



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

ECB:s PENNINGPOLITIK

2004

2004

ECB:S PENNINGPOLITIK

EUROPEISKA CENTRALBANKEN



© BCE ECB EZB EKT EKP

D 001 A1 100 EURO 100 EYP
EURO 100 EYPΩ 100 EURO 1
100 EYPΩ 100 EURO 100 EYP
EURO 100 EYPΩ 100 EURO 10
EYPΩ 100 EURO 100 EYP
100 EYPΩ 100 EURO 100
100 EURO 100 EYP
EYPΩ 100 EURO 100
EURO 100 EYP
100 EURO 100
RO 100 EYP
EYPΩ 100
100 EYP
URO 100
00 EYP
10 100
100
EYP
100
100

© Europeiska centralbanken, 2004

Adress

Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Tyskland

Postadress

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main
Tyskland

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

ECB:s direktion ansvarar för denna publikation. Alla rättigheter förbehålls. Återgivning för undervisning och icke-kommersiella syften är tillåten under förutsättning att källan anges.

Siffrorna i boken baserar sig på statistik som fanns tillgänglig den 30.6.2003.

ISBN 92-9181-501-2 (tryckt)

ISBN 92-9181-502-0 (nät)

INNEHÅLL

FÖRORD

KAPITEL 1

Den institutionella ramen för den gemensamma penningpolitiken	9
---	---

KAPITEL 2

Euroområdet ekonomiska och finansiella struktur	17
2.1 Den reala ekonomins utmärkande drag	17
2.2 Arbetsmarknaden	19
2.3 Offentliga sektorn	20
2.4 Utrikeshandel	24
2.5 Finansiell struktur	25
2.6 Finansmarknaderna	30
2.7 Finansiella intermediärer	34

KAPITEL 3

ECB:s penningpolitiska strategi	41
3.1 Penningpolitikens roll och fördelarna med prisstabilitet	41
3.2 Den penningpolitiska transmissionsmekanismen	44
3.3 ECB:s penningpolitiska strategi: allmänna principer	49
3.4 ECB:s kvantitativa definition av prisstabilitet	50
3.5 Analys av hoten mot prisstabilitet i ECB:s penningpolitiska strategi	54
3.6 Ansvarighet, öppenhet och information	64

KAPITEL 4

Genomförandet av penningpolitiken	69
4.1 Allmänna principer och mål bakom utformningen av styrsystemet	69
4.2 Översikt över Eurosystemets styrsystem	70
4.3 Kassakrav	74
4.4 Öppna marknadsoperationer	77
4.5 Stående faciliteter	81
4.6 Centralbanksfinansiering och banksystemets likviditetsbehov	82
4.7 Erfarenheter från januari 1999 till juni 2003	86

KAPITEL 5

Den gemensamma penningpolitiken under de första fem åren	89
5.1 Inledning	89
5.2 Utvecklingen i huvuddrag	89
5.3 En bedömning av penningpolitiken under den här perioden	96

BILAGA

Historia – de tre etapperna av ekonomiska och monetära unionen	99
--	----

ORDLISTA	103
-----------------	------------

LITTERATURFÖRTECKNING	119
------------------------------	------------

REGISTER	123
-----------------	------------

RUTOR

1.1	Viktigaste bestämmelser i Fördraget och ECBS-stadgan	13
2.1	Institutionella bestämmelser för att säkerställa sunda offentliga finanser	23
2.2	Finansmarknaderna – nyckelbegrepp	30
2.3	Penningmängdsmått	36
3.1	Nya rön om den penningpolitiska transmissionsmekanismen i euroområdet	47
3.2	Konstruktionen av HIKP och dess grunddrag	51
3.3	ECB:s penningpolitikens medelfristiga inriktning	53
3.4	Alternativa penningpolitiska strategier	55
3.5	Statistik över den ekonomiska utvecklingen i euroområdet	57
3.6	Penningmängden och priser på lång sikt	61
3.7	ECB:s referensvärde för penningmängdstillväxt	63
3.8	ECB:s viktigaste kommunikationskanaler	67
4.1	Motparter och säkerheter	72
4.2	Ändrade löptider för huvudsakliga refinansieringstransaktioner och uppfyllandeperioder fr.o.m. mars 2004	78
4.3	Typer av öppna marknadsoperationer	80

TABELLER

2.1	Realekonomiska indikatorer för euroområdet 2002	18
2.2	Arbetskraftsdeltagande efter kön och åldersgrupp i euroområdet och USA	20
2.3	Euroområdets utrikeshandel med varor 2002	25
2.4	Euroområdets icke-finansiella sektors finansiella investeringar och finansiering per den 31.12.2002	28
2.5	Utelöpande kortfristiga skuldförbindelser i euro emitterade av hemmahörande i euroområde	32
2.6	Utelöpande långfristiga skuldförbindelser i euro emitterade av hemmahörande i euroområde	33
2.7	Utelöpande skuldförbindelser i nationella valutor emitterade av hemmahörande i euroområdet, USA och Japan 31.12.2002	34
2.8	Börsvärdet i euroområdet, USA och Japan	34
2.9	Antal inhemska och utländska börsnoterade bolag i euroområdet, USA och Japan	35
2.10	Antal monetära finansinstitut i euroområdet	36
2.11	Penningmängdsmått för euroområdet	37

2.12	Bankinlåning och bankutlåning i euroområdet, USA och Japan 31.12.2002	39
3.1	Uppskattning av hur real BNP och konsumentpriser skulle påverkas av en höjning av basräntan i euroområdet med en procentenhet	48
3.2	Vikterna för de viktigaste huvudkomponenterna i euroområdets HIKP för 2003	51
4.1	Eurosystemets öppna marknadsoperationer och stående faciliteter	71
4.2	Skulder som inberäknas i kassakravsbasen för kreditinstitut	75
4.3	Balansräkning för centralbanker	84
4.4	Bidrag till likviditeten i banksystemet	85

DIAGRAMMER

1.1	ECB:s beslutande organ	10
2.1	Åldersfördelning av befolkningen totalt 2002	17
2.2	Arbetslöshet i euroområdet, USA och Japan	19
2.3	Offentliga sektorns underskott och skuld i euroområdet	22
2.4	Vikter för handel för euroområdets 20 viktigaste handelsparter	25
2.5	Det finansiella systemets funktioner	26
2.6	Procentuell fördelning av M3-komponenter 31.12.2002	38
2.7	Sammansättning av den konsoliderade balansräkningen för euroområdets monetära finansinstitut (inkl. Eurosystemet) 31.12.2002	39
3.1	Illustration av transmissionsmekanismen från räntor till priser	44
3.2	ECB:s stabilitetsinriktade penningpolitiska strategi	65
4.1	ECB:s styrräntor och Eonia	73
4.2	Eurosystemets kassakravssystem	76
4.3	Utnyttjade stående faciliteter från januari 1999 till juni 2003	82
4.4	Utnyttjade stående faciliteter under en uppfyllandeperiod	83
4.5	Volymen huvudsakliga och långfristiga refinansieringstransaktioner	86
4.6	Kassakrav och autonoma likviditetsfaktorer	87
5.1	HIKP-inflation	90
5.2	Eurons nominella effektiva växelkurs och oljepriset	91
5.3	M1 och lån till den privata sektorn	91
5.4	M3-tillväxt och referensvärdet	92;
5.5	Real BNP, industriproduktion och företagens förväntningar i euroområdet	93
5.6	Indikatorer på långfristiga inflationsförväntningar i euroområdet	94

ORDFÖRANDENS FÖRORD

Europeiska centralbanken (ECB) bedriver sedan den 1 januari 1999 en gemensam penningpolitik i euroområdet. I Fördraget om Europeiska unionen (EU) fastställs att Eurosystemets huvudmål är att upprätthålla prisstabilitet vilket återspeglar ett brett samförstånd i samhället att upprätthållandet av prisstabilitet är det bästa bidrag som penningpolitik kan ge för ekonomisk tillväxt, skapande av arbetstillfällen och social sammanhållning.

I oktober 1998 antog ECB-rådet sin penningpolitiska strategi och offentliggjorde den i god tid innan den gemensamma valutan lanserades. Strategin har varit framgångsrik och tillhandahåller en solid grund för beslutsfattande och för ansvarighet och ansvarsskyldighet gentemot allmänheten. Detta var nödvändigt för ECB:s trovärdighet och för att skapa förtroende för euron direkt från starten.

Under de första åren ställdes den gemensamma penningpolitiken inför ett antal utmaningar. ECB konfronterades med en fyrdubbling av oljepriserna samt kraftiga svängningar på valuta- och aktiemarknaderna. Banken fick även ta itu med osäkerheten i världsekonomin som uppstod efter terroristattackerna den 11 september 2001 samt de geopolitiska spänningar som uppstod därefter. Trots dessa svårigheter har ECB lyckats få och bibehålla allmänhetens och marknadernas förtroende. Inflationen har hållits på låga nivåer, trots kraftiga negativa chocker och inflationsförväntningarna på längre sikt har fortsatt att vara i linje med ECB:s definition av prisstabilitet.

Samtidigt har Eurosystemet utfört sina uppgifter i enlighet med högsta tekniska standarder. Styrsystemet för den gemensamma

penningpolitiken har fungerat mycket smidigt sedan euron lanserades i slutet av 1999, och detta har resulterat i låg volatilitet på de korta räntorna.

För att förklara de viktigaste aspekterna av den gemensamma penningpolitiken för en bredare läsekrets ges i den här boken en översikt av ECB:s penningpolitik samt dess ekonomiska och institutionella bakgrund. Den första upplagan, från 2001, översattes till de flesta officiella gemenskapsspråk samt till kinesiska, japanska och koreanska. Med anledning av det stora intresse boken möttes av, både i och utanför Europa och med tanke på utvecklingen under de senaste två åren, har ECB beslutat om en uppdatering.

Strukturen på den andra upplagan återspeglar den första och ger en uppdatering av den ekonomiska och finansiella strukturen i euroområdet. Boken har reviderats i linje med ECB-rådets bekräftelse och klargörande av ECB:s penningpolitiska strategi i maj 2003. Den tar även hänsyn till vissa förändringar i Eurosystemets penningpolitiska styrsystem och till vår erfarenhet av penningpolitik sedan den första upplagan.

Jag är övertygad om att den nya upplagan kommer att öka förståelsen ytterligare för ECB:s penningpolitik.

Frankfurt am Main, januari 2004



Jean-Claude Trichet

I. DEN INSTITUTIONELLA RAMEN FÖR DEN GEMENSAMMA PENNINGPOLITIKEN

Den 1 januari 1999 tog Europeiska centralbanken (ECB) över ansvaret för penningpolitiken i euroområdet – det näst största ekonomiska området i världen, efter USA. Överföringen av det penningpolitiska ansvaret från elva nationella centralbanker – som blev tolv i och med Greklands anslutning den 1 januari 2001 – till en ny överstatlig institution var en milstolpe i den långa och komplicerade integrationen mellan de europeiska länderna. Innan länderna kunde införa euron var de tvungna att uppfylla ett antal konvergenskriterier för att säkerställa att de hade de ekonomiska och rättsliga förutsättningar som krävs för att delta i en stabilitetsinriktad valutaunion. I detta kapitel beskrivs de institutionella aspekter som är mest relevanta för förståelsen av ECB:s penningpolitik.

ECB, ECBS och Eurosystemet

Den gemensamma penningpolitikens rättsliga grund är fördraget ...

Den rättsliga grunden för den gemensamma penningpolitiken är Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen (i dess ändrade lydelse). Utdrag ur de mest relevanta bestämmelserna återges i ruta 1.1.¹

...genom vilket ECB och ECBS upprättades

Genom fördraget och stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken (ECBS-stadgan), som är bifogat fördraget i form av ett protokoll, upprättades både ECB och Europeiska centralbankssystemet (ECBS) den 1 juni 1998. ECBS består av ECB och de nationella centralbankerna i alla EU:s medlemsstater (artikel 107.1 i fördraget).²

Eurosystemet och euroområdet

Termen Eurosystemet avser ECB och de nationella centralbankerna i de länder som har antagit euron som sin valuta.³ Så länge det finns medlemsstater som inte har antagit euron är det nödvändigt att

skilja mellan Eurosystemet och ECBS. Termen euroområdet avser det område som utgörs av de EU-medlemsstater som har antagit euron.

Målet för den gemensamma penningpolitiken och uppgifterna för Eurosystemet

I fördraget (artikel 105.1) – som talar om ECBS och inte Eurosystemet, eftersom fördraget upprättades utifrån antagandet att alla EU-länder så småningom skulle införa euron – sägs att ”huvudmålet för ECBS skall vara att upprätthålla prisstabilitet” och ”utan att åsidosätta detta mål skall ECBS stödja den allmänna ekonomiska politiken inom gemenskapen i syfte att bidra till att förverkliga gemenskapens mål enligt artikel 2”. I artikel 2 i fördraget nämns att gemenskapens mål bland annat är att uppnå ”en hög nivå i fråga om sysselsättning (...), hållbar och icke-inflatorisk tillväxt, hög grad av konkurrenskraft och ekonomisk

Viktigast av allt är prisstabilitet

¹ I juni 2003 lade Europeiska konventet för Europas framtid fram ett utkast till upprättande av ett fördrag om upprättande av en konstitution för Europa (utkastet till konstitution) för Europeiska rådet. I slutet av 2003 utgjorde utkastet till konstitution basen för diskussionerna i regeringskonferensen om unionens framtid. De viktigaste bestämmelserna om den gemensamma penningpolitiken innefattas i utkastet till konstitution i allt väsentligt oförändrade.

² Till skillnad från ECBS som helhet, har ECB i och med fördraget fått status som juridisk person. Varje nationell centralbank är en juridisk person i enlighet med respektive lands nationella lagar.

³ Cheferna för de nationella centralbankerna i de länder som ännu inte infört euron deltar inte i det penningpolitiska beslutsfattandet för euroområdet och dessa nationella centralbanker deltar inte heller i det operationella genomförandet av sådana beslut.

konvergens”. I fördraget görs alltså en tydlig rangordning av Eurosystemets mål, där det absolut viktigaste målet är att upprätthålla prisstabilitet. Genom att inrikta ECB:s penningpolitik på detta huvudmål slår fördraget fast att penningpolitikens viktigaste bidrag till skapandet av gynnsamma ekonomiska förhållanden och en hög sysselsättning är att säkerställa prisstabilitet.

Eurosystemets grundläggande uppgifter

Enligt fördraget (artikel 105.2) skall Eurosystemets grundläggande uppgifter vara att

- utforma och genomföra euroområdet penningpolitik,
- genomföra valutatransaktioner
- inneha och förvalta medlemsstaternas officiella valutareserver
- främja väl fungerande betalningssystem.

ECB har ensamrätt att tillåta sedelutgivning inom euroområdet. I samarbete med de nationella centralbankerna samlar ECB in den statistik som behövs för att utföra Eurosystemets uppgifter, antingen från nationella myndigheter eller direkt från ekonomiska aktörer. Eurosystemet

skall också medverka till att de myndigheter som ansvarar för tillsynen över kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet kan genomföra sin politik på ett smidigt sätt. Enligt artikel 6 i ECBS-stadgan får ECB och, med dess godkännande, de nationella centralbankerna delta i internationella monetära institutioner. ECB bestämmer hur Eurosystemet skall företrädas i det internationella samarbetet.

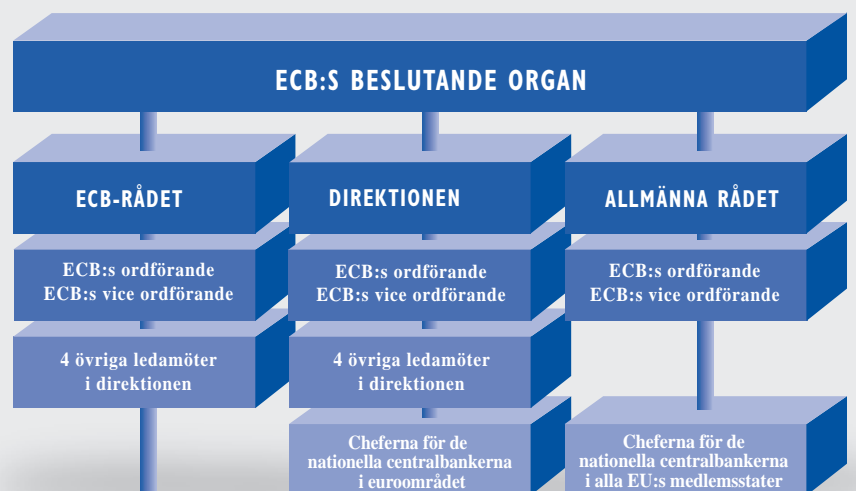
ECB:s beslutande organ

ECB har två beslutande organ som har ansvaret för att utforma och genomföra den gemensamma penningpolitiken: ECB-rådet och direktionen (se diagram 1). Det tredje beslutande organet vid ECB är allmänna rådet.

ECB-rådet består av de sex direktionsledamöterna och cheferna för de nationella centralbankerna i euroområdet (2003 var de tolv). Ordförande i både ECB-rådet och direktionen är ECB:s ordförande eller, i dennes frånvaro, ECB:s vice ordförande. ECB-rådet har till uppgift att

ECB-rådet

Diagram 1.1 ECB:s beslutande organ



- anta de riktlinjer och fatta de beslut som behövs för att säkerställa att de uppgifter utförs som har anförtrotts Eurosystemet
- utforma euroområdets penningpolitik. Enligt ECBS-stadgan (artikel 12.1) ingår det i utformningen av euroområdets penningpolitik att fatta beslut om ”mellanliggande monetära mål, nyckelräntesatser och tillförseln av reserver” inom Eurosystemet. ECB-rådet skall dessutom fastställa de riktlinjer som behövs för att genomföra dessa beslut.

ECB:s direktion

Direktionen består av ECB:s ordförande och vice ordförande och fyra andra ledamöter. Samtliga ledamöter utses genom överenskommelse mellan euroländernas stats- eller regeringschefer. Enligt ECBS-stadgan (artikel 12.1 och 12.2) skall direktionen

- förbereda ECB-rådets sammanträden
- genomföra penningpolitiken enligt ECB-rådets riktlinjer och beslut och därvid ge de nationella centralbankerna i euroområdet de anvisningar som behövs
- ansvara för ECB:s löpande verksamhet
- utöva befogenheter som delegeras av ECB-rådet, t.ex. tillsynsbefogenheter.

ECB:s allmänna råd

Allmänna rådet består av ECB:s ordförande och vice ordförande samt cheferna för de nationella centralbankerna i alla EU:s medlemsstater (2003 var de 15 till antalet och 25 efter EU-utvidgningen den 1 maj 2004). Det allmänna rådet skall bestå så länge det finns medlemsstater som inte har antagit euron. Allmänna rådet har inget ansvar för penningpolitiska beslut i euroområdet. Det övertar de av Europeiska

monetära institutets (EMI)⁴ uppgifter som fortfarande måste utföras eftersom inte alla medlemsstater antagit euron. I enlighet med ECBS-stadgan (artikel 44, 45 och 47) och fördraget (artikel 117.2) skall allmänna rådet

- stärka samordningen av medlemsstaternas penningpolitik (i de medlemsstater som ännu inte antagit euron och ECB) med målet att säkerställa prisstabilitet
- insamling av statistik
- medverka till ECB:s rapporteringsverksamhet
- bidra till de nödvändiga förberedelserna för att oåterkalleligen låsa växelkurserna för valutorna i medlemsstater som inte antagit euron.

Omröstningsreglerna i ECB-rådet

I ECBS-stadgan står att ECB-rådet skall besluta med enkel majoritet i frågor som rör penningpolitiken och andra uppgifter som rör Eurosystemet. Beslut om penningpolitik i euroområdet måste utgå från ett euroområdesperspektiv. Varje medlem i ECB-rådet har en röst. Vid lika röstetal har ECB:s ordförande utslagsröst. ECB-rådets ledamöter handlar inte som nationella företrädare utan som helt oberoende i personlig kapacitet när de fattar beslut.

ECB-rådet måste kunna fatta beslut på ett effektivt sätt också i ett utvidgat euroområde. Med anledning därav, och före EU-utvidgningen med tio nya medlemsstater den 1 maj 2004, godkände Europeiska rådet den 21 mars 2003 en ändring av artikel 10.2 i ECBS-stadgan, som möjliggör ändring av omröstningsbestämmelserna i ECB-rådet.⁵ Enligt det nya omröstningssystemet kommer de sex

Grundläggande principer

Ändring av omröstningsreglerna i ECB-rådet

⁴ EMI upprättades den 1 januari 1994 och gick i likvidation i och med att ECB upprättades den 1 juni 1998. Förutom att förbereda för upprättandet av ECBS hade EMI ansvaret för att stärka samarbetet mellan centralbankerna och samordningen av penningpolitiken. För mer information om Ekonomiska och monetära unionen (EMU) historia, se bilagan.

⁵ Detta beslut har förelagts samtliga medlemsstater för ratifikation i överensstämmelse med deras konstitutionella bestämmelser.

ledamöterna i direktionen att ha kvar en permanent röst medan rösträtten för de nationella centralbankscheferna kommer att baseras på ett rotationssystem när antalet länder i euroområdet överstiger 15. Samtliga nationella centralbankschefer kommer dock att fortsätta att delta i ECB-rådets sammanträden oberoende av om de för tillfället har rösträtt eller ej.

Centralbankens oberoende

Enligt den institutionella ramen för den gemensamma penningpolitiken skall en centralbank vara politiskt oberoende. En mängd teoretiska analyser, som stöds av omfattande praktiska erfarenheter, vittnar om att centralbanksoberoende bidrar till prisstabilitet.

Den viktiga principen om centralbankens oberoende fastställs i artikel 108 i fördraget. När ECB och de nationella centralbankerna utövar sina befogenheter och fullgör sina uppgifter och skyldigheter får varken de eller någon ledamot i deras beslutande organ begära eller ta emot instruktioner från gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, från medlemsstaternas regeringar eller från något annat organ. Samtidigt måste gemenskapsinstitutionerna, gemenskapsorganen och medlemsstaternas regeringar respektera denna princip och får inte försöka påverka medlemmarna av ECB:s eller de nationella centralbankernas beslutande organ.

Eurosystemets och ECB:s beslutande organs oberoende säkras även genom andra bestämmelser. Så skall t.ex. ECB:s finansiering hållas åtskild från Europeiska gemenskapens. ECB har en egen budget och dess kapital har tecknats och betalats in av de nationella centralbankerna i euroområdet. Långa mandatperioder för ledamöterna i ECB-rådet och en regel om att mandaten för

direktionsledamöterna inte kan förnyas bidrar också till att minimera det potentiella politiska inflytandet på enskilda ledamöter i ECB:s beslutande organ. Eurosystemets oberoende skyddas dessutom genom förbudet i fördraget mot centralbankskrediter till den offentliga sektorn (se ruta 2.1).

Fördraget innehåller också bestämmelser för att säkerställa att prisstabilitetsmålet respekteras fullt ut i den gemensamma valutapolitiken. Även om ansvaret för beslut om valutapolitiken enligt fördraget skall delas mellan Ekofin-rådet och ECB, säkerställs genom fördragets bestämmelser att valutapolitiken är förenlig med den gemensamma penningpolitikens huvudmål. I artikel 4 i fördraget slås det uttryckligen fast att huvudmålet för både den gemensamma penningpolitiken och den gemensamma valutapolitiken skall vara att upprätthålla prisstabilitet. När det gäller den allmänna ramen för valutapolitiken krävs enligt fördraget vidare att besluten inom detta område inte får påverka huvudmålet att upprätthålla prisstabilitet. Eurosystemet har slutligen ensam behörighet att besluta om och genomföra transaktioner på valutamarknaderna.

