a “crise dos trocos”, obrigou o comércio de Lisboa a aceitar as notas e a circulação destas, em regime de inconvertibilidade, iniciou-se. Aceitando-as o comércio, é natural que o público tenha ganho confiança no poder aquisitivo do papel e a tendência terá sido para cada agente fazer a maior quantidade possível de despesas com o papel e, só esgotado este na sua carteira, começasse a despendar em metal; se, porém, os rendimentos auferidos em papel fossem regulares e em maior quantidade, tentaria não alienar os valores em metal, já que estes são bens com valor intrínseco. Daí que a presença de papel moeda inconvertível e com curso forçado tenda realmente a afastar o metal das transacções, não sendo de todo surpreendente o entesouramento ocorrido. Porém, o regime de inconvertibilidade permitia ao Estado não reduzir as despesas financiadas dentro do País, criando-se condições para prosseguir a tendência inflacionista, já não gerada através de um sistema bancário concorrencial, mas pelo próprio Estado, directamente, através de um banco emissor monopolista e por si controlado. As razões deste pendor inflacionista eram “as circunstâncias do tesouro e a frouxa energia dos partidos, desde que se costumaram a resolver as suas dificuldades pelo meio fácil de expedientes ou de sucessivos aumentos de emissões de notas”⁴⁴. A impossibilidade de impor aos credores externos - que não estavam sujeitos à autoridade discricionária do Estado português - moeda de valor fictício tornou inevitáveis a bancarrota parcial de 1892 e a redução unilateral dos juros da dívida consolidada⁴⁵.

⁴⁴ Santos (1900:92).

⁴⁵ Ver Mata (1993).

A falência do Estado, do ponto de vista económico, requeria uma liquidação que obrigasse à reposição de um equilíbrio entre os rendimentos (em princípio, fiscais) e os custos dos serviços por si prestados enquanto agência especializada no fornecimento de protecção e justiça. A aparente impossibilidade, porém, dessa liquidação se fazer sem um colapso da autoridade do Estado, conduziu os responsáveis políticos a evitá-la e a optarem, mais ou menos conscientemente, por uma forma subtil de transferência de riqueza que permitiria a sua sobrevivência económica. Aqueles que vendiam bens, trabalho ou serviços ao Estado seriam, em grande parte, pagos por uma moeda de valor fictício porque sem valor transaccionável intrínseco: o Estado criava, assim, *ex nihilo*, uma parte do stock monetário para saldar despesas suas e que, depois, entrava em circulação (inclusivamente, revertendo ao Estado sob forma de impostos pagos pelos cidadãos). Este esquema permitia não só manter o volume de despesas, evitando a liquidação, como elevá-las através de aumentos conjugados ou não da emissão de papel moeda e dos valores absolutos de exactidão fiscal. Esta continuada alocação excessiva de recursos pelo Estado, resultante de uma liquidação que não se fez, é o que pode explicar a estagnação do crescimento económico em Portugal durante toda a década de noventa do século XIX⁴⁶ - esta estagnação não foi mais que uma *depressão* que se arrastou artificialmente porque, ao *boom* anterior, as decisões políticas (mas também as preferências de alguns agentes económicos) impediram que se seguisse uma liquidação do crédito inflacionado, que continuou a canalizar recursos para investimentos inviáveis em situação de concorrência (ou, no caso do Estado, incapazes de se auto financiar pela via fiscal).

6. CONCLUSÃO.

A *currency school* clássica oferecia desde o início do século XIX uma explicação para as consequências da inconvertibilidade, perfeitamente aplicável à crise portuguesa de 1891:

“In fact, inconvertibility permitted the financing of an excess of State spending and generated sharp increases in aggregate demand in monetary terms. In real terms, however, government expenditure was not an addition to private expenditure but a substitute for it. In fact, inflation would redistribute wealth from creditors to debtors and also, therefore, from the private to the State sector if its budget were in deficit. At the same time, it would create forced savings, reducing the quantity of consumer goods produced and inflating their prices.”⁴⁷

A inconvertibilidade – e cada aumento da emissão fiduciária – era realmente uma forma de transferir riqueza privada para o Estado e para os investimentos inviáveis dele dependentes ou a ele associados. E as despesas deste são substituto do investimento privado (e não uma forma acrescida de “investimento”). O controle da emissão e circulação de moeda pelo Estado confere-lhe, assim, um meio poderosíssimo de interferência no mercado. Essa interferência, por seu lado, tem efeitos no comportamento dos agentes económicos: estes produzem e consomem menos e o crescimento da riqueza retrai-se. Que esta tenha sido a tendência da economia portuguesa nas décadas posteriores a 1891 não deve, pois,

⁴⁶ Veja-se, quanto ao crescimento industrial, por exemplo, os dados fornecidos em Lains (1990:39-40): passa-se de uma média de crescimento da produção industrial de 3.98% em 1875-1890 para 1.07% em 1890-1900.

