

ABORDAREA STRUCTURII ȘI ROLULUI AGREGATELOR MONETARE LA FRANKFURT ȘI BUCUREȘTI

Asist. dr. ec. Oana GHERGHINESCU
Universitatea din Craiova
Ec. Gheorghe GHERGHINESCU
Banca Națională a României, Sucursala Dolj

Abstract: *The present paper aims at conceiving a comparative analysis of the monetary aggregates structure as defined by the European Central Bank and the National Bank of Romania, respectively. This is particularly relevant given the recent changes adopted by the Romanian monetary authority in the beginning of 2007 regarding the definition and structure of M1, M2 and M3. Some views on the efficiency and impact of the monetary strategies implemented by the two central banks, namely the two-pillar strategy used by the European Central Bank and direct inflation targeting adopted by the National Bank of Romania are also expressed.*

1. Locul masei monetare în politica monetară a Băncii Centrale Europene

Asigurarea stabilității prețurilor reprezintă obiectivul principal al Băncii Centrale Europene (BCE). Dat fiind faptul că Tratatul de la Maastricht nu a oferit o definiție cantitativă specifică pentru acest obiectiv, Consiliul Guvernatorilor BCE reunit în octombrie 1998, a anunțat următoarea definiție cantitativă: "Stabilitatea prețurilor va fi definită drept o creștere anuală a Indicelui Armonizat al Prețurilor de Consum (HICP-*Harmonised Index of Consumer Prices*) pentru zona euro sub 2%. Stabilitatea prețurilor trebuie menținută pe termen mediu." Ca urmare a unei evaluări în profunzime a strategiei de politică monetară în 2003, Consiliul Guvernatorilor a clarificat că prin definiția specificată în 1998 se înțelege o rată a inflației sub, dar aproape de 2% pe termen mediu.

Strategia de politică monetară a BCE se bazează pe doi piloni¹. Primul pilon conferă un rol central monedei, dat fiind faptul că inflația pe termen lung este considerată ca fiind un fenomen monetar, context în care Consiliul Guvernatorilor

BCE a anunțat o valoare cantitativă de referință pentru creșterea masei monetare. Cel de-al doilea pilon este reprezentat de o evaluare a evoluției prețurilor și a riscurilor potențiale pentru stabilitatea prețurilor în zona euro. Consiliul Guvernatorilor analizează periodic relația dintre creșterea efectivă a masei monetare și nivelul de referință anunțat în prealabil. Dacă se constată o deviere ce poate constitui o amenințare pentru stabilitatea prețurilor, politica monetară va reacționa în consecință. Totuși, BCE nu va modifica rata dobânzii de o manieră mecanică. De aceea nici nu se vorbește despre o țintă pentru masa monetară, ci de o valoare de referință, care se referă la rata de creștere a agregatului monetar M3 – masa monetară în sens larg.

Băncile centrale care abordează o strategie de politică monetară de tipul țintirii directe a inflației – așa cum este cazul Băncii Naționale a României – publică previziuni privind inflația. Într-o astfel de abordare, ținta intermediară pentru politica monetară nu este reprezentată de rata de creștere a masei monetare, ci de rata așteptată a inflației. În momentul în care rata inflației amenință să depășească ținta propusă,

¹ European Central Bank, *Monthly Bulletin*, January 1999, www.ecb.int.

politica monetară se înăsprește. Totuși, inclusiv băncile centrale care practică țintirea directă a inflației vor folosi, la dimensionarea țintei de inflație, informații cu privire la rata de creștere a masei monetare.

Banii îndeplinesc trei funcții majore în economie: instrument unic al tranzacțiilor, mijloc de rezervă și etalon al valorii. Dat fiind faptul că o mare parte din activele financiare sunt substituibile și că natura, caracteristicile acestora se schimbă de-a lungul timpului, nu este mereu foarte clar modul în care ar trebui definiți banii și cum ar trebui încadrate diferite active în definiția banilor. Este principalul motiv pentru care băncile centrale definesc și monitorizează diferite agregate monetare de la cele mai puțin cuprinzătoare (baza monetară) până la cele mai ample (masa monetară în sens larg). La nivelul Eurosystem-ului au fost definite: masa monetară în sens restrâns (M1), masa monetară intermediară (M2) și masa monetară în sens larg (M3).

