

# О МЕХАНИЗМЕ ЭМИССИИ В ЕВРОСИСТЕМЕ

К вопросу о едином эмиссионном центре Союза Беларуси и России

**Д.В. Криворотов,**

*консультант-референт первого зам. Председателя Правления  
Национального банка Республики Беларусь*

В последнее время одним из наиболее актуальных вопросов, касающихся создания Союзного государства Беларуси и России, является вопрос статуса единого эмиссионного центра Союзного государства (центрального банка Союзного государства). Возможный подход к созданию единого эмиссионного центра – использование модели Европейского центрального банка и Евросистемы с учетом специфики социально-экономических проблем Беларуси и России. В этой связи представляет интерес изучение практического опыта проведения монетарной политики и механизма эмиссии в Евросистеме.

## Механизм эмиссии

Общезвестно, что исторически выделение центрального банка из среды коммерческих банков происходило эволюционным путем за счет постепенной монополизации права эмиссии. Именно монопольное право эмиссии позволяет центральному банку регулировать сферу денежного обращения, т. е. проводить монетарную политику. Это право в большинстве стран мира закреплено в конституции. Вместе с тем, как правило, в законодательстве нет ответа на вопрос о том, что именно эмитирует центральный банк. Если центральный банк обладает монопольным правом на эмиссию, то что в таком случае эмитируют коммерческие банки?

В современной двухуровневой банковской системе создание денежной массы проходит в два этапа. На первом этапе центральный банк путем проведения операций рефинансирования, кредитования правительства<sup>1</sup> и продажи иностранной валюты на рынке создает

денежную базу. С технической точки зрения, денежная база создается путем увеличения (кредитования) счетов коммерческих банков и правительства в центральном банке. В результате этих операций коммерческие банки получают в распоряжение избыточную ликвидность и используют ее для проведения активных операций, в ходе которых с помощью механизма денежного мультипликатора создается денежная масса. Количественно процесс создания денежной массы описывается известным уравнением:

$$M_3 = Mb_3 \cdot Mm,$$

где  $M_3$  – предложение денег в экономике;  
 $Mb_3$  – предложение денежной базы;  
 $Mm$  – денежный мультипликатор.

Другими словами, предложение денег осуществляется через первоначальную модификацию денежной базы путем изменения обязательств центрального банка перед банками и правительством (в общем случае), а затем последующего предложения денег в системе коммерческих банков через процесс мультипликации.

Основной объем операций, с помощью которых центральным банком создается денежная база, как правило<sup>2</sup>, составляют операции рефинансирования банков. Воздействуя на сферу денежного обращения для достижения общеэкономических целей, центральный банк

<sup>2</sup> Создавать денежную базу центральный банк может и путем кредитования счетов правительства. Дальнейший механизм эмиссии денежной массы в этом случае основан на действии мультипликатора бюджетных расходов, а затем и денежного мультипликатора. Поскольку центральный банк не может контролировать расходы правительства, отвечая одновременно за стабильность в денежно-кредитной сфере, центральные банки, как правило, отказываются от прямого кредитования правительства. Поэтому в данной статье механизм эмиссии через кредитование правительства не рассматривается.

<sup>1</sup> Если кредитование центральным банком правительства не запрещено законодательством.

может регулировать физический прирост денежной базы либо «цену», по которой денежная база «покупается» финансовыми посредниками (эта цена представлена процентными ставками по инструментам, с помощью которых центральный банк проводит операции, формирующие денежную базу), а также с помощью обязательного резервирования и других инструментов, как правило административного характера, воздействует на способность коммерческих банков и других финансовых посредников создавать денежную массу.

Широко распространенным заблуждением является мнение о том, что эмиссия осуществляется путем «печатания» наличных денег центральным банком. В действительности банкнотная эмиссия осуществляется центральным банком путем подкрепления коммерческих банков наличностью в обмен на списание соответствующих средств с их счетов в центральном банке, т. е. коммерческие банки обменивают безналичные деньги на наличные. При этом после такой операции денежная база в целом не изменяется. В результате выпуска в обращение банкнот изменяется лишь структура денежной массы.