Rapporteringskyldighet

För att en oberoende centralbank skall kunna behålla sin legitimitet måste den vara ansvarig inför demokratiska institutioner och allmänheten för hur den fullgör sitt uppdrag. Utan att det inkräktar på Eurosystemets oberoende åläggs ECB i artikel 15 i ECBs-stadgan en mycket exakt rapporteringskyldighet. ECB skall offentliggöra kvartalsrapporter om Eurosystemets verksamhet och en konsoliderad veckobalansräkning. ECB måste också sammanställa en årsrapport om sin verksamhet och om penningpolitiken under föregående och innevarande år. Årsrapporten skall över-

Även valutapolitiken måste vara inriktad på prisstabilitet

Bestämmelser om ansvarighet

Oberoende från politiskt inflytande

Andra bestämmelser som bidrar till att garantera oberoendet

lämnas till Europaparlamentet, EU-rådet, Europeiska kommissionen och Europeiska rådet. För att skapa största möjliga öppenhet har ECB beslutat att gå ännu längre än dessa lagstadgade rapporteringskrav (se kapitel 3).

Rita 1.1 Viktigaste bestämmelser i Fördraget och ECBS-stadgan

Den här rutan innehåller de viktigaste bestämmelserna om penningpolitiken i Fördraget och ECBS-stadgan. De kompletta rättsliga texterna kan hittas på: www.eu.int och www.ecb.int.

I. UTDrag ur Fördraget om Upprättandet av Europeiska Gemenskapen

Artikel 2

Gemenskapen skall ha till uppgift att genom att upprätta en gemensam marknad och en ekonomisk och monetär union och genom att fullfölja den gemensamma politik eller verksamhet som avses i artiklarna 3 och 4 främja en harmonisk, väl avvägd och hållbar utveckling av näringslivet inom gemenskapen som helhet, en hög nivå i fråga om sysselsättning och socialt skydd, jämställdhet mellan kvinnor och män, en hållbar och icke-inflatorisk tillväxt, en hög grad av konkurrenskraft och ekonomisk konvergens, en hög nivå i fråga om miljöskydd och förbättring av miljöns kvalitet, en höjning av levnadsstandarden och livskvaliteten samt ekonomisk och social sammanhållning och solidaritet mellan medlemsstaterna.

Artikel 4

1. För att de mål som anges i artikel 2 skall uppnås skall medlemsstaternas och gemenskapens verksamhet, på de villkor och enligt den tidsplan som anges i detta fördrag, innefatta förandet av en ekonomisk politik som baseras på en nära samordning av medlemsstaternas ekonomiska politik, på den inre marknaden och på fastställda gemensamma mål och som bedrivs enligt principen om en öppen marknadsekonomi med fri konkurrens.
2. Parallellt härmed och i enlighet med detta fördrag samt den tidsplan och de förfaranden som anges i fördraget skall denna verksamhet omfatta en oåterkallelig låsning av växelkurserna som skall leda till att en gemensam valuta, ecun, införs och till att en gemensam penning- och valutapolitik fastställs och bedrivs; denna politik skall ha som huvudmål att upprätthålla prisstabilitet och att, utan att detta mål åsidosätts, understödja den allmänna ekonomiska politik som bedrivs inom gemenskapen, i överensstämmelse med principen om en öppen marknadsekonomi med fri konkurrens.
3. Denna verksamhet från medlemsstaternas och gemenskapens sida förutsätter att följande vägledande principer iakttas: stabila priser, sunda offentliga finanser och monetära förhållanden samt en stabil betalningsbalans.

Artikel 105

1. Huvudmålet för ECBS skall vara att upprätthålla prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål skall ECBS stödja den allmänna ekonomiska politiken inom gemenskapen i syfte att bidra till att förverkliga gemenskapens mål enligt artikel 2. ECBS skall handla i överensstämmelse med principen om en öppen marknadsekonomi med fri konkurrens som främjar en effektiv resursfördelning, och iaktta de principer som anges i artikel 4.

2. ECBS:s grundläggande uppgifter skall vara att
 - utforma och genomföra gemenskapens monetära politik,
 - genomföra valutatransaktioner enligt bestämmelserna i artikel 111,
 - inneha och förvalta medlemsstaternas officiella valutareserver,
 - främja ett väl fungerande betalningssystem.
3. Punkt 2 tredje strecksatsen skall inte beröra medlemsstaternas regeringars innehav och förvaltning av rörelsemedel i utländsk valuta.
4. ECB skall höras
 - om varje förslag till gemenskapsrättsakt inom ECB:s behörighetsområde,
 - av nationella myndigheter om varje förslag till rättsregler inom ECB:s behörighetsområde, dock inom de ramar och på de villkor som fastställs av rådet enligt förfarandet i artikel 107.6. ECB får i frågor inom sitt behörighetsområde avge yttranden till behöriga institutioner eller organ inom gemenskapen eller till nationella myndigheter.
5. ECBS skall medverka till att de behöriga myndigheterna smidigt kan genomföra sin politik när det gäller tillsyn över kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet.
6. Rådet får genom enhälligt beslut på förslag av kommissionen efter att ha hört ECB och med Europaparlamentets samtycke tilldela ECB särskilda uppgifter i samband med tillsynen över kreditinstitut och andra finansinstitut med undantag av försäkringsföretag.

Artikel 107

1. ECBS skall bestå av ECB och de nationella centralbankerna.
2. ECB skall vara en juridisk person.
3. ECBS skall ledas av ECB:s beslutande organ som skall vara ECB-rådet och direktionen.
[...]

Artikel 108

Då de utövar de befogenheter och fullgör de uppgifter och skyldigheter som har tilldelats dem genom detta fördrag och ECBS-stadgan skall varken ECB eller någon nationell centralbank eller någon medlem av deras beslutande organ begära eller ta emot instruktioner från gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, från medlemsstaternas regeringar eller från något annat organ. Gemenskapsinstitutionerna, gemenskapsorganen och medlemsstaternas regeringar förbinder sig att respektera denna princip och att inte söka påverka medlemmarna av ECB:s eller de nationella centralbankernas beslutande organ när dessa fullgör sina uppgifter.

2. UTDRAK UR PROTOKOLL (NR 18) OM STADGAN FÖR EUROPEISKA CENTRALBANKSSYSTEMET OCH EUROPEISKA CENTRALBANKEN

Artikel 12 (De beslutande organens ansvarsområden)

1. ECB-rådet skall anta de riktlinjer och fatta de beslut som behövs för att säkerställa att de uppgifter utförs som har anförtrotts ECBS enligt detta fördrag och denna stadga. ECB-rådet skall utforma gemenskapens monetära politik, efter omständigheterna inklusive beslut om mellanliggande monetära mål, nyckelräntesatser och tillförseln av reserver inom ECBS, samt anta de riktlinjer som behövs för att genomföra besluten. Direktionen skall genomföra den monetära politiken enligt ECB-rådets riktlinjer och beslut. Därvid skall direktionen ge de nationella centralbankerna de anvisningar som behövs. Dessutom kan vissa befogenheter genom beslut av ECB-rådet delegeras till direktionen. I den utsträckning som det anses möjligt och ändamålsenligt och utan att det påverkar tillämpningen av bestämmelserna i

denna artikel, skall ECB anlita de nationella centralbankerna för att genomföra transaktioner som ingår i uppgifterna för ECBS.

2. Direktionen skall ansvara för förberedelserna av ECB-rådets sammanträden. (...)

Artikel 15 (Rapporteringskyldighet)

1. ECB skall minst varje kvartal upprätta och offentliggöra rapporter om ECBS verksamhet.
2. En konsoliderad rapport över ECBS finansiella ställning skall offentliggöras varje vecka.
3. Enligt artikel 113.3 i detta fördrag skall ECB till Europaparlamentet, rådet och kommissionen samt till Europeiska rådet överlämna en årsrapport om verksamheten inom ECBS och om den monetära politiken under det föregående och det innevarande året.
4. De rapporter som avses i denna artikel skall kostnadsfritt ställas till förfogande för intresserade.

Artikel 17 (Konton i ECBS och de nationella centralbankerna)

För att genomföra sina transaktioner får ECB och de nationella centralbankerna öppna konton för kreditinstitut, offentliga organ och andra marknadsaktörer och som säkerhet ta emot tillgångar, inklusive kontobaserade värdepapper.

Artikel 18 (Marknads- och kredittransaktioner)

1. För att förverkliga målen för ECBS och utföra dess uppgifter får ECB och de nationella centralbankerna
 - verka för de finansiella marknaderna genom att köpa och sälja fordringar och lätt omsättningsbara värdepapper med leverans (omgående eller på termin) eller enligt återköpsavtal och genom att ge och ta upp lån i sådana fordringar och värdepapper, såväl i gemenskapsvalutor som i tredje lands valutor, samt genom transaktioner med ädelmetaller,
 - utföra lånetransaktioner med kreditinstitut och andra marknadsaktörer, varvid lån skall lämnas mot tillfredsställande säkerheter.
2. ECB skall fastställa allmänna principer för marknads- och kredittransaktioner som utförs av ECB själv eller av de nationella centralbankerna samt för hur de villkor skall tillkännages enligt vilka de är beredda att ingå i sådana transaktioner.

Artikel 19 (Minimireserver (Kassakrav))

1. Om inte annat följer av artikel 2 kan ECB, för att uppfylla målen för den monetära politiken, kräva att kreditinstitut som är etablerade i medlemsstaterna skall hålla minimireserver på konton hos ECB och de nationella centralbankerna. ECB-rådet får fastställa regler för att beräkna och fastställa de minimireserver som krävs. Om kraven åsidosätts, skall ECB ha rätt att ta ut straffränta och att förelägga andra sanktioner med jämförlig verkan.
2. För tillämpningen av denna artikel skall rådet enligt förfarandet i artikel 42 fastställa basen för minimireserverna och den högsta tillåtna kvoten mellan dessa reserver och basen för dem samt lämpliga sanktioner vid ett åsidosättande.

2. EUROOMRÅDETS EKONOMISKA OCH FINANSIELLA STRUKTUR

För att uppnå målet att upprätthålla prisstabilitet krävs kunskap om de faktorer som formar prisbildningsprocessen, däribland transmissionsmekanismen (dvs. hur penningpolitiska beslut påverkar ekonomin och prisnivån). I detta kapitel ges en översikt över euroområdet viktigaste ekonomiska och finansiella strukturer. Först behandlas den reala ekonomins utmärkande drag, med tonvikt på produktionsstruktur, demografi, arbetsmarknadens viktigaste kännetecken, finanspolitik samt handelsmönstren mellan euroområdet och övriga världen. Därefter beskrivs den finansiella strukturens särdrag genom en översikt av penning- och kapitalmarknaderna och de viktigaste finansinstituten, där en åtskillnad görs mellan monetära finansinstitut (MFI) och andra finansiella intermediärer.

2.1 DEN REALA EKONOMINS UTMÄRKANDE DRAG

Euroområdet är världens näst största ekonomi

De enskilda länder som nu ingår i euroområdet kan betraktas som relativt små och öppna ekonomier medan euroområdet som helhet däremot utgör en stor och mycket mer sluten ekonomi. I fråga om strukturella särdrag är det därför lämpligare att jämföra euroområdet med USA eller Japan än med enskilda euroländer. En rad viktiga makroekonomiska särdrag hos euroområdet redovisas i tabell 2.1.

Folkmängd

I fråga om folkmängd är euroområdet en av de största utvecklade ekonomierna i

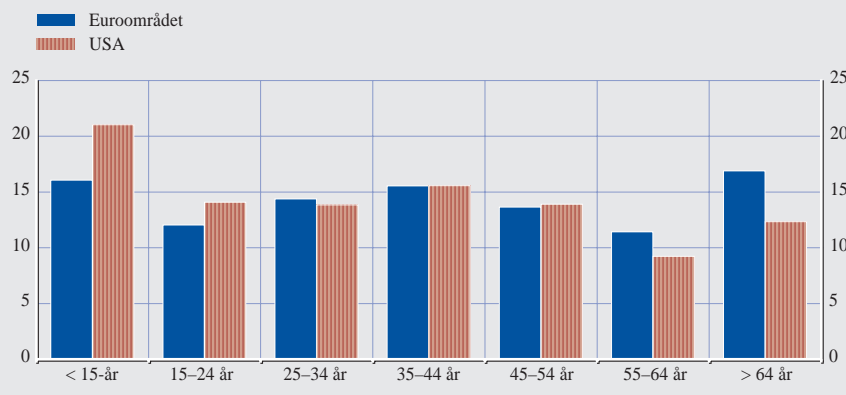
världen. Befolkningmängden uppgick 2002 till totalt 308 miljoner, något fler än i USA och mer än dubbelt så många som i Japan. Diagram 2.1 visar hur befolkningarnas åldersstruktur skiljer sig mellan euroområdet och USA. I genomsnitt har euroländerna färre unga och betydligt fler äldre invånare än USA.

Euroområdets hade 15,7 % av världens BNP 2002 (mätt som köpkraftsparitet) jämfört med 21,1 % för USA och 7,1 % för Japan. De enskilda euroländernas andelar var betydligt mindre: den största ekonomin i euroområdet svarade 2002 för 4,4 % av världens BNP.

Andel av världens BNP

Diagram 2.1 Åldersfördelning av befolkningen totalt 2002

(i procent av befolkningen)



Källor: Eurostat och US Census Bureau.

Tabell 2.1 Realekonomiska indikatorer för euroområdet 2002

	Mätenhet	Euro- område	USA	Japan
Invånarantal ¹⁾	miljoner	307,8	287,5	127,3 ²⁾
BNP (i procent av världens BNP) ³⁾	%	15,7	21,1	7,1
BNP per capita ³⁾	€euro	23,0	32,3	23,4 ²⁾
Produktionssektorer ⁴⁾				
Jordbruk, fiske och skogsbruk	% av BNP	2,3	1,3	1,3 ²⁾
Industri (inkl. byggverksamhet)	% av BNP	27,4	21,6	29,4 ²⁾
Tjänster (inkl. icke marknadstjänster)	% av BNP	70,6	77,1	69,3 ²⁾
Relativt arbetslöshetstal (i procent av arbetskraften)				
	%	8,4	5,8	5,4
Relativt arbetskraftstal				
	%	68,2	76,4	72,7 ²⁾
Sysselsättningsgrad ⁵⁾				
	%	62,4	71,9	69,1 ²⁾
Offentlig sektor				
Överskott (+) eller underskott (-)	% av BNP	-2,2	-3,4	-6,7
Bruttoskuld ⁶⁾	% av BNP	69,2	59,2	154,4
Inkomster	% av BNP	46,1	30,8	33,5
varav direkta skatter	% av BNP	12,2	12,8	9,1
varav indirekta skatter	% av BNP	13,4	7,7	8,5
varav socialförsäkringsavgifter	% av BNP	16,0	7,2	10,8
Utgifter	% av BNP	48,4	34,2	40,2
varav slutlig konsumtion	% av BNP	20,3	15,6	17,8
varav sociala transfereringar	% av BNP	17,0	12,1	10,7
Varuexport ⁷⁾	% av BNP	15,0	6,5	8,7 ²⁾
Export av varor och tjänster ⁷⁾	% av BNP	19,7	9,3	10,7 ²⁾
Varuimport ⁷⁾	% av BNP	13,2	11,1	7,4 ²⁾
Import av varor och tjänster ⁷⁾	% av BNP	17,7	13,3	10,1 ²⁾
Export (i procent av världsexporten) ⁸⁾	%	31,2	12,4	5,8
Bytesbalansen ⁷⁾	% av BNP	-0,3	-4,6	2,8

Källor: Eurostat, IMF, Europeiska kommissionen, OECD, Reuters, ECB och ECB:s beräkningar.

Anm. Alla aggregat för euroområdet inkl. Grekland.

1) Euroområdet: genomsnitt på årsbasis; USA: på halvårsbasis; och Japan: 1.10.

2) Uppgifter för 2001.

3) Uppgifter för USA och Japan har omvandlats till euro, på basis av OECD:s köpkraftsparitet (PPP).

4) Baserat på reallt förädlingsvärde.

5) I procent av befolkningen i arbetsför ålder (15-64 år).

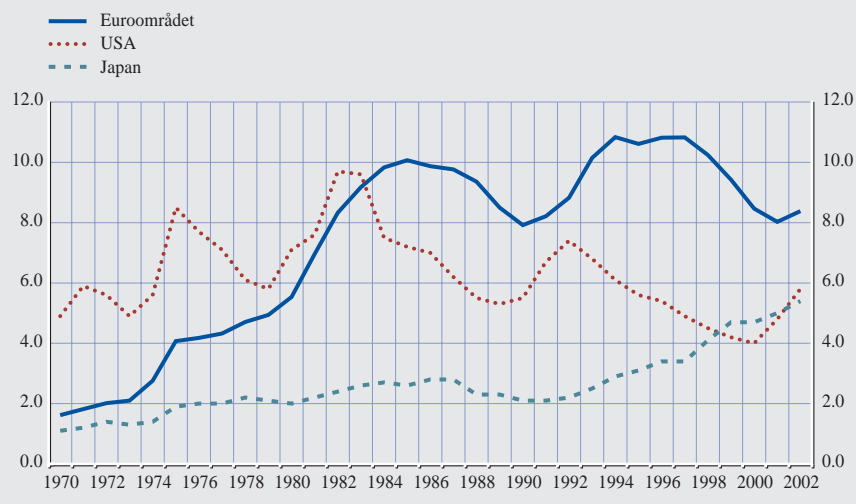
6) Den offentliga sektorns bruttoskuld enligt definition i rådets förordning (EG) nr 3605/93.

7) Betalningsbalansstatistik: för euroområdet enbart handeln med omvärlden.

8) IMF World Economic Outlook; Euroområdets andel av världsexporten inkluderar handel inom euroområdet, vilken utgör 50% av hela euroområdets export.

Diagram 2.2 Arbetslöshet i euroområdet, USA och Japan

(i procent av arbetskraften, årsstatistik)



Källa: Europeiska kommissionen.

Tjänstesektorn utgör den största delen av euroområdets BNP

Produktionsstrukturen i euroområdet är mycket lik den i USA och Japan. I alla tre ekonomierna svarar tjänstesektorn för merparten av den totala produktionen. Det finns dock en viktig skillnad mellan USA och euroområdet när det gäller den totala tjänstesektorns fördelning på offentlig och privat sektor. Den offentliga tjänstesektorn i USA är relativt liten, medan den i euroområdet utgör en mycket större del av ekonomin. I båda dessa ekonomier och i Japan svarar industrisektorn för den näst största andelen av den totala produktionen. Eftersom dessa ekonomier är högt utvecklade är den andel som jordbruk, fiske och skogsbruk står för relativt liten i alla tre.

2.2 ARBETSMARKNADEN

Arbetslösheten i euroområdet är strukturellt högre än i USA

Arbetslöshetstalet i euroområdet, dvs. antalet arbetslösa i procent av arbetskraften, var mycket hög under 1980- och 1990 och har i genomsnitt legat betydligt högre än i USA (se diagram 2.2). Detta beror på strukturella skillnader mellan arbetsmarknaderna i USA och euro-

området och har skapat högre strukturell arbetslöshet i euroområdet. Reformerna som påverkade de institutionella aspekterna av arbetsmarknaderna genomfördes av länderna i euroområdet under 1990-talet, dock i varierande omfattning. I vissa fall ledde reformerna till en markant minskning av arbetslösheten. De strukturella stelheterorna kvarstår dock, vilket förklarar den fortsatt höga arbetslösheten i euroområdet 2000. Arbetslösheten var i genomsnitt 8,4 % 2002, motsvarande ungefär 11,7 miljoner arbetslösa i hela euroområdet.

Det är värt att notera att förutom en relativt hög arbetslöshet uppvisar euroområdet dessutom ett relativt lågt arbetskraftstal (se tabell 2.2). Skillnaden har i och för sig minskat något under 2002 men arbetskraftstalet i euroområdet (68,2 %) var betydligt lägre än i USA (76,4 %). 2002 var skillnaden jämfört med USA runt 11 procentenheter för kvinnor, ungefär dubbelt så högt som för män. Att det totala relativa arbetskraftstalet är lägre i euroområdet än i

Förhållandevis lågt relativt arbetskraftstal i euroområdet

Tabell 2.2 Arbetskraftsdeltagande efter kön och åldersgrupp i euroområdet och USA

(i procent av befolkningen i arbetsför ålder)

	Euroområdet			USA		
	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt
Alla åldersgrupper	77,5	58,8	68,2	83,0	70,1	76,4
15–24 ¹⁾	47,7	40,2	44,0	65,5	61,1	63,3
25–34	91,6	74,8	83,3	92,4	75,1	83,7
35–44	95,3	74,1	84,7	92,1	76,4	84,1
45–54	90,7	66,7	78,7	88,5	76,0	82,1
55–59	68,4	42,7	55,4	78,0	63,8	70,7
60–64	31,2	14,3	22,5	57,6	44,1	50,5

Källor: Eurostat och Bureau of Labour Statistics.

1) Uppgifterna för USA avser åldersgruppen 16-24 år.

USA beror främst på skillnader i de yngsta och äldsta åldersgrupperna. I allmänhet förvärvsarbetar unga människor i betydligt mindre utsträckning i Europa än i USA. Detta kan ha sin förklaring i skillnaderna i traditioner, utbildningsstrukturer och sociala system. I euroområdet brukar man dessutom lämna förvärvslivet tidigare än i USA. Däremot är de relativa arbetskraftstalen för åldersgruppen mellan 25 och 44 år ungefär desamma.

beskattningen av arbete, har en betydande inverkan på den ekonomiska utvecklingen. Strukturella stelheter på arbetsmarknaderna gör att ekonomin reagerar långsammare på negativa chocker i ekonomin. De sätts därför normalt i samband med en relativt hög och ihållande arbetslöshet. Stelheten på arbetsmarknaden tenderar dessutom att begränsa den takt i vilken ekonomin kan växa utan att öka inflationstrycket.

2.3 OFFENTLIGA SEKTORN

Finanspolitiken har en betydande inverkan på ekonomisk tillväxt och inflation. Det är därför viktigt att monetära myndigheter noga följer den finanspolitiska utvecklingen. Finanspolitiken påverkar ekonomin och prisnivån via flera kanaler. De viktigaste variablerna i denna process är storleken på och sammansättningen av den offentliga sektorns utgifter och inkomster samt budgetunderskott och skuldsättning.

Det är fortfarande medlemsstaterna som har det fulla ansvaret för budgetpolitiken under EMU:s tredje etapp. Det finns emellertid en rad institutionella bestämmelser på EU-nivå för att säkerställa sunda offentliga finanser (se ruta

Relativt låg sysselsättning i euroområdet

Euroområdets lägre relativa arbetskraftstal i kombination med en högre arbetslöshet gör att sysselsättningsgraden (mätt som antalet sysselsatta personer i procent av befolkningen i åldersgruppen 15–64 år) är betydligt lägre i euroområdet än i både USA och Japan. Medan sysselsättningsgraden i euroområdet 2002 bara uppgick till strax över 62 % låg den i USA och Japan runt 70 % (se tabell 2.1) Den relativt låga sysselsättningsgraden i euroområdet, i kombination med ett lägre antal arbetade timmar per person, är en av orsakerna till att BNP per capita är lägre än i USA.

Strukturella stelheter kan hindra arbetsmarknaden från att fungera på ett effektivt sätt

De institutionella aspekterna av arbetsmarknaderna, t.ex. lagar om anställningstrygghet, system för arbetslöshetsunderstöd, lönebildningsprocessen och

Finanspolitiken påverkar ekonomin

Sund finanspolitik en förutsättning för makroekonomisk stabilitet

2.1). Särskilt bestämmelserna i fördraget om förfarandet vid alltför stora underskott, beskrivna i ytterligare detalj i stabilitets- och tillväxtpakten, syftar till att begränsa de hot mot prisstabiliteten som skulle kunna uppstå till följd av ländernas finanspolitik. Om den offentliga sektorns utgifter till exempel ökar alltför kraftigt vid en tidpunkt då ekonomin redan nästan uppnått full kapacitet kan detta, genom att stimulera den samlade efterfrågan, leda till flaskhalsar och skapa ett inflationstryck. Många inflationistiska perioder i det förgångna har kännetecknats av att de offentliga finanserna varit i obalans med stora budgetunderskott och en växande offentlig skuld. Budgetdisciplin är därför en grundläggande faktor för makroekonomisk stabilitet. Förutom en obalanserad budget kan även en hög offentlig skuld vara skadlig. Om en stat varje år tvingas betala stora ränteutgifter kan budgetläget bli ohållbart och hota prisstabiliteten. Hög skuldsättning kan också få negativa effekter på den reala ekonomin och det finansiella läget. I synnerhet kan en alltför stor statlig upplåning på kapitalmarknaderna leda till stigande kostnader för kapital och därmed tränga undan privata investeringar. Med tanke på de problem som obalanser i de offentliga finanserna kan leda till är det viktigt att undvika alltför stora underskott och ett sådant åtagande viktigt för att upprätthålla en finanspolitik som bidrar till övergripande makroekonomisk stabilitet.

