

A ADESÃO DO ESCUDO AO MECANISMO DE TAXAS DE CÂMBIO DO SME: UMA PERSPECTIVA

Alda Silvestre

Introdução

Nestes últimos meses que mediaram entre a apresentação da nossa tese de doutoramento na Universidade de Paris II (Outubro de 1989) e a data de elaboração do presente artigo (Outubro de 1990), a problemática da adesão do escudo ao mecanismo de taxas de câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME) adquiriu muito maior relevância, em grande parte motivada pela aceleração do processo de integração a nível comunitário, decorrente da reunificação alemã.

De facto, o crescente interesse por esta problemática manifestado a nível interno pelos intelectuais, pelo governo, pelos agentes económicos e pela opinião pública levou à realização de conferências e à publicação de artigos onde foram analisados diversos aspectos relativos à posição a assumir pelo escudo face ao SME.

A maioria dos artigos em questão refere diversos obstáculos que dificultam a participação do escudo no MTC, como é o caso dos desequilíbrios estruturais da economia portuguesa (taxa de inflação elevada, défice orçamental importante, fragilidade da balança de transacções correntes) e do fraco desenvolvimento do sistema financeiro interno, e frisam o peso destes factores na decisão política relativa à adesão do escudo ao referido mecanismo. Decorrente da análise destes problemas, as opiniões expressas não são unânimes sobre o *timing* a adoptar pelas autoridades para a tomada da decisão política: uns opinam que o escudo já devia ter aderido em Junho de 1989, independentemente da divergência nominal e real entre a economia portuguesa e a CEE, enquanto outros favorecem uma decisão de adesão após a obtenção de uma maior convergência nominal entre a economia portuguesa e a CEE, pese embora a necessidade de apressar as medidas nesse sentido, face à aceleração da reunificação alemã concretizada desde 3 de Outubro de 1990 (1).

Este artigo está subdividido em três secções. Na secção I são abordados alguns aspectos da reunificação alemã julgados relevantes no curto/médio prazo para a evolução do processo de estabelecimento da União Económica e Monetária no conjunto da CEE. Na secção II tecemos algumas considerações críticas sobre os argumentos apresentados em favor da adesão imediata

(1) Apesar de a reunificação alemã ser um facto a partir desta data, neste artigo continuaremos a utilizar as designações de «este» e «oeste-alemão» e de «RDA» e «RFA» para distinguir as diferenças, a diversos níveis, que se manifestam nos dois territórios da actual Alemanha unificada.

do escudo ao MTC do SME. Na secção III explicitamos alguns comentários sobre as necessidades de adaptação de diferentes domínios da economia portuguesa face à problemática em epígrafe, tentando enquadrar a evolução provável do Sistema à luz do recente processo de reunificação das duas Alemanhas. A finalizar apresentamos algumas conclusões sobre a inoportunidade de uma adesão do escudo ao MTC do SME antes da prévia execução de medidas julgadas indispensáveis face ao actual funcionamento do referido mecanismo.

Secção I

Desde Novembro de 1989, e com mais intensidade nos primeiros meses de 1990, assistiu-se a importantes modificações no chamado «bloco de Leste», processo este iniciado na União Soviética e que se alargou aos diferentes países do bloco socialista, no sentido de uma democratização mais ou menos acelerada. Neste caso específico interessam-nos as modificações ocorridas na Alemanha de Leste, na medida em que a reunificação alemã terá provavelmente um impacte importante no curto/médio prazo sobre o funcionamento do SME e sobre a evolução do processo de estabelecimento da União Económica e Monetária (UEM) no conjunto da CEE dos Doze.

Assim, as negociações entre as autoridades este e oeste-alemãs culminaram com a reunificação das duas Alemanhas, após a obtenção de consensos importantes entre estas duas partes e as quatro nações vencedoras da 2.^a Guerra Mundial no que respeita à manutenção da actual fronteira com a Polónia, à participação da Alemanha unificada na NATO e à comparticipação monetária a fornecer à URSS pelo novo Estado Alemão para financiar o futuro realojamento de tropas soviéticas ainda estacionadas nos territórios da antiga RDA.

