



NOTAS ECONÓMICAS **10**

A MOEDA ÚNICA NA REINVENÇÃO DA EUROPA

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Especulação cambial na transição para o Euro



João Loureiro Faculdade de Economia da Universidade do Porto

1. O timing do anúncio das taxas de conversão em Euros

O artigo 109º-L do Tratado da União Europeia estipula que «*Na data de início da terceira fase [da União Económica e Monetária], o Conselho, deliberando por unanimidade dos Estados-membros que não beneficiem de uma derrogação, sob proposta da Comissão, e após consulta do BCE, determina as taxas de conversão às quais as suas moedas ficam irrevogavelmente fixadas e as taxas, irrevogavelmente fixadas, a que o ECU substitui essas moedas, e o ECU será uma moeda de direito próprio. Esta medida, só por si, não modifica o valor externo do ECU.*»

Na Cimeira de Madrid de Dezembro de 1995 foi decidido que a terceira fase da União Económica e Monetária (UEM) terá o seu início em 1 de Janeiro de 1999. Na mesma Cimeira, a futura moeda única foi baptizada de «Euro», tendo sido decidido que o ECU oficial deixará de existir a partir do primeiro dia de 1999 sendo, para todos os efeitos, substituído pelo Euro com base numa relação de um para um; esta relação só não será observada se algo em contrário tiver sido contratualmente estipulado¹. Combinando o estipulado no Tratado de Maastricht e as decisões tomadas em Madrid, resulta que, a partir do início de 1999 a conversão das moedas dos países seleccionados para a UEM (que passaremos a designar de países «in», em contraponto a países «out» – aqueles que ficarem fora da UEM) para Euros terá que ser feita às taxas de câmbio observadas no mercado no último dia de 1998.

O facto de ser o mercado a determinar no último dia de 1998 as taxas de conversão pode introduzir incentivos a que, uma vez decididos quais os países da primeira vaga da UEM, os respectivos bancos centrais façam uma gestão estratégica da taxa de câmbio no período que medeia entre a sua selecção e a entrada em funcionamento da UEM. A título de exemplo, suponha-se que em Maio de 1998 Portugal era eleito como um dos membros fundadores da UEM. Dado que tal decisão é irreversível, as autoridades portuguesas poderiam aproveitar os últimos oito meses do ano para deixar depreciar o escudo, de forma a que a conversão fosse feita com o escudo fraco. Ainda que a depreciação tivesse efeitos negativos sobre algum dos critérios de convergência, tal já não era relevante pois a selecção de países estava feita. Em contrapartida, a referida depreciação apresenta, na perspectiva de um governo, dois tipos de vantagens:

- (i) o país entra para a UEM com competitividade internacional acrescida;
- (ii) a depreciação, reflectida na taxa de conversão em Euros, significa a redução da dívida pública em termos reais a partir da altura em que aquela passa a ser denominada no novo espécimen.

O incentivo que indicámos para Portugal no caso de vir a ser um dos países «in», aplica-se a um qualquer outro país nas mesmas condições. Evidentemente que se todos tivessem o mesmo tipo de comportamento, pouco aproveitaria a cada um deles a depreciação que pudessem promover durante 1998. Portanto, embora o comportamento enunciado não seja do interesse colectivo é,

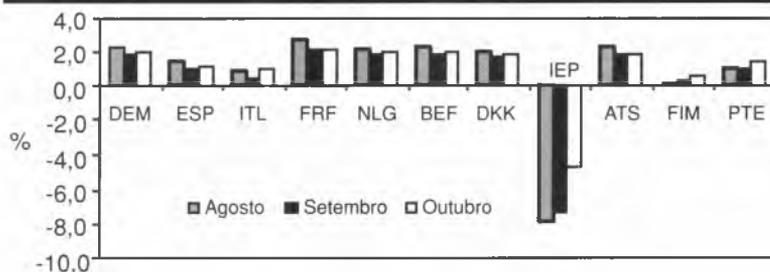
¹ Esta decisão, ainda que facilitando a conversão de contratos actualmente denominados em ECUs em contratos denominados em Euros, virá a beneficiar os credores, prejudicando os devedores. De facto, a partir do início da UEM, é natural que o cabaz ECU se venha a depreciar face ao Euro, dado que o cabaz ECU contém moedas emitidas por países que, é hoje certo, não farão parte do grupo dos fundadores e que se presume que virão a perder valor pelo facto de não terem sido fundidas no Euro. Conforme avança Obstfeld (1997), a regra de conversão 1:1 poderá ter sido um expediente político para evitar a revisão do Tratado de Maastricht. Ao decretar-se que o Euro é a continuação do ECU, ultrapassa-se o facto do Tratado de Maastricht designar por ECU a moeda europeia e de impor que o valor externo do ECU não sofra alterações no início da terceira fase da UEM.