De offentliga utgifternas relativt stora andel av euroområdets BNP...

Den offentliga sektorn (dvs. staten, delstater, kommuner och socialförsäkringssystem) utgör en större andel av ekonomin i euroområdet än i USA och Japan. De offentliga utgifterna i euroområdet svarade för 48% av BNP 2002, medan de offentliga inkomsterna stod för 46%. I USA däremot svarade den offentliga sektorns utgifter för ca

34 % av BNP och inkomsterna för ca 31 % av BNP. I Japan stod 2002 de offentliga utgifterna för ca 40 % av BNP och inkomsterna för 34 % av BNP, vilket visar på ett stort offentligt underskott (se tabell 2.1).

De offentliga utgifternas relativt stora andel av BNP i euroområdet beror i synnerhet på den stora andelen slutlig offentlig konsumtion och sociala transfereringar till hushållen. Denna skillnad mot andra länder förklaras delvis av skillnaderna i arbets- och ansvarsfördelningen mellan den privata och den offentliga sektorn. På grund av socialförsäkringssystemens utformning i Europa bidrar också åldersstrukturen hos euroområdets befolkning till de höga offentliga utgifterna. Som framgår av diagram 2.1 är euroområdets befolkning i genomsnitt äldre än USA:s, vilket påverkar pensions- och sjukvårdsutgifterna. Om de berörda medlemsstaterna inte genomför politiska reformer kommer situationen att förvärras framöver på grund av befolkningens åldrande.

... visar den stora andelen slutlig offentlig konsumtion och sociala transfereringar till hushållen

När det gäller sammansättningen av de offentliga inkomsterna är euroområdet mer beroende av sociala avgifter än både USA och Japan. Dessutom utnyttjas indirekta skatter som inkomstkälla i högre grad i euroområdet, medan USA är mer beroende av direkta skatter för sina totala skatteinkomster.

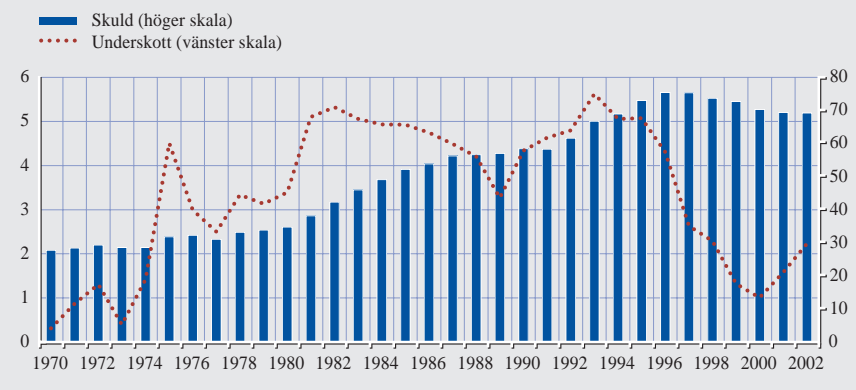
Offentliga inkomster

Under perioden 1970–2002 var de offentliga utgifterna större än de offentliga inkomsterna i euroområdet. Den offentliga sektorns budgetsaldo uppvisade följaktligen ett underskott varje år under denna period. Underskottet ökade till nära 6,0 % av BNP 1993 men minskade sedan gradvis till 1,0 % av BNP 2000 (se diagram 2.3). Därefter försämrades den offentliga sektorns finanser igen i euroområdet. Under

Offentligt underskott

Diagram 2.3 Offentliga sektorns underskott och skuld i euroområdet

(i procent av BNP)



Källor: Europeiska kommissionen, OECD och ECB:s beräkningar

Anm. Uppgifterna om euroområdets underskott 2000 exkl. intäkter från försäljning av UMTS-licenser, vilka var särskilt höga 2000 (1,1% av BNP).

skottet ökade till 2,2 % av BNP 2002 och vissa länder uppvisade t.o.m. rekordunderskott på mer 3 % av BNP, det referensvärde som anges i fördraget (se ruta 2.1).

Offentlig bruttoskuld

Den offentliga sektorns bruttoskuld i euroområdet som helhet steg som mest till 75,4 % av BNP 1996/97, efter att ha ökat i snabb takt under de föregående två decennierna. Därefter minskade skulden till 69,2 % av BNP 2002. Den offentliga sektorns bruttoskuld i USA var något lägre, 59 % 2002, medan skuldkvoten i Japan uppgick till 154 %.

Ruta 2.1 Institutionella bestämmelser för att säkerställa sunda offentliga finanser

Även om det genom fördraget införs en gemensam penningpolitik slås där fast att länderna fortfarande ansvarar för den ekonomiska politiken i övrigt (t.ex. budgetpolitik och strukturpolitik). Enligt fördraget måste medlemsstaterna dock "betrakta den ekonomiska politiken som en fråga av gemensamt intresse" (artikel 99 i fördraget).

Samtidigt som de nationella regeringarna fortsätter att ansvara för budgetpolitiken innehåller fördraget dessutom flera bestämmelser som syftar till att säkerställa sunda offentliga finanser under etapp tre av EMU. Det finns till exempel en bestämmelse som handlar om förfarandet vid alltför stora underskott, såsom detta definieras i artikel 104 och i ett protokoll till fördraget. I detta förfarande fastställs villkoren för att de offentliga finanserna skall anses vara sunda. Artikel 104 lägger fast att "medlemsstaterna skall undvika alltför stora underskott i den offentliga sektorns finanser". Bedömningen av efterlevnaden av detta krav baseras på ett referensvärde för den offentliga sektorns underskott av BNP på högst 3 % och på ett referensvärde för statsskulden som inte får överstiga 60 % av BNP. Enligt villkoren i fördraget, vilka specificeras ytterligare i pakten, som t.ex. ett fall i real BNP mätt på årsbasis på minst 2 %, kan underskotts- eller skuldkvoter som överstiger referensvärdena tolereras och ett alltför stort underskott skall inte anses föreligga. Om EU-rådet beslutar att ett visst medlemsland har ett alltför stort underskott föreskrivs i förfarandet vidare åtgärder, däribland sanktioner.

Stabilitets- och tillväxtpakten antogs 1997. Den kompletterar och förtydligar tillämpningen av förfarandet vid alltför stora underskott. Den består av Europeiska rådets resolution om stabilitets- och tillväxtpakten, "rådets förordning om förstärkning av övervakningen av de offentliga finanserna samt övervakningen och samordningen av den ekonomiska politiken" och "rådets förordning om påskyndande och förtydligande av tillämpningen av förfarandet vid alltför stora underskott". Genom att acceptera stabilitets- och tillväxtpakten har medlemsstaterna förpliktat sig att följa det medelfristiga målet i stabilitets- och tillväxtpakten om offentliga finanser som är "nära balans eller i överskott". Tanken är att de skall kunna hantera normala konjunktursvängningars effekter på budgeten men samtidigt hålla den offentliga sektorns underskottskvot under 3 %.

Inom ramen för systemet med multilateral övervakning är euroländerna skyldiga att lägga fram stabilitetsprogram för EU-rådet och Europeiska kommissionen. De medlemsstater som inte deltar i EMU är skyldiga att lägga fram konvergensprogram. Båda typerna av program innehåller nödvändig information för bedömning av de budgetjusteringar som länderna planerar på medellång sikt för att uppnå offentliga finanser som är nära balans eller i överskott.

Ett mycket viktigt komplement till dessa bestämmelser för att främja en stabilitetsinriktad budgetpolitik är fördragets "no-bailout-klausul" om att inte undsätta medlemsstater med budgetsvårigheter. Artikel 103.1 i fördraget säger: "Gemenskapen skall inte ansvara för eller åta sig förpliktelser som har ingåtts av centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i en medlemsstat (...). En medlemsstat skall inte ansvara för eller åta sig förpliktelser som har ingåtts av centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i en annan medlemsstat". Genom denna regel slås det fast att länderna även i fortsättningen ansvarar för återbetalning av den offentliga skulden. Därmed uppmantras de att föra en försiktig budgetpolitik.

Andra bestämmelser som bidrar till budgetdisciplin är förbudet mot monetär finansiering av budgetunderskott och varje form av positiv särbehandling av den offentliga sektorn från finansinstitut. Enligt artikel 101 i fördraget är det förbjudet för ECB och de nationella centralbankerna att tillhandahålla monetär finansiering av offentliga underskott genom att ge gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag ”rätt att övertrassera sina konton eller att ge dem andra former av krediter”. Enligt artikel 102 i fördraget är vidare varje åtgärd förbjuden som ger dessa institutioner, organ, myndigheter eller företag en positiv särbehandling hos finansinstitut. Förutom att dessa bestämmelser ökar incitamenten att eftersträva sunda offentliga finanser och att föra en försiktig budgetpolitik bidrar de till att trovärdighet åt den gemensamma penningpolitiken och dess mål att uppnå prisstabilitet.

Enligt fördraget skall EU-rådet dessutom – på Europeiska kommissionens rekommendation – anta allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken. Dessa riktlinjer utgör den ram inom vilken medlemsstaterna och Europeiska gemenskapen får fastställa den ekonomiska politikens mål och inriktning. I den mån medlemsstaterna ställs inför likartade utmaningar och ekonomisk-politiska behov fastställs en rad allmänna föreskrifter som gäller för samtliga medlemsstater. Riktlinjerna tar samtidigt hänsyn till skillnaderna mellan länderna i fråga om ekonomiska resultat, utsikter, strukturer och institutioner och innehåller specifika rekommendationer för enskilda länder. Enligt fördraget måste riktlinjerna respektera Eurosystemets oberoende ställning i dess strävan att uppnå huvudmålet att upprätthålla prisstabilitet och får inte försöka påverka dess penningpolitik.

2.4 UTRIKESHANDEL

Euroområdet är inte en lika öppen ekonomi som de enskilda euroländerna

Även om euroområdet kan påverkas avsevärt av utvecklingen i den globala ekonomin är den inte alls lika öppen som de enskilda euroländernas ekonomier. Effekterna av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden tenderar därför att bli begränsade, inte minst de externa prisernas inverkan på de inhemska priserna i euroområdet. Euroområdet är dock fortfarande mer öppet än både USA och Japan. Euroområdets export och import av varor och tjänster i procent av BNP var 2002 betydligt större än motsvarande siffror för USA och Japan (se tabell 2.1).

Varor svarar för den största andelen av handeln med länder utanför euroområdet

I fråga om handelns sammansättning svarar varor för runt tre fjärdedelar av såväl euroområdets import som dess export. Inom varukategorin stod maskiner och transportutrustning för

nästan hälften av exporten under 2002. De utgör också den största andelen av euroområdets varuimport (se tabell 2.3). Den näst största komponenten är andra industrivaror, som svarar för ungefär lika stora andelar av både import och export. År 2002 svarade kemiska produkter för 14,8 % av varuexporten men bara för 10,0 % av importen, medan råvaror och energi stod för en betydligt större andel av importen än av exporten. Detta visar att euroområdet i nettotermer tenderar att importera råvaror och halvfabrikat och exportera förädlade varor. Detta återspeglar den internationella arbetsfördelningen och råvarutillgången i euroområdet.

När det gäller den geografiska spridningen av euroområdets handel är Storbritannien, och USA euroområdets viktigaste handelspartner. Baserat på de viktigaste handelsflödena mellan 1996

Handelns geografiska spridningen

Tabell 2.3 Euroområdets utrikeshandel med varor 2002

(i procent av utrikeshandeln totalt)		
	Export	Import
Totalt	100	100
<i>Varav:</i>		
Maskiner och transportutrustning	45,8	36,5
Kemiska produkter	14,8	10,0
Råvaror	1,8	4,5
Energi	2,1	13,7
Livsmedel, drycker och tobak	6,0	6,0
Andra industrivaror	26,4	26,0
Övrigt	3,1	3,3

Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar

och 2002 var vikten för denna handel över 30 % (se diagram 2.4). Därefter följde Schweiz, Japan och Sverige med handelsvikter på respektive 5,9 %, 4,9 % och 3,9 %. Med tanke på regionala aggregat utgjorde EU:s anslutningsländer tillsammans 8,5 % av euroområdets handel medan motsvarande siffra för

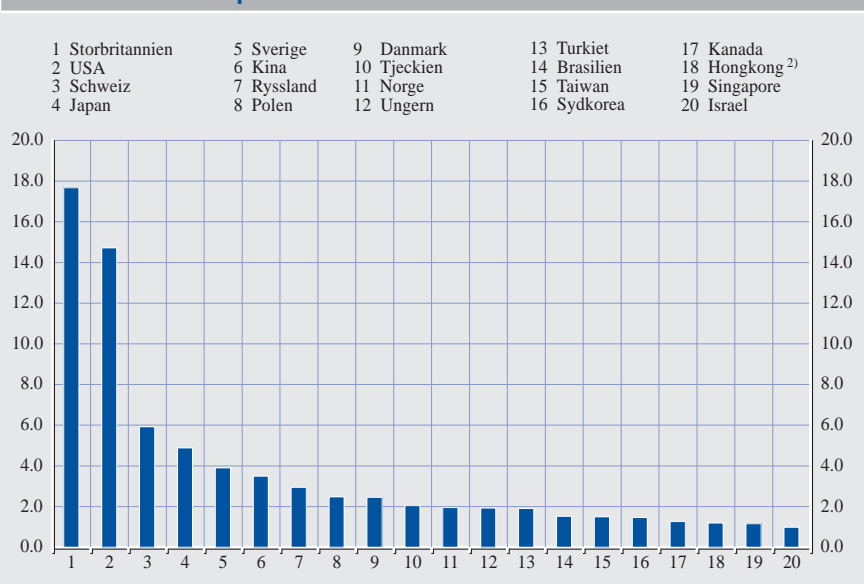
Kina och övriga Asien utom Japan var strax över 13 %.

2.5 FINANSIELL STRUKTUR

Det finansiella systemet har den viktiga ekonomiska uppgiften att kanalisera finansiella medel från nettosparare (dvs.

Indirekt och direkt finansiering

Diagram 2.4 Vikter för handel för euroområdets 20 viktigaste handelspartner¹⁾

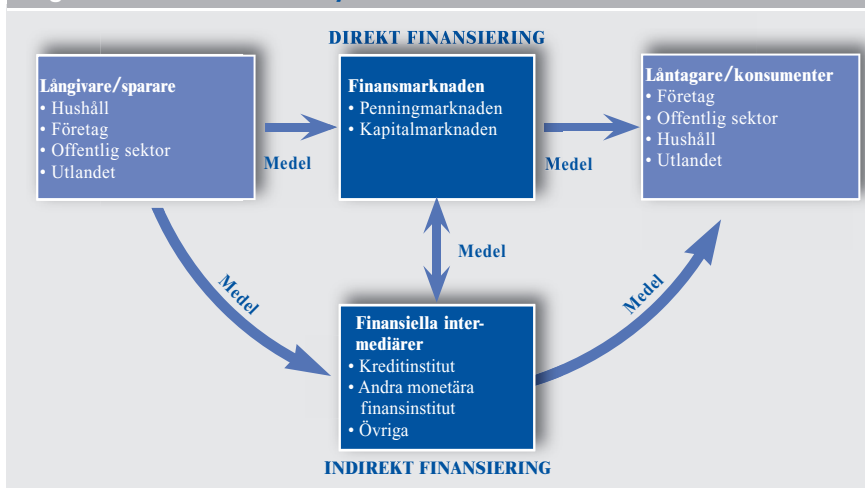


Källor: ECB:s beräkningar baserade på handelsstatistik från Eurostat

¹⁾ Handelsvikterna är summan av export och import uttryckts som totalen av euroområdets export och import och genomsnittliga siffror för perioden 1996-2002

²⁾ Särskild administrativ region.

Diagram 2.5 Det finansiella systemets funktioner



dem vars utgifter understiger inkomsterna) till nettokonsumenter (dvs. dem vars utgifter överstiger inkomsterna). Med andra ord låter det finansiella systemet nettosparare låna ut medel till nettokonsumenter. Hur det finansiella systemet fungerar visas i diagram 2.5. De viktigaste långgivarna är normalt sett hushållen, men även företag, staten och utländska enheter har ibland ett överskott av finansiella medel som de lånar ut. Omvänt är det främst företag och staten som är låntagare, men även hushåll och utländska enheter lånar för att finansiera sina inköp.

Penningflödet från långgivare till låntagare går via två vägar: vid direkt eller marknadsbaserad finansiering (dvs. den väg som visas överst i diagram 2.5) lånar gäldenärerna medel direkt från långgivare på finansmarknaderna genom att till dem sälja finansiella instrument (t.ex. värdepapper och aktier) som utgör en fordran på låntagarens framtida inkomster eller tillgångar. Om finansiella intermediärer deltar i förmedlingen av finansiella medel talar man om indirekt eller bankbaserad finansiering (se längst ned i diagram 2.5). Finansiella intermediärer

kan delas in i kreditinstitut, andra monetära finansinstitut (MFI) och andra finansiella intermediärer.

I det finansiella systemet är finansmarknaderna och de finansiella intermediärerna inte separata enheter utan nära kopplade till varandra. Så kan medel flöda åt båda hållen mellan direkt och indirekt finansiering (se den mittersta delen av diagram 2.5). Medel flyter från marknaderna till bankerna när finansiella intermediärer emitterar skuldförbindelser och aktier för att skaffa kapital för att finansiera sina aktiviteter. Omvänt flyter medel från bankerna till marknaderna t.ex. när finansiella intermediärer köper statspapper eller företagsobligationer, antingen som egna investeringar eller som del i en penningmarknadsfond. Ett annat exempel av det nära förhållande som råder mellan finansmarknaderna och de finansiella intermediärerna är att icke-finansiella företag som emitterar värdepapper ofta är beroende av en överbyggande finansiering (kortfristiga lån för att överbygga en period innan emissionskapitalet blir tillgängligt) och tar råd från finansiella intermediärer.

Icke-finansiella
sektors
huvudsakliga
finansiella
tillgångar och
skulder

Före en mer ingående beskrivning av de finansmarknader där direkt finansiering sker och av de finansiella intermediärer som deltar i indirekt finansiering hänvisas till tabell 2.4 som ger en översikt över euroområdet icke-finansiella sektors huvudsakliga finansiella tillgångar och skulder, uttryckt i utestående belopp per den 31.12.2002. De utestående finansiella tillgångarna och skulderna utgör stockarna i de finansräkenskaper som sammanställs varje kvartal.

De huvudsakliga finansiella tillgångar som visas i tabell 2.4 uppgick till 14 689 miljarder euro (omkring 208 % av euroområdets årliga BNP) per den 31.12.2002. Värdepapper och aktier,

svarade för nästan två femtedelar av detta belopp och sedlar, mynt och inlåning för lika mycket. Försäkringstekniska reserver, dvs. pensionsfonders, försäkringsbolags och icke-finansiella företags avsättningar för att täcka försäkringstagares fordringar, utgjorde den återstående femtedelen.

De huvudsakliga skulderna som redovisas i tabell 2.4 uppgick till 15 557 miljarder euro (220 % av BNP) per den 31.12.2002. Värdepapper, däribland noterade aktier, utgjorde ca 45 % av de icke-finansiellasektorernas finansieringskällor medan lån utgjorde mer än hälften. Merparten av finansieringen (nästan 86% av skulderna) hade löptider på över ett år.

Tabell 2.4 Euroområdets icke-finansiella sektors finansiella investeringar och finansiering per den 31.12.2002 ¹⁾

(utestående belopp)

Viktigaste finansiella tillgångar	Miljarder euro	%
Totalt	14 689	100,0
Sedlar, mynt och inlåning	5 633	38,3
Sedlar, mynt	341	2,3
Inlåning hos	5 292	36,0
monetära finansinstitut i euroområdet	5 101	34,7
icke-monetära finansinstitut	191	1,3
Andra värdepapper än aktier	2 071	14,1
Kortfristiga	255	1,7
Långfristiga	1 816	12,4
Aktier ²⁾	3 479	23,7
Noterade aktier	1 777	12,1
Fondandelar	1 702	11,6
varav andelar i		
penningmarknadsfonder	308	2,1
Försäkringstekniska reserver	3 506	23,9
Hushållens nettofordran i livförsäkringsreserver och pensionsfonder	3 168	21,6
Förskottsbetalningar av försäkringspremier och reserver för utestående fordringar	338	2,3

Källa: ECB.

¹⁾ Icke-finansiella sektorer omfattar offentlig sektor, icke-finansiella företag och hushåll inkl. hushållens ideella organisationer.

²⁾ Exkl. onoterade aktier.

³⁾ Inkl. hushållens ideella organisationer.

Tabell 2.4 (forts.)

Viktigaste skulder	Miljarder euro	%
Totalt	15 557	100,0
Utlåning	8 066	51,8
a) av		
monetära finansinstitut i euroområdet	7 131	45,8
andra finansiella intrmediärer	935	6,0
b) till		
offentliga sektorn	884	5,7
kortfristig	61	0,4
långfristig	824	5,3
icke-finansiella företag	3 598	23,1
kortfristig	1 173	7,5
långfristig	2 425	15,6
hushåll ³⁾	3 584	23,0
kortfristig	289	1,9
långfristig	3 295	21,2
Andra värdepapper än aktier	4 656	29,9
Offentlig sektor	4 125	26,5
kortfristig	480	3,1
långfristig	3 644	23,4
icke-finansiella företag	531	3,4
kortfristig	140	0,9
långfristig	391	2,5
Noterade aktier		
emitterade av icke-finansiella företag	2 396	15,4
Inlåning		
från staten	188	1,2
Pensionsavsättningar		
av icke-finansiella företag	251	1,6

2.6 FINANSMARKNADERNA

I detta avsnitt beskrivs de viktigaste särdragen hos penningmarknaden, marknaden för räntebärande värdepapper och aktiemarknaden i euroområdet. I

ruta 2.2 sammanfattas vissa nyckelbegrepp som gäller finansmarknaderna.

Penningmarknaden

Eftersom ändringar av de penningpolitiska instrumenten påverkar penning-

Integrationen
av penning-
marknaden

Ruta 2.2 Finansmarknaderna – nyckelbegrepp

Finansmarknaderna kan klassificeras enligt flera kriterier. Dessa belyser olika grunddrag hos dessa marknader. En klassificering utgår från om den finansiella transaktionen är det första köpet av ett värdepapper eller en affär mellan värdepappersinnehavare (primärmarknad eller sekundärmarknad). Sekundärmarknaden kan i sin tur vara organiserad på två olika sätt, antingen som en marknadsplats, där köpare och säljare av värdepapper möts på en central plats för att bedriva handel (börsmarknad), eller som en OTC-marknad (over-the-counter), där handlare på olika platser med ett lager av värdepapper står redo att köpa och sälja värdepapper över disk till alla som är villiga att godta deras priser.

En annan klassificering utgår från det finansiella kontraktets ursprungliga löptid. I allmänhet skiljer man mellan ursprungliga löptider under eller över ett år (penning- respektive kapitalmarknad). Penningmarknaden skiljer sig något från andra finansmarknader genom att den normalt är en interbankmarknad för stora transaktioner. Eurosystemet kan genom sina penningpolitiska operationer dessutom påverka förhållandena på penningmarknaden (se kapitel 4). Eftersom ECB har ensamrätt att tillföra centralbankspengar kan banken fastställa refinansieringsvillkoren för kreditinstituten i euroområdet. Detta påverkar i sin tur de villkor på vilka kreditinstituten och andra aktörer på penningmarknaden genomför transaktioner på euroområdets penningmarknad.

