

NOTAS ECONÓMICAS **10**

A MOEDA ÚNICA NA REINVENÇÃO DA EUROPA

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

A Moeda Única e o Processo de Difusão da Base Monetária



José Alberto Soares da Fonseca Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

1. Introdução

O Protocolo da União Europeia relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e ao Banco Central Europeu (BCE) prevê, no seu Art. 18º, que estes possam efectuar operações de mercado livre e de refinanciamento das instituições de crédito dos países membros. Esse mesmo artigo estabelece que o Banco Central Europeu «definirá princípios gerais» para esses tipos de operações «que ele próprio e os bancos centrais nacionais irão realizar». O Protocolo em questão é, no entanto, omissivo no que diz respeito às condições e à medida em que o BCE fará recurso aos bancos centrais nacionais para accionar estes dois instrumentos de política monetária.

Para a resolução desta questão têm-se defrontado as seguintes três possibilidades 1:

- o modelo *centralizado*, em que o montante e as condições das operações de mercado livre são estabelecidos pelo BCE, e as propostas das instituições de crédito são enviadas àquele pelos bancos centrais nacionais,
- o modelo *distributivo*, em que o BCE estabelece o montante e as condições das operações, sendo o montante total distribuído pelos bancos centrais nacionais que realizam as operações com as instituições de crédito dos respectivos países,
- o modelo *descentralizado*, em que cada banco central estabelece os montantes e as condições das operações de mercado livre que realiza com as instituições de crédito do seu país, dentro do respeito dos limites de taxas de juro definidos pelo BCE, e do equilíbrio dos seus pagamentos com o BCE.

O modelo centralizado apresenta sobre os outros dois a vantagem da *eficiência operacional* — um determinado montante de títulos é mais rapidamente colocado no mercado, e com menores custos de execução, quando a operação é realizada por uma única entidade, o BCE, do que quando é realizada pelos diversos bancos centrais nacionais. Este modelo apresenta também a vantagem da *eficiência informacional*, pois que as propostas provenientes das instituições de crédito de todos os países são centralizadas antes da operação se realizar. Visto que os diferentes sistemas bancários nacionais não apresentam homogeneidade sob diversos aspectos, tais como a dimensão média das instituições de crédito, montantes de reservas ou carteiras de activos líquidos, este modelo gera a desigualdade nas condições de acesso a estas operações, pois irá colocar as instituições de crédito de dimensão menor, pertencentes aos países mais pequenos, na dependência das instituições de maior dimensão, pertencentes aos grandes países da União Europeia, das quais irá depender o nível das taxas de juro praticadas nesses mercados.

O modelo distributivo apresenta sobre o anterior a vantagem de ser mais adequado à situação actual em que os mercados monetários não estão integrados, a qual continuará a manter-se após a terceira fase da passagem à moeda única, ainda que apenas nos seus primeiros tempos. Este modelo tem, em relação ao modelo centralizado, a desvantagem da perda de alguma eficiência operacional e informacional. No entanto, ele confere ao BCE um acentuado grau de descricionariedade que, segundo P. Kenen², deveria ser aproveitado por esta instituição para proceder a alguma centralização, favorecendo, através de uma distribuição desproporcional das quotas, os mercados monetários de maior dimensão considerados mais eficientes.

Se após o início da terceira fase os mercados monetários nacionais continuarem em actividade,

1 Como é salientado por P. Kenen (1994).

2 P. Kenen, *Op. cit.*



em todos ou quase todos os países membros, a opção pelo *modelo descentralizado* não pode ser excluída. Com este modelo os bancos de cada país membro continuarão a refinanciar-se e a efectuar aplicações de reservas junto do respectivo banco central nacional, mantendo, deste modo, alguma da influência que actualmente exercem na determinação das taxas de juro nacionais. Este modelo é objecto de crítica por parte de P. Kenen (1994), para quem ele apenas «serve para produzir movimentos elevados nos pagamentos entre os bancos centrais nacionais e o BCE»³. A esta crítica pode objectar-se que a experiência dos bancos centrais nacionais⁴, ha utilização dos instrumentos de política monetária, por um lado, e os limites que lhe serão impostos pelo BCE, por outro, contribuirão em grande medida para reduzir o risco apontado por Kenen.