Antes da concretização da reunificação, as duas Alemanhas tiveram motivos internos importantes a contribuir fortemente para a aceleração da reunificação das duas partes:

- Do lado oeste-alemão, o Chanceler Kohl soube canalizar politicamente os problemas levantados pela forte emigração de alemães de Leste para a RFA, e a necessidade de estancar esse fluxo foi o argumento tido como mais premente para acelerar o processo de reunificação;
- Do lado leste-alemão, o êxodo mensal de cerca de 70 000 nacionais era apresentado como uma das muitas causas da recessão verificada na economia da RDA, evidenciada no último trimestre de 1989 por um crescimento negativo da ordem dos 3 % a 4 % relativamente a igual período do ano anterior. Além do mais, a satisfação das reivindicações de aumentos de salários e de reformas absorveriam pelo menos 8000 milhões de dólares, custo incomportável para a debilitada economia leste-alemã, não deixando outra alternativa senão a adesão total ao modelo de economia de mercado seguido pela RFA.

Entretanto, são já conhecidas algumas das dificuldades que a Alemanha unificada terá de suportar decorrentes dos problemas existentes na economia da antiga RDA.

Abstraindo a influência de factores de ordem internacional imprevistos (como a subida dos preços do petróleo motivada pela crise do golfo), é de esperar que no curto/médio prazo a conciliação dos objectivos de estabilidade demográfica e monetária e de competitividade na Alemanha unificada se salde por algumas dificuldades a nível da manutenção do controlo da taxa de inflação e das taxas de juro em níveis próximos dos que vigoravam na antiga RFA.

O nível da taxa de inflação tenderia a subir na Alemanha unificada em consequência da maior pressão da procura de bens de consumo pelos alemães de Leste. No entanto, este receio tem vindo a dissipar-se em função da congregação de quatro tipos de factores a seguir discriminados de forma diferenciada.

Primeiro, os preços no consumidor em vigor para alguns produtos no território da antiga RDA irão baixar (embora outros subam) devido à aplicação das regras de mercado na sua determinação.

Segundo, a inflação pela procura de bens será menor que o previsto, porque, face à insuficiência de resposta do sistema produtivo nacional, o acréscimo da procura pode ser satisfeito pelo aumento das importações, eliminando-se assim o seu impacte sobre o nível de preços.

Terceiro, os alemães de Leste poderão conservar parte da sua poupança acumulada em depósitos a prazo ou preferir novas hipóteses de gastar dinheiro, alternativas ao consumo imediato, nomeadamente em despesas no estrangeiro (turismo) e em investimentos financeiros oferecidos pelos bancos oeste-alemães. Neste caso, a repartição da carteira de despesas depende da distribuição actual da poupança na RDA e dos rendimentos oferecidos pelos activos financeiros disponíveis. Seguindo Gebauer (1990), 80 % da poupança são detidos por 20 % da população e a diversificação entre activos reais e financeiros parece provável, sendo plausível que somente uma pequena parte desses novos meios seja gasta de imediato em bens de consumo. A contrariar esta tendência de consumo controlado poderá estar o aumento de liquidez na posse das camadas mais desfavorecidas, resultante do aumento dos diversos tipos de subvenção distribuídos pela Segurança Social (despesas correntes, subsídios de desemprego, reformas) após a aproximação das taxas para níveis da RFA. Esta pressão inflacionista poderá ainda manifestar-se pela via do financiamento do crescente défice orçamental. Mesmo assim, os riscos inflacionistas devidos a um excesso de liquidez serão reduzidos graças às possibilidades de investimento em activos financeiros de taxa de juro interessante.

Quarto, e muito provavelmente mais importante, a credibilidade do Bundesbank terá necessariamente um efeito altamente moderador do eventual efeito inflacionista derivado da circulação de liquidez excedentária resultante da substituição dos *Ostmark* por *Deutschmark* no território da antiga RDA.

A nível das taxas de juro nominais, a tendência para a subida poderia ocorrer pela conjugação de dois factores: o aumento da taxa de inflação (efeito Fisher) e o aumento da procura de capitais motivada pelas carências do sistema produtivo da RDA.

Se não se verificar o esperado efeito inflacionista pelas razões atrás apresentadas, as taxas de juro nominais não sofrerão aumento significativo por efeito da reunificação alemã — embora não seja de excluir a hipótese de eventuais sobreajustamentos dos mercados financeiros, suscitados pelas expectativas criadas pela difusão de notícias pontuais pelos meios de comunicação social.

Por outro lado, a procura de capitais deverá ser forte se atendermos à produtividade esperada, decorrente quer das disponibilidades de investimento no mercado da RDA, quer noutros países da Europa de Leste que mantêm laços preferenciais com a economia este-alemã.