En sista vanlig klassificering utgår från typen av finansiellt instrument (aktiemarknad respektive marknad för räntebärande värdepapper). Den viktigaste skillnaden mellan aktier och skuldförbindelser är att aktier inte behöver återbetalas, medan skuldförbindelser är en finansiell fordran som normalt måste återbetalas (ett visst belopp till en bestämd ränta).

En viktig kategori av finansiella instrument är derivat, dvs. finansiella kontrakt vars värde baseras på priset på underliggande värdepapper, räntor, växelkurser, marknadsindex eller råvarupriser. De grundläggande typerna av derivat är terminer, optioner, swappar och ränteterminer. En innehavare av en köp- eller säljoption har till exempel rätt, men inte skyldighet, att köpa eller sälja ett finansiellt instrument (t.ex. en obligation eller aktie) till ett bestämt pris vid en viss tidpunkt i framtiden. Genom olika kombinationer av dessa grundläggande kategorier har det utvecklats många andra typer av derivatkontrakt. Derivatmarknaderna bidrar till väl fungerande finansmarknader genom att de förbättrar prissättningen och fördelningen av finansiella risker.

marknaden först av alla spelar den en avgörande roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen (se kapitel 4). En djup och integrerad penningmarknad är en förutsättning för en effektiv penningpolitik i och med att den säkerställer en jämn fördelning av centralbankslikviditet och enhetliga korta räntor i hela valutaområdet. I euroområdet uppfylldes denna förutsättning nästan omedelbart från och med starten av etapp tre av EMU när de nationella penningmarknaderna integrerades till en enda effektiv penningmarknad för euroområdet.

Betalningssystemens roll

Den snabba integreringen av euroområdets penningmarknad har också gynnats av utvecklingen i betalningssystemens infrastruktur, framför allt upprättandet av Target-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), som möjliggör en smidig avveckling av gränsöverskridande betalningar. Genom Target-systemet sammankopplas de nationella centralbankernas system för bruttoavveckling i realtid av betalningar i euro med ECB:s betalningsmekanism. ECB-rådet ansvarar för styrningen, förvaltningen och kontrollen av Target-systemet.

Transaktioner utan säkerhet

Det finns olika "kontantmarknader" på euroområdets penningmarknad. Den viktigaste är marknaden för transaktioner utan säkerhet. Där hanteras främst bankernas likviditetsbehov och transaktionerna är därför starkt koncentrerade till dagslån. För denna marknad finns två viktiga referensräntor, Eonia (euro overnight index average) och Euribor (euro interbank offered rate), som tillsammans utgör prispreferenser för löptider från en dag till ett år.

Transaktioner mot säkerhet

De andra viktiga kontantmarknaderna på penningmarknaden är repomarknaden

och marknaden för valutaswappar. På dessa marknader, sker utlåning mot säkerhet i tillgångar. Repomarknaden är av varierande betydelse inom euroområdet. Repotransaktionerna och och valutaswapparna är huvudsakligen koncentrerade till löptider på upp till en månad.

Förutom de ovannämnda kontantmarknaderna omfattar euroområdets penningmarknad också derivatmarknader. De viktigaste derivatmarknaderna är terminsmarknaden och marknaden för ränteswappar. De instrument som har varit föremål för den livligaste handeln på dessa marknader är Eonia-swappar och Euribor-terminer.

När det gäller utvecklingen av olika segment av penningmarknaden i euroområdet kännetecknas marknaden för transaktioner utan säkerhet av en hög grad av aktivitet och likviditet. Däremot utvecklades repomarknaden relativt långsamt under 1999 och 2000 men upplevde därefter en mycket snabb tillväxt och har sedan 2002 haft en högre omsättning än marknaden för transaktioner utan säkerhet. Transaktioner utan säkerhet svarade under 2002 för 37 % av den totala omsättningen på euroområdets kontantmarknader medan repomarknaden svarade för omkring 46 %. Repomarknadens integrering har ökat under de senaste åren och det finns indikationer som pekar på ökad gränsöverskridande aktivitet i och med att motparterna har ökat sin användning av säkerheter från andra euroländer. Uppkomsten av en fullt utvecklad repomarknad för hela euroområdet tycks än så länge ha hindrats av en rad tekniska faktorer, bl.a. skillnader i lagstiftning, dokumentation, avvecklingsstandarder och marknadspraxis mellan euroländerna. Bland derivatmarknaderna har marknaden för

Derivatmarknader

Penningmarknadens utveckling mellan januari 1999 och juni 2003

Tabell 2.5 Utelöpande kortfristiga skuldförbindelser i euro emitterade av hemmahörande i euroområdet

(vid årets slut, i miljarder euro och i procent av BNP)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Totalt	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
Monetära finansinstitut	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Icke-monetära finansinstitut	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Icke-finansiella företag	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Offentlig sektor	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Källa: ECB.

Eonia-swappar utvecklats snabbast sedan 1999. Denna mycket aktiva, djupa och likvida marknad har ingen motsvarighet utanför euroområdet.

Marknaderna för räntebärande värdepapper

I vidare bemärkelse omfattar penningmarknaden också marknaden för kortfristiga skuldförbindelser. Det utestående beloppet kortfristiga skuldförbindelser i euro emitterade av hemmahörande i euroområdet uppgick totalt till nästan 10 % av BNP vid slutet av 2002, vilket var något lägre än 1990 (se tabell 2.5). Däremot förändrades de olika emittenternas relativa betydelse under de mellanliggande tolv åren. År 1990 var den offentliga sektorn den viktigaste emittenten (70% av BNP), medan det utestående beloppet kortfristiga skuldförbindelser i euro som emitterats av den privata sektorn, främst monetära finansinstitut, under 2002 var något större än motsvarande belopp för den offentliga sektorn (53 % respektive 47 % av BNP).

Av större betydelse är de långfristiga skuldförbindelser i euro som emitteras av hemmahörande i euroområdet. Det utestående beloppet motsvarade ca 96 % av BNP vid slutet av 2002, efter att ha ökat från 57 % av BNP vid slutet av 1990 (se tabell 2.6). Volymmässigt är den offentliga sektorn (staten och övrig offentlig sektor) den viktigaste emittenten av långfristiga skuldförbindelser. Vid slutet av 2002 uppgick det utestående beloppet långfristiga skuldförbindelser i euro som emitterats av den offentliga sektorn till mer än 50 % av det totala emissionsbeloppet. Uttryckt i utestående belopp var MFI-sektorn den näst största emittentkategorin (36 % av den totala marknaden 2002). Det utestående beloppet långfristiga skuldförbindelser i euro som emitterats av icke-finansiella företag och icke-monetära finansiella företag uppgick till ca 13 % av den totala marknaden vid slutet av 2002. Mycket av ökningen på det här området har skett sedan starten av etapp tre i EMU och har framför allt drivits av icke-monetära finansiella företag. Utgivningen inom

...som långfristiga skuldförbindelser

Kortfristiga skuldförbindelser inte lika betydande...

Tabell 2.6 Utelöpande långfristiga skuldförbindelser i euro emitterade av hemmahörande i euroområdet

(vid årets slut, i miljarder euro och i procent av BNP)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Totalt	2 307 (56,5)	4 129 (77,8)	5 088 (86,5)	5 903 (91,5)	6 410 (93,7)	6 751 (95,6)
Monetära finansinstitut	961 (23,5)	1 467 (27,6)	1 850 (31,4)	2 178 (33,7)	2 324 (34,0)	2 402 (34,0)
Icke-monetära						
finansiella företag	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Icke-finansiella företag	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Offentlig sektor	1 140 (27,9)	2 354 (44,3)	2 896 (49,2)	3 183 (49,3)	3 370 (49,3)	3 497 (49,5)

Källa: ECB.

denna sektor har tenderat att koncentreras till några få länder, främst på grund av dessa länders skattesystem genom att utnyttja särskilda former av finansieringsbolag, SPV-bolag (special purpose vehicles) och andra finansaktörer för att skaffa kapital via obligationsmarknaden.

Trots att euroområdets marknad för räntebärande värdepapper har vuxit avsevärt har vissa marknadssegment, bl.a. skuldförbindelser med låga kreditbetyg eller utan kreditbetyg, fortsatt att vara förhållandevis underutvecklade. Jämfört med USA hade relativt få bolag i euroområdet kreditbetyg 2002, vilket begränsade deras tillträde till marknaden för företagsobligationer.

Vissa delar av euroområdets marknad för räntebärande papper är svagt utvecklade

Aktiemarknaden

Ett vanligt mått på aktiemarknadernas betydelse är aktiernas börsvärde i förhållande till BNP. Aktiernas börsvärde i euroområdet steg från 21 % av BNP vid slutet av 1990 till 47 % av BNP vid slutet av 2002 (se tabell 2.8). Som visas i tabell 2.8 var aktiernas börsvärde 87 % av BNP vid slutet av 2000. Dessa starka rörelser i börsvärdet berodde främst på en period av kraftigt ökande aktiepriser t.o.m. början av 2000 vilket sedan följdes av ett kraftigt börsfall.

Aktiernas börsvärde i euroområdet stiger ...

Det var dock fortfarande betydligt lägre än i USA, och skillnaden i börsvärde

Mindre finansiering genom skuldförbindelser i euroområdet än i USA

I euroområdet förekommer finansiering genom utgivning av skuldförbindelser i mindre omfattning än i USA och Japan. De utestående beloppen vid slutet av 2002 var 105 % av BNP i euroområdet jämfört med 154 % i USA och 160 % i Japan (se tabell 2.7). Den högre siffran för Japan kan framför allt förklaras av den starka ökningen av skuldförbindelser emitterade av den offentliga sektorn under den utdragna perioden av svag ekonomisk tillväxt sedan början av 1990-talet. Det utestående beloppet skuldförbindelser emitterade av icke-finansiella företag i euroområdet utgjorde ca 7 % av BNP vid slutet av 2002, mot 23 % i USA och 18 % i Japan.

Tabell 2.7 Utelöpande skuldförbindelser i nationella valutor emitterade av hemmahörande i euroområdet, USA och Japan 31.12.2002

(i procent av BNP)

	Totalt	Emitterade av finansiella företag	Emitterade av icke-finansiella företag	Emitterade av den offentliga sektorn
Euroområdet	105,4	44,7	6,6	54,1
USA	153,7	88,1	22,8	42,8
Japan	160,1	27,5	17,9	114,8

Källor: ECB och BIS.

...men är lägre än i USA

räknat i procent av BNP mellan USA och euroområdet ökade från ca 30 procentenheter 1990 till 60 procentenheter 2002. I Japan sjönk aktiernas börsvärde däremot från 90 % av BNP 1990 till 58 % av BNP 2002 (främst beroende på att aktiekurserna föll kraftigt under den här perioden).

Växande antal börsnoterade i euroområdet

En annan indikator på euroområdets aktiemarknads växande betydelse syns i statistiken över antalet börsnoterade företag. Denna siffra ökade från 4 276 vid slutet av 1990 till 6 271 vid slutet av 2002 (se tabell 2.9). Som jämförelse kan nämnas att antalet noterade företag i USA och Japan vid slutet av 2002 var 6 586 respektive 2 153.

Sedan euron infördes har många initiativ tagits för att bilda allianser eller slå ihop

verksamheten på olika börser i de enskilda euroländerna. Aktörerna på aktiemarknaden tycks också i allt högre grad beakta de ekonomiska faktorer som är gemensamma för euroområdet som helhet. Ett tydligt tecken på att euroområdets aktiemarknader blir alltmer integrerade är fokuseringen på en rad aktiemarknadsindex för hela euroområdet, t. ex. Dow Jones EURO STOXX-indexet.

Euroområdets aktiemarknader alltmer integrerade

2.7 FINANSIELLA INTERMEDIÄRER

Kreditinstitut och andra monetära finansinstitut (MFI)

De viktigaste finansiella intermediärerna i euroområdet är kreditinstituten. Kreditinstitut definieras i de två bank-samordningsdirektiven¹ och de underställs Europeiska unionens enhetliga tillsynskrav. Kreditinstituten är motparter

Definition av kreditinstitut och monetära finansinstitut

¹ Med kreditinstitut avses institut som omfattas av definitionen i artikel 1.1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut, ändrad genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/28/EG av den 18 september 2000 "företag vars verksamhet består i att från allmänheten ta emot insättning eller andra återbetalbara medel och att bevilja krediter för egen räkning". Se ordlistan.

Tabell 2.8 Börsvärdet i euroområdet, USA och Japan

(vid årets slut, procent av BNP)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Euroområdet	21	28	76	87	72	47
USA	53	92	141	153	136	104
Japan	90	73	54	67	56	58

Källa: World Federation of Exchanges.

Tabell 2.9 Antal inhemska och utländska börsnoterade bolag i euroområdet, USA och Japan

(vid årets slut)	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Euroområdet	4 276	5 106	4 546	5 516	6 357	6 271
USA	6 765	8 160	8 449	7 851	7 069	6 586
Japan	1 752	1 791	1 890	2 096	2 141	2 153

Källa: World Federation of Exchanges.

i centralbankens penningpolitiska operationer (se kapitel 4). Eftersom de beviljar krediter till hushåll och företag, bl.a. med hjälp av krediter från centralbanken, spelar de en avgörande roll för den penningpolitiska transmissionsmekanismen (se kapitel 3). Termen ”monetärt finansinstitut” myntades på grund av att alltför många aktörer som inte är kreditinstitut, i synnerhet penningmarknadsfonder², numera bedriver verksamhet och erbjuder produkter som traditionellt varit förbehållna banker.

Kreditinstituten utgjorde 81% av alla monetära finansinstitut i euroområdet vid slutet av 2002 (se tabell 2.10). Den näst största MFI-kategorin var penningmarknadsfonder. Vid slutet av 2002 fanns det ca 8 544 monetära finansinstitut i euroområdet. Denna siffra avspeglar det stora antalet sparbanker och kooperativa banker, som ofta bara bedriver verksamhet på lokal nivå, och specialiserade kreditinstitut i flera länder. Antalet monetära finansinstitut sjönk markant mellan 1998 och 2002 till följd av den konsolideringsprocess som pågår i den europeiska banksektorn. Konsolideringstrenden är en reaktion på de förändrade marknadsvillkoren pådriven av en rad faktorer, bl.a. den tekniska utvecklingen, avreglering, liberalisering och globalisering. Införandet av euron

har förmodligen underblåst denna utveckling eftersom det blir lättare att göra prisjämförelser mellan olika länder.

ECB och de nationella centralbankerna samlar in statistik från de monetära finansinstituten i euroområdet varje månad och varje kvartal och sammanställer därefter både en aggregerad och en konsoliderad balansräkning för MFI-sektorn i hela euroområdet. Den aggregerade balansräkningen är summan av de harmoniserade balansräkningarna för alla monetära finansinstitut i euroområdet. I den aggregerade balansräkningen finns uppgifter om de monetära finansinstituten bruttotillgodohavanden hos varandra. Den omfattar gränsöverskridande verksamhet mellan monetära finansinstitut, både inom euroområdet och gentemot omvärlden. Denna information behövs för att bedöma integreringen av finanssystemen och interbankmarknadens betydelse. Den konsoliderade balansräkningen sammanställs genom netting av tillgodohavandena mellan enskilda institut i den aggregerade balansräkningen. Den konsoliderade balansräkningen ligger till grund för den regelbundna analysen av penningmängds- och kreditutvecklingen i euroområdet, däribland penningmängdsmåtten (se ruta 2.3).

Aggregerade och konsoliderade balansräkningar för MFI-sektorn

Antalet monetära finansinstitut sjönk till följd av finansiell konsolidering

² Penningmarknadsfonderna definieras som värdepappersfonder (collective investment undertakings, CIU) vars värdeandelar i fråga om likviditet utgör nära substitut till inlåning och som huvudsakligen investerar i penningmarknadsinstrument och/eller i andra överlåtbara skuldförbindelser med återstående löptid på högst ett år och/eller i bankinlåning och/eller som strävar efter en avkastning som ligger nära de på penningmarknadsinstrument.

Tabell 2.10 Antal monetära finansinstitut i euroområdet

(vid årets slut)	1998	2000	2001	2002
Kreditinstitut	8 320	7 464	7 218	6 906
Penningmarknadsfonder	1 516	1 604	1 631	1 620
Centralbanker och andra institut	20	20	19	18
Totalt antal monetära finansinstitut	9 856	9 088	8 868	8 544

Källa: ECB.

Om- och utlåning är de viktigaste posterna i MFI-sektorns balansräkning

I diagram 2.7 visas sammansättningen av den konsoliderade balansräkningen för euroområdets MFI (inkl. Eurosystemet) i slutet av 2002. Inlåning svarade för 45 % av de totala skulderna, medan andra viktiga poster på skuldsidan var utländska skulder och skuldförbindelser, vilka uppgick till 19 % respektive 13 % av MFI-sektorns totala skulder. Utlåning utgjorde den största andelen av de totala tillgångarna (56 % vid slutet av 2002). Externa tillgångar utgjorde mer än 20 % av MFI-sektorns totala tillgångar medan utlåning i form av skuldförbindelser, aktier och andra ägarandelar utgjorde 15 %.

Bankernas in- och utlåning i euroområdet, USA och Japan

Bankinlåning i euroområdet uppgick till 81 % av BNP vid slutet av 2002 (se tabell 2.12). Det var mer än i USA (44 % av BNP) men mindre än i Japan (119 % av BNP). Samtidigt uppgick bankernas inlåning i euroområdet till totalt 108 % av BNP, medan motsvarande siffra för USA och Japan var 51 % respektive 101 %. Dessa uppgifter är en indikation av betydelsen av finansförmedling via

bankerna i euroområdet, särskilt jämfört med USA.

I både euroområdet och USA utgjorde dessutom bankernas utlåning till icke-finansiella företag ca 40 % av BNP vid slutet av 2002. I Japan uppgick bankernas utlåning till icke-finansiella företag däremot till 64 % av BNP vid slutet av 2002. Detta återspeglar kapitalmarknadernas betydelse i euroområdet och i USA vid beslut om företagsfinansiering medan den icke-finansiella företagssektorn i Japan i större utsträckning använder banklån som finansieringskälla.

Andra finansiella intermediärer

Indirekt finansiering till den offentliga och den privata sektorn tillhandahålls inte bara av monetära finansinstitut utan också av andra finansiella intermediärer, t.ex. försäkringsföretag och pensionsinstitut, finansiella serviceföretag, värdepappersfonder, värdepappers- och derivathandlare, samt finansiella företag som bedriver utlåning. En av de viktigaste skillnaderna mot kreditinstitut är

Icke-monetära finansinstitut spelar fortfarande en liten roll

Ruta 2.3 Penningmängdsmått

Definitionen av penningmängdsmått för euroområdet utgår från den konsoliderade balansräkningen för monetära finansinstitut (MFI). Vilken definition som är lämplig beror i allmänhet i hög grad på vad måttet är avsett för. Eftersom många olika finansiella tillgångar är utbytbara och finansiella tillgångar, transaktioner och betalningsmedel ändrar karaktär över tiden, är det inte alltid självklart hur penningmängden skall definieras och vilka finansiella tillgångar som omfattas av en viss definition. Centralbankerna brukar därför normalt definiera och övervaka flera penningmängdsmått.

Tabell 2.11 Penningmängdsmått för euroområdet

Skulder ¹⁾	M1	M2	M3
Utelöpande sedlar och mynt	x	x	x
Inlåning över natten	x	x	x
Inlåning med en avtalad löptid upp till två år		x	x
Inlåning med en uppsägningstid upp till tre månader		x	x
Repoavtal			x
Andelar i penningmarknadsfonder och penningmarknadsinstrument			x
Skuldförbindelser med en löptid upp till två år			x

ECB:s definitioner av penningmängdsmått för euroområdet bygger på en harmoniserad definition av de sektorer som ger ut respektive innehar pengar samt av de olika harmoniserade kategorierna av MFI-skulder. Den penningutgivande sektorn omfattar monetära finansinstitut som är hemmahörande i euroområdet. Även om staten inte anses ingå i den penningutgivande sektorn ingår dess skulder av monetär karaktär (t.ex. hushållens inlåning på posten) som en särskild post i definitionen av penningmängdsmått eftersom att de är mycket likvida.¹

På grundval av begreppsmässiga överväganden och empiriska studier, och i linje med internationell praxis, har Eurosystemet definierat ett snävt (M1), ett ”mellanliggande” (M2) och ett brett penningmängdsmått (M3). Dessa mått skiljer sig från varandra i fråga om graden av likviditet av de tillgångar som ingår (överlåtbarhet, konvertibilitet, säkert värde och omsättbarhet). I tabell 2.11 anges vad som omfattas av respektive definitioner av euroområdets penningmängdsmått.

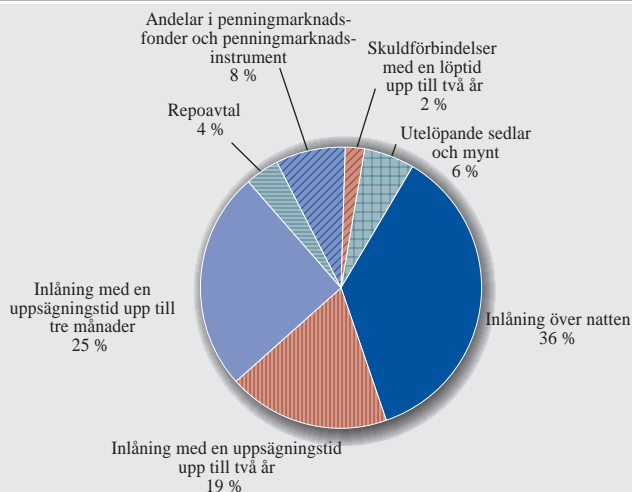
M1 omfattar sedlar och mynt samt inlåning över natten. Dessa tillgångar kan snabbt omvandlas till kontanter eller användas för kontantlösa betalningar.

M2 omfattar M1 plus inlåning med en avtalad löptid upp till två år eller med en uppsägningstid upp till tre månader. Denna inlåning kan omvandlas till komponenter som ingår i det snäva penningmängdsmåttet, men det kan finnas vissa restriktioner, t.ex. krav på förhandsanmälan, straffavgifter och andra avgifter.

M3 omfattar M2 och vissa omsättbara instrument som emitteras av monetära finansinstitut hemmahörande i euroområdet. De omsättbara instrumenten är repoavtal, andelar i penningmarknadsfonder, penningmarknadsinstrument och skuldförbindelser med en löptid upp till två år (inkl. penningmarknadsinstrument). En hög grad av likviditet och säkerhet om priset gör dessa instrument till nära substitut till inlåning. Genom att de ingår i M3 påverkas detta breda penningmängdsmått inte lika mycket av utbytbart mellan olika kategorier av likvida tillgångar som de snävare penningmängdsmåtten utan är mer stabilt (se även kapitel 3).

¹ Statens inlåning i MFI-sektorn räknas inte med eftersom staten inte ingår i innehavarsektorn eftersom dessa tillgångar inte har nära samband med konsumtionsplaner.