A segmentação nos mercados monetários e financeiros dos países pertencentes à União Europeia, o facto de o bancos privilegiarem o crédito às suas clientelas nacionais, bem como a dificuldade destas em mudarem as sua procura de financiamento para bancos estrangeiros, em resultado do fenómeno de «relação de clientela» que as liga ao bancos dos respectivos países, são fenómenos que irão certamente manter-se durante um período mais ou menos prolongado após a passagem à terceira fase da moeda única. Isso significa que a escolha que vier a ser efectuada quanto à repartição das responsabilidades de refinanciamento e das operações de mercado livre entre o BCE e os bancos centrais nacionais não deixará de ter repercussões sobre o funcionamento dos respectivos sistemas bancários.

Nos desenvolvimentos seguintes iremos apresentar algumas simulações, recorrendo ao multiplicador da base monetária, e desagregando o multiplicador global da união monetária em multiplicadores nacionais, para ilustrar o efeito de diferentes critérios de distribuição das quotas de refinanciamento sobre a variabilidade dos depósitos e dos pagamentos entre bancos centrais dos países membros.

2. A União Monetária e a desagregação dos multiplicadores da base monetária

A moeda emitida pelos bancos centrais é universalmente aceite por todos os agentes do sector não bancário como meio de pagamento, e também utilizada pelos outros bancos, tanto para os pagamentos entre si, como para fazer face aos levantamentos de depósitos pelos agentes do sector não bancário. As formas que reveste esta moeda com «elevado poder», ou Base Monetária, são:

- as notas e moedas em circulação, designadas por circulação monetária, C, e
- os depósitos dos bancos de 2^a ordem junto do banco central (mais as notas que detêm em cofre), que se designam por *reservas primárias*, e representamos por R.

A quantidade total de meios de pagamento existentes na economia, num dado momento, define, por sua vez, o agregado monetário ou *massa monetária*. Esses meios de pagamento são constituídos por:

- circulação monetária.
- depósitos à ordem nos bancos, e que representaremos por D.

O agregado composto pela circulação monetária e pelos depósitos à ordem constitui a massa monetária em sentido estrito, ou $M_1 = C + D$ ⁵.

Os multiplicadores monetários traduzem uma relação determinística entre as variações da base

3 Cf. P. Kenen (1994: 469).

4 Não pode esquecer-se a sua longa experiência anterior neste domínio, nem o facto de terem sido eles os executantes das medidas de política monetária impostas pelos critérios de convergência para a passagem à terceira fase da moeda única, no que diz respeito às taxas de juro e às taxas de inflação.

5 Outros agregados, mais latos do que M1, e que englobam activos que, não sendo meios de pagamento, apresentam um grau de liquidez elevado, não serão considerados no presente trabalho.

monetária e as variações do agregado monetário. Essa relação permite avaliar a expansão do crédito bancário e da moeda, que é possível a partir de um dado aumento das reservas dos bancos (base monetária), tendo em conta um conjunto de parâmetros que representam o comportamento dos bancos no que respeita à aplicação dessas reservas no crédito bancário (gerador de depósitos) e a preferência do público pela moeda central, a qual determina a importância dos levantamentos efectuados a partir desses novos depósitos.

Uma das formas habituais de definir o multiplicador é a seguinte:

$$\frac{\Delta M_1}{\Delta BM} = \frac{1+c}{c+r},$$

onde $c = C/D$ mede a quantidade de notas que o público deseja deter, em proporção dos depósitos, e $r = R/D$, traduz a relação entre as reservas primárias dos bancos e os depósitos, determinada pela taxa de reservas obrigatórias imposta pelos bancos centrais, e por outras causas que influenciam a procura de liquidez pelos bancos⁶.