No entanto, a economia da Alemanha unificada dispõe de diversas fontes de capital suplementar capazes de darem resposta a este aumento potencial da procura. Por um lado, é sempre possível apelar para o espírito nacionalista e, com este e outros argumentos afins, fazer passar um aumento da fiscalidade directa a nível nacional, acompanhado da eventual reafecção de fundos de diversas rubricas do orçamento federal. Por outro lado, poderão ser mobilizados activos líquidos em circulação na RFA ou colocados no exterior. Por fim, os fluxos de capitais exportados para o exterior poderão ser reorientados para investimentos na RDA, na condição de a produtividade esperada destes últimos ser maior que a de outros alternativos em países terceiros.

Assim, recorrendo a números indicados por Gebauer (1990), os 100 biliões de *Deutschmarks* necessários anualmente para a recuperação da RDA poderão ser obtidos em diversas fontes, tendo em conta que:

- Em 1989, as exportações alemãs de capitais ultrapassaram os 100 biliões de *Deutschmarks*;
- Em 1988, a poupança privada interna (famílias + empresas) elevou-se a 265 biliões de *Deutschmarks*;
- Em finais de 1988, as disponibilidades líquidas detidas pelos alemães no estrangeiro atingiram 427 biliões de *Deutschmarks* (2.º lugar mundial, após o Japão).

Estes dados deixam antever que os capitais disponíveis podem ser suficientes para o investimento necessário na RDA, diminuindo grandemente o risco de subida das taxas de juro provocada pela reunificação, na ausência de outros efeitos provocados por factores internacionais que possam eventualmente alterar os valores das disponibilidades líquidas acima referidas.

A nível da CEE, os Estados membros apoiaram o processo da reunificação alemã e têm-se pronunciado sobre o impacte da adesão da RDA à Comunidade e sobre as implicações de uma Alemanha unificada sobre o processo de estabelecimento da futura UEM no espaço comunitário.

Por um lado, a rapidez das autoridades alemãs na tomada de medidas visando a reunificação dos dois Estados contrasta de forma flagrante com a

óptica prudente e moderada que lhes era característica desde o início da década de 70 a propósito da União Monetária Europeia. Por outro lado, o futuro sucesso da reunificação alemã confirmará a possibilidade de estabelecer uma UEM bem sucedida entre Estados com níveis desiguais de desenvolvimento. Enfim, o estabelecimento da UEM a nível comunitário seria uma boa solução, do ponto de vista geopolítico, para enquadrar o desenvolvimento da grande potência alemã no seio de uma Comunidade em vias de expansão para os países nórdicos e eventualmente no sentido da Casa Comum de que fala Gorbachev. Enfim, convém frisar que o sucesso da reunificação alemã pode ser viável porque três condições fundamentais foram conseguidas, isto é, o *Bundesbank* é a autoridade monetária independente das duas partes, o *Deustschmark* passou a ser a moeda única dos antigos dois Estados e modificou-se a orientação da política económica na RDA, definindo-se para os dois Estados políticas monetárias e fiscais que visam a estabilidade como objectivo principal.

Na «Conclusão» diremos se estas condições necessárias que tornam possível a união monetária alemã estão a ser implementadas na CEE com vista ao estabelecimento da UEM na Comunidade.

Secção II

De entre os autores favoráveis a uma rápida adesão do escudo ao MTC do SME destaca-se Torres (1990), que é de opinião que «a participação do escudo no MTC do SME depois de 1992 pode já não ser possível, porque a Europa e Portugal estão a mudar (e podem possivelmente divergir e não convergir), porque a falta de uma estratégia de taxa de câmbio/monetária, em simultâneo com a aparente liberdade política presente, tem um preço elevado (em termos de inflação, finanças públicas e competitividade) para a economia portuguesa». Assim sendo, este autor «propõe como estratégia a utilização do SME como instrumento para um ajustamento bem sucedido e suave (estabilização e liberalização) para os futuros choques reais (a realização do Mercado Único Europeu, uma maior integração com a EFTA e com os países do Leste europeu e outros) e para o processo de integração monetária e financeira europeia». Além do mais, «para que Portugal participe de maneira eficaz na 1.ª etapa da UEM, o escudo deverá já observar a banda de flutuação mais apertada, o que torna muito difícil imaginar a possibilidade de uma moeda fraca aderir à banda de flutuação alargada depois de 1991»⁽²⁾.