Diagram 2.6 Procentuell fördelning av M3-komponenter 31.12.2002



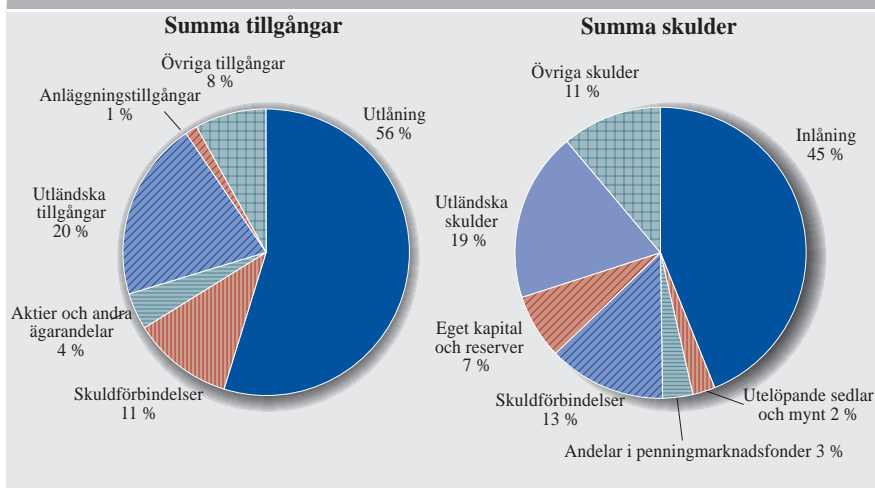
Källa: ECB.

Likvida tillgångar i utländska valutor som innehas av hemmahörande i euroområdet kan vara nära substitut till tillgångar i euro. Därför omfattar penningmängdsmåtten sådana tillgångar om dessa hålls hos MFI som ligger i euroområdet.

ECB:s definition av penningmängdsmått omfattar endast MFI-skulder för institut lokaliserade i euroområdet till hemmahörande i euroområdet. Således exkluderas i) kortfristig inlåning med euroområdets MFI, och ii) andelar i penningmarknadsfonder lokaliserade i euroområdet och iii) skuldförbindelser med en löptid på upp till två år utgivna av MFI lokaliserade i euroområdet. Utelöpande sedlar och mynt ingår i penningmängdsmåtten oberoende av om de innehas av hemmahörande eller icke-hemmahörande i euroområdet eftersom det bedöms vara svårt att utreda hur mycket sedlar och mynt som hålls av icke-hemmahörande.

Diagram 2.6 visar komponenternas relativa andelar av M3 i december 2002. Inlåning över natten svarade för den största andelen, 36% av M3. Inlåning med en uppsägningstid upp till tre månader hade en andel på 25 %, medan inlåning med en avtalad löptid upp till två år stod för 19 %. Andelar i penningmarknadsfonder utgjorde 8 % av M3 och utelöpande sedlar och mynt 6 %. Repoavtal och skuldförbindelser med en ursprunglig löptid upp till två år svarade slutligen för 4 % respektive 2 % av M3.

Diagram 2.7 Sammansättning av den konsoliderade balansräkningen för euroområdet monetära finansinstitut (inkl. Eurosystemet) 31.12.2002



Källa: ECB.

avsaknaden av inlåning på skuldsidan i dessa instituts balansräkningar. Beräkningar visar att dessa andra finansiella intermediärer ökade sin verksamhet under 1990-talet, men fortfarande spelar en liten roll jämfört med de monetära finansinstituten. Vid slutet av 2002 uppgick tillgångarna för försäkringsföretag, värdepappersfonder och pensionsfonder i euroområdet till 90 % av BNP, medan MFI-sektorns tillgångar uppgick till 267 % av BNP. De totala tillgångarna hos dessa andra finansiella intermediärer i euroområdet har dock

ökat väsentligt, särskilt sedan slutet av 1990-talet.

Tabell 2.12 Bankinlåning och bankutlåning i euroområdet, USA och Japan 31.12.2002

(i procent av BNP)

	Inlåning	Utlåning	Utlåning till icke-finansiella företag
Euroområdet	81,3	107,9	42,1
USA	44,0	51,2	39,3
Japan	118,8	101,0	63,9

Källor: ECB, Federal Reserve och Bank of Japan.

3. ECB:S PENNINGPOLITISKA STRATEGI

I detta kapitel beskrivs ECB:s penningpolitiska strategi, dvs. hur ECB går tillväga för att uppnå huvudmålet att upprätthålla prisstabilitet. Det inledande avsnittet fokuserar på de överväganden som ligger bakom detta mål. I det andra avsnittet ges en kortfattad beskrivning av några av grundprinciperna för den penningpolitiska transmissionsmekanismen (dvs. hur penningpolitiken påverkar prisutvecklingen) och dess innebörd för penningpolitikens genomförande. I det sista avsnittet förklaras de viktigaste delarna i ECB:s strategi mer i detalj.

3.1 PENNINGPOLITIKENS ROLL OCH FÖRDELARNA MED PRISSTABILITET

Genom att styra den monetära basen...

Vad penningpolitik kan och inte kan göra

Det sätt på vilket penningpolitiken påverkar ekonomin kan beskrivas så här. Centralbanken har ensamrätt att ge ut sedlar och förse bankerna med centralbankspengar och kontrollerar på det viset den monetära basen. Denna ensamrätt gör att centralbanken kan påverka penningmarknadsräntorna och styra de korta räntorna.

... kan centralbanken påverka den ekonomiska utvecklingen

På kort sikt sätter en ändring av penningmarknadsräntorna genom åtgärder från en centralbank igång ett antal mekanismer och åtgärder av de ekonomiska aktörerna vilket så småningom påverkar ekonomiska variabler som produktion och priser. Den här processen – som även kallas den penningpolitiska transmissionsmekanismen – är mycket komplex och även om man i stora drag vet hur den fungerar finns det ingen allmänt erkänd och oomstridd modell av hur alla aspekter hänger ihop.

På lång sikt påverkar förändringar i penningutbudet den allmänna prisnivån ...

Det är dock allmänt vedertaget bland ekonomer att förändringar i penningmängden på lång sikt, allt annat lika, påverkar den allmänna prisnivån efter det att alla justeringar i ekonomin slagit igenom och återspeglas i den allmänna

prisnivån. En sådan penningmängdsförändring kommer inte att leda till varaktiga förändringar i reala variabler som produktion eller sysselsättning. Om mängden pengar i cirkulation ändras leder detta så småningom till en förändring i beräkningsenheten (och alltså i den allmänna prisnivån) vilket lämnar alla andra variabler oförändrade på ungefär samma vis som en ändring i de måtenheter som användes för att mäta avstånd (t.ex. en övergång från kilometer till miles) inte påverkar det faktiska avståndet mellan två platser.

Den allmänt vedertagna principen, som man brukar kalla “the long-run neutrality of money”, dvs. att förändringar i penningmängden långsiktigt endast påverkar prisnivån och inte den reala produktionsnivån, ligger till grund för allt makroekonomiskt tänkande och alla standardmodeller. Realinkomster eller sysselsättningsnivån i ekonomin avgörs, på lång sikt, framför allt av reala utbudsfaktorer. Dessa faktorer är teknik, befolkningsökning, de ekonomiska aktörernas preferenser samt alla aspekter av ekonomins institutionella struktur (och då särskilt äganderätt, skattepolitik, välfärdspolitik och andra förordningar som påverkar marknadernas flexibilitet och incitamenten att bidra till arbetskraftsutbudet och kapital samt att investera i humankapital).

...men inte nivån på realinkomster eller sysselsättning

Inflation är när allt kommer omkring ett monetärt fenomen

På lång sikt kan centralbanken inte påverka ekonomisk tillväxt genom att ändra penningmängden. Det hör samman med påståendet att inflation i sista hand är ett monetärt fenomen. Långa perioder med hög inflation förknippas normalt med hög penningmängdsökning. Andra faktorer (som t.ex. variationer i den aggregerade efterfrågan, tekniska förändringar eller råvaruprischocker) kan påverka prisutvecklingen på kort sikt men effekterna därav kan med tiden avta genom att de i viss utsträckning anpassar sig till penningmängden. På det viset kan de långsiktiga pris- och inflations-trenderna kontrolleras av centralbankerna.

Prisstabilitet förbättrar potentialen för ekonomisk tillväxt

Det nära sambandet mellan penningmängdsökning och inflation i ekonomin och penningpolitikens neutrala inriktning på lång sikt har bekräftats av en lång rad nationalekonomiska studier omfattande olika perioder och olika länder. Samtidigt visar både empirisk och teoretisk forskning att kostnaderna för inflation (och för deflation) är höga. Idag är det allmänt vedertaget att prisstabilitet bidrar till den allmänna ekonomiska välfärden och potentialen för högre ekonomisk tillväxt.

Fördelarna med prisstabilitet

Prisstabilitet bidrar till högre levnadsstandard genom att ...

Prisstabilitet avser den allmänna prisnivån i ekonomin och innebär att man undviker utdragna perioder av såväl inflation som deflation. Prisstabilitet bidrar på flera sätt till en hög ekonomisk aktivitet och sysselsättning.

**...öka pris-
transparensen, ...**

Prisstabilitet innebär, för det första, att det blir lättare att märka förändringar i de relativa priserna eftersom de inte skyms av fluktuationer i den allmänna prisnivån. Det leder till att företag och konsumenter inte misstolkar förändringar i den allmänna prisnivån och att de kan fatta bättre underbyggda beslut om konsumtion och investeringar. Det i sin

tur gör att marknaden kan fördela resurser på mer effektivt sätt. Genom att hjälpa marknaden att styra resurserna till de mest produktiva användningsområdena ökar prisstabilitet hushållens välfärd och på så vis produktionspotentialen i ekonomin.

För det andra, om fordringsägare kan förlita sig på att priserna kommer att vara stabila i framtiden kommer de inte att kräva ”inflationriskpremier” för att kompensera sig för de risker som sammanhänger med att inneha nominella tillgångar under en längre tid. Genom att minska riskpremierna i den reala räntan kan en trovärdig penningpolitik bidra till fördelningseffektivitet på kapitalmarknaden och på så vis ge incitament till investeringar. Detta främjar i sin tur ekonomisk välfärd.

För det tredje gör ett trovärdigt upprätthållande av prisstabilitet att det är mindre sannolikt att privatpersoner och företag avleder resurser från en produktiv användning för att skydda sig mot inflation. I en situation med hög inflation finns det till exempel ett incitament att samla reala tillgångar, eftersom dessa under sådana förhållanden är mer värdebeständiga än pengar och vissa finansiella tillgångar. Att samla tillgångar är dock inte ett effektivt investeringsbeslut och hindrar därför ekonomisk tillväxt.

För det fjärde kan skatte- och välfärdsystemen skapa naturliga incitament som snedvrider det ekonomiska beteendet. I de flesta fall förvärras dessa snedvridningar av inflation eller deflation eftersom skattesystemen normalt inte tillåter någon möjlighet att indexera skattesatser och socialförsäkringsavgifter till inflationstakten. Med prisstabilitet elimineras de reala kostnader som uppstår när inflationen förvärrar skatte- och social-

...sänka inflationsriskpremierna i räntorna,...

...minska behovet av kurssäkring, ...

... minska snedvridningar på grund av skatte- och socialförsäkrings-systemen, ...

försäkringssystemens snedvridande effekter.

... öka fördelarna av kontantinnehav ...

För det femte verkar inflation som en skatt på kontantinnehav. Detta minskar hushållens efterfrågan på kontanter och leder följaktligen till högre transaktionskostnader t.ex. de s.k. shoe-leather kostnaderna.

... och förhindrar en godtycklig omfördelning av välstånd och inkomster

För det sjätte, förhindrar upprätthållande av prisstabilitet den omfattande och godtyckliga omfördelningen av välstånd och inkomster som uppstår vid inflation eller deflation då prisutvecklingen ändras på ett oförutsebart vis (t.ex. omfördelningseffekter från kreditgivare till kredittagare). De svagaste grupperna i samhället lider oftast mest av inflation eftersom de har svårare att skydda sig mot dess effekter. Förhållanden med stabila priser bidrar därmed till social sammanhållning och stabilitet. Som flera exempel under 1900-talet har visat leder hög inflation eller deflation ofta till social och politisk instabilitet.

Genom att upprätthålla prisstabilitet bidrar centralbanken till breda samhällsekonomiska mål

Alla dessa argument talar för att en centralbank som upprätthåller prisstabilitet i hög grad bidrar till uppnåendet av mer allmänna ekonomiska mål, t.ex. högre levnadsstandard, en hög ekonomisk aktivitet och bättre sysselsättningsutsikter. Denna slutsats stöds av ekonomiska bevis som, för en rad olika länder, metoder och perioder visar att ekonomier med lägre inflation tycks ha snabbare real tillväxt på lång sikt.

Vad säger fördraget

Bestämmelserna i fördraget återspeglar dessa allmänna principer...

De grundläggande och allmänt accepterade principerna återspeglas i hur fördraget fördelat mål och ansvarsområden mellan de olika myndigheter som ansvarar för politiken. Huvudmålet för Eurosystemet och den gemensamma penningpolitiken skall enligt fördraget vara att upprätthålla prisstabilitet. Fördraget

säger vidare att: "utan att åsidosätta detta mål (prisstabilitet)" skall Eurosystemet vidare "stödja den allmänna ekonomiska politiken inom gemenskapen i syfte att bidra till att förverkliga gemenskapens mål". Dessa omfattar "en hög nivå i fråga om sysselsättning" och "en hållbar och icke-inflatorisk tillväxt" (se kapitel 1).

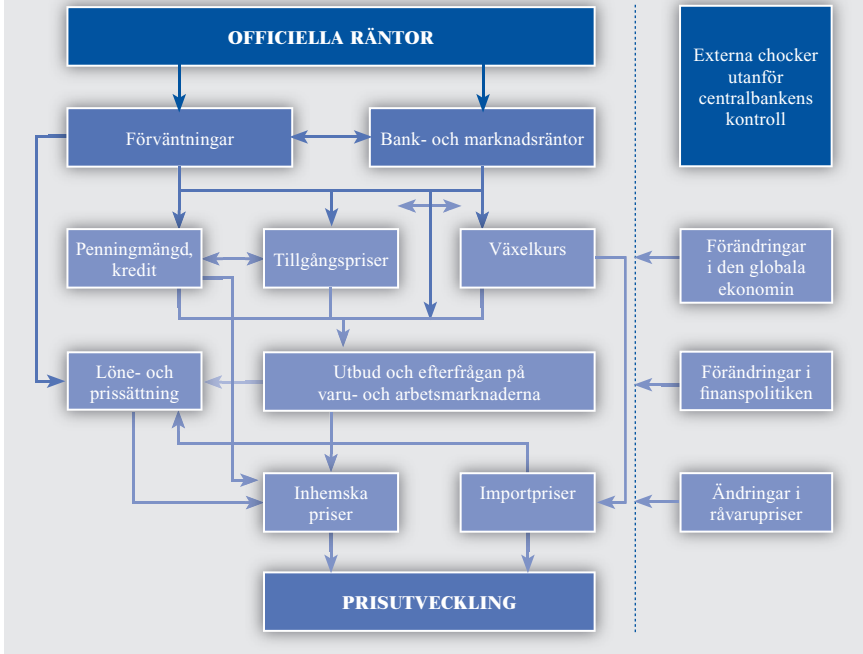
Det fanns tungt vägande ekonomiska skäl att tilldela Eurosystemet detta mål i fördraget. Eftersom penningpolitiken i slutändan bara kan påverka prisnivån i ekonomin är prisstabilitet dess enda naturliga mål. Det skulle däremot ha varit svårt att fastställa penningpolitiska mål för realinkomster eller sysselsättning, eftersom penningpolitiken, bortsett från de positiva effekterna av prisstabilitet, har mycket begränsade möjligheter att på ett varaktigt sätt påverka reala variabler. Andra ekonomiska aktörer, fram för allt de med ansvar för finans- och strukturpolitik, måste se till att vidta åtgärder för att stärka tillväxtpotentialen i ekonomin. Den tydliga rangordning av mål som fördraget ålägger Eurosystemet återspeglar flera decenniers praktiska erfarenheter och ett stort antal ekonomiska studier vilka pekar på att penningpolitiken bäst kan bidra till att förbättra de ekonomiska utsikterna och höja levnadsstandarden för medborgarna genom att varaktigt upprätthålla prisstabilitet.

...genom att göra prisstabilitet till penningpolitikens huvudmål

Samtidigt säger fördraget att vid implementering av de penningpolitiska beslut som rör upprätthållande av prisstabilitet, och utan att skada detta mål, skall Eurosystemet beakta gemenskapens allmänna ekonomiska mål. Eftersom penningpolitiken på kort sikt kan påverka den reella aktiviteten bör ECB undvika att skapa onödiga fluktuationer i produktionsledet och i sysselsättningen om det är i linje med upprätthållande av huvudmålet.

Eurosystemets viktigaste mål är prisstabilitet men hänsyn måste tas till gemenskapens allmänna ekonomiska mål

Diagram 3.1 Illustration av transmissionsmekanismen från räntor till priser



3.2 DEN PENNINGPOLITISKA TRANSMISSIONSMEKANISMEN

Transmissionsmekanismen och transmissionskanaler

Eftersom ECB-rådet skall fatta penningpolitiska beslut som bidrar till att upprätthålla prisstabilitet är det mycket viktigt att ECB bildar sig en uppfattning om hur penningpolitiken påverkar utvecklingen av prisnivån. Den process genom vilken penningpolitiska beslut påverkar ekonomin i allmänhet och prisnivån i synnerhet kallas transmissionsmekanismen. De individuella länkar genom vilka de penningpolitiska impulserna (vanligtvis) går kallas transmissionskanaler.

Transmissionskanaler för penningpolitiken

Transmissionsprocessen ...

De viktigaste transmissionskanalerna för penningpolitiken visas i ett förenklat schema i diagram 3.1.

..börjar med en ändring av styrräntorna ...

Den (långa) kedjan av orsak och verkan som förbinder penningpolitiska beslut

med prisnivån börjar med att centralbanken ändrar de officiella räntorna på sina egna operationer. Genom dessa operationer förser centralbanken bankerna med medel (se kapitel 4 för en närmare beskrivning av Eurosystemets penningpolitiska instrument). Banksystemet efterfrågar pengar utgivna av centralbanken ("baspengar") för att tillgodose efterfrågan på sedlar och mynt, reglera interbanksaldon och för att uppfylla kassakraven (som ska deponeras i centralbanken) Eftersom centralbanken har monopol på att skapa baspengar kan den styra penningmarknadsräntorna. Centralbanken påverkar således bankernas finansieringskostnader för likviditet och dessa kostnader måste bankerna föra vidare till sina kunder när dessa lånar pengar.

Genom den här processen kan centralbanken utöva ett dominerande inflytande på förhållandena på penningmarknaden

...vilket påverkar marknadsräntorna ...

och därmed styra penningmarknadsräntorna. Ändringar av penningmarknadsräntorna påverkar i sin tur andra räntor, om än i varierande grad. Förändringar i penningmarknadsräntorna påverkar t.ex. de räntor som bankerna sätter på kortfristig ut- respektive inlåning. Dessutom påverkar förväntningarna om framtida ränteändringar de långa räntorna på penningmarknaden eftersom de återspeglar förväntningarna om hur de korta räntorna kommer att utvecklas i framtiden. Effekterna av ändringar av penningmarknadsräntorna på mycket långa löptider (t.ex. räntorna på 10-åriga statsobligationer och bankernas långfristiga utlåningsräntor) är mindre direkta. Dessa räntor påverkas i stor utsträckning av marknadens förväntningar om utsikterna för tillväxt och inflation på längre sikt. Med andra ord påverkar förändringar i centralbankens officiella räntor normalt inte dessa långa räntor om inte förändringarna skulle leda till en ändring i marknadens förväntningar om den ekonomiska utvecklingen på lång sikt.

... och tillgångs-
priser ...

Beroende på penningpolitikens effekter på finansieringsvillkoren i ekonomin, men även beroende på dess effekter på förväntningarna, kan den påverka andra finansiella variabler som tillgångspriser (t.ex. aktier) och växelkurser.

... och påverkar
beslut om lån,
sparande och
investeringar, ...

När räntorna och priserna på tillgångar ändras påverkar det hushållens och företagens beslut om sparande, konsumtion och investeringar. Högre räntor, allt annat lika, brukar göra det mindre attraktivt för hushåll och företag att låna för konsumtion och investeringar. Högre räntor gör det också mer attraktivt för hushållen att spara sina inkomster hellre än att konsumera eftersom räntorna på sparande ökar. När de officiella räntorna ändras påverkar det även tillgången på lån. Vid en räntehöjning ökar risken att

vissa låntagare inte kan betala tillbaka sina lån. Denna risk kan bli så pass stor att bankerna inte vill ge lån till dessa låntagare. En följd av detta kan bli att sådana låntagare, hushåll eller företag, kan tvingas skjuta upp konsumtions- och investeringsplaner.

Slutligen kan rörelser i tillgångspriserna påverka konsumtion och investeringar via inkomst- och förmögenhetseffekter. När aktiekurserna stiger blir till exempel aktieägande hushåll mer förmögna och kan välja att konsumera mer. Omvänt gäller att sjunkande aktiekurser kan få hushållen att minska sin konsumtion. Tillgångspriser kan även påverka efterfrågan genom värdet på säkerheter som gör det möjligt för låntagaren att ta fler lån eller minska den riskpremie som kreditgivaren/banken kräver. Lånebeslut påverkas ofta av storleken på säkerheterna. Om värdet på säkerheterna sjunker blir lånen dyrare och det kan t.o.m. bli svårt att få lån, vilket leder till minskande konsumtion.

Till följd av ändrade konsumtions- och investeringsbeteenden förändras den inhemska efterfrågan på varor och tjänster i förhållande till det inhemska utbudet. När efterfrågan överstiger utbudet, allt annat lika, kommer priserna troligen att pressas upp. Förändringar i den totala efterfrågan kan leda till stramare eller flexiblare förhållanden på arbetsmarknaden och marknaden för insatsvaror, vilket i sin tur kan påverka löne- och prisbildningen på respektive marknad.

Förändringar i växelkursen påverkar normalt inflationen på tre sätt. För det första kan växelkursrörelser direkt få genomslag i de inhemska priserna på importerade varor. Om växelkursen stiger brukar importpriserna sjunka och därmed direkt bidra till minskad

...vilket leder
till förändringar
i efterfrågan
och priser

Effekter av
valutakurs-
förändringar
på priser

inflation om importvarorna används för direkt konsumtion. För det andra, om de importerade varorna används som insatsvaror i produktionen, kan sjunkande insatsvarupriser efterhand slå igenom i lägre priser på färdigvarorna. För det tredje kan växelkursutvecklingen också påverka inflationen via sina effekter på inhemskt tillverkade varors konkurrenskraft på de internationella marknaderna. Om en stigande växelkurs gör priset på inhemskt tillverkade varor mindre konkurrenskraftigt på världsmarknaden brukar detta begränsa efterfrågan från utlandet och därmed minska det totala efterfrågetrycket i ekonomin. Under i övrigt lika förhållanden tenderar en stigande växelkurs att minska inflationstrycket. Hur starka dessa växelkurs-effekter blir beror på hur öppen ekonomin är för internationell handel. Växelkurs-effekter är i allmänhet mindre viktiga för ett stort och relativt slutet valutaområde som euroområdet än för en liten och öppen ekonomi. Helt klart är att priserna på finansiella tillgångar inte bara påverkas av penningpolitiken utan även av många andra faktorer och även ändrade växelkurser beror ofta på dessa faktorer.

**Förankra
inflations-
förväntningar**

Penningpolitiken påverkar pris-utvecklingen främst genom att den påverkar den privata sektorns förväntningar på lång sikt. Om en centralbank åtnjuter stor trovärdighet vad gäller hur den uppnår sina mål, kan penningpolitiken kraftigt påverka pris-utvecklingen genom att styra de ekonomiska agenternas inflationsförväntningar om den framtida inflationen och på så vis påverka löne- och prissättningsbeteendet. Den trovärdighet en centralbank åtnjuter vad gäller att varaktigt upprätthålla prisstabilitet är av avgörande betydelse i den här frågan. Det är bara om de ekonomiska aktörerna tror på centralbankens förmåga

och vilja att upprätthålla prisstabilitet som inflationsförväntningarna kan förbli förankrade till prisstabiliteten. Detta kommer i sin tur att påverka löne- och prissättningen i ekonomin med tanke på att i en miljö med prisstabilitet kommer löne- och prissättarna inte att behöva justera sina priser av rädsla för högre framtida inflation. I det avseendet underlättar trovärdighet för penningpolitiken.