A preferência do público pela moeda central é influenciada por diversos factores tais como os hábitos de pagamento e a existência de activos com liquidez elevada que constituam aplicações alternativas aos depósitos bancários, a estrutura das taxas de juro e as expectativas quanto à sua evolução. A procura de reservas pelos bancos, dentro da restrição imposta pelo regime de reservas obrigatórias, é influenciada essencialmente pela liquidez dos mercados interbancários de moeda central, e pelas taxas de juro neles praticadas, assim como pela liquidez e rentabilidade de títulos transaccionados nos mercados financeiros. Esta diversidade de influências sobre os parâmetros do multiplicador da base monetária faz com que a capacidade deste para sustentar previsões acerca da evolução dos meios de pagamento, tendo em conta as variações da moeda central, dependa da capacidade de se efectuarem previsões acerca das variáveis económicas que o determinam. A análise da expansão da massa monetária através do multiplicador assenta também em dois pressupostos essenciais que são questionáveis. Em primeiro lugar, o pressuposto de que os bancos centrais conseguem sem dificuldades conduzir a base monetária para o nível que desejam. Em segundo lugar, ela pressupõe que, quando as reservas dos bancos de segunda ordem em moeda central variam, estes não fazem ajustamentos das suas carteiras de títulos, fazendo repercutir a variação das reservas exclusivamente no crédito às empresas e aos particulares. Em relação ao primeiro dos pressupostos enunciados, refira-se que a capacidade do banco central para controlar de forma totalmente eficaz a base monetária está condicionada pelo valor desejado para a taxa de câmbio da moeda nacional, assim como pela necessidade de assegurar que as reservas primárias dos bancos não descem a um nível que ponha em causa a estabilidade do sistema de pagamentos. Em regime de câmbios fixos, ou em regime de flutuação controlada para a taxa de câmbio, o banco central vê-se na contingência de intervir no mercado de câmbios, comprando ou vendendo moeda nacional contra moeda estrangeira, com o objectivo de assegurar que o valor externo da moeda nacional não se afasta dos limites pretendidos⁷. Os limites estabelecidos pelo banco central para o refinanciamento dos bancos de segunda ordem, por sua vez, estão condicionados pela necessidade de garantir que, no seu conjunto, estes bancos estarão em condições de assegurar os pagamentos interbancários e os levantamentos de notas. A modificação da composição das carteiras pelos bancos de segunda ordem, igualmente ignorada pelo

⁶ Tendo em conta as definições de ceder, os aumentos da base monetária e da massa monetária repartem-se respectivamente nas seguintes formas, quando termina o processo de ajustamento do crédito bancário ao aumento inicial das reservas dos bancos $\Delta R = \Delta BM$:

$\Delta BM = \Delta C + \Delta R = (c+r) \Delta D$, e

$\Delta M = \Delta D + \Delta C = (1+c) \Delta D$,

a partir das quais se pode obter a expressão do multiplicador apresentada.

⁷ Este é, por exemplo, o procedimento requerido aos bancos centrais dos países aderentes ao mecanismo das taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu.





multiplicador, em qualquer das suas formas, decorre do facto das variações da base monetária serem frequentemente acompanhadas por modificações do nível e da estrutura de prazo das taxas de juro. Assim, quando o banco central decide por exemplo fazer subir o montante das reservas primárias dos bancos, mediante a compra de títulos em operações de mercado livre, uma das consequências desta medida de política monetária é a diminuição das taxas de juro do mercado monetário relativamente às dos títulos de longo prazo negociados no mercado financeiro. Deste modo o aumento das reservas primárias dos bancos de segunda ordem não é necessariamente canalizado na sua totalidade para novos créditos a empresas e particulares, podendo antes levar os bancos a aumentar a sua carteira de títulos de longo prazo.

Apesar dos limites que decorrem dos pressupostos em que assenta, e de alguma variabilidade dos seus parâmetros, o multiplicador da base monetária constitui um método de análise que permite «revelar o resultado da escolha racional» (do público e dos bancos), como é sublinhado por Goodhart⁸.

O recurso à abordagem do multiplicador para explicar o processo de expansão do crédito bancário e da moeda numa união monetária formada por vários países implica a desagregação do multiplicador global da união em vários multiplicadores, sendo cada um destes associado a uma das economias nacionais que formam a união monetária. Esta desagregação torna-se necessária pelas seguintes razões:

- os comportamentos do público quanto à preferência pela moeda central e dos bancos de segunda ordem, no que diz respeito à procura de reservas primárias variam de país para país.
- o aumento de reservas surgido numa das economias nacionais difunde-se mais facilmente no sistema bancário dessa economia, do que no conjunto dos sistemas bancários dos países da união.