Tabelul 1 – Structura agregatelor monetare în Eurosystem

Elemente	M1	M2	M3
Numerar în circulație	x	x	x
Depozite la vedere	x	x	x
Depozitele cu durata inițială de până la 2 ani		x	x
Depozitele rambursabile după notificare la cel mult 3 luni inclusiv		x	x
Contracte de răscumpărare titluri			x
Unități ale fondurilor de piață monetară			x
Titluri de datorie cu durata de până la 2 ani			x

Sursa: Banca Centrală Europeană, www.ecb.int

La alegerea agregatului monetar M3 ca țintă intermediară, Banca Centrală Europeană a avut în vedere 3 criterii:

- stabilitatea cererii de monedă;
- banii au proprietatea de a funcționa ca un indicator de reper;

- gradul de controlabilitate al agregatului monetar în cauză.

De regulă agregatele monetare mai cuprinzătoare se caracterizează printr-un grad de stabilitate mai mare și funcționează mai bine ca reper în comparație cu agregatele monetare mai restrânse. Totuși, pe termen scurt, agregatele monetare mai înguste sunt mai ușor de controlat prin intermediul ratelor de referință ale dobânzii în comparație cu agregatele monetare mai cuprinzătoare. Corelând toate acestea, BCE a considerat că proprietățile lui M3 sunt cele mai potrivite pentru a servi ca țintă intermediară.

Strategia de politică monetară a BCE, bazată pe cei doi piloni, creează, totuși, confuzie la nivelul piețelor financiare și în rândul publicului. Analizii din Europa Continentală pun accent mai mare pe primul pilon (rata de creștere a M3), în timp ce analiștii anglo-saxoni se concentrează pe cel de-al doilea pilon (riscurile de natură să afecteze stabilitatea prețurilor), acordând astfel mai mult credit strategiei de țintire directă a inflației. Economisți precum Eijffinger² și Verhagen susțin că modalitatea de definire a agregatului monetar M3 este încă ambiguă, conducând la distorsionarea datelor statistice și făcând necesară înlocuirea strategiei bazate pe cei doi piloni cu una bazată pe un singur pilon, respectiv *țintirea flexibilă a inflației*. Se propune un regim flexibil de țintire a inflației, care să se preocupe nu numai de variabilitatea inflației în jurul țintei sau al benzii de variație, ci și de evoluția variabilelor reale din economie, în principal în termeni de stabilizare a producției. Cei doi economisți consideră că trecerea la strategia de țintire flexibilă a inflației ar constitui un pas important pentru asigurarea transparenței politicii monetare promovate de Banca Centrală Europeană.

² Sylvester C.W. Eijffinger, Briefing paper on "The Conduct of Monetary Policy and an Evaluation of the Economic Situation in Europe – 3rd quarter 2001" (august 2001) for the European Parliament, Should the European Central Bank Use M3 to Assess Price Stability?

2. Utilizarea agregatelor monetare în România în perioada de tranziție

Banca Națională a României a urmărit realizarea controlului direct al agregatului monetar M2 în primii ani ai tranziției (1991, 1992 și prima parte a anului 1993), iar din a doua parte a anului 1993, după ce au fost create premisele exercitării unui control indirect asupra masei monetare, s-a trecut la utilizarea bazei monetare (numerar în circulație și depozite la banca centrală) ca obiectiv operațional al politicii monetare. Asigurarea controlului asupra agregatului monetar M2 prin intermediul controlului asupra bazei monetare a pornit de la premisa că procesul de multiplicare a acestei baze este relativ stabil, respectiv dinamica multiplicatorului monetar are un caracter predictibil în timp. Evaluarea programelor de politică monetară implementate în România trebuie adaptată contextului specific, caracterizat prin relații funcționale instabile și prin factori cu potențial perturbator asupra pieței financiare.

O bună perioadă de timp, autoritățile românești au considerat strategia bazată pe ancora monetară drept cea mai potrivită strategie de politică monetară din următoarele considerente: răspunsul inflației la modificările bazei monetare este prompt și lipsit de echivoc, iar ancora monetară prezervă independența politicii monetare, fiind considerată mai adecvată pentru o economie care se confruntă atât cu șocuri ale cererii de bani, cât și cu probleme de competitivitate externă.