В рамках национальной экономики принятие решений по основным параметрам и условиям операций рефинансирования, а также собственно проведение этих операций осуществляет центральный банк страны. В условиях монетарного и экономического союза необходимо распределение полномочий по осуществлению эмиссионных операций между национальными центральными банками и институтом, выполняющим функции наднационального центрального банка.

### **Институциональные аспекты монетарной политики в Евросистеме**

В еврозоне монетарная политика проводится Евросистемой, состоящей из Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ) и четырех центральных банков стран, имеющих в Евросоюзе специальный статус. В начале мая 1998 г. Совет Европейского союза в составе глав государств и правительств решил, что 11 стран-членов союза, а именно Бельгия, Германия, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Голландия, Австрия, Португалия и Финляндия, выполнили условия, необходимые для введения 1 января 1999 г. единой ев-

ропейской валюты. Месяцем позже был создан Европейский центральный банк (далее ЕЦБ), ставший ядром новой европейской денежной системы. ЕЦБ явился преемником Европейского монетарного института (ЕМИ), прекратившего свое существование [1].

Европейский центральный банк во Франкфурте-на-Майне и 11 национальных центральных банков стран, входящих в еврозону, образовали Европейскую систему центральных банков (далее ЕСЦБ). Центральные банки государств, не входящих в еврозону, обладают специальным статусом. С одной стороны, они имеют возможность проводить свою собственную национальную денежно-кредитную политику, с другой – не участвуют в принятии и исполнении решений, касающихся единой денежно-кредитной политики. В этой связи, в целях обеспечения большей прозрачности, Управляющим Советом ЕСЦБ (см. ниже) принято решение различать понятия «Европейская система центральных банков» и «Евросистема». Евросистема включает в себя ЕСЦБ и четыре НЦБ стран, имеющих в евросоюзе специальный статус (Дания, Греция, Швеция, Великобритания) [1].

Основной целью монетарной политики, проводимой Евросистемой, является поддержание ценовой стабильности в еврозоне, определенной количественно как темп прироста гармонизированного индекса потребительских цен в пределах, не превышающих 2% в год. Стратегия монетарной политики Евросистемы базируется на двух основных принципах. Первый принцип устанавливает ведущую роль контроля над динамикой денежной массы, что выражается в объявлении целевых ориентиров по приросту агрегата М3 денежной массы. Второй принцип основан на оценке будущей динамики цен с использованием широкого перечня макроэкономических и денежно-кредитных индикаторов [2]. Органом, отвечающим за осуществление монетарной политики, является Управляющий Совет ЕЦБ (ECB Governing Council), состоящий из 6 членов Правления ЕЦБ и 11 управляющих национальными центральными банками (далее Совет).

Структура операций по проведению монетарной политики определяется набором инструментов, используемых центральными банками для регулирования ликвидности банков и других финансовых институтов, а так-

же воздействия на уровень процентных ставок денежного и финансового рынков. Необходимо отметить, что в настоящее время в Евросистеме все инструменты, порядок и условия их применения *полностью унифицированы*.

Ключевые решения по применению основных инструментов монетарной политики Евросистемы принимаются Советом. Заседания Совета проводятся не реже одного раза в две недели, как правило по четвергам. Несмотря на то, что основные решения, касающиеся монетарной политики (например, установленные уровни процентных ставок), принимаются Советом, операции, составляющие суть монетарной политики и одновременно формирующие денежную базу, осуществляются *децентрализованно* национальными центральными банками на условиях и в рамках, установленных Советом. При этом уровень процентных ставок по инструментам, используемым национальными центральными банками, а также перечень этих инструментов и порядок их применения един для всех центральных банков Евросистемы.

В Евросистеме большое значение придается работе с общественностью и прозрачности операций. Прозрачность является, с одной стороны, важнейшим механизмом обеспечения подотчетности Евросистемы, независимой в своих действиях, перед обществом, а с другой – действенным инструментом стабилизации экономических ожиданий, что способствует укреплению доверия общества и финансовых рынков к действиям Евросистемы и, соответственно, повышает эффективность монетарной политики. В этой связи решения Управляющего Совета об уровне процентных ставок становятся доступными вниманию общественности в день заседания Совета Управляющих на веб-сайте ЕЦБ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) и в основных информационных изданиях. За любым внеплановым заседанием Совета в день проведения следует пресс-конференция, на которой освещаются основные принятые Советом решения. После пресс-конференции вопросы присутствующих и ответы на них публикуются в прессе. Помимо этого, еженедельно публикуются консолидированный баланс Евросистемы по состоянию на конец предыдущей недели, агрегированные данные об остатках, а также статистические обзоры, периодические отчеты о состоянии монетарной политики и

развитии экономики, доклады и выступления руководителей ЕЦБ и, наконец, годовой отчет ЕЦБ.