Os desenvolvimentos subsequentes tomam como pontos de partida o modelo de Tsiang (1978), que considera a hipótese de situações diferenciadas para os bancos de um sistema bancário, quanto à captação de depósitos, e o modelo de Dow (1993), que contempla a possibilidade de existirem multiplicadores diferenciados entre as regiões pertencentes a um dado sistema bancário.

Tsiang demonstra que o processo desencadeado por um aumento das reservas leva o sistema bancário para um novo estado estacionário de equilíbrio, que é independente do banco onde ocorreu o aumento inicial das reservas, ainda que os bancos pertencentes a um determinado sistema bancário tenham probabilidades diferentes de captar reservas. O modelo de Dow, por sua vez, assenta na homogeneidade, dentro de cada região, do comportamento do público quanto à preferência por moeda central, e dos bancos em relação à aplicação das reservas.

Para aplicarmos a abordagem do multiplicador à expansão do crédito bancário dentro duma união monetária, vamos admitir que esta é constituída apenas por duas economias, uma de maior dimensão, a que chamaremos o País Central, e outra de dimensão menor, a que chamaremos o País Periférico. Representemos a preferência do público por moeda central e o parâmetro da procura de reservas pelos bancos no País Central, respectivamente, por c_c e por r_c , e os parâmetros correspondentes no País Periférico, respectivamente, por c_p e por r_p . Representemos ainda a velocidade de circulação dos depósitos no País Central por v_c e no País Periférico por v_p . Se recorrermos a estas duas velocidades de circulação, os volumes das transacções no País Central e no País Periférico podem ser representados de forma adequada respectivamente por $v_c D_c$ e por $v_p D_p$, sendo D_c e D_p os montantes dos depósitos em cada um desses países. As transacções dos residentes do País Central no País Periférico, e vice-versa, são proporções das transacções totais efectuadas pelos residentes de cada um dos países, dentro do seu próprio país, as quais representamos respectivamente por a_{cp} e por a_{pc} para o País Central e para o País Periférico. Deste modo o montante dos pagamentos do País Central

⁸ Em C. Goodhart (1989: 137).

ao País Periférico é dado por $a_{cp}v_cD_c$, enquanto que o montante dos pagamentos do País Periférico ao País Central é dado por $a_{pc}v_pD_p$.

O multiplicador da união monetária bem como os multiplicadores nacionais são deduzidos com base nos seguintes pressupostos:

- um aumento das reservas, qualquer que seja o país onde tem origem, desencadeia um processo de expansão do crédito bancário e dos meios de pagamento que só termina quando esse aumento das reservas estiver, na sua totalidade, distribuído sob a forma de circulação monetária, assim como de reservas obrigatórias ou desejadas pelos bancos de ambos os países.
- quando o processo de expansão do crédito bancário estiver terminado, os pagamentos entre ambos os países têm o mesmo valor.

Esta segunda condição é necessária, dado que todo o desequilíbrio nos pagamentos entre os dois países determina uma transferência de reservas do país que é devedor líquido para o que se encontra na posição de credor líquido, criando condições para que neste país tenha lugar uma nova expansão do crédito bancário.

As duas condições enunciadas para a dedução do multiplicador estão representadas pelo sistema de equações seguinte:

$$(c_c + r_c)\Delta D_c + (c_p + r_p)\Delta D_p = \Delta BM$$

$$a_{cp}v_c\Delta D_c - a_{pc}v_p\Delta D_p = 0$$

o qual, resolvido em ordem a ΔD_c e a ΔD_p , e tendo em conta que o multiplicador da união monetária é:

$$m_u = \frac{\Delta D_c + \Delta C_c + \Delta D_p + \Delta C_p}{\Delta BM}$$

leva, respectivamente, às seguintes expressões para o multiplicador da união monetária, do País Central e do País Periférico:

$$m_u = \frac{(1 + c_c)a_{pc}v_p + (1 + c_p)a_{cp}v_c}{(r_c + c_c)a_{pc}v_p + (r_p + c_p)a_{cp}v_c},$$

$$m_c = \frac{(1 + c_c)a_{pc}v_p}{(r_c + c_c)a_{pc}v_p + (r_p + c_p)a_{cp}v_c},$$

e

$$m_p = \frac{(1 + c_p)a_{cp}v_c}{(r_c + c_c)a_{pc}v_p + (r_p + c_p)a_{cp}v_c}.$$