no entanto, do interesse individual; a mera eventualidade de um país poder depreciar incentiva a que outros países tenham esse comportamento.

Existindo o referido incentivo, poder-se-ia levantar a questão de saber se há espaço para depreciações sem infringir qualquer norma em vigor. A única limitação poderia advir do normal funcionamento do Sistema Monetário Europeu (SME). No entanto, dado que este permite flutuações das taxas de câmbio de mercado dentro de uma banda que é de ± 15 por cento, existe espaço de manobra para o referido comportamento. Tal pode ser constatado através da figura 1, a qual apresenta desvios médios mensais das taxas de câmbio de mercado do ECU para cada uma das moedas do Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do SME, tomando como referência as correspondentes taxas de câmbio centrais, actualmente em vigor. Os valores apresentados respeitam aos meses de Agosto, Setembro e Outubro de 1997.

Figura 1 – Desvios das taxas de câmbio de mercado face à paridade central do ECU



Fonte: Loureiro (1997)

Conforme documenta a figura 1, as taxas de câmbio de mercado do ECU têm-se apresentado praticamente no centro da banda do MTC. A moeda para a qual se observa um desvio mais acentuado é a libra irlandesa, a qual se tem vindo a apresentar apreciada face à sua paridade central; tal situação acomoda um grande espaço de manobra para eventuais depreciações dentro da banda. O desvio das moedas do MTC mais depreciadas não ultrapassa 2 por cento das respectivas paridades centrais.

A fim de evitar a tentação enunciada, foi decidido, em Setembro de 1997, que as taxas de câmbio de conversão das moedas nacionais seriam tornadas públicas em simultâneo com o anúncio do conjunto dos países fundadores da UEM². Estas taxas, a anunciar em Maio de 1998, se credíveis, tenderão a ser as taxas que se verificarão no mercado no final do ano. Se as taxas anunciadas não se revelarem credíveis, os países seleccionados terão que tomar as medidas ao seu dispor no sentido de fazer convergir as taxas de câmbio de mercado do último dia de 1998 para as taxas previamente anunciadas.

O anúncio a ser feito no início de Maio de 1998 dirá respeito às taxas de câmbio bilaterais entre as moedas dos países seleccionados. Se em Maio de 1998 fossem anunciadas as taxas de conversão das moedas «in» em Euros, um tal anúncio exigiria a defesa das paridades a estabelecer para as moedas pertencentes ao cabaz do ECU que venham a ficar de fora da UEM³. Só dessa forma seria possível ter-se em 1 de Janeiro de 1999 a relação 1 ECU=1 Euro sem que o valor externo do ECU sofresse qualquer ruptura. No entanto, um tal anúncio com referência ao Euro levantaria o problema de saber quem seria responsável por defender as paridades entre moedas «in» e moedas «out». Por um lado, os países que ficarem de fora da

2 A sugestão de antecipação do anúncio das taxas de conversão para uma data anterior ao início da UEM foi feita, entre outros, por De Grauwe (1996), De Grauwe e Spaventa (1997), Begg *et al.* (1997) e Obstfeld (1997).