### Инструменты монетарной политики Евросистемы<sup>3</sup>

Инструменты монетарной политики Евросистемы можно условно разделить на три основные группы: операции на открытом рынке; постоянные механизмы рефинансирования; минимальные резервные требования (см. схему).

#### Операции на открытом рынке

Основной объем денежной базы создается в Евросистеме с помощью *операций на открытом рынке*, которые проводятся по инициативе ЕЦБ в лице Совета, определяющего условия, сроки и инструменты для таких операций. Операции могут осуществляться на основе стандартных либо ускоренных тендеров или на основе двусторонних процедур. Как показано на схеме, операции на открытом рынке делятся на пять основных групп. Наиболее важными среди них являются операции на условиях обратного выкупа (сделки РЕПО), и в частности основные операции рефинансирования. Кроме того, используются операции на условиях до погашения, выпуск долговых сертификатов, валютные свопы, привлечение средств на депозиты с фиксированным сроком. *Общий принцип организации рефинансирования банков в Евросистеме* состоит в том, чтобы потребность банков в ликвидности удовлетворялась по возможности за счет основных операций рефинансирования, остальные операции на открытом рынке используются при возникновении непредвиденных сложностей временного характера. Общая характеристика операций обратного выкупа дана в табл. 1.

*Основные операции рефинансирования* проводятся децентрализованно один раз в две

<sup>3</sup> Данный раздел подготовлен нами на основании систематизации и анализа основных положений руководящего документа Европейского центрального банка по инструментам и процедурам монетарной политики в Евросистеме от 7 марта 2002 г. Полное наименование этого документа на английском языке приведено в списке литературы [3]. Кроме того, использован документ ЕЦБ «The Single Monetary Policy in the Euro Area» [4], подготовленный Европейским центральным банком на основании названного выше руководящего документа.

