

INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA EM PORTUGAL ANTES DA ADOÇÃO DO EURO

Marta Abreu*

1. INTRODUÇÃO

Este artigo analisa o comportamento da inflação em Portugal no período de 25 anos que medeia entre o colapso do sistema de *Bretton Woods* e a adopção do euro⁽¹⁾. A ênfase é colocada na interacção entre o comportamento dos preços e a evolução da estratégia de política monetária, reflectindo a origem monetária da inflação numa perspectiva de médio e longo prazo. Neste contexto, a secção 2 reporta o comportamento da inflação no período pós-*Bretton Woods*, enquanto que a secção 3 descreve a evolução da estratégia da política monetária e cambial durante o mesmo período. A secção 4 apresenta as principais conclusões. O artigo é complementado por um conjunto de cronologias, apresentadas em Anexo, que fornecem informação relevante sobre o cálculo das estatísticas de inflação, sobre os efeitos de alterações de tributação indirecta sobre a inflação e, finalmente, sobre alterações dos objectivos da política monetária e cambial e da *Lei Orgânica do Banco de Portugal*.

2. O COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO NO PERÍODO PÓS-BRETTON WOODS

O comportamento da inflação em Portugal após o colapso do sistema de *Bretton Woods* permite

identificar dois sub-períodos de características distintas: um período de inflação muito elevada e volátil até meados dos anos 80; e um período de desinflação, entre meados da década de 80 e o final da década de 90 (Quadro 1 e Gráfico 1)⁽²⁾.

Nos anos 70, a economia portuguesa enfrentou um conjunto de choques particularmente desfavoráveis. A instabilidade política e social que se seguiu ao 25 de Abril de 1974 ampliou o impacto do primeiro choque petrolífero. Em particular, verificaram-se aumentos salariais muito significativos e uma parte substancial do sector produtivo foi nacionalizada em 1975, sendo de destacar o facto do

Quadro 1

PORTUGAL – EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO 1973-1998

	Inflação ^(a)	Volatilidade ^(b)
1973-1998	14.8	3.5
1973-1985	21.8	4.7
1986-1998	7.7	1.7

Fonte: INE

Notas:

(a) Variação média anual do IPC.

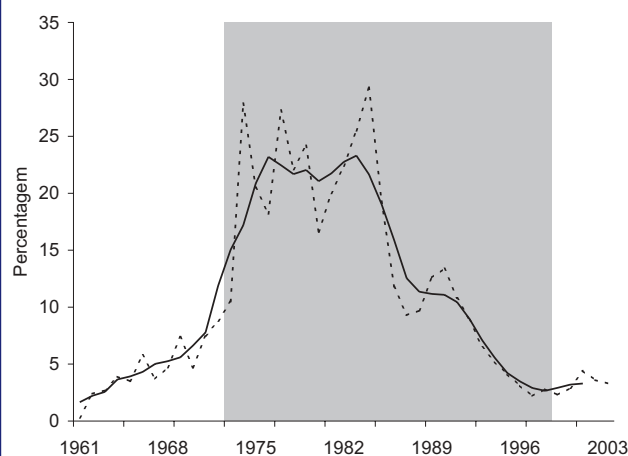
(b) Desvio padrão das diferenças entre a inflação observada e a inflação tendencial (medida como a média-centrada de cinco anos).

* Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos. As opiniões expressas são as da autora e não reflectem necessariamente as do Banco de Portugal. Agradeço a colaboração de Ricardo Félix, Teresa Nascimento e João Amador que disponibilizaram o Gráfico 2 e os Quadros I e II. Agradeço igualmente os comentários e sugestões de Isabel Gameiro e Maximiano Pinheiro.

(1) Este artigo foi elaborado como contributo para um projecto em curso no âmbito da *Eurosystem Inflation Persistence Network*.

(2) Para uma análise da experiência portuguesa de desinflação, veja-se Abreu (2001).

Gráfico 1
PORTUGAL - TAXA DE INFLAÇÃO ^(a)



Fonte: INE

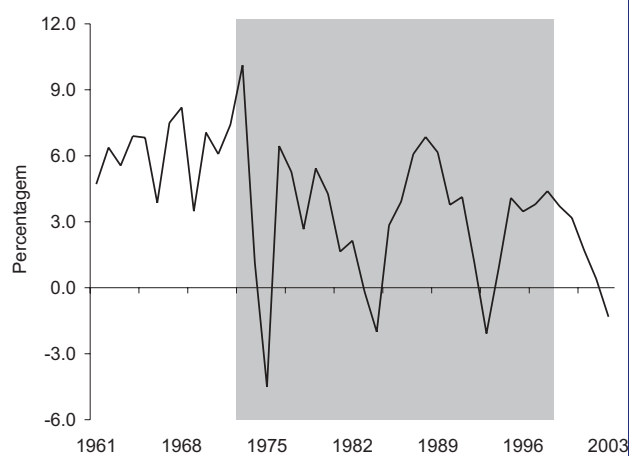
Nota:

(a) Taxa de variação média do IPC. Inflação tendencial medida como a média-centrada de cinco anos.

sector financeiro ter passado a ser completamente dominado pelo Estado. Adicionalmente, o país teve que absorver um aumento considerável de população (cerca de 7 por cento entre 1974 e 1976), associado ao regresso de cidadãos portugueses das ex-colónias em África. Em consequência, a economia sofreu uma severa recessão - o PIB caiu 4.5 por cento em 1975 (Gráfico 2) - e o desemprego aumentou substancialmente. A inflação, que apresentava uma ligeira tendência ascendente desde o início da década de 60, aumentou de forma significativa, atingindo cerca de 30 por cento em 1974.