UEM não têm qualquer incentivo para o fazer. Por outro lado, os países «in» também não estarão interessados em alinhar as suas políticas monetárias com países que não conseguiram (ou não quiseram) classificar-se para a UEM. Em consequência, a fixação de taxas de câmbio bilaterais entre moedas «in» e moedas «out», conduziria a pressões especulativas, com os mercados a testarem os valores escolhidos e as inconsistências enunciadas. Assim, o anúncio de Maio de 1998 não será feito com referência ao ECU/Euro, pelo que as taxas de câmbio bilaterais entre moedas «in» e moedas «out» deverão flutuar.

Suponha-se que Portugal era um dos países seleccionados para a primeira vaga da UEM e que, entre os países cujas moedas fazem parte da composição do ECU, ficavam de fora a Itália, a Dinamarca, o Reino Unido e a Grécia. No último dia de 1998 a taxa de câmbio de mercado do ECU contra o escudo será dada por:

$$S(\text{PTE/ECU}) = 1,393 + 0,6242 S(\text{PTE/DM})^* + 1,332 S(\text{PTE/FF})^* + \\ 0,2198 S(\text{PTE/HFL})^* + 3,301 S(\text{PTE/BEF})^* + 0,13 S(\text{PTE/LUF})^* + \\ 151,8 S(\text{PTE/LIT}) + 0,1976 S(\text{PTE/DKK}) + 0,008552 S(\text{PTE/IEP})^* + \\ 0,08784 S(\text{PTE/GBP}) + 1,44 S(\text{PTE/GDR}) + 6,885 S(\text{PTE/ESP})^*$$

em que os parâmetros da expressão são as quantidades com que cada uma das moedas entra para o cabaz do ECU⁴ e $S(\text{PTE}/j)$ é a taxa de câmbio do escudo, definida como o número de escudos por unidade de moeda j . Assumindo que as taxas de câmbio assinaladas com asterisco (*) são aquelas que são anunciadas em Maio de 1998, a cotação do ECU no último dia de 1998 estará apenas dependente das taxas de câmbio de mercado não assinaladas com *. A fixação antecipada das taxas de câmbio bilaterais das moedas dos países «in» reduz, assim, a incerteza acerca da taxa de conversão em Euros a ser anunciada em 1 de Janeiro de 1999. A incerteza que resta diz respeito às taxas de câmbio bilaterais entre as moedas dos países «in» e as moedas dos países «out» com presença no cabaz do ECU.

Suponha-se que, com base na expressão acima, no último dia de 1998 se chegava à taxa de câmbio de 202\$289⁵. Este seria o valor a usar na conversão de escudos em Euros a partir de primeiro dia de 1999, podendo 1 ECU ser convertido em 1 Euro (conforme a decisão tomada na Cimeira de Madrid) sem que o início da UEM altere o valor externo do ECU (conforme estipula o artigo 109^a-L do Tratado de Maastricht).

2. A especulação antes do anúncio...

Para a definição das taxas de câmbio bilaterais a anunciar em Maio de 1998, várias hipóteses se perfilam. Soluções possíveis seriam, por exemplo, taxas de câmbio a prazo para contratos com expiração no final do ano, a média das taxas de câmbio de mercado observadas durante um dado período de tempo, as taxas de câmbio centrais do MTC, as taxas de câmbio observadas no mercado imediatamente antes do anúncio, etc...

A favor da adopção das actuais taxas de câmbio centrais do MTC enquanto taxas de conversão bilateral mostram-se, por exemplo, Begg *et al.* (1997). Esta proposta é justificada com base em dois tipos de argumentos:

(i) É um método expedito que evita um período, mais ou menos longo, de negociação e incerteza;

3 A fixação das taxas de conversão com referência ao ECU/Euro determina, implicitamente, a fixação de paridades bilaterais. No entanto, o contrário não é verdadeiro desde que haja uma moeda, pelo menos, do cabaz do ECU que não venha a participar na UEM.

4 A composição do ECU ficou congelada com a ratificação do Tratado de Maastricht (Artigo 109^a-G).

5 No Conselho Europeu de Dublin, realizado em Dezembro de 1996, foram definidas normas práticas para a conversão. Entre elas ficou estabelecido que as taxas de conversão serão definidas ao certo para o Euro, com seis algarismos com significado.