(2) O original em Torres (1990) é o seguinte:

While joining the EMS after 1992 may no longer be possible, exactly because Europe and Portugal are changing (and may possible diverge and not converge), the lack of an exchange rate/monetary strategy, coupled with the present apparent policy freedom, has a high price (in terms of inflation, public finance and competitiveness) for the Portuguese economy. The strategy proposed here consist precisely in using the EMS as an instrument for a successful and smooth adjustment (stabilization and liberalization) for the coming real shocks [p. 3 The completion of the European single market, closer integration with EFTA and East European countries and the like] and the process of European monetary and financial integration. [...] If Portugal is to successfully participate in the first stage of EMU, EMS membership will require the escudo to fluctuate within the narrow band.

Vejamos alguns comentários que se nos afiguram importantes acerca destas afirmações.

Quanto às mudanças em curso na Europa e em Portugal, é de esperar que o Governo Português estabeleça uma estratégia política que permita acelerar a convergência real e nominal entre Portugal e a Europa, quer por pressão dos compromissos assumidos pelo nosso país no quadro das medidas transitórias previstas nos Actos de Adesão às Comunidades, quer no âmbito das directivas que regulamentam a criação do Mercado Interno e o estabelecimento da UEM no espaço da CEE. Esta estratégia é fundamental face à aceleração da integração vivida a nível comunitário e à dificuldade recente das autoridades portuguesas em controlarem a inflação interna. Este esforço de convergência poderá traduzir-se por uma leve descida dos valores da inflação doméstica, tendo em conta o possível aumento do nível da inflação média no SME devido à recente participação da libra esterlina (com valores de inflação nacional acima da média do Sistema) e aos efeitos previsíveis dos aumentos do petróleo derivados da crise do golfo.

Quanto à utilização do SME como instrumento para o ajustamento dos choques reais esperados e para o processo de integração europeia, tal afirmação parece-nos excessiva por três ordens de factores: as exigências do próprio funcionamento do SME; as causas dos choques reais esperados que não serão resolvidas com a adesão do escudo ao MTC e ainda a evolução provável do SME devido à reunificação alemã e à recente adesão da libra esterlina.

Quanto ao SME, vejamos algumas das exigências do funcionamento do seu mecanismo de câmbios a que o escudo terá de se submeter aquando da adesão:

- A fixação de uma paridade ajustada da moeda portuguesa relativamente à dos outros participantes no Sistema só será viável após a liberalização das trocas de modo a ter em conta a nova estrutura de trocas do País com o exterior, nomeadamente, com os Estados da CEE;
- O funcionamento do mecanismo do indicador de divergência pressupõe a existência de paridades bilaterais determinadas a partir das taxas de câmbio do escudo em vigor numa das praças financeiras dos países membros da CEE. Actualmente, o mercado externo do escudo é muito restrito e a atestar a importância deste pormenor técnico está o facto de as taxas de juro do escudo no euromercado terem chegado a valores da ordem dos 60 % durante o passado mês de Agosto;
- O bom funcionamento do mecanismo de câmbios do SME exige que o país membro seja capaz de proceder aos seus ajustamentos internos por outros meios que não o da utilização da depreciação da taxa de câmbio, daí a necessidade de baixar o nível de inflação portuguesa de modo a não se ter de recorrer à *crawling-peg* ou a desvalorizações sistemáticas do escudo, aquando dos realinhamentos que se efectuam no Sistema para restabelecer a paridade de compra das moedas participantes face ao exterior.

Quanto à utilização do SME como instrumento para facilitar o ajustamento face aos choques reais que se avizinham, este argumento parece-nos à primeira vista duvidoso, senão falacioso: duvidoso, na medida em que parece ser difícil conjugar o desenvolvimento do sistema produtivo interno com o funcionamento tendencialmente deflacionista do Sistema, verificado no passado recente ⁽³⁾; falacioso, porque uma adesão precoce do escudo — sem a aplicação prévia das necessárias reformas de liberalização e de modernização do sistema financeiro nacional — poderá influir negativamente nas expectativas dos agentes económicos, que poderiam julgar tal decisão política inoportuna e não credível face à política económica seguida. Além do mais, utilizar a adesão ao SME como desafio externo capaz de obrigar as autoridades portuguesas a efectuarem as reformas necessárias ao ajustamento é, pelo menos, repetir a receita utilizada aquando da adesão do País às Comunidades ou ainda minimizar o impacte do estabelecimento do Mercado Único sobre a economia portuguesa.

Para finalizar temos de considerar que é ainda difícil de prever se a estabilidade do passado do SME não será afectada por novas dificuldades decorrentes da crise do golfo, da evolução do processo de reunificação alemã e pela recente adesão da libra esterlina.