Apesar de no final dos anos 70 a situação política se encontrar relativamente normalizada, prevaleceu até meados dos anos 80 uma situação de instabilidade macroeconómica, reflectindo o efeito conjunto dos dois choques petrolíferos e das políticas macroeconómicas desajustadas prosseguidas durante o período. Défices públicos substanciais, financiados em grande medida por recurso ao banco central, alimentaram uma taxa de inflação elevada; a perda de competitividade daqui resultante conduzia à desvalorização da taxa de câmbio nominal, o que por sua vez aumentava as pressões sobre os preços, colocando a economia num ciclo vicioso de inflação e desvalorização cambial. No período 1973-1985, a inflação, medida pela variação do Índice de Preços no Consumidor (IPC), si-

Gráfico 2
PORTUGAL - CRESCIMENTO REAL DO PIB



Fonte: Comissão Europeia

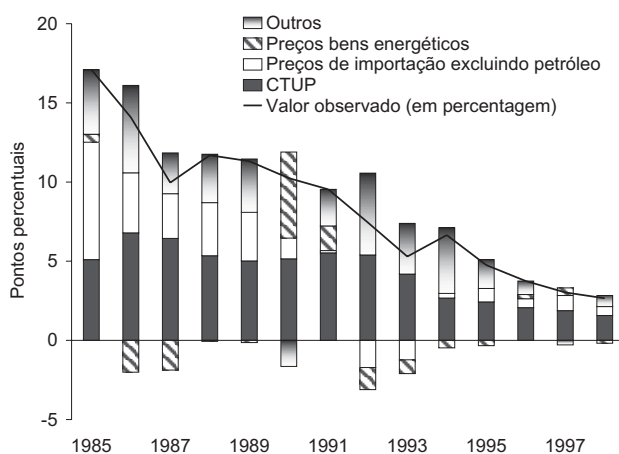
tuou-se em média em 22 por cento, tendo flutuado entre 17 e 29 por cento.

Quando Portugal aderiu à Comunidade Europeia em Janeiro de 1986, o país registava a segunda taxa de inflação mais elevada dos então doze Estados-membros (apenas a Grécia registava uma taxa de inflação superior) e o diferencial de inflação face à média comunitária situava-se então em cerca de 14 pontos percentuais (p.p.). Nesse período, a desinflação passou a ser uma prioridade da política económica. Neste contexto, a política cambial tornou-se progressivamente menos acomodatória com o objectivo de quebrar o ciclo vicioso de inflação e desvalorização cambial, permitindo assim uma redução sustentada da taxa de inflação (veja-se a secção 3). Ao mesmo tempo, os agentes económicos foram encorajados a negociar os aumentos salariais tendo por base a inflação esperada e não a inflação passada. A inflação, que atingira quase 30 por cento em 1984, caiu para níveis geralmente considerados compatíveis com a estabilidade de preços no final dos anos 90.

O gráfico 3 mostra os contributos para a variação do deflator do consumo privado durante o período de desinflação⁽³⁾. Numa fase inicial, a desaceleração dos preços beneficiou da evolução favorável dos preços internacionais (incluindo os preços

(3) Os valores que constam do Gráfico foram obtidos a partir das equações relevantes de um modelo macroeconómico anual utilizado nos exercícios de projecção do Banco de Portugal.

Gráfico 3
CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO DO
DEFLATOR DO CONSUMO PRIVADO



Fonte: Banco de Portugal e INE

do petróleo) e de aumentos de produtividade substanciais na economia portuguesa. Ambos os factores contribuíram para uma descida acentuada da taxa de inflação ao mesmo tempo que se observava um forte crescimento da actividade. No final da década de 80 e início dos anos 90, num contexto em que surgiam sinais claros de sobreaquecimento da economia portuguesa e em que o comportamento dos preços internacionais se tornou menos favorável, a inflação retomou temporariamente uma tendência ascendente e a continuação do processo de desinflação passou a assentar de forma mais clara numa orientação menos acomodatória da política cambial. Em meados dos anos 90, a desaceleração dos custos de trabalho que se seguiu à recessão de 1993 deu também um contributo importante para a redução da taxa de inflação.

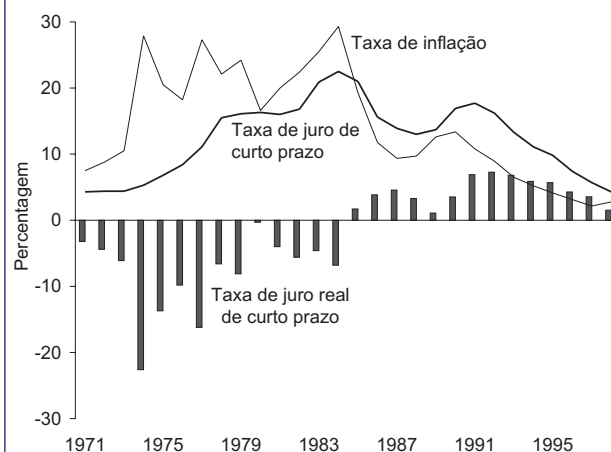
3. A POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL ENTRE O COLAPSO DO SISTEMA DE BRETTON WOODS E A PARTICIPAÇÃO NA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

O colapso do sistema de *Bretton Woods*, o primeiro choque petrolífero e a Revolução de Abril de 1974 traduziram-se em alterações profundas na política macroeconómica em Portugal. Em 1974-75, a prioridade da política económica era a de combater a recessão e o aumento do desemprego. A oferta monetária era ajustada de modo a financiar

um défice público cada vez mais elevado. Paralelamente, a política de redesconto do Banco de Portugal era utilizada selectivamente, com o objectivo de promover actividades ligadas à agricultura, exportação e investimento. As taxas de juro, sujeitas a limites estabelecidos pelo Banco de Portugal, aumentaram apenas ligeiramente no período, o que se traduziu em taxas de juro reais fortemente negativas (Gráfico 4)⁽⁴⁾.

Apesar de o escudo se encontrar formalmente num regime de câmbios flutuantes desde Março de 1973, as autoridades portuguesas garantiram a estabilidade da taxa de câmbio nominal efectiva do escudo em 1974-75⁽⁵⁾, de modo a contrariar as pressões inflacionistas decorrentes do choque petrolífero e da aceleração significativa dos salários.