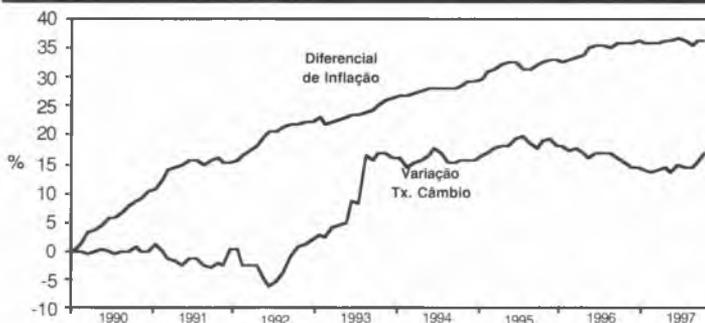
(ii) É uma regra simples e transparente que poderá ser utilizada posteriormente, quando novas vagas de países aderirem à UEM.

A proposta da fixação de taxas de câmbio com base numa média das taxas de câmbio observadas no mercado durante um dado período de tempo foi defendida, por exemplo, pelo primeiro Presidente do Instituto Monetário Europeu, Alexandre Lamfalussy.

Apesar da existência de várias soluções técnicas, a incerteza sobre qual o método a ser usado para a definição das taxas de câmbio de conversão poderá levar a que o anúncio de Maio de 1998 seja antecedido de ataques especulativos assentes em apostas sobre os níveis a serem anunciados. A especulação cambial poderá não se ficar por aqui podendo, como vamos ver, prolongar-se no tempo.

Suponha-se que o mercado antecipa a possibilidade de uma dada moeda vir a ser desvalorizada aquando da fixação das taxas de conversão. Tomemos, por exemplo, o caso da taxa de câmbio escudo/marco (cuja paridade central no MTC é de 102\$50) para a qual suponha-se que o mercado atribuía uma forte probabilidade de, em Maio de 1998, ser anunciado um valor de 110\$00⁶. A fixação deste valor poderia, eventualmente, vir a resultar de uma negociação na qual o governo português tentaria recuperar alguma competitividade perdida nos últimos anos. A figura 2 é elucidativa a este respeito. Nela é descrita a evolução dos diferenciais de inflação entre Portugal e a Alemanha acumulados desde o início de 1990, bem assim como a variação acumulada (em percentagem) da taxa de câmbio escudo/marco, também a partir do início de 1990, altura em que as autoridades portuguesas iniciaram a política de estabilidade cambial com objectivos desinflationistas. Durante o período considerado na figura (Janeiro de 1990 a Setembro de 1997), a inflação acumulada em Portugal foi 36,4 pontos percentuais superior à inflação acumulada pela Alemanha, enquanto a variação acumulada da taxa de câmbio foi de apenas 17 por cento, apesar das desvalorizações em que o escudo incorreu durante o referido período⁷. Com base neste e noutros argumentos que se possam imaginar, sustente-se a expectativa enunciada.

Figura 2 – Evolução dos preços e da taxa de câmbio nominal (Portugal vs. Alemanha)



Fonte: Estatísticas Financeiras do FMI

Se a desvalorização esperada para o escudo fosse uma pretensão das autoridades portuguesas, estas teriam duas estratégias possíveis de actuação. Uma seria manter a estabilidade e pedir a desvalorização aquando da fixação das taxas de conversão. A outra alternativa seria deixar,

6 Este valor é aqui apresentado apenas para servir de exemplo, não tendo qualquer fundamentação macroeconómica.

7 A apreciação real do escudo terá sido um dos factores que ajudou a desinflationar a economia portuguesa, de tal forma que a partir de 1996 o diferencial de inflação Portugal/Alemanha estacionou.

paulatinamente, depreciar o escudo dentro da banda até ao nível pretendido. Qualquer um destes comportamentos, desde que antecipado pelo mercado, poderá levar a pressões especulativas, que poderão ditar *timings* e taxas de câmbio não programadas pelas autoridades.