Utilizarea bazei monetare ca obiectiv operațional în România a fost facilitată, în anii 1993 și 1994, de caracterul oarecum previzibil al multiplicatorului bazei monetare și de evoluția numerarului în economie, astfel încât, practic, controlul bazei monetare a vizat menținerea creditului de refinanțare în parametrii programați. Procesul de transformare a creditului de refinanțare din bază monetară în masă monetară nu a fost, totuși, unul mecanic și imediat.

Astfel, multiplicarea s-a produs mai lent, atunci când a avut loc o creștere a numerarului în circulație sau dacă băncile au întârziat plasarea resurselor disponibile pentru creditare. Ulterior, prin scoaterea, într-o măsură importantă, a bazei monetare de sub controlul direct al autorității monetare, expansiunea bazei monetare peste limitele prevăzute a resuscitat inflația în anii 1996 și 1997. Multiplicatorul bazei monetare a devenit mult mai stabil în intervalul 2002-2005.

Dintre cei doi factori determinanți pentru creșterea masei monetare în perioada de tranziție (baza monetară și multiplicatorul masei monetare), primul este principalul factor responsabil pentru creșterea masei monetare în sens larg, diminuând astfel succesul utilizării ancorei monetare ca obiectiv de politică monetară.

Principalele direcții către care s-au îndreptat injecțiile de bază monetară, conducând la creșterea anormală a acesteia au fost:

- creditul guvernamental, o supapă importantă prin care BNR a injectat lichiditate pentru acoperirea deficitelor bugetare;
- creditul neguvernamental acordat băncilor cu probleme sau în proces de restructurare;
- cumpărările de valută efectuate de BNR în scopul refacerii și consolidării rezervei valutare, urmate de cumpărările pentru asigurarea competitivității externe a economiei, prin evitarea aprecierii exagerate a leului, active externe a căror contrapartidă în lei au reprezentat-o injecțiile de bază monetară, foarte dificil de sterilizat ulterior.

Pentru o bună perioadă de timp, injectarea forțată de lichiditate în sistemul bancar, influențată prin decizii arbitrare, de natură administrativă, a antrenat creșterea ratei inflației și pierderea încrederii în moneda națională. Monetizarea neinflaționistă a economiei a început să se realizeze, în mod consecvent, începând cu anul 2000, când publicul a considerat credibilă politica economică a autorităților și a început să-și păstreze acumulările bănești sub forma

depunerilor în sistemul bancar, creându-se, astfel, resurse pentru creditarea neinflaționistă a economiei.

Începând din vara anului 2005, Banca Națională a României a anunțat trecerea oficială de la regimul de țintire a agregatelor monetare la cel de țintire directă a inflației, cu o bandă de variație a prețurilor de +/-1% față de ținta stabilită pentru fiecare an. Principalele caracteristici ale noului regim monetar se referă la: asumarea neechivocă a angajamentului față de stabilitatea prețurilor ca obiectiv fundamental al politicii monetare; independența băncii centrale și responsabilitatea acesteia pentru atingerea țintei de inflație; transparența strategiei de politică monetară prin comunicarea către public a obiectivelor și a deciziilor adoptate, respectiv disponibilitatea unor indicatori relevanți pentru cele patru blocuri macroeconomice – real, monetar, fiscal și extern.

Începutul implementării noii strategii de politică monetară nu a fost suficient de convingător pentru public. În primul rând, autoritatea monetară nu a fost suficient de precisă cu privire la momentul exact al începerii aplicării țintirii directe a inflației și orizontul temporal de aplicare a noului regim. În al doilea rând, rata anuală a inflației s-a situat, la sfârșitul anului 2005, la 8,6 la sută, depășind marginal limita superioară a intervalului de fluctuație de ± 1 puncte procentuale în jurul țintei (revizuite) de 7,5 la sută.

În schimb, în cursul anului 2006 s-a obținut o performanță mai bună decât cea prevăzută de ținta de inflație (5 la sută ± 1 puncte procentuale), rata anuală a inflației coborând în luna decembrie 2006 la 4,87 la sută. Procesul de dezinflație din 2006 a continuat și în primele luni din 2007, în luna martie 2007 rata anualizată a inflației fiind de 3,66 la sută. Rezultatele foarte bune obținute constituie o premisă favorabilă pentru atingerea țintelor de inflație de 4 la sută în 2007 și de 3,8 la sută în 2008.