Gráfico 4
PORTUGAL - TAXA DE JURO REAL DE CURTO
PRAZO



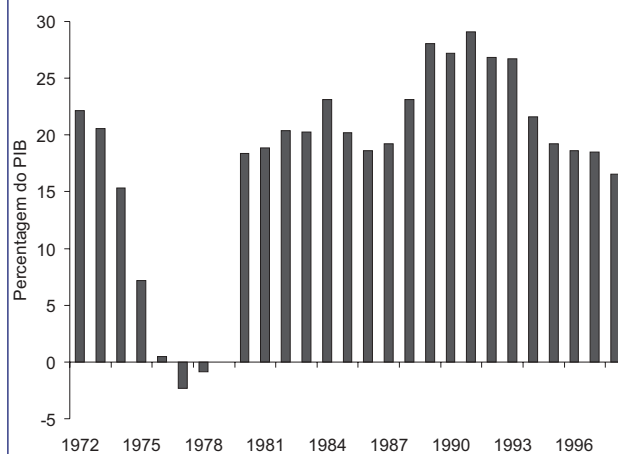
Fonte: Comissão Europeia e INE

- (4) Após o 25 de Abril de 1974, o Banco de Portugal foi nacionalizado. De acordo com a Lei Orgânica do Banco de Portugal aprovada em Novembro de 1975 (D-L N.º 644/75 de 15 de Novembro), a emissão monetária deveria ser programada "de maneira a coordenar a gestão das reservas cambiais e o crédito a conceder pelo Banco com as necessidades de estabilização e desenvolvimento da economia" (Artigo 13.º). Adicionalmente, os Arts. 23.º e 25.º contemplavam amplas possibilidades de financiamento do sector público por parte do banco central e o Art. 28.º conferia ao Banco o poder de "fixar o regime das taxas de juro ... para as operações efectuadas pelas instituições de crédito", bem como de "estabelecer os condicionalismos a que devem obedecer as operações activas das instituições de crédito".
- (5) A existência de restrições generalizadas aos movimentos de capitais com o exterior, tornavam possível o controlo simultâneo das taxas de juro e da taxa de câmbio por parte das autoridades nacionais.

No entanto, a partir de 1976, a redução acentuada das reservas cambiais do Banco de Portugal e a necessidade de recuperar as perdas de competitividade nos dois anos anteriores, conduziram à adopção de uma política de depreciação gradual do escudo (Gráficos 5 e 6). Em 1977, uma crise de balança de pagamentos impôs uma alteração das prioridades da política económica. Em 25 de Fevereiro de 1977, o escudo sofreu uma desvalorização de 15 por cento e seis meses mais tarde as autoridades adoptaram um regime de desvalorização deslizante da moeda (*crawling-peg*). Este regime consistia no anúncio de uma taxa de desvalorização mensal do escudo face a um cabaz composto por 13 moedas dos principais parceiros comerciais da economia portuguesa. A taxa de depreciação mensal do escudo foi inicialmente fixada em 1 por cento. Em 1978, a situação económica obrigou à negociação de um acordo de estabilização com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Este acordo previa uma desvalorização discreta do escudo (6.1 por cento em 6 de Maio), um aumento da taxa de desvalorização mensal para 1.25 por cento e a introdução de limites quantitativos à expansão do crédito bancário, como forma de controlar o crescimento monetário. Mais concretamente, o acordo de estabilização fixava um limite para o défice da balança de pagamentos (i.e., para a variação dos activos externos líquidos do sector bancário em termos consolidados) e um objectivo correspondente para a expansão do crédito interno total. Na prática, dada a evolução do défice público, o crédito a conceder ao sector privado era determinado de forma a assegurar o cumprimento do limite definido para o crédito total.

No início dos anos 80, num contexto em que a economia mundial sofria os efeitos do segundo choque petrolífero, as autoridades portuguesas puseram em prática uma política macroeconómica expansionista. No dia 12 de Fevereiro de 1980, o escudo foi revalorizado em 6 por cento, e em Junho do mês ano, a taxa de desvalorização mensal foi reduzida para 0.5 por cento. Paralelamente, os controlos à expansão do crédito foram moderados e não teve lugar qualquer progresso em matéria de consolidação orçamental. A orientação expansionista da política económica, claramente motivada pelo calendário eleitoral (que previa a realização de eleições legislativas em Outubro), agravou o impacto do segundo choque petrolífero so-

Gráfico 5
DISPONIBILIDADES LÍQUIDAS SOBRE O
EXTERIOR DO BANCO DE PORTUGAL

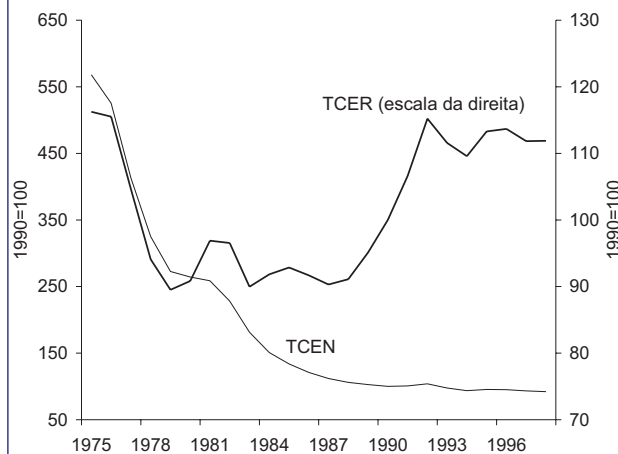


Fonte: Banco de Portugal e Comissão Europeia

Nota:

As reservas de ouro do Banco de Portugal foram revalorizadas em 1980 com o objectivo de aproximar o seu valor contabilístico do valor de mercado (D-L N° 107/80 de 10 de Maio de 1980). A variação das reservas de ouro equivale a 16,6 por cento do PIB, explicando 90 por cento da variação das disponibilidades líquidas sobre o exterior em 1980.

Gráfico 6
TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA
NOMINAL E REAL



Fonte: Banco de Portugal

bre a economia, conduzindo uma vez mais as contas externas a uma trajectória insustentável. O défice da balança de transacções correntes atingiu 13 por cento do PIB em 1982, obrigando à negociação de um segundo acordo de estabilização com o FMI. Neste contexto, os controlos ao crescimento do crédito foram novamente apertados e a desva-

lorização do escudo foi intensificada. O programa de estabilização foi, à semelhança do acordo de 1978, bem sucedido no restabelecimento do equilíbrio das contas externas, mas tal só foi conseguido à custa de uma recessão (o PIB estagnou em 1983 e reduziu-se em 2 por cento em 1984) e de um novo aumento da inflação, que atingiu quase 30 por cento em 1984.