Da mesma forma, à medida que se vai aproximando a data do anúncio dos países fundadores da UEM, qualquer rumor acerca da eventual exclusão de um dado país pode dar origem a ataques especulativos. Suponha-se que surgia um rumor de que, por exemplo, a Itália não viria a ser seleccionada para o clube dos «in». Temendo que tal facto, a consumir-se, desse origem a uma depreciação da lira, é natural que os detentores desta moeda se tentem desfazer dela o mais depressa possível. No entanto, antes de ser conhecida a lista final dos países seleccionados, é uma «obrigação» da Banca d'Italia defender a sua moeda. Nestas circunstâncias fortes ataques especulativos podem ocorrer.

Tomemos ainda um outro exemplo da possibilidade de ataques especulativos antes de Maio de 1998. Suponha-se que, em vez de rumores sobre a exclusão da Itália surgiam antes rumores que o Conselho Europeu iria utilizar uma malha muito larga na selecção de países para a UEM, a qual abarcaria a generalidade dos países da União Europeia. Antecipando que, neste caso, o Euro viesse a ser uma moeda fraca, poder-se-iam gerar ataques especulativos sobre o marco, com muitos operadores a desfazerem-se da moeda alemã e a procurarem refúgio noutras moedas.

3. ... e depois do anúncio

Para além de eventual especulação cambial antes do anúncio da lista dos países participantes na UEM e respectivas taxas de conversão, a especulação pode também vir a acontecer depois daquela data. A especulação poderá incidir quer sobre moedas «in» quer sobre moeda «out». Vejamos então o que pode acontecer a partir da altura em que são conhecidos os países fundadores da UEM e as taxas de conversão bilateral.

O anúncio antecipado das taxas de conversão a serem usadas a partir de 1 de Janeiro de 1999, deve ser acompanhado do anúncio de que, até àquela data, as respectivas taxas de câmbio de mercado podem flutuar livremente ou dentro de bandas bastante largas; uma possibilidade será anunciar a actual banda de ± 15 por cento do MTC. O objectivo deste segundo anúncio é tentar evitar ataques especulativos. A não ser deixada incerteza sobre a evolução cambial, as taxas anunciadas poderão vir a ser testadas pelo mercado, ainda que tenham sido estabelecidas de acordo com os fundamentos macroeconómicos. Isto é, se quando fossem anunciadas as taxas de conversão fosse ainda anunciado que os bancos centrais dos países seleccionados para a UEM iriam defender essas paridades até ao final de 1998, havia um risco sério de os mercados se poderem revelar mais fortes que os bancos centrais⁸. Um tal anúncio seria pouco razoável tendo em conta a experiência positiva do SME no que respeita à estabilidade cambial após Agosto de 1993, altura em que as bandas normais de flutuação passaram de $\pm 2,25$ para ± 15 por cento.

Ainda que havendo a possibilidade de flutuação cambial até ao início da UEM, basta que as taxas anunciadas sejam credíveis para que as taxas de câmbio de mercado tendam a convergir com o tempo para os valores anunciados. Suponha-se que, por exemplo, era anunciada uma taxa de conversão de 30\$00 por cada franco francês. Se esta taxa for credível, os mercados esperarão que no último dia de 1998 aquele seja o preço do franco no mercado. Nestas circunstâncias a oferta de francos no mercado até ao final do ano não será feita a um preço substancialmente inferior a 30\$00 pois isso permitiria a obtenção de lucros anormais por parte dos compradores de francos franceses; da mesma forma, não existirá procura de francos para

⁸ A fixação irrevogável das taxas de câmbio antes do início da UEM exigiria acordos poucos viáveis entre os bancos centrais dos países seleccionados para a UEM. Esses acordos passariam pela fixação da massa monetária para o grupo dos países seleccionados (e não para cada um, individualmente), bem assim como o compromisso de que toda a intervenção feita na defesa das referidas paridades fosse esterilizada.





preços substancialmente superiores a 30\$00 dado que uma tal situação permitiria a obtenção de lucros anormais por parte dos vendedores. A taxa de câmbio de equilíbrio do mercado teria pois que ter um valor próximo do valor anunciado.