3. A simulação do efeito dum aumento da base monetária sobre os depósitos, sua variabilidade e sobre os pagamentos entre os países membros numa união monetária

O modelo apresentado na secção anterior serviu-nos de base para efectuar algumas simulações que têm por objectivo analisar o efeito de um aumento das reservas excedentárias dos bancos, sobre os depósitos bancários e suas variações, bem como sobre as respectivas fugas entre dois países que constituem entre si uma união monetária. Os valores dos parâmetros do multiplicador, introduzidos nesta simulação foram os seguintes:

**Quadro I: Parâmetros do multiplicador da Base Monetária**

País Central		País Periférico	
c_c	0,1	c_p	0,1
r_c	0,1	r_p	0,1
v_c	2	v_p	2
a_{cp}	0,1	a_{pc}	0,25

De acordo com os valores escolhidos, a diferença nos multiplicadores de ambos os países assenta exclusivamente nos parâmetros a_{cp} e a_{pc} . Esta escolha pressupõe que entre os dois países que formam a união monetária existe uma acentuada homogeneidade, tanto dos hábitos de pagamento do público, como dos regimes de reservas obrigatórias e de preferência pela liquidez por parte dos bancos. A proximidade dos hábitos de pagamento do público é, em grande medida explicada, pelo facto de numa união monetária se verificar uma acentuada semelhança na inovação dos serviços bancários dos países que a constituem, como é o caso na União Europeia. A escolha do mesmo valor para a taxa de reservas dos bancos nos dois países justifica-se, em primeiro lugar, porque a taxa de reservas obrigatórias deverá ser igual, ou pelo menos muito próxima, entre os países membros. Por outro lado, as regras comunitárias em matéria de solvabilidade bancária, e outras que se destinam a assegurar a concorrência como o regime de liberdade de prestação de serviços bancários, tendem a fazer aproximar as taxas de reservas desejadas pelos bancos por razões de liquidez. Os valores escolhidos para os parâmetros representativos dos pagamentos aos outros países membros pretendem ter em conta a diferença de dimensão entre as duas economias, com as consequentes implicações no que respeita ao peso das transacções com o exterior. Às fugas de cada um dos países, determinadas pelos parâmetros a_{cp} e a_{pc} , adicionámos outras que contemplam a hipótese de os bancos de cada país fazerem investimentos em títulos do mercado financeiro do outro país. O investimento financeiro internacional é determinado essencialmente por razões de diversificação do risco das carteiras e pelo objectivo de exploração de oportunidades de obtenção de rentabilidades mais elevadas. Este tipo de investimento tem aumentado significativamente de importância ao longo das últimas décadas e, no caso dos países pertencentes ao mecanismo das taxas de câmbio do S.M.E., foi acentuado pela liberalização dos movimentos de capitais.

De acordo com os dados apresentados em dois estudos do Fundo Monetário Internacional⁹, os países com mercados financeiros de maior dimensão recebem maiores volumes de investimento financeiro externo, do que aquele que efectuam noutros países. Esta constatação pode explicar-se pelo facto de os mercados financeiros de grande dimensão apresentarem capitalizações bolsistas muito elevadas, pelo que os títulos neles emitidos têm um peso muito acentuado em carteiras internacionalmente diversificadas. Procuramos traduzir esta situação nas simulações que efectuámos, considerando acerca do investimento em títulos dos bancos de cada um dos países as hipóteses apresentadas no Quadro II.