Em suma, em meados dos anos 80 a política monetária em Portugal baseava-se ainda em limites ao crescimento do crédito e taxas de juro administradas. A política cambial assentava em controlos aos movimentos de capitais com o exterior e num regime de desvalorização deslizando do escudo destinado a preservar a competitividade das exportações portuguesas num quadro de elevada inflação e défices públicos e de crises recorrentes de balança de pagamentos. O desempenho desfavorável da economia na década anterior tornara claro que um crescimento sustentado teria que passar necessariamente por uma mudança de regime assente na estabilidade macroeconómica e amplas reformas estruturais. Assim, em meados da década de 80, foi definido um ambicioso programa económico que tinha como objectivos uma desinflação sustentada, a consolidação orçamental e um conjunto alargado de reformas estruturais⁽⁶⁾. A adesão à Comunidade Europeia em Janeiro de 1986 forneceu o impulso necessário à concretização do programa de reformas. A taxa de câmbio tornou-se o instrumento central na estratégia de desinflação, uma escolha natural para uma pequena economia aberta onde os preços de importação desempenham um papel crucial no processo inflacionista. A taxa de depreciação mensal do escudo foi gradualmente reduzida a partir de 1986 e não se verificaram novas desvalorizações discretas. Como salientado na secção anterior, a taxa de inflação reduziu-se rapidamente até 1987, retomando transitoriamente uma trajectória ascendente entre 1988 e 1990. Uma vez que a taxa mensal de desvalorização do escudo continuou a ser reduzida, o diferencial e inflação face aos principais parceiros comerciais da economia portuguesa deixou de ser plenamente compensado, e o escudo começou a apreciar em termos reais.

No final da década de 80, no contexto da liberalização gradual dos movimentos de capitais com o exterior, as autoridades monetárias enfrentaram dificuldades significativas no controlo da liquidez doméstica. O declínio do prémio de risco após a adesão à Comunidade Europeia atraiu montantes significativos de investimento directo estrangeiro para Portugal. Adicionalmente, a manutenção de um diferencial de taxas de juro elevado face às principais moedas europeias, associado a uma evolução cambial muito previsível no contexto do regime de desvalorização deslizando, incentivou a entrada de montantes significativos de fundos de curto prazo na economia portuguesa. Neste contexto, o Banco de Portugal viu-se confrontado com um ciclo vicioso, ao procurar controlar simultaneamente as taxas de juro domésticas e a taxa de câmbio. Com efeito, as intervenções cambiais destinadas a conter a apreciação do escudo aumentavam a liquidez doméstica, pondo em causa a eficácia dos limites de crédito.

A interrupção do processo de desinflação no final da década de 80, e as dificuldades de controlo da liquidez interna estiveram na origem de alterações profundas na condução das políticas monetária e cambial nos inícios dos anos 90. Em Outubro de 1990, uma nova Lei Orgânica do Banco de Portugal impôs limites ao financiamento do sector público pelo banco central. Os limites de crédito foram abolidos e foi introduzido um sistema de gestão de liquidez baseado em mecanismos de mercado (a maioria dos controlos sobre as taxas de juro haviam sido já abolidos durante a segunda metade dos anos 80). Adicionalmente, foram temporariamente reintroduzidas restrições às entradas de capitais de curto prazo e o regime de desvalorização deslizando foi abandonado. A partir de Outubro de 1990, o escudo passou a flutuar dentro de uma banda não anunciada e a referência para a condução da política cambial passou a ser um cabaz constituído pelas cinco principais moedas do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu (SME). As autoridades pretenderam desta forma introduzir alguma variabilidade de curto prazo no comportamento da taxa de câmbio, de modo a desincentivar as entradas de capitais de curto prazo. O novo regime cambial tinha ainda por objectivo preparar uma futura participação do escudo no mecanismo cambial.

(6) Veja-se o Programa do X Governo Constitucional (Diário da Assembleia da República, II série, N.4, 16/11/1985).

As alterações introduzidas nas políticas monetária e cambial não foram suficientes para desencorajar as entradas de capitais, já que o Banco de Portugal continuou a impor taxas de juro elevadas no mercado monetário doméstico, ao mesmo tempo que intervinha no mercado cambial no sentido de contrariar as pressões para apreciação do escudo. Os investidores internacionais encaravam a moeda portuguesa como uma “aposta certa”, num contexto caracterizado por um forte optimismo relativamente à criação de uma união monetária na Europa e às perspectivas para a economia portuguesa. Assim, apesar de vendas de escudos em montantes muito substanciais - as reservas externas do Banco de Portugal atingiram cerca de 30 por cento do PIB entre 1989 e 1991 - a taxa de câmbio efectiva nominal do escudo apreciou cerca de 3 por cento no período de 18 meses que se seguiu ao abandono do regime de desvalorização deslizando. Dado que o diferencial de inflação face à média comunitária era ainda significativo, esta situação traduziu-se numa considerável apreciação do escudo em termos reais. As dificuldades na condução da política monetária neste período foram acentuadas pela orientação expansionista da política orçamental, que exacerbou o forte crescimento da despesa do sector privado, dando origem a uma combinação de políticas crescentemente desequilibrada⁽⁷⁾. Não obstante, as elevadas taxas de juro reais e o fortalecimento do escudo permitiram atenuar a pressão sobre os preços e a taxa de inflação retomou uma trajectória descendente em 1991.

Em Abril de 1992, o escudo aderiu ao mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu⁽⁸⁾. No plano operacional, a participação no mecanismo cambial não apresentava diferenças muito substanciais face à política que vinha sendo seguida desde Outubro de 1990. Contudo, o compromisso formal de manter o escudo dentro de uma banda pré-estabelecida deveria reforçar a credibilidade da política de desinflação, exercendo desta forma um impacto favorável sobre as expectativas de inflação. A estabilidade da taxa de câmbio face a um conjunto de moedas de países onde se verificava um elevado grau de estabilidade nominal fornecia

uma âncora que deveria permitir alcançar e manter a estabilidade dos preços num horizonte de médio-prazo. Adicionalmente, a participação do escudo no mecanismo cambial era também uma condição necessária para garantir a Portugal a possibilidade de vir a integrar a união monetária.

O escudo foi integrado na então chamada “banda larga”, a qual permitia uma flutuação da taxa de mercado de +/- 6 por cento face às paridades centrais definidas relativamente a cada uma das restantes moedas participantes no mecanismo cambial. A paridade central face à moeda alemã, que era de facto a âncora do sistema, foi fixada em 86.9393 escudos por marco. A taxa de câmbio estabelecida aquando da adesão ao mecanismo cambial não diferia significativamente da taxa de mercado e era compatível com as estimativas então disponíveis para a taxa de câmbio real de equilíbrio do escudo. De facto, o desempenho favorável do sector externo desde meados dos anos 80, visível em ganhos substanciais de quotas de mercado de exportações e numa situação da balança de transacções correntes próxima do equilíbrio, constituía evidência de que a significativa apreciação real do escudo nos anos anteriores correspondera, em larga medida, a uma apreciação de equilíbrio⁽⁹⁾.