Den dynamiska process som beskrivits ovan innefattar en rad olika mekanismer och åtgärder som vidtas av ekonomiska aktörer under olika stadier av processen. Som resultat behöver penningpolitiken vanligtvis ganska lång tid innan den påverkar prisutvecklingen. Dessutom kan storleken på och styrkan i effekterna variera beroende på vilken situation ekonomin befinner sig i, vilket gör att det är svårt att uppskatta deras exakta effekter. Centralbankerna bedömer alltså att penningpolitiken står inför långa, varierande och ovissa fördröjningar.

**Transmissions-
processen
kännetecknas av
långa, varierande
och ovissa
fördröjningar ...**

Det är svårt att identifiera transmissionsmekanismen i penningpolitiken eftersom det i praktiken är så att den ekonomiska utvecklingen hela tiden påverkas av en rad olika händelser. Förändringar i priser på olja, andra råvaror eller administrativt fastställda priser kan på kort sikt direkt påverka inflationen. På liknande sätt kan utvecklingen i världsekonomin eller i finanspolitiken påverka den samlade efterfrågan och på så vis pris-utvecklingen. Priserna på finansiella tillgångar och växelkurser påverkas inte bara av penningpolitiken utan dessutom också av många andra faktorer. Penningpolitiken behöver därför inte bara övervaka transmissionen av penningpolitiska förändringar utan måste även ta hänsyn till annan utveckling som är relevant för inflation i framtiden. Detta måste göras för att undvika att denna utveckling påverkar den långfristiga inflations-

**... och påverkas
av chocker utifrån**

utvecklingen och inflationsförväntningarna i en riktning som är oförenlig med prisstabilitet. Penningpolitikens inriktning beror alltid på vilken typ av chock som ekonomin drabbas av, hur stor den är och hur länge den varar. Det är en ständig utmaning för centralbanken att förstå vilka faktorer som driver prisutvecklingen för att försöka hitta vilken penningpolitisk åtgärd som bäst bör vidtas.

Transmissionsmekanismen är komplex

Centralbankerna ställs alltså inför situationer med komplicerade ekonomiska samspel. Mot bakgrund av denna komplexitet måste de ofta tillgripa enkla tumregler för att styra och dubbelkontrollera sina åtgärder. En sådan regel baseras på det faktum att inflation alltid är ett monetärt fenomen på medellång till lång sikt. Denna regel rekommenderar att centralbankerna alltid skall övervaka penningmängdsutvecklingen för att bedöma inflationsutvecklingen.

Även om användningen av empiriska metoder för kvantifiering av transmissionsmekanismen och dess kanaler varit till stor hjälp under de senaste årtiondena har resultaten bara delvis förklarat den komplexa process som sätts i rörelse. Osäkerheten kan i själva verket vara något större för ECB än för många andra centralbanker, eftersom ECB ansvarar för ett helt nytt valutaområde. Dessutom kan institutionella och beteendemässiga förändringar efter införandet av den gemensamma valutan i början av 1999 ha ändrat sambanden mellan olika ekonomiska variabler. Allteftersom mer information och fler forskningsresultat blir tillgängliga fördjupas förståelsen av den penningpolitiska transmissionsmekanismen i euroområdet (se ruta 3.1) där det ges ett sammandrag av nyare empiriska rön om penningpolitisk transmission i euroområdet. Inte desto mindre behövs ytterligare framsteg och fortsatt övervakning.

Ruta 3.1 Nya rön om den penningpolitiska transmissionsmekanismen i euroområdet

Förståelse för hur transmissionsmekanismen fungerar är viktig för penningpolitiken. Det är därför inte förvånande att ett antal undersökningar, av såväl forskare och som av Eurosystemets personal, gjorts för att försöka förklara detta komplicerade samspel. Det råder fortfarande stor osäkerhet (bl.a. beroende på användning av statistik från tiden före 1999) men resultaten av undersökningarna verkar bekräfta att många fakta som betraktas som allmänt vedertagna och accepterade även gäller för euroområdet.

Empiriska beräkningar av effekterna av förändringar i korta räntor på realekonomisk utveckling och priser

Ett flertal ekonomiska modeller av euroområdet har använts för att uppskatta hur förändringar i de korta räntorna påverkar produktion och priser. I tabell 3.1 visas effekterna av förändringar i de korta räntorna baserat på tre olika modeller av euroområdet. Detta återspeglar olika ekonomiska strukturer eller ekonomiska metoder. Tabellen visar hur BNP och priser reagerar om centralbanken höjer räntan med en procentenhet. Denna högre nivå ligger därefter fast under två år.

Tabell 3.1 Uppskattning av hur real BNP och konsumentpriser skulle påverkas av en höjning av basräntan i euroområdet med en procentenhet

	Real BNP				Konsumentpriser			
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 1	År 2	År 3	År 4
Modell 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Modell 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Modell 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Källa: "Recent findings on monetary policy transmission", ECB:s månadsrapport, oktober 2002.

Obs! Siffrorna anger förändring i procent jämfört med BNP:s utgångsläge och prisindex. Modell 1 är ECB:s makroekonomiska modell för euroområdet (AWM). Modell 2 avser det aggregerade resultatet från de makroekonomiska modeller som centralbankerna i euroområdet använder. Modell 3 är den s.k. multi-country modellen från United Kingdom's National Institute of Economic and Social Research. I dessa simuleringar antas räntan utlösa en ökning i långa räntor och stärkt växelkurs.

I huvuddrag överensstämmer uppskattningarna av hur BNP och priser skulle reagera i de tre modellerna. Högre korräntor skulle temporärt leda till lägre produktion, som är som lägst ungefär två år efter den första penningpolitiska impulsen för att sedan återgå till ursprungsläget. Samtidigt anpassar sig priserna gradvis till permanent lägre nivåer.

I stort sett samma mönster ses i en större grupp av empiriska modeller än de till vilka hänvisas i tabell 3.1 och de stämmer i stort sett överens med resultat från andra länder och med de flesta teoretiska modeller om transmissionsmekanismen. Kort sagt, de visar att penningpolitiken är neutral på lång sikt. Effekten på produktionen är tillfällig medan effekten på priserna permanent.

Exakt när dessa effekter uppkommer och hur stora de blir varierar från modell till modell, vilket återspeglar att transmissionsmekanismens exakta struktur är något oklar. Förändringarna i de tre modellerna i tabell 3.1 varierar mellan -0,38 % och -0,71 % och två år efter den första räntechocken ligger priserna mellan -0,10 % och -0,30 %. Överlag bekräftar dessa uppskattningar förekomsten av långa och osäkra tidsförskjutningar i den penningpolitiska mekanismens effekter på prisnivån.

Transmissionskanaler för penningpolitiken i euroområdet

Vad gäller hur individuella komponenter i BNP reagerar på ränteförändringar understryker vissa undersökningar hur viktig penningpolitiken är för investeringar jämfört med effekterna på konsumtion och andra komponenter i efterfrågan totalt. Företagsinvesteringar påverkas primärt av ändrade kapitalkostnader (en variabel som är nära knuten till räntorna). De påverkas även, men i begränsad utsträckning, av likviditet eller inskränkningar i kassaflödet (dvs. företagets förmåga att emittera skuldinstrument på finansmarknaderna eller låna i bank).

Tillgängliga empiriska studier tyder också på att växelkurseffekter kan vara ganska viktiga i euroområdet. Därför kommer konsumentprisernas reaktion på förändringar i de officiella centralbanksräntorna även att bero på ändringar i växelkursen. Ju mer euron stärks genom ränteförändringar, ju snabbare och större blir inflationsminskningen. Centralbanken kan dock inte ta varken storleken eller riktningen på den räntepåverkade växelkursförändringen för given. Reaktionen hänger samman med andra faktorer, t.ex. penningpolitisk utveckling i andra länder vilken inte kontrolleras av centralbanken

3.3 ECB:S PENNINGPOLITISKA STRATEGI: ALLMÄNNA PRINCIPER

Penningpolitikens
uppgifter

Med utgångspunkt från kunskapen om transmissionsprocessen kan den utmaning ECB ställs inför sammanfattas med att ECB-rådet måste påverka villkoren på penningmarknaden, och på så vis nivån på de korta räntorna, för att säkerställa prisstabilitet på medellång sikt. Genom att göra det är centralbanken ständigt konfronterad med en hög grad av osäkerhet både vad gäller vilken typ av chocker som drabbar ekonomin och förekomsten av och styrkan i de samband som förbinder de makroekonomiska variablerna. Mot denna bakgrund är det möjligt att identifiera vissa av grunddragen i en framgångsrik penningpolitik.

Penningpolitiken
skall effektivt
förankra
inflationens
förväntningarna ...

Först, i enlighet med vad som sagts i avsnitt 3.2, är penningpolitiken avsevärt mer verkningsfull om den på ett effektivt sätt förankrar inflationsförväntningarna. På det området bör centralbanken ange sitt mål, utarbeta och hålla fast vid en metod för penningpolitiken och genomföra den på ett konsekvent och systematiskt sätt samt bedriva en klar och tydlig kommunikationspolicy. Detta är grundläggande element för att uppnå en hög grad av trovärdighet, en nödvändig förutsättning för att kunna påverka de ekonomiska aktörernas förväntningar.

... den måste
vara framsynt ...

På grund av att transmissionsmekanismen verkar med en viss fördröjning kommer de ändringar av penningpolitiken som görs i dag inte att påverka prisnivån förrän efter flera kvartal eller till och med år. Det innebär att centralbankerna måste fastställa vilken politik de skall föra i dag för att upprätthålla prisstabilitet i framtiden när transmissionsfördröjningarna avtar. Penningpolitiken måste alltså vara framsynt.

Transmissionsmekanismens fördröjning gör det omöjligt för penningpolitiken att på kort sikt motverka oförutsedda chocker som påverkar prisnivån (t.ex. chocker orsakade av förändringar i internationella råvarupriser). Vissa kortsiktiga fluktuationer i inflationen kan därför inte undvikas. På grund av att transmissionsmekanismen är så komplex finns det dessutom alltid en betydande osäkerhet om penningpolitikens effekter. Alltså bör penningpolitiken vara inriktad på medellång sikt i syfte att undvika en överdriven aktivism eller onödigt instabilitet i den reala ekonomin.

... ha en
medelfristig
inriktning ...

Slutligen måste ECB, precis som alla andra centralbanker, räkna med en betydande osäkerhet vad gäller ekonomiska indikatorers tillförlitlighet, ekonomins struktur och den penningpolitiska transmissionsmekanismen etc. För att penningpolitiken skall vara framgångsrik måste den därför vara brett baserad, ta hänsyn till all relevant information för att förstå vilka faktorer som påverkar den ekonomiska utvecklingen och inte förlita sig på bara en enda ekonomisk modell.

... och en bred
bas

ECB har antagit och offentliggjort en penningpolitisk strategi för att säkerställa att de penningpolitiska besluten fattas på ett konsekvent och systematiskt sätt. Den här penningpolitiska strategin innehåller ovannämnda principer för att möta de utmaningar centralbanken ställs inför. Strategin skall fungera som en övergripande ram inom vilken beslut kan fattas om en lämplig nivå för de korta räntorna.

Strategins roll –
en övergripande
ram för att
förklara penning-
politiska beslut

Det första inslaget i ECB:s penningpolitiska strategi är den kvantitativa definitionen av prisstabilitet. Dessutom ger strategin ett ramverk som säkerställer att ECB-rådet bedömer alla relevanta uppgifter och analyser som behövs för

De viktigaste
inslagen i ECB:s
penningpolitiska
strategi

att fatta penningpolitiska beslut som säkerställer att prisstabiliteten upprätthålls på ett systematiskt och organiserat sätt. Strategin skapar också en ram som gör att penningpolitiska beslut kan förklaras för allmänheten på ett klart och tydligt sätt. I resten av det här kapitlet beskrivs dessa inslag i detalj.

3.4 ECB:S KVANTITATIVA DEFINITION AV PRISSTABILITET

ECB har definierat prisstabilitet i kvantitativa termer

I fördraget sägs att huvudmålet för Eurosystemet skall vara att upprätthålla prisstabilitet men utan att förklara i detalj vad som menas med prisstabilitet. För att specificera detta mål antog ECB-rådet 1998 följande kvantitativa definition: ”Prisstabilitet definieras som en årlig ökning under 2 % i det harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP) för euroområdet. Prisstabilitet skall upprätthålla på medellång sikt”. Efter en ingående utvärdering av den penningpolitiska strategin 2003 förtydligade ECB-rådet strategin ytterligare och meddelade att man avsåg hålla inflationen under men nära 2 % på medellång sikt.

prisstabilitet och ECB måste då förklara sådana avvikelser från denna definition och klargöra hur prisstabilitet skall återupprättas inom rimlig tid. Definitionen är slutligen avsedd att vägleda förväntningarna om den framtida prisutvecklingen. Definitionens alla positiva egenskaper förstärktes ytterligare när ECB-rådet klargjorde sin strävan att, inom ramen för definitionen, hålla inflationen på medellång sikt under men nära 2 %.

Definitionen av prisstabilitet visar att Eurosystemets mandat omfattar hela euroområdet. Följaktligen bedöms prisstabiliteten utifrån prisutvecklingen i hela euroområdet, vilket visar att besluten om den gemensamma penningpolitiken syftar till prisstabilitet i euroområdet som helhet. Denna fokusering på euroområdet som helhet är en naturlig följd av att penningpolitiken i en valutaunion bara kan styra den genomsnittliga penningmarknadsräntan i euroområdet. Den måste med andra ord använda samma verktyg för hela området.

Fokus ligger på hela euroområdet

Denna definition förankrar inflationsförväntningarna och ökar ECB:s ansvarighet och öppenhet

Det fanns flera skäl till att ECB-rådet beslutade att tillkännage en kvantitativ definition av prisstabilitet. Genom att klargöra hur ECB-rådet tolkar det mål som anges i fördraget bidrar definitionen för det första till att göra det lättare att förstå det penningpolitiska styrsystemet (dvs. den gör penningpolitiken genomsynligare). För det andra ger definitionen av prisstabilitet allmänheten en klar och tydlig måttstock mot vilken ECB kan hållas ansvarig. Det blir möjligt att fastställa när prisutvecklingen avviker från

Definitionen identifierar ett särskilt prisindex – HIKP för euroområdet – som skall användas för att bedöma om prisstabilitet har uppnåtts. Detta index har harmoniserats mellan de olika länderna i euroområdet. HIKP är det index som närmast approximerar prisförändringar över tiden i en representativ korg av konsumtionsutgifter (se ruta 3.2). Användandet av ett harmoniserat index visar klart att ECB förbundit sig att ge ett fullt och heltäckande skydd mot köpkraftsförluster.

HIKP

Ruta 3.2 Konstruktionen av HIKP och dess grunddrag

ECB-rådet har definierat prisstabilitet med hjälp av det harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP) för euroområdet. Det begreppsmässiga arbetet med att sammanställa detta prisindex utförs av Europeiska kommissionen (Eurostat) i nära samarbete med de nationella statistikinstitutionerna. Som viktiga statistik användare har ECB, och dessförinnan Europeiska monetära institutet (EMI), i hög grad varit delaktiga i detta arbete.

Eurostats statistik över HIKP finns tillgänglig från januari 1995 och framåt. Uppskattade uppgifter för tiden före 1995, som inte är fullt jämförbara med HIKP för tiden efter 1995, finns för det totala HIKP och dess viktigaste delar fr.o.m. 1990. Baserat på konsumtionsutgifternas vikt för 2003 svarar varor för 59,1 % och tjänster för 40,9 % av HIKP (se tabell 3.2). Tanken med att dela upp HIKP i olika komponenter är att identifiera vilka olika ekonomiska faktorer som påverkar konsumentprisutvecklingen. Utvecklingen för energipris-komponenten hänger till exempel nära samman med oljeprisutvecklingen. Livsmedelspriserna är indelade i priser på förädlade respektive oförädlade livsmedel, eftersom priserna på oförädlade livsmedel påverkas av sådana faktorer som väderförhållanden och säsongsmönster som inte har lika stor inverkan på priserna på förädlade livsmedel. Tjänstepriser delas upp i fem komponenter vilka, beroende på olika marknadsvillkor, visar olika utveckling.

De harmoniseringsåtgärder som HIKP har föranlett i de olika länderna har vidtagits på grundval av flera EG-förordningar och riktlinjer som utformats tillsammans med medlemsstaterna. De handlar bland annat om vilka konsumtionsutgifter som skall ingå, initiala standarder för procedurerna vid kvalitetsjustering och behandlingen av nya varor och tjänster samt revidering av vikterna i indexet. Med initiala menas att en viss ytterligare harmonisering förutses inom flera områden. Man har vidare enats om en detaljerad harmoniserad klassifikation av delindex, vilket gör det möjligt att jämföra prisutvecklingen i vissa undergrupper av konsumtionsutgifter i de olika länderna. Som resultat av harmoniseringen och förbättringar av statistik inriktade på riktighet, tillförlitlighet och snabbhet, har HIKP blivit ett internationellt standardprisindex av hög kvalitet och i stort sett jämförbart mellan länderna. Det görs fortfarande förbättringar vad gäller standarderna för kvalitetsjustering och urval samt även vad gäller behandlingen av egnahemsägares bostadskostnader.

Tabell 3.2 Vikterna för de viktigaste huvudkomponenterna i euroområdets HIKP för 2003

HIKP	100,0
Varupriser	59,1
Oförädlade livsmedel	7,6
Förädlade livsmedel	11,7
Industrivaror exkl. energi	31,6
Energi	8,2
Tjänster	40,9
Bostadstjänster	10,4
Transport	6,3
Kommunikation	2,9
Fritid och personliga tjänster	14,9
Övrigt	6,4

Källa: Eurostat.

Skäl att hålla inflationen under, men nära 2 % ...

Genom att hänvisa till en ökning i HIKP på under 2 % visar definitionen att inte bara en inflation på över 2 % utan även deflation (när priserna sjunker) är oförenligt med prisstabilitet. Denna tydliga signal visar att ECB strävar efter att hålla inflationen under men nära 2 %, dvs. nära definitionens övre gräns, och den visar också ECB:s åtagande att sätta en lämplig marginal för att undvika risken för deflation.

... kostnader för deflation, ...

Deflation leder till ungefär samma kostnader för ekonomin som inflation (se avsnitt 3.1). Att undvika deflation är också viktigt, eftersom deflationen när den väl uppstått kan förankras ytterligare eftersom räntorna inte kan sjunka under noll. När det råder deflation kan penningpolitiken eventuellt inte stimulera efterfrågan i den grad som behövs genom räntevapnet. I själva verket skulle alla försök att sänka räntan under noll misslyckas eftersom allmänheten skulle föredra att hålla kontanta medel istället för att låna ut eller sätta in pengarna till negativ ränta. Även om ett antal olika penningpolitiska åtgärder kan vidtas också när de nominella räntorna ligger på noll är effektiviteten av denna alternativa politik osäker. Det gör att det är svårare för penningpolitiken att bekämpa deflation än att bekämpa inflation.

... beaktande av potentiella mätfel i HIKP ...

Genom att sätta inflationens övre gräns tydligt över noll och sträva efter en inflation nära men under 2 % tar ECB även hänsyn till möjligheten att HIKP-inflationen kan ligga något över den verkliga inflationen som resultat av ett litet men positivt mätfel i ändringar i prisnivån vid användning av HIKP. Av olika skäl kan konsumentprisindex innehålla mätfel. Sådana fel kan uppstå om priserna inte korrigeras tillräckligt för förändringar i kvalitet eller om vissa relevanta transaktioner systematisk

utesluts ur det urval som används för att konstruera indexet.

Flera tidigare ekonomiska studier har påvisat ett litet men positivt mätfel i mätningen av nationella konsumentprisindex vilket skulle tyda på att (som resultat av t.ex. kvalitetsförbättringar av varor) en inflationstakt på noll i själva verket skulle innebära en liten nedgång i den faktiska prisnivån. Det finns få bevis på mätfel i euroområdet HIKP vilket speglar dess korta historia. Vissa studier indikerar att mätfelets storlek troligen är begränsad även om graden av osäkerhet som omger uppskattningarna av mätfelet fortfarande är mycket hög. Dessutom, om man tar hänsyn till de fortgående statistikförbättringarna i HIKP som Eurostat (Europeiska kommissionens statistikkontor) genomför, är det sannolikt att mätfelet kommer att minska ytterligare framöver.

Ett exakt mål för penningpolitiken i en valutaunion tar även hänsyn till förekomsten av inflationsskillnader mellan olika regioner för att undvika att vissa regioner tvingas verka i en struktur med en mycket låg eller t.o.m. negativ inflationstakt. I princip är det normalt med inflationsskillnader i olika regioner och de är vanliga i varje valutaunion. De är en nödvändig del i justeringsmekanismen och resultatet av skillnader i den ekonomiska utvecklingen i de olika regionerna. Penningpolitiken kan bara påverka prisnivån i euroområdet som helhet men inte inflationsskillnader i de olika regionerna eller städerna.

Inflationsskillnader kan bero på övergående faktorer och kan därför vara tillfälliga. Sådana skillnader påverkar inte ekonomin mycket. Om real konvergens mellan regioner i en valutaunion är ofullständig kan det emellertid uppstå strukturella inflationsskillnader

... effekterna av inflations-skillnader inom euroområdet

mellan dessa regioner. Det kan t.ex. i en valutaunion förekomma skillnader i inkomstnivå och pågående konvergens av levnadsstandarder. Om det finns strukturella inflationsskillnader i euroområdet skulle detta potentiellt kunna skapa ekonomiska problem i länder eller regioner med lägre inflation än den genomsnittliga, särskilt om dessa länder var tvungna att verka i en struktur med negativ inflationstakt. Sådana problem kan t.ex. uppstå om ekonomierna har drabbats av nedåtriktade nominella stelheter, dvs. att det är svårt eller omöjligt att genomföra löne- och pris-sänkningar, vilket skulle kunna blockera nödvändiga justeringar i de relativa priserna och hindra en effektiv resursallokering.

Mot bakgrund av dessa oundvikliga inflationsskillnader har det ibland hävdats att ECB:s penningpolitik på medellång sikt bör sträva efter att nå en inflationstakt för hela området som är tillräckligt hög för att hindra regioner med strukturellt lägre inflationstakt från att få höga kostnader för nedåtriktade

nominella stelheter eller hamna i långa perioder av deflation. Alla tillgängliga undersökningar visar att en inflationstakt under men nära 2 % för euroområdet ger en tillräcklig marginal även på detta område.

Ett grundläggande element i ECB:s penningpolitik är dess inriktning på prisstabilitet på medellång sikt. I enlighet med vad som sagts ovan råder det enighet om att penningpolitiken inte kan och således inte skall försöka finjustera pris- eller inflationsutvecklingen på så kort sikt som ett par veckor eller månader. En ändrad penningpolitik påverkar priserna först efter en viss tid och det är osäkert hur stor den slutliga effekten blir (se avsnitt 3.2). Det innebär att penningpolitiken inte kan motverka alla oförutsedda störningar i prisnivån. Kort-siktiga fluktuationer i inflationen är därför oundvikliga. I ruta 3.3 förklaras att inriktningen på medellång sikt även låter penningpolitiken ta hänsyn till oro för utbudsfluktuationer utan att detta skadar huvudmålet.

En medelfristig inriktning

Ruta 3.3 ECB:s penningpolitikens medelfristiga inriktning

En ekonomi utsätts hela tiden för oförutsedda chocker och dessa påverkar även prisutvecklingen. Penningpolitiken kan också bara påverka prisutvecklingen med betydande fördröjning och sådana fördröjningar är precis som de flesta ekonomiska förhållanden mycket osäkra. Mot bakgrund av detta är det inte möjligt för någon centralbank att alltid hålla inflationen på en viss målnivå eller att snabbt få tillbaks den dit. Följaktligen måste penningpolitiken agera i ett framåtblickande perspektiv och kan bara upprätthålla prisstabiliteten över en längre tidsperiod. Detta resonemang är kärnan i ECB:s medelfristiga inriktning.