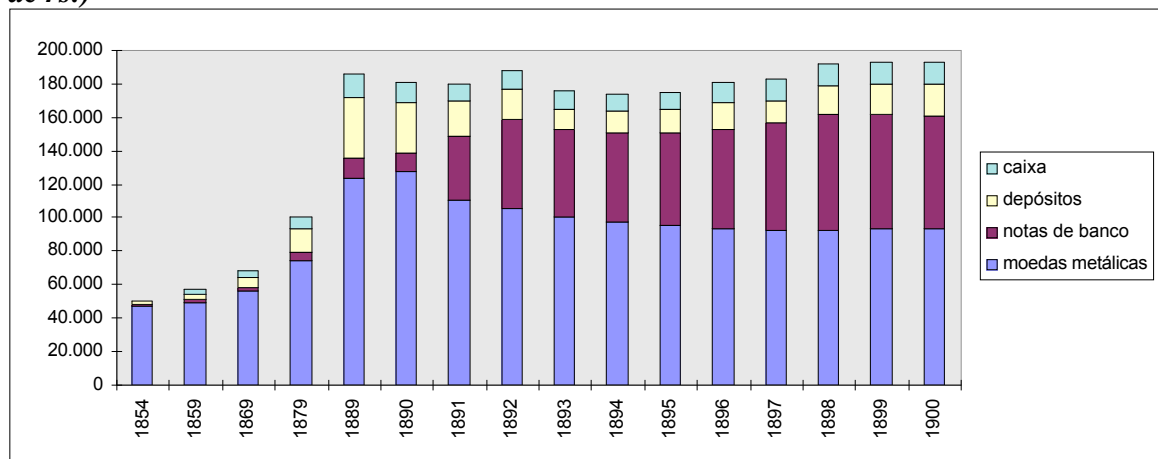
⁴⁷ Screpanti e Zamagni (1995:105).

surpreender. O que surpreende é que se tenha relacionado tão pouco a estagnação económica que se instalou desde então com a mudança do sistema monetário e o efeito de transferência de riqueza e de manutenção de investimentos inviáveis por ele possibilitado.

Na segunda metade do século XIX até 1890-91, a economia portuguesa continha dois processos paralelos: um processo *benigno* de crescimento efectivo da riqueza levado a cabo pelos agentes económicos privados e possibilitado por um padrão-ouro que estimulava o investimento produtivo, e um processo *maligno* de endividamento do Estado e de inflação do crédito bancário (aparentemente estimulado por esse endividamento). Os dois processos coabitaram durante quatro décadas e continuariam a coabitar enquanto o Estado continuasse a ter quem acesse a financiar o seu processo económico *maligno* sem ter de interferir no funcionamento do processo *benigno* da economia privada. De facto, embora o Estado incentivasse o desvio voluntário de muitos capitais nacionais de outros investimentos potenciais para a dívida pública, o grosso dos seus financiamentos era externo (divisas da emigração no Brasil e banca estrangeira). Em 1890-91, o processo *maligno* entrou em colapso financeiro e teve de fazer o que evitara desde 1854: interferir no processo *benigno* e transferir dele o financiamento necessário à manutenção das suas despesas. Com isto, a *performance* da economia privada foi decisivamente afectada: e assim a *crise financeira do Estado* tornou-se uma *crise económica geral*.

O Gráfico permite visualizar o desenvolvimento paralelo destes dois processos e o efeito da crise de 1891 como desenlace no qual o processo *maligno* passa a condicionar toda a situação económica:

Gráfico – Oferta monetária em Portugal na segunda metade do século XIX (em contos de rs.)



Fonte: Reis (1992:30-31).

No crescimento das moedas metálicas em circulação em Portugal entre 1854 e 1890 está expresso o processo *benigno* de crescimento efectivo e sustentado da riqueza. Mas, simultaneamente, crescem os depósitos-empréstimos dos bancos e o volume de notas de banco. Repare-se na desproporção a que se chega em 1889 entre os valores em caixa e os valores de depósitos-empréstimos e notas: tal desproporção é a expressão da vulnerabilidade do sistema bancário. Em 1890, a crise do processo *maligno* está já anunciada e os bancos retraem a sua prática inflacionista, antevendo uma necessária liquidação das suas actividades inviáveis. Porém, o que vem a acontecer é que o Estado

improvisa uma prática de *lender of last resort*, declarando o curso forçado do papel-moeda do Banco de Portugal e inundando os seus credores e os dos bancos dessas notas que, por força de decreto, passam a valer como dinheiro *per se*. Salvam-se o Tesouro Público e os bancos com uma operação que, como se viu, consiste meramente em pagar aos credores com recursos que são sacados aos próprios credores⁴⁸.