3. Noua structură a agregatelor monetare utilizate în România

Începând cu luna ianuarie 2007, Banca Națională a României publică indicatorii monetari în structura utilizată de Banca Centrală Europeană. Definirea agregatelor monetare conform metodologiei Băncii Centrale Europene și clasificarea instrumentelor financiare pe sectoare instituționale ESA 95 (Sistemul European de Conturi)³ au condus la influențe atât între componentele agregatelor monetare, cât și între contrapartidele acestora.

Ca urmare a modificărilor efectuate, în prezent se lucrează cu următoarea structură a agregatelor monetare⁴:

- **Masa monetară în sens restrâns (M1)** - include numerarul în circulație (bancnote și monede), precum și depozitele care sunt imediat convertibile în numerar sau pot fi utilizate pentru plăți prin transfer bancar, denumite depozite *overnight*;

- **Masa monetară intermediară (M2)** - cuprinde masa monetară în sens restrâns (M1), la care se adaugă depozitele cu durata inițială de până la doi ani inclusiv și depozitele rambursabile după notificare la cel mult 3 luni inclusiv. Definiția M2 reflectă interesul acordat analizei și monitorizării unui agregat monetar care, pe lângă numerar, cuprinde și depozite cu un grad ridicat de lichiditate;

- **Masa monetară în sens larg (M3)** - cuprinde masa monetară intermediară (M2), la care se adaugă instrumentele financiare tranzacționabile emise de sectorul instituțiilor monetar-

³ În vederea atingerii obiectivelor stabilite prin Tratatul Uniunii Europene și, mai precis, a celor care stau la baza constituirii Uniunii Economice și Monetare, a fost necesară instituirea unui set de instrumente statistice armonizate și credibile pentru instituțiile europene, guverne, operatorii economici și sociali. Astfel a fost creat Sistemul European de Conturi Naționale și Regionale (ESA 95), utilizabil la nivelul tuturor politicilor europene – economica, agricolă, regională, socială, comercială și de mediu.

⁴ Banca Națională a României, Comunicat de presă *Indicatorii monetari - martie 2007*, www.bnro.ro.

financiare; instrumente ale pieței monetare, în special acțiunile/unitățile fondurilor de piață monetară și împrumuturile din operațiuni *repo* sunt incluse în acest agregat (gradul sporit de lichiditate face ca aceste instrumente să fie substituite pentru depozite).

Comparativ cu structura indicatorilor monetari utilizată de BNR până în decembrie 2006 inclusiv, principalele reclasificări se referă la:

- agregatul monetar M1 cuprinde, în plus față de structura utilizată până în decembrie 2006, economiile populației la vedere în lei și depozitele la vedere în valută ale populației și agenților economici (incluse anterior în *cvasibani*);

se consideră că acestea au același grad de lichiditate ca și disponibilitățile la vedere în lei ale agenților economici;

- depozitele cu maturitatea inițială mai mare de 2 ani nu mai sunt incluse în masa monetară;

- depozitele administrațiilor locale și ale administrațiilor sistemelor de asigurări sociale sunt incluse în masa monetară.

Schematic, o abordare comparativă între indicatorii monetari folosiți până în decembrie 2006 și, respectiv, cei folosiți începând cu 1 ianuarie 2007, este redată în Figura 1.

Figura 1 – Analiza comparativă a structurii agregatelor monetare în România înainte și după 1 ianuarie 2007

până la 31 decembrie 2006		după 1 ianuarie 2007		
M1 – masa monetară în sens restrâns - numerar în circulație (bancnote și monede); - depozite la vedere în lei.	Cvasibanii	M1 – masa monetară în sens restrâns	- depozitele cu durata inițială de până la 2 ani;	- instrumente tranzacționabile financiar-monetare
		- numerar în circulație (bancnote și monede); - depozite la vedere în lei;	- depozitele rambursabile după notificare la cel mult 3 luni inclusiv.	
M2 – masa monetară în sens larg		M2 – masa monetară intermediară		
		M3 – masa monetară în sens larg		

Masa monetară în sens larg (M3) a fost la sfârșitul lunii martie 2007 de 113 047,6 milioane lei. Față de luna februarie 2007 aceasta a crescut cu 2,8

la sută (2,7 la sută în termeni reali), iar în raport cu martie 2006 masa monetară a crescut cu 29,2 la sută (24,6 la sută în termeni reali).

