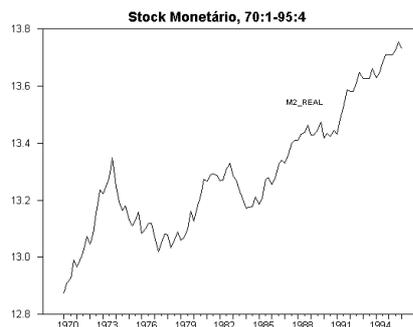
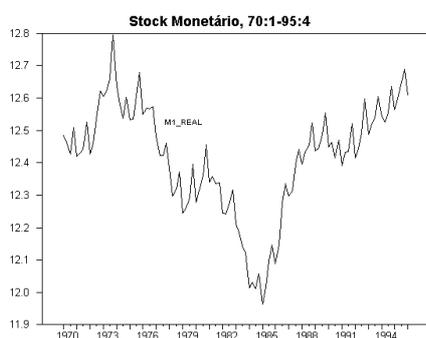


Para além dos episódios da “missing money”, do “great velocity decline”, que são usualmente identificados para um conjunto alargado de economias, David Hendry e Neil Ericsson¹ ainda identificam, o que chamam, de “recent explosion in M1”. Todos estes acontecimentos acabaram por trazer à evolução de M1 uma forte instabilidade. Ainda que ela possa ser entendida apenas do ponto de vista temporal, não é difícil verificar que a série daquele agregado apresenta diferentes fases de evolução. Aqueles autores, ao apresentarem gráficos, com este agregado, para os Estados Unidos e Inglaterra, para períodos mais largos e períodos mais curtos, transmitem precisamente aquela ideia da instabilidade.

Pretendemos provar através de simples análise gráfica que tal também se passa na nossa economia. Não limitaremos a nossa análise apenas a M1, faremos a análise para os dois principais agregados M1 e M2².

Nos gráficos com a evolução daquelas séries podemos apercebermo-nos da forte instabilidade que deve ter caracterizado M1.

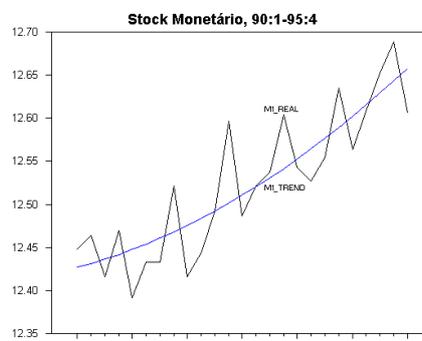
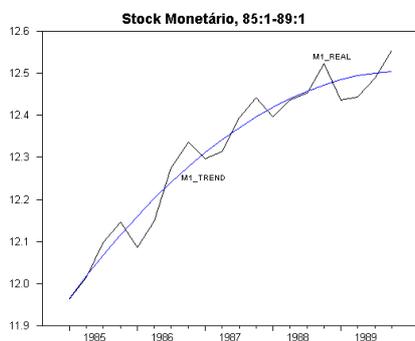
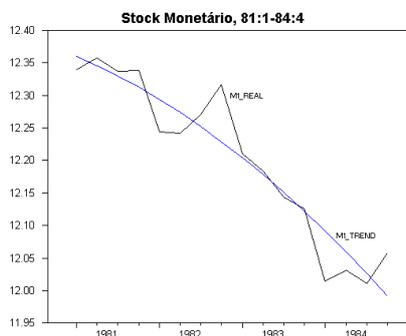
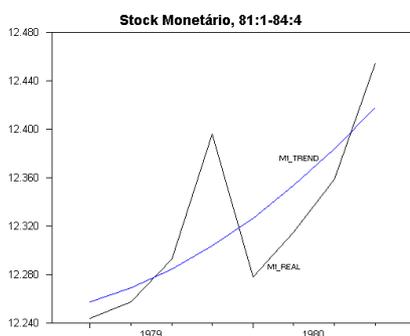
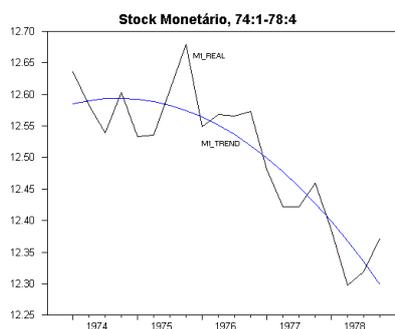
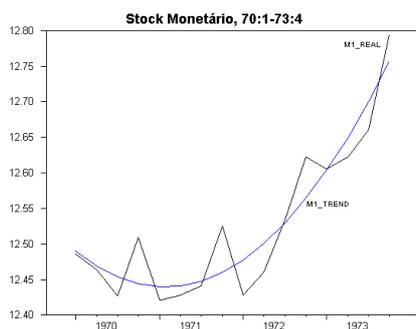


Uma observação mais atenta acaba por nos fazer crer que a evolução cíclica de uma e outra variável são muito parecidas se fizermos a comparação entre os valores de M1 à volta da sua média e os de M2 à volta de uma tendência. A fase que aqueles autores designam por “grande explosão”, e que começa, nos Estados Unidos e em Inglaterra, por volta de 1982-1983, começa mais tarde em Portugal, e corresponde claramente ao período, onde nestas economias, se desenvolveu mais intensamente o fenómeno da inovação financeira.