Nos meses iniciais de participação no mecanismo cambial, continuaram a verificar-se entradas significativas de capitais externos atraídas pelo elevado diferencial de taxas de juro, as quais pressionavam a taxa de câmbio do escudo no sentido de uma apreciação. Contudo, a situação alterou-se radicalmente no Verão de 1992, com o desencadear da crise do mecanismo cambial, que conduziria ao alargamento das bandas de flutuação para +/- 15 por cento em Agosto de 1993. Durante a crise do mecanismo cambial, a paridade central da moeda portuguesa foi desvalorizada em duas ocasiões, tendo a taxa de mercado do escudo depreciado cerca de 10 por cento em termos nominais efectivos e o dobro desse montante face ao marco alemão. A crise do mecanismo cambial e as desvalori-

(7) Para uma análise da política orçamental no período 1986-1994, veja-se Cunha e Neves (1995).

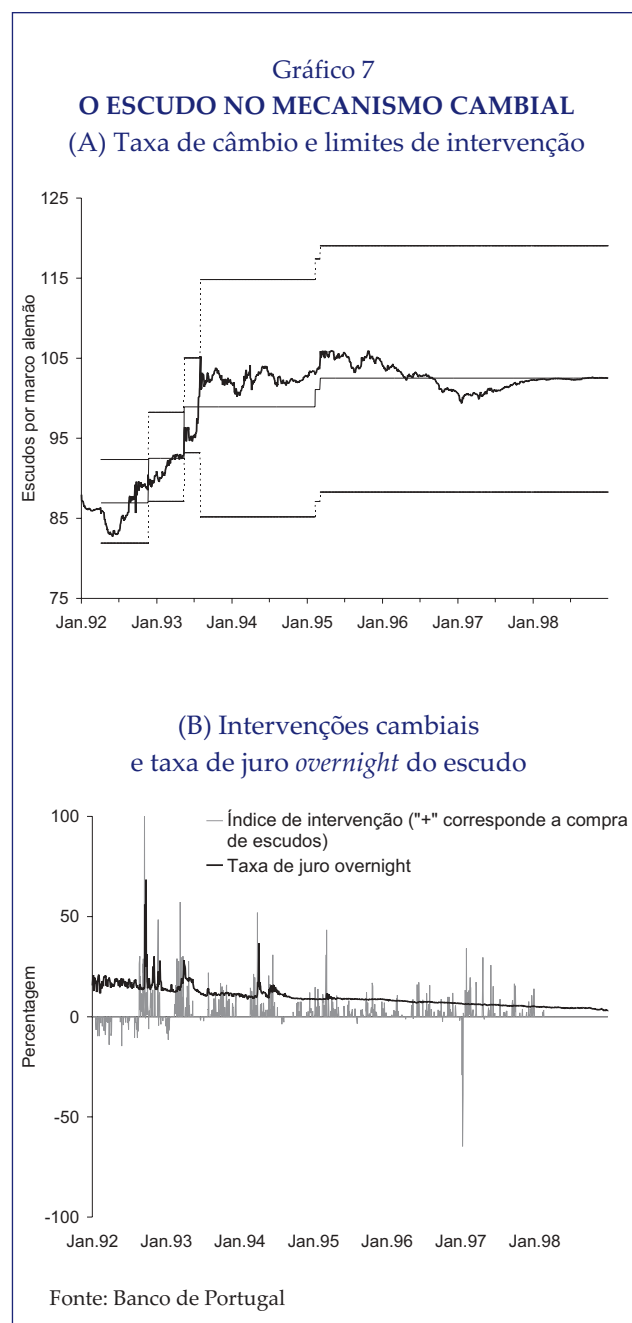
(8) Abreu (2003) contém uma descrição detalhada da experiência do escudo no mecanismo cambial.

(9) Manteu and Mello (1992) apresentam uma estimativa para a trajectória da taxa de câmbio de equilíbrio fundamental do escudo no período 1980-1992. Estudos posteriores reportam resultados semelhantes (veja-se, por exemplo, Costa (1998)). Manteu and Neves (1998) discutem um conjunto de argumentos a favor de uma apreciação real do escudo neste período.

zações do escudo que nesse contexto tiveram lugar não interromperam a trajectória descendente da taxa de inflação. Tal como anunciado, as autoridades portuguesas não utilizaram a margem de manobra adicional que lhes era conferida pelas bandas alargadas. Em particular, as autoridades recorreram a aumentos das taxas de juro oficiais e a intervenções cambiais sempre que necessário para preservar a estabilidade cambial. Neste contexto, o período que decorreu entre o alargamento das bandas de flutuação e o final de 1998 caracterizou-se por uma estabilidade crescente do escudo, como atestado pelo facto de, apesar de um terceiro realinhamento em Março de 1995, a taxa de conversão do escudo aquando da adopção do euro ter sido muito próxima da taxa de mercado face ao marco alemão que vigorava em Agosto de 1993 (Gráfico 7).

Como ilustrado na secção 2 acima, a taxa média de inflação passou de níveis a dois dígitos no início dos anos 90 para um intervalo de 2-3 por cento em 1997-98. A transmissão aos preços no consumidor da depreciação da taxa de câmbio ocorrida em 1992-93 parece ter sido limitada e não é visível no índice de preços global. A deterioração significativa da posição cíclica da economia em 1992-93 e o facto de os realinhamentos do escudo não terem aparentemente sido encarados como uma alteração de regime⁽¹⁰⁾ terão contribuído para conter a transmissão da depreciação aos preços internos. Quando a economia portuguesa começou a recuperar a partir de 1994, o sucesso na preservação da estabilidade cambial desde o alargamento das bandas contribuiu para ancorar as expectativas de inflação, assegurando deste modo a continuação do processo de desinflação. A partir de meados dos anos 90, a economia portuguesa beneficiou de um ciclo virtuoso: os progressos em matéria de convergência nominal aumentavam a probabilidade de cumprimento dos critérios para a adopção do euro, ao mesmo tempo que a maior probabilidade de participação na união monetária facilitava a preservação da estabilidade cambial, a convergência das taxas de juro e a melhoria do saldo orçamental.

(10) Esta situação reflecte provavelmente o facto de os realinhamentos do escudo terem ocorrido no contexto de ajustamentos sistémicos e de terem sido encarados como inevitáveis das as desvalorizações da paridade central da peseta.