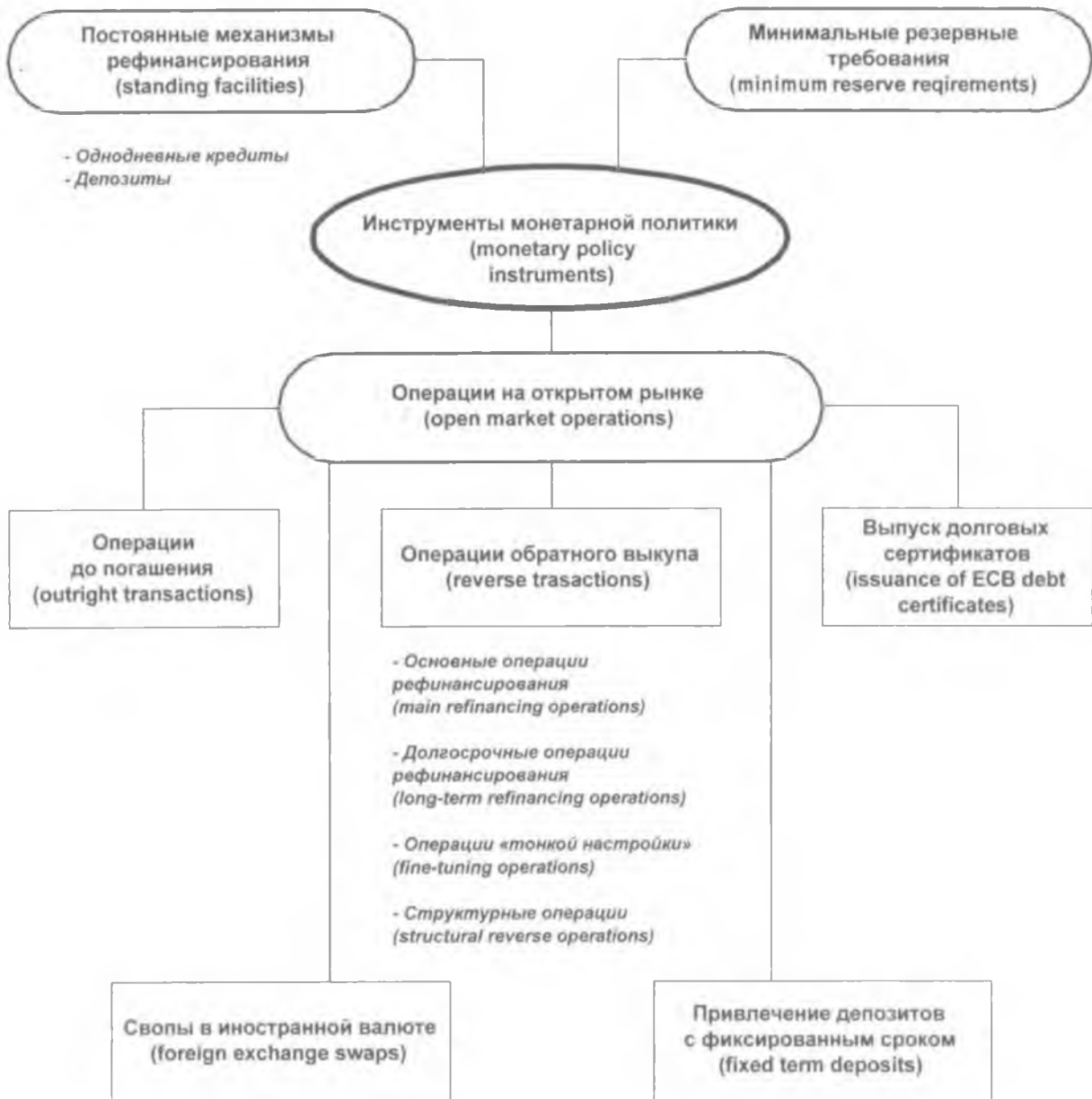
недели национальными центральными банками в форме сделок на условиях «репо» по предоставлению ликвидности на срок до двух недель на основе стандартных тендеров в соответствии с графиком, утвержденным Советом. Посредством таких операций осуществляется основной объем рефинансирования финансового сектора еврозоны.

*Операции долгосрочного рефинансирования* – ежемесячные, на условиях «репо» со сроком три месяца. Проводят эти операции также национальные центральные банки в соот-

ветствии с утвержденным Советом графиком. Цель этих операций – дополнительное рефинансирование на долгосрочной основе.

*Операции тонкой настройки* могут проводиться как с целью управления ликвидностью, так и с целью воздействия на процентные ставки, в частности для сглаживания колебаний ставок вследствие изменения ситуации с ликвидностью на рынке. Как правило, операции тонкой настройки проводятся на условиях «репо», однако могут принимать форму сделок «до погашения», валютных «свопов»,

### Инструменты монетарной политики Евросистемы



## Операции обратного выкупа Евросистемы

Операции обратного выкупа (reverse transactions), по определению ЕЦБ, это операции, посредством которых национальный центральный банк покупает или продает активы на условиях «репо» (repurchase agreement, обратного выкупа), или проводит кредитные операции под обеспечение.

### *Основные операции рефинансирования (main refinancing operations)*

Через них распределяется основной объем ликвидности

Настроены на предоставление ликвидности

Проводятся в форме стандартных тендеров раз в две недели на регулярной основе

В качестве обеспечения могут использоваться активы как первого (общеевропейского), так и второго (национального) уровней

Проводятся национальными центральными банками децентрализованно

К участию в операциях допускаются все кредитные организации, удовлетворяющие общим критериям ЕЦБ

### *Операции «тонкой настройки» (fine-tuning operations)*

Используются для управления ликвидностью и регулирования процентных ставок при непредвиденных колебаниях ликвидности и процентных ставок денежного рынка

Могут быть настроены как на изъятие, так и на предоставление ликвидности

Обычно проводятся национальными центральными банками децентрализованно, хотя Управляющий Совет может принять решение о проведении этих операций непосредственно ЕЦБ

Евросистема может ограничить число кредитных организаций, принимающих участие в операциях «тонкой настройки»

Операции «тонкой настройки», связанные с предоставлением ликвидности, как правило, проводятся на двусторонней основе, т. е. без проведения аукциона