Quadro II: Composição das Carteiras de Activos Financeiros das Instituições de Crédito

Bancos do País Central	Bancos do País Periférico
— investem em títulos 20% das suas reservas excedentárias	— investem em títulos 50% das suas reservas excedentárias
— a carteira de títulos é constituída por 70% de títulos nacionais e 30% títulos do País Periférico	— a carteira de títulos é constituída por 30% de títulos nacionais e 70% de títulos do País Central

9 International Monetary Fund (1992) e International Monetary Fund (1993).

As simulações efectuadas estão sujeitas às seguintes hipóteses restritivas:

- o sector real de ambas as economias permite absorver toda a expansão do crédito bancário que o aumento inicial das reservas torna possível,
- as taxas de juro não se modificam ao longo deste processo, ou a sua modificação não afecta os parâmetros dos multiplicadores monetários.

A situação dos sistemas bancários dos dois países antes da variação das reservas que deu lugar ao aumento dos meios de pagamento é a seguinte:

Quadro III: Situação Inicial do Sector Monetário

	P. Central	P. Periférico
M_1	330	132
C	30	12
D	300	120
R	30	12

Em qualquer das simulações efectuadas considerámos uma variação inicial das reservas dos bancos, no conjunto da união monetária, correspondente a 10% do valor inicial dos depósitos. Cada simulação toma como ponto de partida uma dada repartição dessa variação inicial das reservas entre os dois países, e traduz a evolução dos depósitos bancários em cada um dos países, de acordo com os valores escolhidos para os multiplicadores, e com os pressupostos enunciados, até que um novo estado estacionário seja atingido, o que acontece quando todas essas reservas tiverem sido transferidas para a circulação monetária, e para reservas obrigatórias ou desejadas pelos bancos.

Na Simulação I a repartição do aumento inicial das reservas faz-se na mesma proporção dos depósitos em cada um dos países. Esta repartição é a que mais se adequa às dimensões relativas dos dois sistemas bancários, dadas pelos respectivos depósitos iniciais. Nas Simulações II e III, há uma sobrevalorização das reservas atribuídas ao sistema bancário do País Periférico. Os gráficos a seguir apresentados mostram, para cada uma dessas simulações e durante o período que decorre entre o aumento inicial das reservas e o momento em que os depósitos atingem de novo um estado estacionário em cada um dos países:

- a evolução dos depósitos em cada um dos países,
- a evolução da taxa de variação dos depósitos, e
- a evolução dos pagamentos líquidos do país periférico ao país central.





Simulação I — Repartição da variação inicial das reservas: 71% para o País Central e 29% para o País Periférico

Gráfico Ia) Evolução dos depósitos na Simulação I

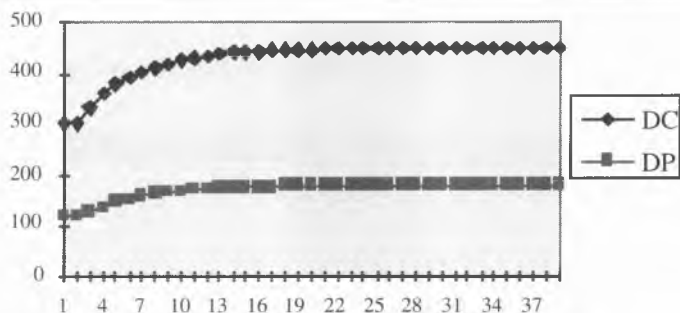


Gráfico Ib) Taxa de Crescimento dos depósitos na Simulação I

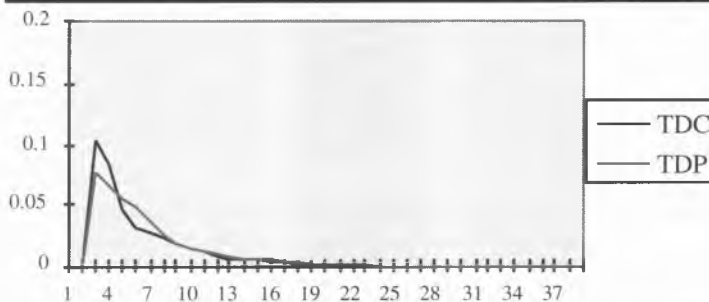
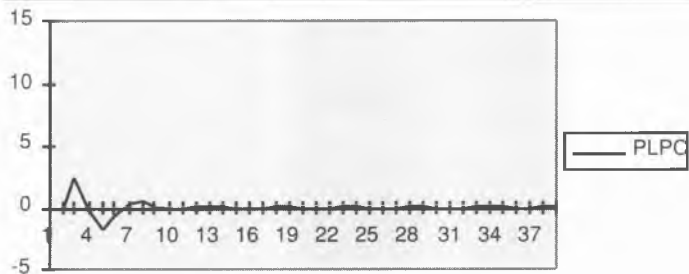