Quanto à reunificação alemã, a sua evolução poderá não influenciar grandemente o funcionamento do SME se tivermos em conta a credibilidade de que goza o *Bundesbank*, plenamente confirmada pela forma como tem sido conduzido o processo da reunificação alemã. Sobre o impacte dos factores crise do golfo e adesão da libra esterlina tudo está ainda por definir.

Sobre este último factor há que reconhecer que a tomada de decisão da parte do Governo Britânico, para além da utilidade política interna, representa o reconhecimento da importância da Alemanha unificada dentro da CEE e da necessidade de acompanhar a dinâmica desenvolvida no processo de integração europeia, criando a hipótese de estabelecimento de um eixo alternativo franco-libra em caso de dificuldade, ainda que temporária, do *Bundesbank* em continuar a assegurar a manutenção das suas orientações no eixo marco-franco.

Secção III

A economia portuguesa está confrontada com o duplo desafio de melhorar a convergência nominal e real relativamente à CEE e de liberalizar o conjunto da economia, quer internamente, quer relativamente ao exterior.

⁽³⁾ Recentemente foi apresentado pelo Ministério das Finanças o Quadro de Ajustamento Nacional para a Transição para a União Económica e Monetária (QUANTUM), onde estão previstas medidas tendentes a facilitar esse ajustamento.

Ora, esta tarefa não é fácil, tanto mais que a prossecução destes objectivos não é isenta de conflitos. Por um lado, determinados aspectos da melhoria da convergência real podem ser potencialmente conflituantes entre si e com a melhoria de convergência nominal. Vejamos alguns exemplos:

- A reestruturação da agricultura em moldes comunitários e a dos sectores «sensíveis» indicados nos Actos de Adesão provocará um aumento da taxa de desemprego, caso o aumento da procura de emprego daí resultante não seja absorvido pelos outros sectores da economia;
- A modernização do nosso sistema produtivo com as ajudas dos fundos comunitários provoca um acréscimo das despesas públicas, pela participação do Estado nos projectos co-financiados pela CEE, e a redução do défice orçamental é tida como fundamental para o controlo da inflação;
- A manutenção de alguns obstáculos ao financiamento das despesas públicas através do mercado e o excesso de despesas orçamentais contribuem para as dificuldades experimentadas no controlo da subida dos preços, tendo este último factor justificado a manutenção de limites indicativos ao crédito, com efeitos nocivos para a remodelação das pequenas e médias empresas.

Por outro lado, os objectivos de liberalização interna da economia, e desta face ao exterior, apresentam também pontos de conflito potencial, dos quais citamos:

- A eliminação total dos *plafonds* indicativos ao crédito torna-se difícil numa situação de não financiamento concorrencial das necessidades do sector público pelo mercado;
- A manutenção do enquadramento do crédito criou hábitos de pouca racionalidade na gestão da banca nacionalizada e o fim dos limites ao crédito trará problemas de rentabilidade a grande parte do sector nacionalizado do sistema bancário, dificultando a reorganização deste em termos concorrenciais no Mercado Interno que se avizinha;
- Devido ao afluxo de capitais estrangeiros, possibilitado pela liberalização de algumas operações com o exterior, a solução de curto prazo encontrada foi o aperto dos limites indicativos ao crédito com impacte quer sobre o processo de convergência real quer sobre o da liberalização financeira interna e externa.

Face a estes exemplos (e outros não evocados) de conflitualidade entre os objectivos, que estratégia seguir? Finalizar rapidamente o processo de liberalização interna e adiantar o processo de liberalização face ao exterior antes de acumular o novo desafio de adesão do escudo ao MTC do SME, ou, a moeda portuguesa participar neste mecanismo sem ter criado previamente as condi-

ções necessárias para uma participação frutuosa e para a observância de margens de flutuação autorizada, sem necessidade de frequentes ajustamentos de paridade? Em nossa opinião, a primeira opção parece a mais viável para o futuro próximo. Vejamos porquê.

Conclusão

A opção de criar previamente as condições necessárias para uma adesão harmoniosa do escudo ao mecanismo de câmbios do SME no mais breve espaço de tempo parece-nos ser a opção ideal, embora tal não signifique que se deva adiar essa tomada de decisão política com base na inexistência das condições necessárias e suficientes.