В качестве обеспечения по операциям «тонкой настройки» могут использоваться активы как первого (общеевропейского), так и второго (национального) уровней

К участию в операциях допускаются все кредитные организации, удовлетворяющие общим критериям ЕЦБ

### *Структурные операции (structural reverse operations)*

Могут проводиться как на регулярной, так и на нерегулярной основе

Сроки этих операций не стандартизированы

Проводятся в форме стандартных тендеров

Проводятся национальными центральными банками децентрализованно

В качестве обеспечения могут использоваться активы как первого (общеевропейского), так и второго (национального) уровней

К участию в операциях допускаются все кредитные организации, удовлетворяющие общим критериям ЕЦБ

### *Долгосрочные операции рефинансирования (long-term refinancing operations)*

Настроены на предоставление ликвидности

К участию в операциях допускаются все кредитные организации, удовлетворяющие общим критериям ЕЦБ

Проводятся ежемесячно на регулярной основе

Проводятся в форме стандартных тендеров

Срок этих операций обычно составляет три месяца

В качестве обеспечения по операциям «тонкой настройки» могут использоваться активы как первого (общеевропейского), так и второго (национального) уровней

## Прочие операции Евросистемы на открытом рынке

### *Операции Евросистемы на условиях до погашения*

Операции на открытом рынке на условиях до погашения представляют собой сделки по покупке (продаже) Евросистемой на финансовом рынке активов, которые могут использоваться в качестве обеспечения при проведении операций рефинансирования с переходом права собственности на эти активы без права обратного выкупа.

С помощью этих операций ликвидность может как предоставляться, так и изыматься Евросистемой. Осуществляются в двусторонней форме (индивидуально с каждой кредитной организацией) без проведения тендера.

Проводятся обычно децентрализованно национальными центральными банками (на условиях, определяемых Управляющим Советом ЕЦБ). В исключительных ситуациях ЕЦБ может самостоятельно проводить эти операции.

Как правило, ограничения на допуск участников к операциям на условиях до погашения отсутствуют.

В качестве объекта этих операций выступают активы только первого (общенационального) уровня.

### *Выпуск долговых сертификатов*

Долговые сертификаты представляют собой дисконтные ценные бумаги, выпускаемые ЕЦБ с целью изъятия ликвидности со сроком погашения не более 12 месяцев.

Долговые сертификаты выпускаются в форме записи по счетам в депозитариях ценных бумаг в еврозоне.

Долговые сертификаты выпускаются в обращение через процедуру стандартного тендера, проводимого децентрализованно национальными центральными банками.

Приобретать сертификаты могут любые кредитные организации, удовлетворяющие общим критериям ЕЦБ.

### *Валютные свопы*

Служат для регулирования ликвидности и процентных ставок денежного рынка.

Могут быть использованы как для предоставления, так и для изъятия ликвидности.

Проводятся на нерегулярной основе, сроки этих операций не стандартизированы.

Проводятся децентрализованно национальными центральными банками в форме ускоренного тендера или на двусторонней основе на условиях, определяемых Управляющим Советом ЕЦБ.

Допуск кредитных организаций к этим операциям может ограничиваться ЕЦБ.

### *Привлечение средств в депозиты*

Осуществляется с целью изъятия ликвидности.

Проводится на нерегулярной основе, сроки этих операций не стандартизированы.

Проводится децентрализованно национальными центральными банками в форме ускоренного тендера или на двусторонней основе на условиях, определяемых Управляющим Советом ЕЦБ.

Допуск кредитных организаций к этим операциям может ограничиваться ЕЦБ.

срочных депозитов. Выбор инструментов и условий зависит от объектов и целей операций. Обычно операции тонкой настройки проводятся национальными центральными банками на основе ускоренных тендеров.

*Цель структурных операций* – выравнивание позиции Евросистемы относительно финансовой системы.

Общая характеристика операций на условиях до погашения, а также использования депозитов, валютных свопов и выпуска долговых сертификатов ЕЦБ представлена в табл. 2.