Gráfico Ic) Pagamentos Líquidos do País Periférico ao País Central na Simulação I



Legenda:

DC = Depósito no País Central

DP = Depósito no País Periférico

TDC = Taxa de Crescimento dos DC

TDP = Taxa de Crescimento dos DP

PLPC = Pagamentos Líquidos do País Periférico ao País Central

Simulação II — Repartição da variação inicial das reservas: 50% para cada um dos países.



Gráfico I(a) Evolução dos depósitos na Simulação II

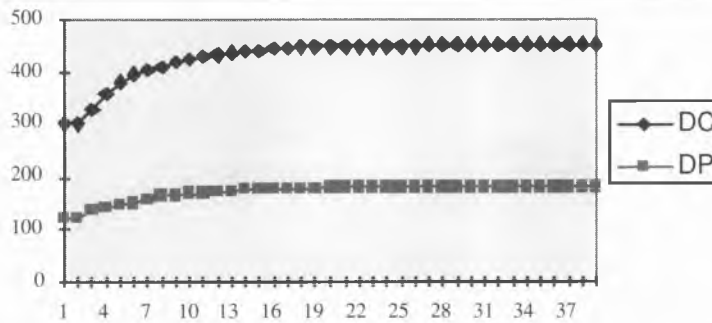


Gráfico I(b) Taxa de Crescimento dos depósitos na Simulação II

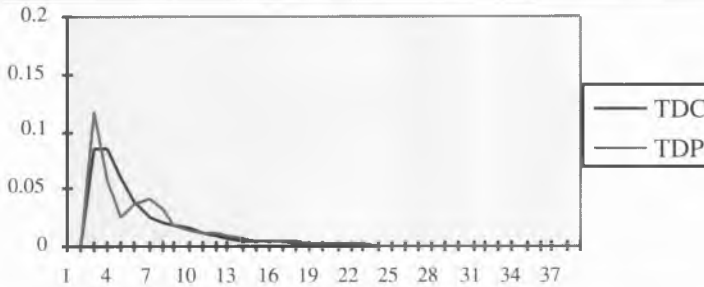
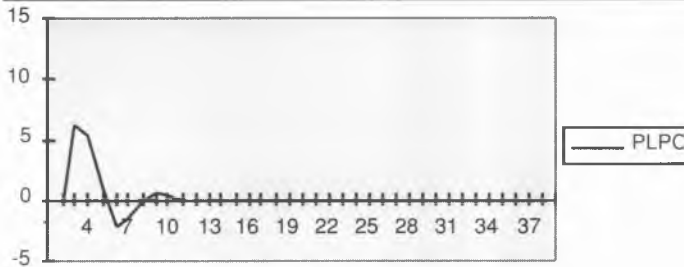


Gráfico I(c) Pagamentos Líquidos do País Periférico ao País Central na Simulação II



Legenda:

DC = Depósito no País Central

DP = Depósito no País Periférico

TDC = Taxa de Crescimento dos DC

TDP = Taxa de Crescimento dos DP

PLPC = Pagamentos Líquidos do País Periférico ao País Central



Simulação III — Repartição da variação inicial das reservas: 29% para o País Central e 71% para o País Periférico.