Suponha-se agora que alguma das taxas de conversão antecipadamente anunciadas não é credível. Neste caso chegar-se-ia ao final de 1998 com a taxa de câmbio de mercado a apresentar um valor diferente do valor anunciado. Uma tal situação, a acontecer, não permite compatibilizar a conversão às taxas anunciadas com a exigência do Tratado de Maastricht que impõe que o ECU não deverá sofrer alterações no seu valor externo com a entrada em funcionamento da UEM. Assim, um dos dois compromissos assumidos não poderia ser cumprido, tendo um deles que ser abandonado.

O que poderá vir a determinar que as taxas anunciadas não sejam credíveis? Uma possibilidade é um país seleccionado para a UEM não ver os seus anseios satisfeitos no que respeita às taxas de conversão que vierem a ser fixadas para a sua moeda. Um país que, por exemplo, pretendesse ver a sua moeda mais desvalorizada na conversão poderia ser tentado a deixá-la depreciar dentro da banda até ao final de 1998, na expectativa que o anúncio anteriormente feito venha a ser renegado. Ainda que na mente das autoridades do referido país não estivesse este tipo de comportamento, o mero facto de poder existir aquela tentação poderá levar a pressões especulativas sobre a moeda em causa.

Uma outra fonte, eventualmente promotora de ataques especulativos, prende-se com a possibilidade de a política orçamental nalguns países vir a ser relaxada após o anúncio dos países participantes na UEM. Depois das restrições impostas pelos critérios de convergência do Tratado de Maastricht, os futuros participantes da UEM só voltarão a estar sujeitos ao mesmo tipo de restrições a partir do início de 1999, altura em que entra em vigor o Pacto de Estabilidade e Crescimento. Assim, durante a maior parte de 1998 os países fundadores da UEM têm, teoricamente, a possibilidade de conduzirem as políticas orçamentais que muito bem entenderem. No caso dos países que apresentarem baixas probabilidades de selecção mas vierem a ser seleccionados para a UEM, as políticas orçamentais expansionistas recebem um incentivo adicional que resulta do facto de as taxas de juro nesses países caírem com o anúncio da sua selecção; taxas de juro mais baixas significam um menor custo do endividamento público. O mais pequeno sinal no sentido do relaxamento da política orçamental poderá vir a activar ataques especulativos sobre a moeda em causa.

Ataques especulativos no período que medeia entre a fixação das taxas de câmbio de conversão e o início da UEM poderão também ocorrer na sequência de choques assimétricos que, eventualmente, ocorram durante esse período. Suponha-se que um país seleccionado para a UEM sofria, entretanto, um choque negativo na procura externa. A desvalorização da moeda em causa seria uma das soluções para tentar ultrapassar o problema, levantando-se, assim, a hipótese de o país em causa vir a pedir a alteração da taxa de câmbio previamente fixada. É natural que o mercado antecipe este comportamento, desenvolvendo-se pressões cambiais na sequência do choque.

Os ataques especulativos subsequentes ao anúncio de Maio de 1998 podem também vir a incidir sobre moedas de países que venham a ser declarados «out». Suponha-se que a Itália, por exemplo, depois dos esforços ultimamente feitos para cumprir os critérios de convergência do Tratado de Maastricht acabava por não ser seleccionada para a primeira vaga de países da UEM. Uma tal decisão significaria uma derrota política para as autoridades italianas. Depois de exigirem aos cidadãos sacrifícios em troca da moeda única, as autoridades italianas não poderiam cumprir a promessa assumida. Em tais circunstâncias, um qualquer governo muito provavelmente terá dificuldades em manter as mesmas políticas com base na mesma promessa. Assim, é natural que o anúncio de exclusão seja interpretado pelos mercados cambiais como o início de um período de divergência nominal, em que o crescimento dos salários deixa de ter como referência o conjunto dos países «in», em que a política orçamental contraccionista inverte

a rota, etc... Em antecipação a este comportamento, os ataques especulativos sobre a moeda não qualificada são inevitáveis.