4. CONCLUSÃO

A história da inflação portuguesa no período que medeia entre o colapso do sistema de *Bretton Woods* e a adopção do euro contém dois capítulos muito diferentes.

Entre meados das décadas de 70 e de 80, a inflação foi elevada e volátil, reflectindo uma política monetária e cambial desenhada prioritariamente para assegurar o financiamento de importantes défices públicos e para conter os défices externos que resultavam dos desequilíbrios económicos que afectavam o país. As taxas de juro reais claramente

negativas e a depreciação contínua do escudo traduzem a orientação fortemente acomodatória das políticas monetária e cambial durante este período.

Em meados dos anos 80, coincidindo com a adesão de Portugal à Comunidade Europeia, a redução da inflação tornou-se o principal objectivo da política monetária e cambial. À medida que estas políticas se foram tornando menos acomodatórias, o escudo começou a apreciar em termos reais e as taxas de juro reais passaram a apresentar valores claramente positivos. O abandono do regime de desvalorização deslizando em 1990 conduziu à adopção de uma nova estratégia de política monetária, baseada na estabilidade cambial como objectivo intermédio para alcançar o objectivo final de estabilidade dos preços. A integração subsequente do escudo no mecanismo cambial do sistema monetário europeu constituiu um passo adicional na tentativa de reforçar a credibilidade anti-inflacionista das autoridades portuguesas. O compromisso de estabilidade cambial permitiu ancorar as expectativas de inflação, contribuindo para evitar o ressurgimento de tensões inflacionistas após a depreciação do escudo que ocorreu no contexto da crise do mecanismo cambial, bem como durante a recuperação cíclica da economia na segunda metade dos anos 90.

REFERÊNCIAS

Abreu (2003), "A participação do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário

Europeu", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.9, N.4, Dezembro 2003

Abreu, M. (2001), "Da adesão à Comunidade Europeia à participação na União Económica e Monetária: A experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.7, N.4, Dezembro 2001

Banco de Portugal, *Relatório Anual*, várias edições

Costa, S. (1998), "Determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio para a economia portuguesa com base na FEER", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.4, N.2, Junho 1998

Cunha, J.C. e Pedro Duarte Neves (1995), "Política Orçamental em Portugal: 1986-94", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.1, N.1, Março 1995

Manteu, C. e P.D.Neves (1998), "Portugal 1986 to 1996: An Example of an Equilibrium Real Appreciation", in *Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter?*, Oesterreichische Nationalbank, Vienna 1998

Manteu, C. e Mello, A.S. (1992), "Taxa de Câmbio de Equilíbrio Fundamental", *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Dezembro 1992

Neves, J.C. (1994), *The Portuguese Economy - A Picture in Figures XIX and XX Centuries*, Universidade Católica Editora, Lisbon, 1994

Valério, N. (2001), *O Escudo - A Unidade Monetária Portuguesa 1911-2001*, Banco de Portugal, 2001

Quadro I

ALTERAÇÕES NO CÁLCULO DAS ESTATÍSTICAS DE INFLAÇÃO

Quadro I A – Alterações no cálculo da medida nacional de referência para a inflação

Data	Indicador de inflação	Cálculo	Ano base	Período	Estrutura de pesos	Cobertura geográfica	Número de preços recolhidos	Notas metodológicas
1961	IPC mensal, excluindo rendas	Índice de Laspeyres	1963=100	1961 - 1977	Inquérito às Condições de Vida das Famílias (conduzido nas 6 principais cidades)	Seis cidades do Continente: Lisboa, Porto, Coimbra, Évora, Viseu e Faro	n. a	Média ponderada com coeficientes de população
1977	IPC mensal, excluindo rendas	Índice de Laspeyres	1976=100	1976 - 1987	Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1973/74	Aglomerados urbanos do Continente	18000	
1988	IPC mensal, excluindo rendas	Índice de Laspeyres	1983=100	1988 - 1991	Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1980/81	Continente	30000	Inclusão das rendas efectivas e imputadas, apenas no índice médio anual
1992	IPC mensal, excluindo rendas	Índice de Laspeyres	1991=100	1991 - 1997	Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1989/90	Nacional	63000	
1998	IPC mensal, incluindo rendas	Índice de Laspeyres	1997=100	1997 - 2002	Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1994/95	Nacional	80000	1) Inclusão das rendas efectivas numa base mensal; 2) Inclusão no índice dos saldos e p r o m o ç õ e s .
2003	IPC mensal, incluindo rendas	Índice de Laspeyres encadeado	2002=100	>2002	Inquérito aos Orçamentos das Famílias realizado em 2000	Nacional	93149	1) Adopção de um índice anual encadeado, com o mês de Dezembro a funcionar como o mês de ligação; 2) Alteração no tratamento dos produtos sazonais.

Quadro I

ALTERAÇÕES NO CÁLCULO DAS ESTATÍSTICAS DE INFLAÇÃO

Quadro I B – Alterações no cálculo do índice de preços utilizado em comparações internacionais

Data	Indicador de inflação	Cálculo	Ano base	Período	Estrutura de pesos	Cobertura geográfica	Número de preços recolhidos	Notas metodológicas
Jan-96	Índice Intercalar de Preços no Consumidor (mensal)	Índice de Laspeyres encadeado	1994=100	1990 - 1996	Estrutura do IPC ₈₃ e do IPC ₉₁	88 por cento do cabaz do IPC nacional		Principais rubricas não incluídas: rendas, saúde, educação, protecção social, seguros e serviços financeiros.
Mar-97	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), mensal	Índice de Laspeyres encadeado	1996=100	1995 - 1999	Estrutura do IPC ₉₁ e do IPC ₉₇	92 por cento do cabaz do IPC nacional		Inclusão dos sub-índices relativos à saúde e educação (apenas bens e serviços sujeitos a preços de mercado e não reembolsáveis), seguros e serviços financeiros.
Jan-00	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), mensal	Índice de Laspeyres encadeado	1996=100	>2000	Estrutura do IPC ₉₇ e do IPC ₀₂ , utilizando um esquema de ponderação que inclui a despesa de não residentes (estimada a partir de informação das Contas Nacionais e do Inquérito aos Gastos de Estrangeiros Não Residentes no Território Económico).	A cobertura do IHPC corresponde à da "Despesa Monetária de Consumo Final das Famílias no Território Económico".		Com a extensão introduzida em 2002 (i.e., inclusão no índice dos bens e serviços das categorias de despesa "saúde" e "educação" e das compras de não residentes - turistas); o IHPC cobre integralmente a despesa final no território.