### **Постоянные механизмы рефинансирования**

*Постоянные механизмы рефинансирования* служат для предоставления и изъятия ликвидности на условиях «овернайт» и являются ориентиром для формирования рыночных ставок «овернайт». ЕЦБ использует две разновидности постоянных механизмов – кредиты и депозиты. Постоянные механизмы используются участниками рынка, имеющими на это право, по их собственной инициативе под контролем национальных центральных банков. Постоянные механизмы финансирования предоставляют кредитным организациям возможность привлечения краткосрочных ресурсов центрального банка по их (кредитных организаций) собственной инициативе в случае возникновения временных трудностей с ликвидностью, а также возможность размещения ресурсов в центральном банке на короткие сроки также по собственной инициативе.

### **Обязательное резервирование**

Важным инструментом регулирования ликвидности является *обязательное резервирование*. 7 июля 1998 г. Управляющий Совет обязал все кредитные учреждения, созданные в еврозоне, производить обязательное резервирование. Система обязательного резервирования призвана выполнять следующие две основные функции: стабилизировать процентные ставки денежного рынка и изымать избыточные резервы банковской системы с целью контроля за расширением денежной массы. Кроме того, выполнение минимальных резервных требований служит одним из основных критериев допуска кредитных организаций к операциям на открытом рынке.

Существующая операционная база Евросистемы была создана с целью обеспечения участия максимально широкого круга кредитных институтов. При использовании системы обязательного резервирования кредитные организации, выполняющие минимальные резервные требования, допускаются к участию в операциях на открытом рынке и постоянным механизмам рефинансирования. ЕЦБ в лице Совета может также ограничить количество участников по операциям тонкой настройки. Если же обязательное резервирование не проводится, то круг участников расширяется до общего количества кредитных институтов в еврозоне.

В соответствии со ст. 18.1 Устава ЕЦБ, все кредитные операции ЕЦБ должны осуществляться только при наличии соответствующего обеспечения [5]. Активы, используемые в качестве обеспечения, условно разделены на две группы: активы «первого» и «второго» класса. К «первому» классу относятся рыночные долговые обязательства «общеевропейского значения», удовлетворяющие унифицированным для евросоюза критериям приемлемости, установленным ЕЦБ. «Второй» класс – это дополнительные виды обязательств, имеющие преимущественное хождение на внутренних, национальных рынках, критерии соответствия для которых устанавливает НЦБ по согласованию с ЕЦБ.

Деление это достаточно условно, поскольку стандарты как для «первоклассных» активов, так и для активов, относимых ко «второму» классу, практически едины и все они могут использоваться в качестве обеспечения почти без ограничений. Банки одного государства могут, например, воспользоваться средствами своего НЦБ под залог обязательств, выпущенных в другом государстве (в пределах евросоюза). Единственное исключение состоит в том, что второклассные активы, как правило, не используются в сделках до погашения.

### **Основные операции рефинансирования: технический аспект**

Как отмечалось выше, основным инструментом ЕЦБ по формированию денежной базы (т.е. основным инструментом эмиссии) являются операции на открытом рынке. С их помощью регулируются ликвидность в системе

и процентные ставки денежного рынка. В составе этих операций главную роль играют «основные операции рефинансирования», обеспечивающие основной объем ликвидности банковской системы и являющиеся главным инструментом монетарной политики. Основные операции рефинансирования настроены на предоставление ликвидности системе. Они обычно осуществляются еженедельно на децентрализованной основе национальными центральными банками в форме стандартного аукциона на условиях обратного выкупа (репо) со сроком в две недели, по фиксированной ставке под обеспечение. Основной еженедельный аукцион, как правило, проводится по вторникам (т. е. на второй рабочий день системы TARGET – единой платежной системы еврозоны). Стандартный аукцион включает 6 этапов.

1. Объявление о проведении аукциона.
2. Подготовка к аукциону и подтверждение заявок на участие.
3. Сбор и обработка заявок в ЕЦБ.
4. Распределение средств и объявление результатов тендера:
  - а) решение ЕЦБ;
  - б) объявление результатов.
5. Юридическое оформление.
6. Денежные расчеты по результатам тендера.