Gráfico IIIa) Evolução dos depósitos na Simulação III

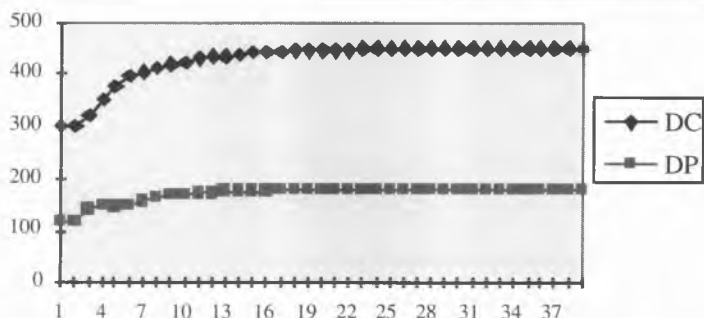


Gráfico IIIb) Taxa de Crescimento dos depósitos na Simulação III

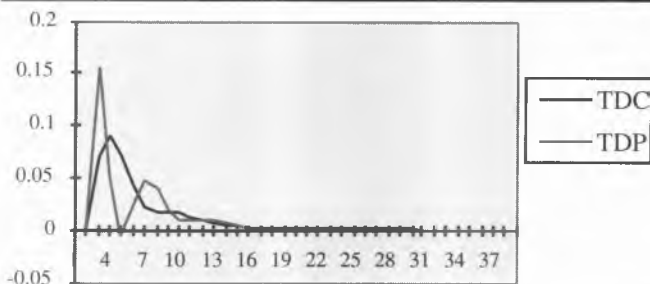
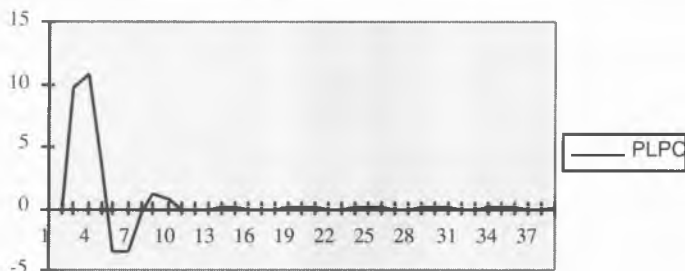


Gráfico IIIc) Pagamentos Líquidos do País Periférico ao País Central na Simulação III



Legenda:

DC = Depósito no País Central

DP = Depósito no País Periférico

TDC = Taxa de Crescimento dos DC

TDP = Taxa de Crescimento dos DP

PLPC = Pagamentos Líquidos do País Periférico ao País Central

4. Conclusão

As simulações efectuadas permitem verificar que o estado estacionário para que tendem os depósitos bancários nos países membros duma união monetária é independente da distribuição inicial das reservas bancárias que deram origem à sua expansão.

A taxa de crescimento dos depósitos e os pagamentos líquidos entre os bancos centrais dos países membros já são, pelo contrário, influenciados pela distribuição inicial das reservas, e apresentam uma variabilidade tanto mais acentuada quanto mais essa distribuição se afastar da repartição mais adequada à dimensão relativa dos diferentes sistemas bancários nacionais.

Deste modo, o acompanhamento por parte das autoridades monetárias, da evolução dos pagamentos entre os bancos centrais nacionais, após o início da terceira fase da passagem à moeda única, é importante para avaliar da necessidade de serem introduzidas correcções, ou mudança no critério escolhido para a repartição de responsabilidades pelas operações de refinanciamento entre o BCE e os bancos centrais nacionais.





Referências Bibliográficas

Dow, S. (1993) *Money and the Economic Process*, Edward Elgar.

Goodhart, C. (1989) *Money, Information and Uncertainty*, 2ª Ed., Ed. Mcmillan.

International Monetary Fund, (1992) *International Capital Markets: Development, Prospects and Policy Issues*.

International Monetary Fund, (1993) *International Capital Markets: Part I — Exchange Rate Management and International Capital Flows e Part II: Systemic Issues in International Finance*.

Kenen, P. (1994) The European Central Bank and Monetary Policy in stage three of EMU, in Elgar, Edward (ed) *Exchange Rates and the Monetary System — Selected Essays of Peter Kenen*.

Tsiang, S. (1978) The Diffusion of Reserves and the Money Supply Multiplier, *The Economic Journal*, Vol. LXXXVIII, Junho, 269-284.