Quadro II

ALTERAÇÕES RELEVANTES NA TRIBUTAÇÃO INDIRECTA

Data	Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA)	Efeito estimado na taxa média anual do IPC
1986	Introdução do IVA com as seguintes taxas: 0 por cento (bens alimentares não transformados e bens intermédios destinados à agricultura); taxa reduzida de 8 por cento (bens alimentares transformados e outros bens e serviços); 30 por cento (bens de luxo); taxa normal de 16 por cento (restantes bens e serviços). A introdução do IVA determinou a eliminação de vários impostos indirectos, incluindo o Imposto de Transacções.	
1988	Taxa normal Aumentada para 17 por cento. Base do IVA ligeiramente alargada.	Efeito da alteração da taxa normal do IVA: cerca de 0.5-0.75 p.p.
1992	Eliminação da taxa zero e da taxa reduzida de 8 por cento; Nova taxa reduzida de 5 por cento; Taxa de 30 por cento inalterada; Taxa normal reduzida para 16 por cento. Alargamento considerável da base do IVA.	Efeito no IPC das alterações no IVA: cerca de 2.0 p.p.
1995	Taxa normal aumentada para 17 por cento. Eliminação da taxa de 30 por cento.	
1996	Redução da taxa de IVA que incide sobre serviços de restauração e alguns bens alimentares de 17 para 12 por cento; aumento do IVA sobre o gasóleo de 5 para 12 por cento.	
1997	Aumento do IVA sobre o gasóleo de 12 por cento para a taxa normal.	
2002	Aumento da taxa normal para 19 por cento em Junho de 2002.	Efeito no IPC da alteração da taxa normal do IVA em Junho de 2002: cerca de 0.2 p.p.
2003		Efeito no IPC da alteração da taxa normal do IVA em Junho de 2002: cerca de 0.4 p.p.

Quadro III (continua)

ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

Data	Alteração
19 de Março 1973	Colapso do sistema de <i>Bretton Woods</i> ; Flutuação do escudo (PTE).
13 de Setembro 1974.....	Nacionalização do Banco de Portugal (DL N.º 452/74 de 13 de Setembro).
Meados de 1973 a meados de 1975.....	Flutuação do escudo em termos formais; na prática é preservada a estabilidade da taxa de câmbio efectiva.
1 de Março 1975	Nacionalização dos bancos comerciais e companhias de seguros, excepto os detidos por estrangeiros (DL N.º 132-A/75 de 14 de Março).
15 de Novembro 1975	<i>Lei Orgânica do Banco de Portugal</i> (DL N.º 644/75 de 15 de Novembro). De acordo com o Art. 13.º, a emissão monetária do Banco deve ser programada “de maneira a coordenar a gestão das reservas cambiais e o crédito a conceder pelo Banco com as necessidades de estabilização e desenvolvimento da economia”. Por sua vez, os Arts. 23.º e 25.º contemplam amplas possibilidades de financiamento do sector público por parte do banco central. Finalmente, o Art. 28.º confere ao Banco o poder de “fixar o regime das taxas de juro ... para as operações efectuadas pelas instituições de crédito”, bem como de “estabelecer os condicionalismos a que devem obedecer as operações activas das instituições de crédito”.
1976.....	Prioridade da política económica passa a ser a correcção do desequilíbrio externo; a taxa de câmbio assume papel fundamental nesta correcção; início de tendência de depreciação do escudo.
25 de Fevereiro 1977.....	PTE desvaloriza 15 por cento face às moedas cotadas pelo Banco de Portugal. É anunciado o objectivo de estabilidade do PTE a partir desta data.
25 de Agosto 1977.....	Adopção do regime de desvalorização deslizando (<i>crawling-peg</i>). Este regime consistia numa desvalorização mensal pré-anunciada do escudo face a um cabaz de 13 moedas. A taxa de desvalorização mensal foi inicialmente fixada em 1 por cento.
Agosto 1977	Criação do Mercado Monetário Inter-bancário (D-L N.º 353-R/77 de 9 de Agosto e Carta-Circular do Banco de Portugal N.º 72-21/77/DSOC de 31 de Agosto de 1977).
Fevereiro 1978.....	Criação do Mercado Inter-bancário de Títulos. (Carta-Circular do Banco de Portugal N.º 30-6/78/DSOC de 22 de Fevereiro de 1978).
Abril 1978.....	1.º Acordo de Estabilização com o Fundo Monetário Internacional.

Quadro III (continuação)

ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

Data	Alteração
5 de Maio 1978.....	Desvalorização discreta de 6.1 por cento da taxa de câmbio efectiva; aumento da taxa de desvalorização mensal para 1.25 por cento.
Julho 1978.....	Introdução de limites ao crescimento do crédito.
Abril 1979.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 1.0 por cento.
Junho 1979.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.75 por cento.
12 de Fevereiro 1980.....	Revalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 6.0 por cento.
Junho 1980.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0,5 por cento.
Dezembro 1981.....	Aumento da taxa mensal de desvalorização para 0.75 por cento.
16 de Junho 1982.....	Desvalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 9.4 por cento.
30 de Setembro 1982.....	1ª revisão da Constituição de 1976. Reabertura dos sectores bancário e segurador à iniciativa privada.
Março 1983.....	Aumento da taxa mensal de desvalorização para 1.0 por cento.
23 de Março 1983.....	Desvalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 2.0 por cento.
22 de Junho 1983.....	Desvalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 12.0 por cento.
Setembro 1983.....	2º Acordo de Estabilização com o Fundo Monetário Internacional.
1984-1992.....	Liberalização progressiva das taxas de juro bancárias.
Dezembro 1985.....	Suspensão da taxa mensal de desvalorização do escudo.
1 de Janeiro 1986.....	Adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia.
Março de 1986 a Dezembro 1992.....	Liberalização dos movimentos de capitais ^(a) .