Por outras palavras, Portugal, enquanto país membro da Comunidade, deve e tem todo o interesse em participar na concretização dos projectos em curso no espaço comunitário. Este interesse é notório, quer se trate do estabelecimento do futuro banco central da Comunidade, da problemática da moeda paralela/moeda única ou ainda da discussão da orientação das políticas económicas, monetárias e fiscais nacionais com vista à estabilidade cambial. Para termos uma ideia da importância destas questões a nível da CEE convém referir que num relatório sobre o ecu, concluído em Maio de 1990, elaborado por Ernerst & Young Management Consultants com o National Institute for Economic & Social Research para a associação para a União Monetária da Europa, é dito que, se houver nos próximos 12 meses uma decisão política dos Doze favorável à escolha do ecu como moeda da Comunidade, poder-se-á apontar 1997 como data plausível para a obtenção da convergência económica suficiente entre os países membros. Em contrapartida, a ausência da necessária iniciativa política da parte dos Doze tornará difícil o estabelecimento da UEM na CEE mesmo para o fim desta década.

Por outras palavras, o processo de decisão relativo aos três pilares fundamentais da UEM está em vias de definição: a criação de uma moeda e de um banco central, com funções específicas para elaborar a política monetária a aplicar pelos Estados membros, com vista a assegurar a estabilidade.

A avaliar pela experiência dos anos 70, os consensos necessários são difíceis de obter sobre a escolha entre uma moeda paralela (o ecu ou outra) e uma moeda única, sobre o funcionamento e atribuições do banco central ou sobre os objectivos para as políticas e modo mais ou menos centralizado da respectiva elaboração e controlo. No entanto, a Comunidade não pode perder esta segunda oportunidade de estabelecer a UEM, devido à multiplicidade e envergadura dos desafios em questão: os objectivos contidos no Acto Único e suas exigências, a dinâmica criada pela reunificação alemã e pela democratização do Leste e as expectativas a nível internacional acerca do estabelecimento do Mercado Único em 1992. A avaliar pela experiência passada, a perda desta oportunidade, provocada por problemas derivados da crise do golfo, da indisponibilidade da Alemanha unificada confrontada com dificuldades internas

da unificação ou ainda por outros factores a acontecer, poderá implicar uma espera de longos anos, se não de várias décadas, até tornar a ter credibilidade interna e externa para um projecto análogo ao actual. Neste contexto, Portugal não deve perder a oportunidade de participar na definição e estabelecimento das regras e instituições que irão gerir o funcionamento da Comunidade nos anos vindouros, sob pena de ter de obedecer a normas e a instituições cuja gestação não pôde minimamente influenciar e de ter de aceitar condicionalismos que não pôde negociar.

Assim sendo, as autoridades portuguesas deverão empenhar-se em aplicar o mais rapidamente possível as medidas que permitam a convergência da economia portuguesa com o *adquirido comunitário* e participar de maneira activa no estabelecimento da UEM no espaço comunitário. No entanto, também é igualmente verdade que os desníveis de desenvolvimento entre Portugal e a média comunitária têm motivado a concessão de prazos dilatados para a realização desta aproximação, e querer que o escudo adira ao mecanismo de câmbios do SME sem se terem cumprido as tarefas relativas a esses ajustamentos, antecipando prazos negociados, parece-nos querer inverter a ordem das prioridades.

No entanto, dado o carácter político que a decisão de adesão de uma moeda ao MTC do SME envolve, o mais provável é o Governo Português anunciar a entrada do escudo no Sistema na véspera de eleições, independentemente de estarem ou não reunidas todas as condições prévias para uma participação frutuosa da moeda portuguesa.

BIBLIOGRAFIA

- BELEZA, M., e MACEDO, J. B. (1988), «Implicit Taxes and Credit Ceilings: The Treasury and the Banks in Portugal», Universidade Nova de Lisboa, documento de trabalho n.º 106.
- ERNST & YOUNG & the N. I. E. S. R. (1990), «A Strategy for the ECU», *De Pecunia*, edição especial, Junho de 1990.
- GEBAUER, W. (1990), «Union monétaire allemande: Théories implicites et conséquences européennes», *Repères*, II/1990, n.º 21.
- SILVESTRE, A. (1989), *L'Adhésion du Portugal au SME et le développement de l'ECU*, tese de doutoramento, 1989, Paris II.
- TORRES, F. (1989), «Portugal, the EMS and 1992. Stabilization and Liberalization», documento apresentado na Conferência sobre o SME, Atenas.
- (1990), «Portugal's Monetary Integration into a Changing Europe: A Proposal», a publicar em *Economia*, vol. XIII, n.º 3.