Tabelul 2 - Componentele masei monetare

INDICATORI	31 martie 2007 (mil. RON)	Martie 2007/ Februarie 2007 (%)	Martie 2007/ Martie 2006* (%)
M1 (masa monetară în sens restrâns)	54 818,8	4,9	63,7
Numerar în circulație	14 985,6	5,8	30,5
Depozite overnight **	39 833,2	4,5	81,0
M2 (masa monetară intermediară)	112 753,9	2,8	29,3
M1	54 818,8	4,9	63,7
Depozite cu durata inițială de până la doi ani inclusiv (sunt incluse și depozitele rambursabile după notificare la cel mult trei luni inclusiv)	57 935,0	1,0	7,8
M3 (masa monetară în sens larg)	113 047,6	2,8	29,2
M2	112 753,9	2,8	29,3
Alte instrumente financiare (împrumuturi din operațiuni <i>repo</i> , acțiuni/unități ale fondurilor de piață monetară, titluri de valoare negociabile cu maturitatea de până la doi ani inclusiv)	293,7	-10,1	-1,7

* date comparabile

** conturi curente, depozite la vedere

Sursa: Banca Națională a României, Comunicat de presă *Indicatorii monetari - martie 2007*, www.bnro.ro**Tabelul 3 - Masa monetară și contrapartidele acesteia**

INDICATORI	31 martie 2007 (mil. RON)	Martie 2007/ Februarie 2007 (%)	Martie 2007/Martie 2006* (%)
Masa monetară (M3)	113 047,6	2,8	29,2
Active externe nete	37 209,6	-4,1	-6,2
Active interne nete	75 838,0	6,6	58,5
Credit neguvernamental (total)	98 964,2	3,6	52,7
<i>Credit neguvernamental în lei:</i>	51 021,6	3,1	58,5
- gospodării ale populației	24 968,8	3,7	72,9
- persoane juridice	26 052,8	2,6	46,9
<i>Credit neguvernamental în valută:</i>	47 942,6	4,2	47,0
- gospodării ale populației	18 282,6	5,7	85,7
- persoane juridice	29 660,0	3,3	30,2

* date comparabile

Sursa: Banca Națională a României, Comunicat de presă *Indicatorii monetari - martie 2007*, www.bnro.ro

Activele externe nete au scăzut în luna martie cu 4,1 la sută, până la 37 209,6 milioane lei. Această evoluție a fost rezultatul reducerii cu 4,1 la sută a componentei "Valute convertibile" și al diminuării cu 4,1 la sută a componentei "Aur".

Activele interne nete au crescut cu 6,6 la sută, înregistrând nivelul de 75 838,0 milioane lei.

Creditul neguvernamental a crescut în luna martie cu 3,6 la sută (3,5 la sută în termeni reali) față de luna februarie 2007, până la nivelul de 98 964,2 milioane lei. Creditul în lei a crescut cu 3,1 la sută (3,0 la sută în termeni reali), în timp ce creditul în valută exprimat în lei a crescut cu 4,2 la sută (exprimat în euro, creditul în valută a crescut cu 5,5 la sută). La 31 martie 2007, creditul neguvernamental a înregistrat o creștere de 52,7 la sută (47,3 la sută în termeni reali) față de 31

martie 2006, pe seama majorării cu 58,5 la sută a componentei în lei (52,9 la sută în termeni reali) și cu 47,0 la sută a componentei în valută exprimată în lei (exprimată în euro, creșterea creditului în valută a fost de 54,2 la sută).

Creditul guvernamental (al administrației centrale, administrațiilor locale, administrațiilor sistemelor de asigurări sociale) a crescut în luna martie cu 15,5 la sută, până la 6 614,6 milioane lei. La 31 martie 2007, creditul guvernamental a înregistrat o creștere de 131,5 la sută (123,3 la sută în termeni reali) față de 31 martie 2006.

Depozitele rezidenților clienți neguvernamentali, indiferent de scadență, au crescut în luna martie cu 2,6 la sută (2,5 la sută în termeni reali) față de luna februarie 2007, până la nivelul de 98 956,6 milioane lei.