Quadro III (continuação)

ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

Data	Alteração
Abril 1986.....	Reintrodução da taxa mensal de desvalorização em 0.90 por cento.
Julho 1986.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.70 por cento.
Outubro 1986.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.60 por cento.
Janeiro 1987.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.50 por cento.
Janeiro 1988.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.40 por cento.
Abril 1988.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.30 por cento.
Julho 1988.....	Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.25 por cento.
8 de Julho 1989.....	2ª revisão da Constituição de 1976 torna possível a reprivatização das empresas nacionalizadas.
Março 1990.....	Suspensão dos limites de crédito. Os limites foram inicialmente substituídos por recomendações à expansão do crédito bancário, as quais seriam abolidas a partir de Janeiro de 1991.
Maio 1990.....	Alteração do regime de reservas de caixa. Alargamento das instituições sujeitas a reservas de caixa e alargamento da base de incidência. Estabelecimento de um coeficiente único de 17 por cento. Reservas remuneradas.
1 de Outubro 1990.....	Abandono do regime de desvalorização deslizando do escudo. As autoridades anunciaram que o objectivo de depreciação anual da taxa de câmbio efectiva será mantido, mas que no curto-prazo o escudo flutuará livremente dentro de uma banda não anunciada. O cabaz de referência para cálculo da taxa de câmbio efectiva passa a ser constituído pelas cinco principais moedas do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu (SME): marco, libra esterlina, franco francês, lira italiana e peseta.
30 de Outubro 1990.....	Nova <i>Lei Orgânica do Banco de Portugal</i> (D-L Nº 337/90 de 30 de Outubro) confere à instituição uma maior autonomia na condução da política monetária. Introdução do princípio de proibição de financiamento monetário, embora se mantenham algumas excepções (em particular, a possibilidade de um descoberto na conta corrente do Tesouro no Banco de Portugal até um montante equivalente a 10 por cento das receitas públicas).

Quadro III (continuação)

ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

Data	Alteração
Dezembro de 1990 a Março de 1991.	Grande Operação de absorção da liquidez excedentária depositada no Banco de Portugal (que equivalia a mais de 12 por cento do PIB). A operação envolveu a emissão de dívida pública colocada junto do sistema bancário. Uma parte do empréstimo contraído pelo sector público foi utilizado na amortização antecipada de dívida externa e o remanescente foi utilizado na amortização de títulos de dívida pública da carteira do Banco de Portugal.
1990-1991	Reintrodução de controlos à entrada de capitais no contexto das dificuldades de gestão da liquidez interna. Em Julho de 1990, foi estabelecido um depósito obrigatório de 40 por cento dos créditos obtidos no estrangeiro e um ano mais tarde foram reintroduzidas restrições à aquisição de dívida pública por parte de não residentes.
6 de Abril 1992	Adesão do escudo à banda larga (+/- 6 por cento) do mecanismo cambial do SME; a taxa central face ao ECU foi fixada em 178.735 escudos por ECU e a taxa central face ao marco em 86.9393 escudos por marco.
Maio 1992.	Conclusão do processo de liberalização das taxas de juro bancárias (as taxas mais relevantes haviam sido liberalizadas no período até 1989).
16 de Setembro 1992.	Algumas moedas do mecanismo cambial sofrem um forte ataque especulativo. A taxa central da peseta é desvalorizada em 5 por cento e a libra esterlina e a lira abandonam o mecanismo cambial. O Banco de Portugal consegue defender o escudo, recorrendo a montantes muito significativos de intervenções cambiais e fortes aumentos de taxas de juro.
23 de Novembro 1992	Desvalorização de 6 por cento da taxa central do escudo (taxa central da peseta igualmente desvalorizada em 6 por cento).
16 de Dezembro 1992.	Eliminação total dos controlos de capitais. Plena convertibilidade do escudo.
Dezembro 1992	Encerramento da conta corrente do Tesouro no Banco de Portugal (Lei Nº 2/92). Saldo em dívida convertido num empréstimo a 10 anos, com uma taxa de juro inicial de 1.3 por cento que convergiria gradualmente para as taxas de mercado.
1 de Fevereiro 1993.	Desvalorização de 10 por cento da taxa central da libra irlandesa.
13 de Maio 1993.	Desvalorização da taxa central do escudo em 6.5 por cento (taxa central da peseta desvalorizada em 8 por cento).

Quadro III (continuação)

ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

Data	Alteração
2 de Agosto 1993.....	Alargamento das bandas de flutuação do mecanismo cambial para +/- 15 por cento.
1 de Janeiro 1994	Segunda fase da União Económica e Monetária (UEM) – proibição de financiamento monetário aplica-se ao conjunto dos países da União Europeia.
12 de Julho 1994	Melhoria dos procedimentos de intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário. Criação de uma facilidade de absorção de liquidez destinada a estabelecer um limite inferior às taxas de juro de muito curto prazo. As taxas de juro aplicáveis às facilidades de absorção de liquidez e de crédito <i>overnight</i> (criada em Julho de 1993) estabeleciam um corredor para a taxa de juro determinada em leilão, a qual se tornou o principal instrumento para influenciar as taxas de juro no mercado monetário e sinalizar a orientação da política monetária.
1 de Novembro 1994	Introdução de um novo sistema de reservas de caixa. Coeficiente de reservas reduzido de 17 por cento (parcialmente remunerado) para 2 por cento (não remunerado). A liquidez libertada com esta alteração de regime foi esterilizada através da emissão de Certificados de Depósito do Banco de Portugal.
6 de Março 1995	Desvalorização da taxa central do escudo em 3.5 por cento (taxa central da peseta desvalorizada em 7 por cento).
12 de Setembro 1995.....	Alteração da <i>Lei Orgânica do Banco de Portugal</i> (D-L N.º 231/95 de 12 de Setembro). O Banco passa a ter “por atribuição principal manter a estabilidade dos preços, tendo em conta a política económica global do Governo” e vê reforçada a sua autonomia na condução da política monetária. A proibição de financiamento monetário é formalmente consagrada.
31 de Janeiro 1998.....	Alteração da <i>Lei Orgânica do Banco de Portugal</i> (Lei N.º 5/98 de 31 de Janeiro). A nova Lei consagra a independência do Banco de Portugal e determina a integração do Banco no Sistema Europeu de Bancos Centrais a partir de Janeiro de 1999.
2 de Maio 1998.....	O Conselho Europeu decide que Portugal reúne as condições para a adopção do euro a partir de 1 Janeiro de 1999.
31 de Dezembro 1998.....	Escudo convertido no euro à taxa de 200.482 escudos por euro (102.505 escudos por marco).
(a) Para uma cronologia das principais etapas do processo de liberalização dos movimentos de capitais, veja-se o <i>Relatório Anual</i> do Banco de Portugal 1992 (Capítulo V).	