Inriktningen på medellång sikt bibehåller med avsikt viss flexibilitet vad gäller den exakta tidsramen. Det återspeglar att det inte är tillrådligt att i förväg specificera en exakt tidshorisont för penningpolitiken eftersom transmissionsmekanismen sträcker sig över en tidsperiod som kan variera och som inte kan bestämmas exakt. Dessutom är den optimala penningpolitiska responsen för att säkerställa prisstabilitet alltid beroende av vilken typ av chock som drabbar ekonomin och hur stor denna chock är. För ett stort antal chocker (t.ex. efterfrågechocker som driver utbud och priser i samma riktning) är det ofta lämpligt med en snabb reaktion som inte bara bevarar prisstabiliteten utan även hjälper till att stabilisera ekonomin. Det finns dock fler

slag av ekonomiska chocker (t.ex. kostnadsdrivande oljeprischocker) som driver utbud och priser i olika riktningar. En alltför aggressiv penningpolitisk reaktion i syfte att återskapa prisstabilitet på mycket kort sikt kan, under vissa omständigheter, medföra höga kostnader i form av utbudsvolatilitet och volatilitet på arbetsmarknaden. Detta kan i sin tur påverka prisutvecklingen. Det är allmänt erkänt att det i sådana fall är bättre med penningpolitiska åtgärder i flera steg både för att undvika onödigt volatilitet i ekonomin och för att bibehålla prisstabilitet över en längre tid. Den medelfristiga inriktning ger alltså ECB tillräckligt med flexibilitet för att på lämpligt vis reagera på de olika chocker som kan drabba ekonomin.

3.5 ANALYS AV HOTEN MOT PRISSTABILITET I ECB:S PENNINGPOLITISKA STRATEGI

ECB måste, precis som alla andra centralbanker, noga analysera den ekonomiska utvecklingen för att bäst uppfylla prisstabilitetsmålet.

De två pelarna i ECB:s penningpolitiska strategi

ECB har alltid förklarat att sättet att organisera, utvärdera och stämma av information som är relevant för att bedöma hoten mot prisstabiliteten är baserat på två analytiska perspektiv, de s.k. två pelarna. Detta tillvägagångssätt bekräftades och klargjordes ytterligare av ECB-rådet i maj 2003.

De penningpolitiska besluten baseras på en omfattande analys av hoten mot prisstabiliteten. Analysen är organiserad med två kompletterande perspektiv på prisutvecklingen. Det första perspektivet är inriktat på bedömning av bestämningsfaktorerna för prisutvecklingen på kort till medellång sikt med fokus på realaktivitet och finansiella förhållanden i ekonomin. Detta perspektiv är främst inriktat på det faktum att prisutvecklingen

på denna tidshorisont i hög grad påverkas av sambanden mellan utbud och efterfrågan på varu-, tjänste- och faktormarknaderna. Detta kallar ECB för "den ekonomiska analysen". Det andra perspektivet utgår från ett längre perspektiv. Detta kallas "den monetära analysen" och fokuserar på det långsiktiga sambandet mellan penningmängd och priser. Den monetära analysen tjänar främst som verktyg för dubbelkontroll i ett medelfristigt till långt perspektiv medan indikationer på kort till medellång sikt kommer från den ekonomiska analysen.

Systemet med två pelare är utformat för att säkerställa att ingen viktig information går förlorad vid bedömningen av hoten mot prisstabiliteten och att tillräcklig uppmärksamhet ägnas olika perspektiv och avstämning av informationen för att ge en övergripande sammanfattning av hoten mot prisstabiliteten. Det representerar och förmedlar uppfattningen om en diversifierad analys till omvärlden och garanterar kraftfullt beslutsfattande baserat på olika analysperspektiv (se ruta 3.4 med alternativa strategier).

Systemet med två pelare används för att organisera information ...

... baserat på två analysperspektiv ...

... för att säkerställa att ingen information går förlorad

Ruta 3.4 Alternativa penningpolitiska strategier

Andra centralbanker följer eller har följt andra penningpolitiska strategier. Flera av dem övervägdes av EMI och ECB innan beslutet fattades om att anta den stabilitetsinriktade strategin med två pelare.

En sådan strategi är att man fastställer penningmängdsmål. I praktiken betyder det att en centralbank ändrar styrräntorna i försök att antingen påskynda eller bromsa penningmängdsökningen till en given och på förhand tillkännagiven ökningstakt. Penningmängdsmålet beräknas så att det är förenligt med prisstabilitet. En sådan strategi utgår från två förutsättningar. Den första är att det finns ett stabilt samband mellan penningmängd och prisnivå (t.ex. i form av en penningefterfrågeekvation) på medellång sikt. Om så är fallet kan man beräkna en ökningskurva för penningmängden som är förenlig med prisstabilitet. Den andra är att penningmängden bör kunna kontrolleras genom penningpolitiken även under relativt begränsade tidsperioder. Sammantaget innebär dessa förutsättningar att centralbanken genom ändrade styrräntor kan styra penningmängden så att den följer den fastställda tillväxtkurvan och därmed – tack vare det stabila sambandet mellan penningmängd och prisnivå – indirekt upprätthålla prisstabilitet.

Även om centralbankernas erfarenheter av denna metod påverkade utformningen av ECB:s strategi beslutade banken att inte använda sig av penningmängdsmål. Genom detta beslut erkände man att även andra makroekonomiska variabler än penningmängden är viktig för penningpolitiska beslut som syftar till prisstabilitet. Det råder dessutom viss osäkerhet om de empiriska egenskaperna hos penningmängden i euroområdet på grund av att övergången till valutaunionen kan ha lett till institutionella och beteendemässiga förändringar och – mer allmänt – att särskilda faktorer tillfälligt kan snedvrider penningmängdsutvecklingen. Det kan därför vara olämpligt att uteslutande förlita sig på monetära analyser.

En annan strategi är att man fastställer direkta inflationsmål. I stället för att låta penningmängden styra de penningpolitiska besluten inriktar sig detta tillvägagångssätt på själva inflationsutvecklingen i förhållande till ett fastställt inflationsmål. Centralbanker som använder denna metod kommunicerar typiskt nog sina penningpolitiska beslut genom mer eller mindre mekaniska reaktioner när prognosen för ett visst inflationsmått avviker från ett bestämt inflationsmål för en bestämd tidsperiod. Centralbankens inflationsprognoser är därför medelpunkten i politiska analyser och diskussioner, både inom centralbanken och i informationen till allmänheten.

Det finns många likheter mellan ECB:s strategi och strategierna för andra centralbanker som använder inflationsmål men ECB beslutade av flera skäl att inte följa en strategi med direkta inflationsmål i enlighet med vad som diskuterats ovan. Att helt och hållet inrikta sig på ett prognostiserat inflationstal skapar för det första inte en övergripande och tillförlitlig ram för identifiering av typen av hot mot prisstabiliteten. Vilken penningpolitisk reaktion som är lämplig beror i allmänhet på vad som orsakar dessa hot mot prisstabiliteten. Det krävs åtminstone en mer ingående analys av det underliggande ekonomiska läget och beteendet än vad som är möjligt i en inflationsprognos. För det andra är flera aspekter av inflationsmålsstrategin enligt läroböckerna – bl.a. den fasta tidsperioden (t.ex. två år) i den prognos som utgör underlag för penningpolitiska beslut – något godtyckliga och verkar i många fall inte vara optimala. Sådana faktorer som påverkar inflationen utöver den bestämda tidsperioden, t.ex. finansiella obalanser och snedvridda tillgångspriser kan behöva beaktas i penningpolitiska beslut redan idag. För det tredje är det svårt att i inflationsprognoser som bygger på

konventionella makroekonomiska modeller inordna den information som finns i penningmängdsmåtten. Slutligen anser ECB att det skulle vara oklokt att förlita sig på en enda prognos, med tanke på den betydande osäkerheten om euroområdets ekonomiska struktur. Det anses vara bättre att anta en diversifierad strategi för analys av ekonomiska data baserad på flera olika analysmetoder.

En tredje strategi är att fastställa växelkursmål. Denna strategi tillämpades av flera europeiska länder före EMU inom ramen för Europeiska monetära systemets växelkursmekanism. För små och öppna ekonomier där produktion och konsumtion av internationella handelsvaror utgör en stor andel av ekonomin kan växelkursutvecklingen ha en betydande inverkan på prisnivån genom sin effekt på importpriserna. En strategi med växelkursmål ansågs inte lämplig för euroområdet, eftersom euroområdet är en stor och relativt sluten ekonomi där växelkursutvecklingen har en mer begränsad inverkan på prisnivån.

Ekonomisk analys

Analys av hoten mot prisstabiliteten på kort och medellång sikt ...

Den ekonomiska analysen är främst inriktad på att bedöma den aktuella ekonomiska och finansiella utvecklingen och de implicita hoten mot prisstabilitet på kort till medellång sikt. De ekonomiska och finansiella variabler som är ämnen för denna analys omfattar: utvecklingen av den totala produktionen, total efterfrågan och dess komponenter, finanspolitik, förhållandena på kapitalmarknaden, förhållandena på arbetsmarknaden, en lång rad pris- och kostnadsindikatorer, växelkursutveckling, världsekonomin och euroområdets betalningsbalans, finansmarknaderna och balansräkningspositioner för olika sektorer i euroområdet. Alla dessa faktorer är användbara för att bedöma dynamiken i den reala ekonomiska aktiviteten och den troliga prisutvecklingen med utgångspunkt i sambanden mellan utbud och efterfrågan på varu-, tjänste- och faktormarknaderna på kort sikt.

... bidrar till att avslöja typ av chock

I den här analysen tas vederbörlig hänsyn till behovet av att identifiera vilken typ av chocker som drabbar ekonomin, deras effekter på kostnads- och prissättningsbeteende och hur de kommer att fortplanta sig i ekonomin på kort till medellång sikt. För att kunna fatta ändamåls-

enliga beslut måste ECB-rådet ha ingående kunskaper om det rådande ekonomiska läget och veta vilken typ av ekonomiska störningar som hotar prisstabiliteten och hur stora de är. Det kan till exempel krävas en annan penningpolitisk reaktion för att hantera inflationseffekterna av tillfälligt stigande internationella oljepriser än det gör för att hantera högre konsumentpriser som beror på löneökningar som inte motiveras av produktivitetökningar. I det förstnämnda fallet uppstår en övergående och kortvarig inflation som snabbt går tillbaka. Såvida denna chock inte leder till högre inflationsförväntningar utgör den som sådan kanske inget större hot mot prisstabiliteten på medellång sikt. När det gäller fallet med överdrivet stora löneökningar finns det dock en risk att det uppstår en självunderhållande spiral med högre kostnader, högre priser och högre lönekrav. För att undvika detta kan den bästa reaktionen vara kraftfulla penningpolitiska åtgärder för att bekräfta centralbankens åtagande att upprätthålla prisstabilitet och därmed bidra till att stabilisera inflationsförväntningarna.

Mot bakgrund av detta granskar ECB regelbundet utvecklingen av den totala produktionen, efterfrågan, förhållandena på arbetsmarknaden, en lång rad pris och

Analys av realekonomiska indikatorer

kostnadsindikatorer, finanspolitiken samt euroområdet betalningsbalans. Dessa indikatorer hjälper bl.a. till att bedöma rörelser i den samlade efterfrågan och det samlade utbudet samt graden av

kapacitetsutnyttjande. I ruta 3.5 granskas några av de indikatorer på den ekonomiska utvecklingen som analyseras av ECB och vikten av tillgången till statistik av hög kvalitet understryks.

Ruta 3.5 Statistik över den ekonomiska utvecklingen i euroområdet

Som förklaras i kapitel 3 är det en komplicerad kedja av orsak och verkan som kopplar penningpolitiska beslut till prisnivån. Den kan även inbegripa avsevärda tidsfördröjningar. För att bedöma utsikterna för prisstabilitet är det därför nödvändigt att analysera en rad olika indikatorer.

När det gäller pris- och kostnadsutvecklingen kan indikatorer på prisutvecklingen i industrisektorn, mätt i producentpriser, spela en viktig roll vid sidan av HIKP och dess komponenter genom att de signalerar framtida ändringar i konsumentprisutvecklingen, allt eftersom förändringar i produktionskostnaderna slår igenom i konsumentpriserna. Arbetskraftskostnader, som är en viktig del av de totala produktionskostnaderna, har en betydande inverkan på prisbildningen. Statistik över arbetskraftskostnader ger också information om konkurrensförmågan i euroområdets ekonomi.

Indikatorer för produktion och efterfrågan (nationalräkenskaper, kortfristig statistik över aktiviteten i industri- och tjänstesektorerna, orderläget och kvalitativa enkäter) ger information om konjunkturläget, som är viktig för ECB:s analys av den framtida prisutvecklingen. Arbetsmarknadsstatistik (sysselsättning, arbetslöshet, lediga platser och arbetskraftsdeltagande) är viktig för att man skall kunna följa konjunkturutvecklingen och analysera strukturförändringarna i euroområdets ekonomi. Den offentliga sektorn svarar för en betydande del av den ekonomiska aktiviteten och därför behövs också information om den offentliga sektorns finansiella och icke-finansiella räkenskaper.

Betalningsbalansstatistik tillsammans med statistik över utrikeshandeln ger viktig information om export- och importutvecklingen som kan påverka inflationstrycket via efterfrågeförhållandena. Denna statistik gör det också möjligt att följa priserna på utländska varor, vilket i dagsläget approximeras av enhetsvärdeindex för import och export. Dessa index bidrar fram för allt till bedömning av de potentiella effekterna på importpriser av rörelser i växelkurser och råvarupriser (t.ex. olja). Även om euroområdet är en relativt sluten ekonomi jämfört med de enskilda euroländerna påverkar importerad inflation ändå de inhemska producent- och konsumentpriserna.

Statistik över de monetära finansinstitutens (MFI) konsoliderade balansräkningar ger information som kan användas för att ta fram penningmängdsaggregat och deras motposter (se ruta 2.3) De ger också en grund för beräkning av de kassakrav (minimireserver) som de monetära finansinstituterna måste hålla i de nationella centralbankerna i euroområdet. Dessutom samlar ECB in statistik över de räntor som de monetära finansinstituterna använder i sin in- resp. utlåning. Statistik över finansräkenskaper visar finansiella transaktioner och balansräkningar för alla ekonomiska sektorer (hushåll samt finansiella och icke finansiella företag). Denna statistik visar de olika sektorernas finansiella investeringar och finansiella aktiviteter, skuld- och förmögenhetstrenderna samt de finansiella sambanden mellan dessa sektorer.

I syfte att få mer detaljerad information om hur finansieringsvillkoren utvecklas har ECB tagit fram en enkät rörande bankernas utlåning (bank lending survey) för euroområdet. Denna undersökning kompletterar befintlig statistik avseende bankräntor och utlåning genom att tillhandahålla information om utbuds- och efterfrågeförhållanden på euroområdets kreditmarknader och om euroområdesbankers utlåningspolitik. Slutligen publicerar ECB månadsstatistik över räntebärande värdepapper och noterade aktier samt kvartalsstatistik över försäkringsföretags och pensionsfonders finansiering och finansiella investeringar i euroområdet. ECB publicerar även statistik över prisutvecklingen på finansmarknaderna. All denna statistik används av ECB för att systematiskt analysera finansmarknadernas struktur och dynamik, inkl. de ekonomiska aktörernas framtidsförväntningar om den ekonomiska och finansiella utvecklingen.

För att få en tillförlitlig bild av ekonomin är det mycket viktigt att ha tillgång till statistik av hög kvalitet. Politiska misstag som beror på ofullständig eller otillförlitlig statistik kan bli kostsamma genom högre inflation och högre volatilitet i ekonomin. För att säkerställa hög kvalitet måste ett antal krav, med varierande prioritet, uppfyllas beroende på vilken typ av statistik som skall genereras. För det första måste statistiken omfatta alla industriella och institutionella sektorer av ekonomin. Förutom sedvanlig statistik över industri och handel behövs indikatorer för den allt viktigare tjänstesektorn. För det andra måste begrepp och metoder harmoniseras så att alla indikatorer för euroområdet som sammanställs på grundval av nationella statistikserier ger tillförlitlig information för penningpolitiska beslut. För det tredje är det av avgörande betydelse för en framåtblickande penningpolitik att statistiken insamlas snabbt och tillräckligt ofta. För det fjärde är det viktigt att det finns tillräckliga tids-serier av historiska data för ekonometrisk analys vilket bidrar till att öka förståelsen av euroområdets ekonomi.

Det sker en ständig utveckling och förbättring av den statistik som tas fram för euroområdet. Gemensamma standarder har fastställts för flera områden av euroområdets statistik. Flera initiativ har tagits på detta område. Under de senaste åren har nya indikatorer för euroområdet utvecklats inom olika statistikområden och man har lyckats uppnå bättre tidsfrister och ökad jämförbarhet. I en handlingsplan för statistikkrav avseende EMU från september 2000, utformad av Europeiska kommissionen (Eurostat) i nära samarbete med ECB, prioriterades särskilt förbättringar av den ekonomiska statistiken. Det har förstärkts genom upprättande av en lista på euroområdesindikatorer som betraktas som viktiga för kortfristiga ekonomiska analyser. Listan kallas "De europeiska ekonomiska huvudindikatorerna" ("The Principal European Economic Indicators" (PEEI)), och sätter tuffa mål för tidsfrister för publikation av euroområdesaggregat. Dessa mål skall ha uppnåtts 2005.

Analys av finansmarknadsutvecklingen

Finansmarknadsindikatorernas och tillgångsprisernas utveckling kontrolleras också noga, inte minst eftersom de kan påverka prisutvecklingen (se avsnitt 3.2).

Tillgångspriser och avkastningen på finansiella tillgångar kan alltså analyseras för att få fram information om förväntningarna på finansmarknaderna, bl.a. rörande den framtida prisut-

vecklingen. Genom att köpa och sälja obligationer ger aktörerna på finansmarknaden till exempel implicit uttryck för sina förväntningar om den framtida reala ränte- och inflationsutvecklingen. Centralbankerna kan med hjälp av flera olika metoder analysera de finansiella priserna för att ta reda på marknadernas implicita förväntningar om den framtida utvecklingen.

Tillgångsmarknader, och således också priset på tillgångar, är till sin natur framåtblickande. Förändringar i tillgångspriser återspeglar därför i stort ”nyheter” alltså information om utvecklingen som tillgångsmarknaden inte hade räknat med. På det viset kan övervakning av tillgångspriser vara till hjälp för att identifiera chocker som kommer att drabba ekonomin framöver, inklusive sådana som drabbar förväntningar om den framtida ekonomiska utvecklingen. Vid analys av finansmarknaderna utvärderas statistik över tillgångspriser från olika källor. Därutöver samlar ECB själv in statistik (se ruta 3.5).

Analys av utvecklingen på valutamarknaden

Även växelkursutvecklingen analyseras noggrant för att bedöma dess konsekvenser för prisstabiliteten. Som diskuteras i avsnitt 3.2 har växelkursrörelserna en direkt inverkan på prisutvecklingen genom sina effekter på importpriserna. Förändringar av växelkursen kan också förändra inhemskt tillverkade varors priskonkurrensförmåga på internationella marknader och därmed påverka efterfrågeförhållandena och eventuellt prisutsikterna. Om förväntningar och beteenden hos dem som deltar i löne- och prisbildningen förändras till följd av växelkurseffekterna kan det finnas risk för följd effekter.

Den ekonomiska analysen har förbättrats med tiden

ECB:s ekonomiska analys har förbättrats och breddats med tiden. Detta beror till stor del på de framsteg som gjorts i produktionen av realekonomisk statistik och finansiell statistik för euroområdet samt i analysprocessen av sådan information. Flera analytiska och empiriska modeller har dessutom tagits fram för att bättre bedöma och förstå tidigare och pågående utveckling, för att göra mer tillförlitliga korta prognoser och för att underbygga den regelbundna makroekonomiska bedömningen av euro-

områdets ekonomi. Genom att övervaka inkommande data och med hjälp av tillgängliga analysredskap kan en omfattande bedömning av den ekonomiska situation och utsikterna för euroområdet göras och löpande uppdateras.

På det här området spelar de makroekonomiska framtidsbedömningar som görs av Eurosystemets experter en viktig roll i den ekonomiska analysen. De anställda ansvarar för dessa framtidsbedömningar, som bidrar till att strukturera och sammanfatta en stor mängd ekonomisk data i syfte att säkerställa överensstämmelse mellan olika informationskällor i ekonomisk statistik. I det här avseendet är de ett viktigt element för att göra bedömningar om de ekonomiska utsikterna och inflationsrörelsen runt denna trend på kort till medellång sikt mer detaljerade.

Ordet framtidsbedömning används för att understryka att de bedömningar som offentliggörs är resultatet av ett scenario som baseras på en uppsättning underliggande tekniska antaganden, bl.a. antagandet om oförändrade korta räntor. Det är så prognoser tas fram i många centralbanker för att på bästa sätt informera dem som fattar penningpolitiska beslut om vad som skulle hända om styrrentorna låg fast.

Därför bör det stå klart att framtidsbedömningen i allmänhet inte är det bästa verktyget för att bedöma ett framtida utfall, särskilt vid något längre prognosperioder. Denna bild representerar i själva verket ett scenario som sannolikt inte kommer att inträffa i verkligheten eftersom penningpolitiken alltid agerar för att bemöta hot mot prisstabiliteten. Därför bör de makroekonomiska framtidsbedömningar som görs av Eurosystemets experter inte under några omständigheter tolkas som

Makroekonomiska framtidsbedömningar för euroområdet ...

... baserade på tekniska antaganden, ...

att de ifrågasätter ECB-rådets åtagande att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt. De som deltar i löne- och prisbildningen (dvs. regeringen, företagen och hushållen) bör i stället utgå från att ECB:s kvantitativa definition av prisstabilitet, och särskilt målsättningen att hålla inflationen under men nära 2 %, är den bästa prognosen om prisutvecklingen på medellång och lång sikt.

... modeller och personalens tekniska expertis

I de makroekonomiska framtidsbedömningar som görs av Eurosystemets experter används en rad verktyg och underlag. Det finns flera olika makroekonomiska modeller för euroområdet och för de enskilda medlemsländerna. Om det är osäkert vilken modell som är lämpligast är det bäst att använda flera olika modeller som ger uttryck för olika synsätt på ekonomisk struktur och som har beräknats med olika metoder i stället för ett enda, allomfattande system. De framtidsbedömningar som tas fram med dessa modeller justeras sedan enligt den tekniska expertis som finns vid ECB och de nationella centralbankerna.

Framtidsbedömningar har dock vissa begränsningar ...

Även om de interna experternas framtidsbedömningar spelar en värdefull roll har de vissa begränsningar. För det första beror den slutliga framtidsbedömningen i hög grad på underliggande begreppsramar och de metoder som använts. Alla sådana ramar är förenklingar av verkligheten och täcker ibland inte alla viktiga frågor som är relevanta för penningpolitiken.

För det andra kan ekonomiska framtidsbedömningar bara ge en summarisk beskrivning av ekonomin och innehåller därmed inte all relevant information. Det är inte lätt att inordna viktig information av det slag som finns i penningmängdsaggregat i den ram som används för att ta fram framtidsbedömningarna. Dessutom kan informationen förändras

efter det att framtidsbedömningarna har färdigställts.

För det tredje påverkar oundvikligen experternas åsikter framtidsbedömningarna och det kan finnas goda skäl att inte hålla med om vissa åsikter. För det fjärde bygger de alltid på specifika antaganden – om exempelvis oljepriser eller växelkurser – som det kan råda delade meningar om och som snabbt kan förändras och göra framtidsbedömningarna inaktuella.

En ytterligare avvägning hänger ihop med att prognoser tenderar att bli mindre tillförlitliga ju längre prognostiden är. Vid vissa tillfällen, framför allt vid osäkerhet om hållbarheten i rörelser i tillgångspriser kan det vara klokt av en centralbank att sätta räntorna som reaktion på en utveckling som annars skulle kunna påverka prisstabiliteten under en tidsperiod som ligger bortom den konventionella prognosperioden.