Размер фиксированной ставки, а также объем размещаемой ликвидности определяются на предшествующем заседании Совета (как отмечалось выше, заседания Совета проводятся по четвергам). В понедельник, за день до проведения аукциона, около 15.30 ЕЦБ через национальные центральные банки объявляет о проведении аукциона, сумме минимальной заявки, фиксированной ставке, сроке операции, а также сроках приема заявок банков на участие. Национальные центральные банки направляют сообщения в банки и другие кредитные организации по системе Рейтер и другим каналам информации. Банки и другие кредитные организации подтверждают заявки на участие в аукционе до 9.30 вторника (дня проведения аукциона) в национальных центральных банках. Эти заявки затем направляются в ЕЦБ для проведения аукциона.

Если общая сумма в заявках участников аукциона превышает сумму средств, подлежащих распределению, размещение ликвиднос-

ти проводится по принципу пропорциональности (с учетом удельного веса суммы заявки отдельного участника в общей сумме заявок). При этом *не практикуется установление каких-либо квот и лимитов по странам и национальным центральным банкам*. Около 11.15 во вторник (день проведения аукциона) сообщения о результатах аукциона рассылаются участникам через национальные центральные банки по системе Рейтер.

Юридическое оформление, а также денежные расчеты по рассматриваемым операциям осуществляются непосредственно национальными центральными банками. Как отмечалось выше, с технической точки зрения эмиссия центрального банка представляет собой увеличение остатков на счетах кредитных организаций и правительства в центральном банке. В Евросистеме с 1 января 1999 г. кредитование правительства законодательно запрещено как на уровне ЕЦБ, так и на уровне национальных центральных банков [6]. Поэтому основным каналом эмиссии является кредитование резервных счетов кредитных организаций. Поскольку национальные центральные банки не открывают ни корреспондентских, ни каких-либо других счетов в ЕЦБ, можно говорить о децентрализации процесса эмиссии в Евросистеме.

\* \* \*

На основе проведенного анализа можно сделать следующие выводы. Эмиссия центрального банка представляет собой увеличение денежной базы прежде всего путем проведения операций рефинансирования коммерческих банков. В условиях монетарного союза можно выделить два уровня процесса создания денежной базы в результате проведения операций рефинансирования. Первый уровень составляет процесс принятия решений о применении тех или иных инструментов, определения количественных параметров и условий проведения таких операций. Ко второму уровню относится процесс непосредственного увеличения остатков на счетах коммерческих банков, что и является физическим созданием денежной базы.

В Евросистеме в настоящее время полностью унифицированы инструменты монетарной политики и принципы их применения, а



также механизм монетарного регулирования. Решения об использовании тех или иных инструментов, а также о количественных параметрах таких операций принимаются централизованно Управляющим Советом ЕЦБ, в то время как сами операции рефинансирования осуществляются на национальном уровне национальными центральными банками. Основные операции рефинансирования проводятся одновременно по всей Евросистеме по единой (фиксированной) процентной ставке.

По нашему мнению, рассмотренная модель могла бы быть положена в основу организации эмиссионного центра Союзного государства. При этом Банк России и Национальный банк Республики Беларусь сохранили бы право эмиссии единой валюты на условиях и в объемах, которые устанавливались бы органом, аналогичным Управляющему Совету ЕЦБ. В состав этого органа должны входить представители обоих центральных банков. Количество представителей от каждого центрального банка и количество принадлежащих каждой стороне голосов при принятии решений на данном этапе является предметом двусторонних переговоров. Однако при решении вопроса о представительстве в этом наднациональном органе не-

обходимо принимать во внимание сравнительные размеры национальных экономик. Кроме того, при использовании модели Евросистемы на практике неизбежно возникнет проблема конвергенции основных денежно-кредитных и макроэкономических показателей двух стран. Нельзя применять единые инструменты на единых условиях по единым процентным ставкам для регулирования двух экономик с абсолютно разными показателями.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *European Central Bank Annual Report for 1998*. Frankfurt: ECB, 1999.
2. *The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem* // European Central Bank Monthly Bulletin. 1999. № 1.
3. *Monetary Policy Instruments and Procedures / Guideline of the European Central Bank ECB/ 2002/2*. Frankfurt: ECB, 2002.
4. *The Single Monetary Policy in the Euro Area*. Frankfurt: ECB, 2002.
5. *Protocol No 18 on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank*. Frankfurt: ECB, 2000.
6. *European Monetary Institute Annual Report for 1997*. Frankfurt: ECB, 1998.