Tudo isto tem uma justificação *política* evidente mas tem também consequências *económicas* bem claras. Ao longo dos anos 1890 e até ao fim do século, o volume de moedas metálicas em circulação diminui e depois tende a estabilizar mas num patamar bem mais baixo que o de 1890. Há quem chame “retoma” a esta travagem da regressão da economia privada a partir de 1897-98; mas o que ocorreu foi a transição entre a sangria de recursos da economia privada operada pela vaga de emissão de papel-moeda que se seguiu à crise de 1891 e a instalação da longa estagnação por ela inaugurada.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- ACTAS (1890-93) - *Livro 5.º de Actas de Sessões da Direcção*. Lisboa: Arquivo da Associação Comercial de Lisboa (manuscrito de 2.12.1890 a 12.9.1893, com acta solta de assembleia geral de 22.8.1893 no início).
- BASTOS (1894), Teixeira - *A crise: estudo sobre a situação política, financeira, económica e moral da nação portuguesa nas suas relações com a crise geral contemporânea*. Porto: Livraria Internacional de Ernesto Chardron.
- C.O.L.P. (1888) - *Collecção Official da Legislação Portuguesa: Anno de 1887*. Lisboa: Imprensa Nacional.
- CORDEIRO (1896), J. A. da Silva - *A crise em seus aspectos morais: introdução a uma bibliotheca de psychologia individual e colectiva*. Coimbra: F. França Amado Editor.
- D.C.D. (1888-94) - *Diário das Sessões da Câmara dos Senhores Deputados*. Lisboa: Imprensa Nacional.
- D.C.P. (1887-92) - *Diário das Sessões da Câmara dos Dignos Pares do Reino*. Lisboa: Imprensa Nacional.
- ESPREGUEIRA (1896), Manuel Afonso d' - *As despesas publicas e a administração financeira do Estado*. Lisboa: Tipografia do Comércio de Portugal.
- FONSECA (1934), Joaquim Roque da - *Cem anos em defesa da economia nacional, 1834-1934: história da Associação Comercial de Lisboa*. Lisboa: Associação Comercial de Lisboa.
- FREITAS (1898), João de - *A crise monetaria e a circulação fiduciaria em Portugal*. Porto: Imprensa Portuguesa.
- HAYEK (1990a), Friedrich August von - *Denationalisation of money - the argument refined: an analysis of the theory and practice of concurrent currencies* (1ªed. 1976). Londres: The Institute of Economic Affairs.
- HERCULANO (1984), Alexandre - *Opúsculos, tomo II: questões públicas (sociedade, economia, direito)* (1ªed. 1873-1908). Venda Nova: Livraria Bertrand.
- J.C. (1890-92 e 1894) - *Jornal do Commercio*. Lisboa.
- JUSTINO (1989), David - *A formação do espaço económico nacional: Portugal, 1810-1913*, vol.II. Lisboa: Vega.
- LAINS (1990), Pedro - *A evolução da agricultura e da indústria em Portugal (1850-1913): uma interpretação quantitativa*. Lisboa: Banco de Portugal.
- (1995), *A economia portuguesa no século XIX: crescimento económico e comércio externo, 1851-1913*. Lisboa: Imprensa Nacional Casa da Moeda.
- LANDES (1993), David S. - *The unbound Prometheus: technological change and industrial development in Western Europe from 1750 to the present* (1ªed. 1969). Nova Iorque: Cambridge University Press.
- LEIJONHUFVUD (1981), S. Axel B. - *Keynes and the Classics: two lectures on Keynes' contribution to economic theory* (1ªed. 1969). Londres: The Institute of Economic Affairs.

⁴⁸ E basicamente é nisto que consiste a prática dos bancos centrais como *lenders of last resort*: o “empréstimo” de papel-moeda inconvertível e de curso forçado a bancos falidos por um banco emissor monopolista equivale a uma emissão suplementar de notas (e tem os mesmos efeitos de desvalorização da moeda e de transferência de riqueza dos credores para os devedores).

- MATA (1987), Maria Eugénia - *Câmbios e política cambial na economia portuguesa, 1891-1931*. Lisboa: Livraria Sá da Costa.
- (1993), *As finanças públicas portuguesas da Regeneração à Primeira Guerra Mundial*. Lisboa: Banco de Portugal.
- MATA e VALÉRIO (1994), Eugénia e Nuno - *História económica de Portugal: uma perspectiva global*. Lisboa: Editorial Presença.
- REIS (1987), Jaime - «A industrialização num país de desenvolvimento lento e tardio: Portugal, 1870-1913», *Análise Social*, vol.23, nº96, pp.207-27.
- (1992), *A evolução da oferta monetária portuguesa, 1854-1912*. Lisboa: Banco de Portugal.
- ROTHBARD (1983), Murray N. - *America's Great Depression* (1ªed. 1963). Nova Iorque: Richardson & Snyder.
- SANTOS (1900), Henrique Mateus dos - *O banco emissor e suas relações com o Estado e com a economia nacional*. Lisboa: Livraria M. Gomes.
- SANTOS (2004), Luís Aguiar - *Comércio e política na crise do liberalismo: a Associação Comercial de Lisboa e o reajustamento do "regime proteccionista" português, 1885-1894*. Lisboa: Edições Colibri.
- SANZ (1987), José María Serrano - *El viraje proteccionista en la Restauración: la política comercial española, 1875-1895*. Madrid: Siglo XXI de España Editores.
- SCREPANTI e ZAMAGNI (1995), Ernesto e Stefano - *An outline of the history of economic thought* (1ªed. 1993). Oxford: Clarendon Press.