A exclusão de um dado país da UEM poderá levar, adicionalmente, a que haja contágio especulativo entre diferentes moedas, incluindo algumas das seleccionadas para a UEM. De novo, volte a supor-se que a Itália era excluída da UEM e que, na sequência desta decisão se observava a desvalorização da lira; adicionalmente, suponha-se que Portugal e a Espanha eram seleccionados para a UEM. A concorrência internacional dos três países nalguns mercados poderia vir a ditar ataques especulativos sobre o escudo e a peseta, pondo em risco as taxas de conversão anunciadas aquando do anúncio dos países fundadores da UEM. Mais ainda, as pressões cambiais sobre a lira (na hipótese de exclusão da Itália) poderiam atirar a moeda italiana para o limite máximo de depreciação permitido pelo MTC, onde a intervenção cambial é obrigatória e bilateral. Tal constituiria um incentivo adicional para novos ataques especulativos, estes com a particularidade de poderem causar forte instabilidade sobre a UEM. De facto, ao defenderem as bandas da lira, os países «in» membros do MTC observariam uma expansão monetária indesejável e em defesa de uma causa (o SME) em vias de extinção natural.

Ataques especulativos mais abrangentes do que os enunciados podem acontecer em resultado de algum evento que ainda possa pôr em causa a entrada em funcionamento da UEM. A título de exemplo, esse seria o caso se as eleições da Alemanha no Outono de 1998 apresentassem um clima pré e pós-eleitoral que pusesse em causa a participação alemã na UEM. Dado que muitos observadores consideram que sem a Alemanha não haverá UEM, o referido clima eleitoral poderia redundar em ataques especulativos, particularmente sobre aquelas moedas cujos países tivessem feito um grande esforço para cumprirem os critérios de convergência. Situação análoga a esta poderá acontecer se, eventualmente, a Alemanha fosse excluída dos países eleitos em Maio de 1998.

4. Conclusão

Pelas diferentes razões aqui apontadas, a instabilidade cambial em alguns mercados durante 1998 apresenta fortes probabilidades de ocorrência, tanto no período que antecede o anúncio dos países fundadores da UEM como após esta data.

A fim de evitar a especulação cambial durante os últimos meses de transição para a UEM, poderia ser «atirada areia para a engrenagem», utilizando uma expressão de Eichengreen e Wyplosz (1993). Uma possibilidade seria a introdução temporária de restrições à mobilidade de capitais. Alternativamente, e de forma a não ir contra o preceituado no Tratado da União Europeia, poderia ser introduzido um imposto temporário sobre as transacções cambiais⁹. Para além de introduzir ineficiências na alocação de recursos, a adopção de tal tipo de soluções é de difícil aplicação prática e exige a introdução de pesada burocracia quer para as empresas quer para as instituições financeiras. A introdução de restrições cambiais pode, ainda, ser geradora de inflação num país para cuja moeda se espera uma desvalorização. Este será o caso se, em alternativa ao refúgio numa outra moeda, a tentativa de não perder riqueza passar pela procura de outros activos como, por exemplo, imobiliário.

⁹ Uma forma indirecta de imposto seria, por exemplo, a imposição de depósitos obrigatórios sem remuneração quando houvesse posições activas em moeda estrangeira.

**Referências Bibliográficas**

Begg, David; Giavazzi, Francesco; von Hagen, Jürgen; Wyplosz, Charles (1997) EMU – Getting the End-game Right, *Monitoring European Integration*, 7, CEPR.

De Grauwe, Paul (1996) *How to Fix Conversion Rates at the Start of EMU*, CEPR Discussion Paper Series, 1530.

De Grauwe, Paul; Spaventa, Luigi (1997) *Setting Conversion Rates for the Third Stage of EMU*, Manuscrito não publicado (Fevereiro).

Eichengreen, Barry; Wyplosz, Charles (1993) The Unstable EMS, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 51-143.

Loureiro, João (1997) *Boletim de Conjuntura Internacional*, Soserfin (Novembro).

Obstfeld, Maurice (1997) *A Strategy for Launching the Euro*, Manuscrito não publicado (Março).