¹ “Modeling the Demand for Narrow Money in the United Kingdom and the United States”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, N. 383, July, 1990, mais tarde publicado na *European Economic Review*, 35, 1991, pp. 833-86.

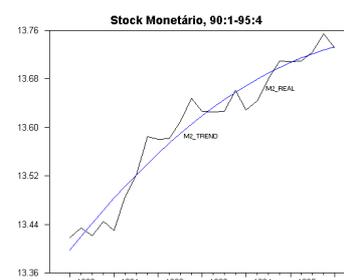
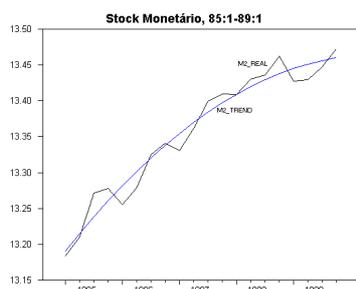
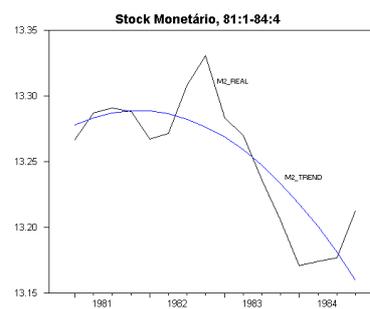
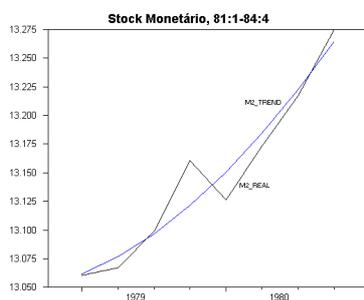
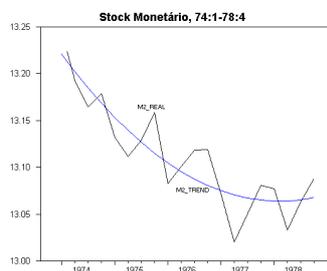
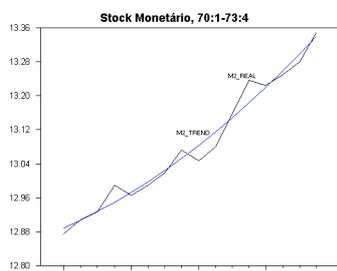
² As séries serão deflacionadas pelo índice de preços no consumo, sem renda. As razões para tal escolha serão apresentadas mais à frente. Os valores de M1 e de M2, reais, estão em logaritmos.

A evolução daqueles agregados pode ser dividida em sub-períodos distintos. Escolhemos os seguintes sub-períodos: 70:1-73:4, 74:1-78:4, 79:1-80:4, 81:1-84:4, 85:1-89:4 e finalmente, 90:1-95:4. Para os valores de cada sub-período calculámos os valores de tendência avaliados por um modelo com “t” e com “t²”.



Para
M2 os

valores para cada sub-período não são muito diferentes dos que acabámos de obter.



Parece-nos evidente que estes sub-períodos apresentam características específicas que não devem ser ignoradas e que os distinguem bem uns dos outros, quer seja no caso de M1 ou de M2. Em qualquer daqueles casos, não nos restam dúvidas que a obtenção de modelos com coeficientes constantes ao longo de um período lato de tempo é uma tarefa complicada.

Mas apesar da existência de todos estes sub-períodos, tanto a série M1 como M2 parece ser integrada de ordem um, para a totalidade e para cada sub-período.

No quadro com os testes de estacionaridade podemos ver, pelo teste ADF, que as primeiras diferenças sazonais de M1 e de M2 são variáveis estacionárias, para o período que vai de 1971:4 a 1995:4. Admitindo a estacionaridade das séries, passámos a estudar a não estacionaridade através do teste KPSS, para cada um dos sub-períodos. Como pode ser visto no quadro respectivo, não podemos rejeitar a

estacionaridade daquelas séries para qualquer dos sub-períodos, embora nalguns casos apenas ao nível de significância de 5%.

Teste ADF (1%(t): -2,6; 5%(Z): -13,3)		
$\Delta^S M1$	teste - t	-2,66
	teste - Z	-19,51
$\Delta^S M2$	teste - t	-2,89
	teste - Z	-23,95

Teste KPSS, l=5 (10%: 0,347; 5%: 0,463)		
	$\Delta^S M1$	$\Delta^S M2$
71:4-73:4	0,363	0,318
74:1-78:4	0,198	0,317
79:1-80:4	0,391	0,392
81:1-84:4	0,386	0,377
85:1-89:4	0,147	0,251
90:1-95:4	0,337	0,099
71:4-95:4	0,164	0,096

Estes resultados permitem-nos utilizar as séries do stock monetário, dos meios imediatos de pagamento e dos meios imediatos e quase imediatos de pagamento, como séries integradas de ordem um, independentemente do período, ou sub-período, que estudemos.