Tabelul 4 - Depozitele rezidenților clienți neguvernamentali

INDICATORI	31 martie 2007 (mil. RON)	Martie 2007/ Februarie 2007 (%)	Martie 2007/Martie 2006* (%)
Depozite ale rezidenților clienți neguvernamentali (total) **	98 956,6	2,6	30,5
<i>Depozite în lei ale rezidenților:</i>	67 381,2	2,9	36,3
- gospodării ale populației	33 049,7	4,4	44,6
- persoane juridice	34 331,6	1,5	29,1
<i>Depozite în valută ale rezidenților:</i>	31 575,3	2,0	19,6
- gospodării ale populației	17 484,3	2,0	43,0
- persoane juridice	14 091,1	2,2	-0,7

* date comparabile, ** sunt incluse toate depozitele, indiferent de scadență

Sursa: Banca Națională a României, Comunicat de presă *Indicatorii monetari - martie 2007*, www.bnro.ro

Depozitele în lei ale gospodăriilor populației au crescut cu 4,4 la sută, până la 33 049,7 milioane lei. La 31 martie 2007, depozitele în lei ale gospodăriilor populației au înregistrat o creștere de 44,6 la sută (39,5 la sută în termeni reali) față de 31 martie 2006.

Depozitele în lei ale persoanelor juridice (societăți nefinanciare și instituții financiare nemonetare) au crescut cu 1,5 la sută, până la 34 331,6 milioane lei. La 31 martie 2007, depozitele în lei ale persoanelor juridice au înregistrat o creștere de 29,1 la sută (24,6 la sută în termeni reali) față de 31 martie 2006.

Depozitele în valută ale rezidenților gospodării ale populației și persoane juridice (societăți nefinanciare și instituții financiare nemonetare), exprimate în lei, au crescut cu 2,0 la sută, până la nivelul de 31 575,3 milioane lei (exprimate în euro, depozitele în valută au crescut cu 3,3 la sută, până la 9 412,0 milioane euro). Comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, depunerile în valută ale rezidenților exprimate în euro au înregistrat o creștere de 25,5 la sută; depunerile în valută ale gospodăriilor populației au crescut cu 50,1 la sută, iar depozitele în valută ale persoanelor juridice (societăți nefinanciare și instituții financiare nemonetare) au crescut cu 4,3 la sută.

Pe lângă necesara armonizare a indicatorilor monetari utilizați în România cu cei folosiți în analiza și practica

monetară din Uniunea Europeană, definirea agregatelor monetare conform metodologiei Băncii Centrale Europene aduce și o corecție de fond a componenței masei monetare definită în sens restrâns (masa mijloacelor de plată) și a masei monetare definită în sens larg (masa mijloacelor de deținere a averii).

În același timp, însă, publicarea indicatorilor monetari de către BNR în noua structură impune o atenție sporită asigurării comparabilității în timp a datelor pentru a nu denatura rezultatele analizei monetare. Cele mai mari diferențe pot să apară la agregatul monetar M1, care, până la sfârșitul anului 2006, a avut în componența sa doar numerarul în circulație și depozitele bancare la vedere (inclusiv soldurile creditoare ale conturilor curente) ale agenților economici și ale altor entități cu conturi bancare. De exemplu, dacă se compară nivelul masei monetare în sens restrâns (M1) din luna martie 2007 cu cel din martie 2006, fără a face ajustările necesare pentru comparabilitatea datelor, putem trage concluzia greșită că acest agregat monetar a crescut în perioada analizată de 2,3 ori.

Concluzii asemănătoare pot să apară și la analiza dinamicii agregatului monetar M2, dar diferențele între datele statistice publicate până la sfârșitul anului 2006 și cele corectate pentru asigurarea comparabilității datelor sunt mult mai mici.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

Berceanu, O.	<i>Integrare monetară europeană</i> , Editura Didactică și Pedagogică, București, 2006.
Eijffinger, S.	<i>Briefing paper on "The Conduct of Monetary Policy and an Evaluation of the Economic Situation in Europe – 3rd quarter 2001" (august 2001) for the European Parliament, Should the European Central Bank Use M3 to Assess Price Stability?</i>
www.bnro.ro	Banca Națională a României, Comunicat de presă <i>Indicatorii monetari - martie 2007</i> .
www.ecb.int	European Central Bank, <i>Monthly Bulletin</i> , January 1999.