Vad gäller de antaganden som ligger bakom de modeller som används för prognoser är det att rekommendera att centralbankerna utvärderar och jämför hur pass tillförlitliga uppgifterna från de olika källorna är. För att fullt ut utvärdera den ekonomiska situationen och utsikterna för prisstabilitet måste ECB-rådet ha tillgång till information baserad på olika tekniker och policy-simuleringsmetoder från olika modeller och de måste också använda sitt eget omdöme särskilt vad gäller sannolikheten för att ett visst hypotetiskt scenario inträffar. En uttaland och brett baserad analys av de ekonomiska krafterna i ekonomin måste således alltid komplettera användandet av framtidsbedömningar.

De interna experternas makroekonomiska framtidsbedömningar spelar av alla dessa

... och därför är det viktigt att använda olika källor och tekniker

På det hela taget spelar framtidsbedömningarna en viktig men inte någon allomfattande roll

skäl en viktig men inte allomfattande roll i ECB:s penningpolitik. ECB-rådet utvärderar dem tillsammans med en mängd övrig information och olika typer av analyser som ingår i systemet med de två pelarna. Hit hör den monetära analysen och analyserna av finansiella priser, enskilda indikatorer och andra institutioners prognoser. ECB-rådet tar inget ansvar för framtidsbedömningarna och använder dem inte heller som verktyg för att organisera eller kommunicera sina bedömningar.

Monetär analys

Pengar utgör ett nominellt ankare

ECB framhäver framför allt penningmängden bland de olika nyckelindikatorer som ECB övervakar och undersöker närmare. Detta beslut fattades mot bakgrund av att ökning i penningmängden har nära samband med inflation på medellång och lång sikt (i ruta 3.6

sammanfattas resultaten av några undersökningar i detta ämne). Detta förhållande är allmänt vedertaget och ger penningpolitiken en fast och tillförlitlig hållpunkt bortom den tidsperiod som generellt används för inflationsbedömningar. Att ge penningmängden en viktig roll i strategin är dessutom ett sätt att understryka dess inriktning på medellång sikt. Då en centralbank fattar politiska beslut och utvärderar konsekvenserna av dessa beslut, inte bara mot bakgrund av de indikatorer på kort sikt som baserar sig på analysen av ekonomiska och finansiella villkoren utan även baserat på överväganden om penningmängden och likviditet, kan centralbanken se bortom de övergående effekterna av olika chocker och förleds inte att bedriva en överdrivet aktivistisk politik.

Ruta 3.6 Penningmängden och priser på lång sikt

Kopplingen mellan penningmängd och inflation i euroområdet på medellång till lång sikt har varit föremål för ett antal undersökningar (se litteraturförteckningen). I dessa undersökningar granskar man frågan från olika infallsvinklar samt använder sig av olika empiriska tekniker.

I den första gruppen av undersökningar har man fokuserat på förhållandet mellan penningmängd och inflation i olika tidsperioder. Med hjälp av olika statistikmetoder och tekniker för filtrering har man rent allmänt kunnat konstatera att långsiktiga förändringar i penningmängden har ett mycket nära samband med pristrender på längre sikt.

I en annan grupp av forskningslitteratur har man koncentrerat sig på frågan om man kan förutspå prisutvecklingen med hjälp av penningmängden (dvs. om penningmängden har en funktion som ledande indikator). Flera olika metoder för utarbetande av prognoser har visat att det förefaller finnas övertygande bevis för att de breda penningmängdsaggregatens ökning bidrar till att förespå inflation och särskilt på längre sikt än två år. Dessutom kan en rad penningmängdsindikatorer indirekt ge information om hoten mot prisstabiliteten genom sina effekter på andra ekonomiska variabler än priser, vilket så småningom kan påverka prisbildningen. Så har t.ex. smala penningmängdsaggregat egenskaper som ledande indikatorer för efterfrågan och således på den cykliska utvecklingen. Om takten i penningmängds- och kreditökningar är högre än vad som behövs för att upprätthålla ekonomisk tillväxt utan att driva på inflationen kan detta dessutom under vissa förhållanden ge signaler om finansiell obalans eller spekulationsbubblor i tillgångspriser. Sådan information kan ge tidiga

indikationer om att destabiliserande krafter håller på att bildas och att dessa kan få negativa konsekvenser på sysselsättningen och, på medellång sikt, på priserna.

Slutligen har man i en tredje grupp av undersökningar försökt förklara penningmängdens beteende genom att koppla den till ett antal grundläggande ekonomiska variabler som t.ex. reala BNP (som ett mått på transaktioner) samt olika räntor (som mått på alternativkostnaderna för att inneha pengar). Denna form av modell kan generellt sett användas för att kvantifiera effekterna av ovannämnda bestämningsfaktorer på penninginnehav och för att bedöma i vilken riktning de går, men samtidigt är det också möjligt att med hjälp av modellerna skilja mellan dynamiska krafter och jämvikt på längre sikt. Därför lämpar de sig särskilt väl för att undersöka vilken typ av chocker som drabbar penninginnehaven och vilken effekt dessa chocker har.

Sammantaget är resultaten av dessa olika typer av studier i allmänhet positiva, vilket kan tolkas som en bekräftelse på att det på medellång till lång sikt finns ett stabilt förhållande mellan nominell penningmängd och priser i euroområdet.

Referensvärdet för penningmängdsökning

För att visa hur viktig monetär analys är och för att ge ett riktvärde för bedömningen av penningmängdsutvecklingen tillkännagav ECB ett referensvärde för det breda penningmängdsmåttet M3. Detta referensvärde hänvisar till ökningstakten för M3, som anses vara förenlig med prisstabilitet på medellång sikt. (I ruta 3.7 förklaras hur referensvärdet beräknas.)

Referensvärdet utgör därför ett ”naturligt” riktvärde för att analysera informationsinnehållet i utvecklingen av penningmängden inom euroområdet. Det påminner oupphörligen centralbanken om den grundläggande principen att även när centralbanken reagerar på den ekonomiska utvecklingen skall den aldrig bortse från att penningmängdsökningen på tillräckligt lång sikt måste vara förenlig med målet för prisstabilitet. Eftersom den ekonomiska utvecklingen granskas i ett medellångt eller långt perspektiv, finns det dock ingen direkt koppling mellan penningmängdsutvecklingen på kort sikt och penningpolitiska beslut. Penningpolitiken reagerar därför inte mekaniskt om

M3-ökningen avviker från referensvärdet.

Ett skäl till detta är att penningmängdsutvecklingen också kan påverkas av särskilda faktorer som orsakas av institutionella förändringar såsom ändringar i beskattningen av ränteinkomster eller kapitalvinster. Dessa särskilda faktorer kan leda till ändringar i penninginnehaven eftersom privatpersoner och företag reagerar om den bankinlåning som ingår i definitionen av penningmängden blir mer eller mindre attraktiv än andra finansiella instrument. Den penningmängdsutveckling som orsakas av dessa särskilda faktorer säger dock kanske inte så mycket om utsikterna för prisstabilitet. Den monetära analysen på ECB försöker följaktligen fokusera på underliggande monetära trender och omfattar därför en detaljerad bedömning av särskilda faktorer och andra chocker som påverkar efterfrågan på pengar.

Som sagts tidigare omfattar analysen av penningmängdsutveckling mer än bara mätningar av M3-ökningen i förhållande till referensvärdet. I detta hänseende bygger ramen för penningmängdsanalys

Analys av särskilda faktorer

En omfattande bedömning av likviditets- och kreditläget

på ECB:s erfarenhet om finansinstitut och den finansiella och monetära sektorn. I sin regelbundna granskning av de monetära förhållandena i euroområdet använder ECB även en rad småskaliga modeller för penningmängdsefterfrågan och monetära indikatorer, vilka har utvecklats och publicerats av ECB:s personal och forskare.

Vid den monetära analysen gör man en omfattande bedömning av likviditetsläget på grundval av uppgifter om balansräkningen i förhållande till ökningen i M3 (dvs. motposterna för M3 i den konsoliderade balansräkningen för MFI-sektorn, i synnerhet lån till den privata sektorn) samt granskar M3-ökningens sammansättning (dvs. de olika komponenterna). En sådan detaljerad analys av motposterna och strukturen i M3-ökningen är användbar för att få fram den signal från penningmängdsutvecklingen som är relevant för att identifiera långfristiga inflationstrender. I detta sammanhang uppmärksammas de mest likvida komponenterna i M3,

framför allt M1, eftersom de bättre återspeglar skälen till att hålla pengar och således kan ha de närmaste bindningarna till de samlade utgifterna.

Samtidigt är det viktigt att få en god förståelse av beroendeförhållandena mellan M3 och dess motposter för att kunna bedöma om de förändringar som noterats i penningmängdsökningen är resultat av ”portföljförändringar” och om dessa har någon inverkan på pristrenderna.

Penningmängds- och kreditökning utöver vad som behövs för att underhålla ekonomisk tillväxt utan inflation, kan som tillskott till andra standardindikatorer, under vissa förhållanden ge tidig information om att finansiell instabilitet håller på att bildas. Sådan information är relevant för penningpolitiken eftersom uppkomsten av obalanser i ekonomin eller bubblor i tillgångspriserna eventuellt kan ha destabiliserande effekt på sysselsättningen och i slutändan på priserna på medellång sikt.

Ruta 3.7 ECB:s referensvärde för penningmängdstillväxt

Penningmängdens framträdande roll i ECB:s strategi har markerats genom tillkännagivandet av ett referensvärde för ökningen i det breda penningmängdsmåttet M3. Att man valt M3 som referensvärde grundar sig på att detta aggregat har alla de önskvärda egenskaperna, vilket bekräftas i flera empiriska studier. Dessa egenskaper är framför allt: stabil efterfrågan på pengar och ett gott prognosvärde för den framtida prisutvecklingen i euroområdet. Referensvärdet för ökningen i M3 har beräknats så att det är förenligt med prisstabilitet. Avviker penningmängdens tillväxt påtagligt eller under lång tid från referensvärdet, skulle detta under normala förhållanden vara ett tecken på att det finns hot mot prisstabiliteten på medellång sikt.

Referensvärdet beräknas på grundval av sambandet mellan (förändringar i) penningmängdsökning (ΔM), inflation (ΔP), real BNP-tillväxt (ΔYR) och förändringar i omloppshastigheten (ΔV). Enligt denna identitet, allmänt kallad kvantitetsekvationen, är en förändring i penningmängden i en ekonomi lika med förändringen i nominella transaktioner (approximerat som förändringen i real BNP plus inflationsförändringen) minus förändringen i omloppshastigheten. Den sistnämnda variabeln kan definieras som den hastighet med vilken pengar överförs mellan olika innehavare och därmed avgör hur mycket pengar som krävs för en viss volym nominella transaktioner.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Härledningen av referensvärdet baseras på definitionen av prisstabilitet som en ökning i HIKP på mindre än 2 % per år för euroområdet. Den grundar sig på medelfristiga antaganden om den potentiella produktionstillväxten och trenderna i omloppshastigheten för M3. År 1998 gjordes antagandet att den medelfristiga trenden i den reala BNP-tillväxten i euroområdet var 2–2½ % per år, i linje med uppskattningar av både internationella organisationer och ECB. Man använde sig av olika metoder för att göra uppskattningar om omloppshastigheten med beaktande av enkla trender (enligt envariabelsmetoden) samt information från mer komplicerade penningefterfrågemodeller. Sammantaget pekade resultaten på att omloppshastigheten för M3 på en minskning på mellan ½ –1 % per år. På grundval av dessa antaganden fastställde ECB-rådet i december 1998 referensvärdet till 4½ % per år. ECB-rådet beslutade också att analysera hur penningmängden utvecklas i förhållande till referensvärdet på basis av ett tremånaders glidande medeltal av 12-månaderstillväxten enligt det breda penningmängdsmåttet. Detta tillvägagångssätt syftar till att jämma ut månadsfluktuationer som kan vara tämligen volatila.

Under perioden 1999-2002 granskade ECB-rådet de uppskattningar för antagandena på medellång sikt om omloppshastigheten i M3 och den potentiella tillväxttakten för produktionen som ligger till grund för referensvärdet för M3 i slutet av varje år. Det framkom inga nya avgörande belegg som skulle ha föranlett någon nämnvärd förändring av de underliggande antagandena, och därför hölls referensvärdet konstant under denna period. I maj 2003 beslutade ECB-rådet att inte längre årligen revidera referensvärdet för M3, eftersom erfarenheterna visat att man inte förväntar sig att de underliggande antagandena om medelfristiga trender ändras ofta. Samtidigt klargjorde ECB-rådet att det kommer att fortsätta att granska validiteten för underliggande villkor och antaganden för referensvärdet och meddela eventuella ändringar av underliggande antaganden så snart de blir nödvändiga.

Avstämning av informationen från de två pelarna

Avstämning av de två analyserna

Vad gäller ECB-rådets beslut om lämplig inriktning på penningpolitiken ger systemet med de två pelarna en dubbelkontroll av information från den kortfristiga ekonomiska analysen och sådan information som kommer från långfristig monetär analys. Som förklarats ovan säkerställer det här systemet med dubbelkontroll av informationen att penningpolitiken inte förbiser information som kan vara viktig för att bedöma den framtida prisutvecklingen. All komplementär information mellan de två pelarna utnyttjas eftersom detta är bästa sättet att säkerställa att all relevant information för att bedöma prisutsikterna används på ett konsistent och effektivt

vis, vilket underlättar för beslutsprocessen och kommunikationen (se diagram 3.2). Detta tillvägagångssätt minskar riskerna för politiska misstag på grund av att alltför stor vikt läggs på en enda indikator, prognos eller modell. Genom en nyanserad tolkning av de ekonomiska förhållandena är ECB:s strategi inriktad på att främja en stark penningpolitik i en osäker omvärld.

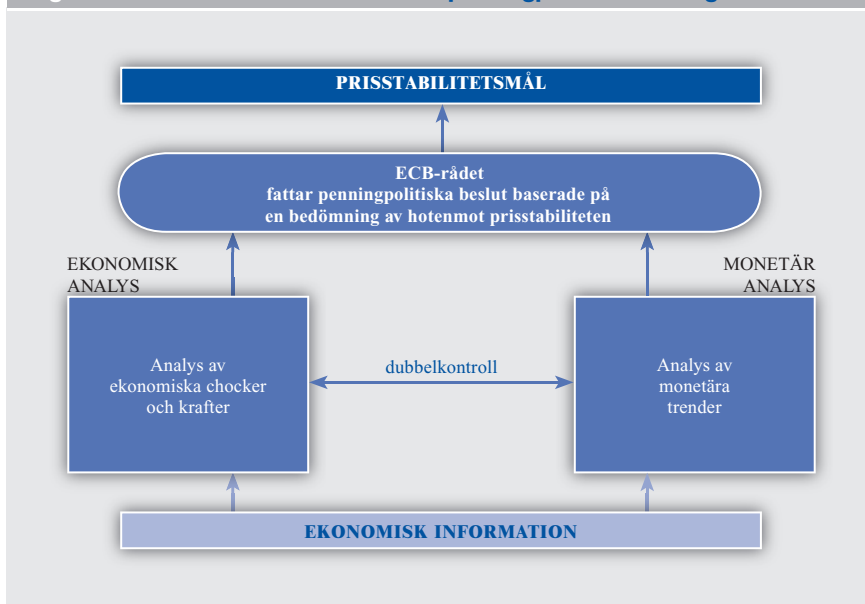
3.6 ANSVARIGHET, ÖPPENHET OCH INFORMATION

Centralbankens oberoende, ansvarighet och genomsynlighet

Det finns goda skäl att ge en oberoende centralbank som inte kan utsättas för politiska påtryckningar uppgiften att

Oberoende och ansvarighet

Diagram 3.2 ECB:s stabilitetsinriktade penningpolitiska strategi



upprätthålla prisstabilitet (se kapitel 1). I ett demokratiskt samhälle ska ansvarighet gentemot allmänheten och dess folkvalda vägas mot centralbankens oberoende. Ansvarighet innebär en rättslig och politisk skyldighet för en oberoende centralbank att tydligt och ingående redogöra för sina beslut för medborgarna och deras valda företrädare, varmed centralbanken hålls ansvarig för att målen uppnås. Ansvarighet är en grundläggande förutsättning för demokratisk legitimitet. Ett tydligt definierat uppdrag är en förutsättning för att det skall vara demokratiskt legitimt att delegera penningpolitik till en oberoende centralbank och genom uppdragets övergripande inriktning på prisstabilitet blir det lättare för allmänheten att hålla den oberoende centralbanken ansvarig. På så vis tvingar reglerna om ansvarighet centralbanken att utföra sina uppgifter så bra som möjligt.

ECB är ansvarig inför medborgarna i Europeiska unionen

Vilka kanaler som är lämpliga för att säkerställa en centralbanks ansvarighet beror på den institutionella ramen och på

centralbankens uppdrag. ECB är ett organ upprättat i enlighet med fördraget och banken handlar inom ramen för de befogenheter som den har tilldelats. Enligt stadgan skall ECB upprätthålla prisstabilitet och utföra centralbanksfunktionerna för euroområdet som helhet. Därför är ECB ansvarig först och främst inför medborgarna i EU, genom vilka fördragets legitimitet utgår, samt, mer formellt, gentemot Europaparlamentet, som är den enda institution som väljs direkt av EU:s medborgare.

ECB:s förhållande till Europaparlamentet i detta sammanhang fastställs i fördraget och respekterar till fullo ECB:s institutionella oberoende. Fördraget ålägger ECB rapporteringskrav (t.ex. skyldighet att överlämna sin årsrapport till Europaparlamentet, kommissionen och EU-rådet) för att säkerställa ansvarighet, se kapitel 1).

ECB:s förhållande till Europaparlamentet

Ett begrepp som är nära förknippat med och ändå avskilt från ansvarighet är centralbankens genomsynlighet. Genom-

Genomsynlighet

synlighet kan definieras som en miljö i vilken centralbanken ger allmänheten och marknaderna all relevant information om sin strategi, sina bedömningar och policybeslut samt även om sina förfaranden och att banken gör allt detta i rätt tid och på ett klart och tydligt vis. Nu för tiden anser de flesta centralbanker, däribland ECB, att öppenhet är en central komponent i den penningpolitiska verksamheten. Därigenom förstärks vikten av effektiv kommunikation och samspelet med allmänheten. I slutändan är alla ansträngningar inriktade på att penningpolitiken bättre skall förstås av allmänheten för att på så vis blir mer trovärdig och effektiv.

Vad gör en centralbank genomsynlig?

Genomsynlighet kräver först och främst att centralbanken klart och tydligt förklarar hur den tolkar sitt uppdrag samt är öppen om de politiska målen. Detta gör det lättare för allmänheten att följa och bedöma hur centralbanken uppfyller sina mål. Öppenhet kräver också att centralbanken beskriver både de analysramar som används i den interna beslutsprocessen och sin bedömningen av det ekonomiska läget samt ofta förklarar vilka ekonomiska överväganden som ligger till grund för de penningpolitiska besluten. En offentligt klarlagd penningpolitisk strategi bidrar i detta avseende till öppenhet genom att skapa en systematisk ram för såväl det interna beslutsfattandet som för informationen till allmänheten.

Genomsynlighet gör penningpolitiken mer effektiv eftersom ...

Viktigast för centralbanken är att penningpolitiken uppfyller de mål som anges i stadgan. Genomsynlighet kan på många vis göra penningpolitiken effektivare.

... öppenhet främjar trovärdighet, ...

För det första främjas trovärdighet genom att centralbanken är tydlig om sitt mandat och hur banken utför sina uppgifter. När en centralbank uppfattas som

kunnig och villig att uppfylla sitt politiska mandat är prisförväntningarna väl förankrade. Regelbunden kommunikation om en centralbanks bedömning av den ekonomiska situationen är speciellt värdefull. Det är också en god hjälp om en centralbank är öppen och realistisk om vad penningpolitik kan göra och ännu viktigare, vad den inte kan göra (se avsnitt 3.1).

För det andra skapar ett kraftfullt åtagande i fråga om öppenhet självdisciplin hos beslutsfattarna vilket i sin tur bidrar till att säkerställa konsekventa politiska beslut och förklaringar över tiden. Om det blir enklare för allmänheten att granska de penningpolitiska åtgärderna ger det incitament till de beslutande organen att uppfylla sina mandat på riktigt sätt.

... skapar självdisciplin hos beslutsfattarna ...

För det tredje, genom att offentliggöra sin penningpolitiska strategi och regelbundet rapportera sin bedömning av den ekonomiska utvecklingen, ger centralbanken vägledning till marknaderna så att förväntningarna blir mer effektiva och korrekta. Detta hjälper marknaderna att förstå hur penningpolitiken reagerar på den ekonomiska utvecklingen och chocker och således att förutse den allmänna inriktningen på penningpolitiken på medellång sikt. Penningpolitiska förändringar blir på så vis mer förutsebara.

... och ger vägledning till marknaderna

Förutsebarhet är viktigt för penningpolitiken. Medan centralbankerna bara har direkt kontroll över mycket korta räntor är de väntade räntorna över ett längre tidsperspektiv och riskpremierna också betydelsefulla för hur penningpolitiken överförs till ekonomin. Om aktörerna i stort sett kan förutse de politiska reaktionerna införlivas (väntade) ändringar i penningpolitiken snabbt i de finansiella variablerna. Detta

kan i sin tur förkorta den process varigenom penningpolitiken överförs till beslut om investeringar och konsumtion och påskynda nödvändiga ekonomiska justeringar och på så vis potentiellt öka penningpolitikens effektivitet.

Den penningpolitiska strategins informationsroll

För att öka förståelsen av penningpolitiken bör de viktigaste elementen i den penningpolitiska beslutsprocessen förklaras för allmänheten. I praktiken är det dock svårt att ge allmänheten en ingående och begriplig beskrivning av alla detaljer och aspekter i den interna penningpolitiska processen och samtidigt säkerställa att den förstås.

När det gäller att förklara penningpolitiken för allmänheten måste man därför göra olika val. Genomsynlighet innebär mer än att bara lämna ut information. Det innebär även att informationen struktureras på ett vis som gör att den kan förstås av allmänheten.

Ansträngningarna att förmedla ett tydligt budskap skall dock inte förringa behovet att förklara beslutsfattandets verkliga natur. All kommunikation måste återspegla det faktum att penningpolitiken agerar i en komplex och osäker miljö som ständigt förändras. I den externa informationen om ECB:s penningpolitiska strategi läggs stor vikt vid att noggrant återge denna miljö. Den externa presentationen av strategin är relativt komplicerad jämfört med andra strategier (t.ex. strategier för penningmängdsmål eller inflationsmål (se ruta 3.2)), men den återspeglar väl den nyanserade syn på penningpolitiken som ECB har antagit för sitt interna beslutsfattande.

Av stor betydelse för en effektiv kommunikation är också centralbankens förmåga att vända sig till en rad olika målgrupper samt användandet av en mängd olika kommunikationskanaler. ECB har i själva verket gått längre än de formella kraven i fördraget genom att även införa andra metoder för att säkerställa ansvarighet och öppenhet (se ruta 3.8).

... och vara i överensstämmelse med det interna beslutsfattandet

Penningpolitiken skall förklaras för allmänheten ...

... på ett sätt som tar hänsyn till komplexiteten i beslutsfattandet ...

Ruta 3.8 ECB:s viktigaste kommunikationskanaler

De presskonferenser som ordföranden och vice ordföranden håller direkt efter det första rådsmötet i månaden samt månadsrapporten är två av ECB:s viktigaste kommunikationskanaler. I ett inledningsanföranden vid presskonferensen ges en snabb och detaljerad sammanfattning av den penningpolitiska bedömningen av den ekonomiska utvecklingen. ECB-rådet har enats om texten, som är uppbyggd runt ECB:s penningpolitiska strategi. I presskonferensen som äger rum varje månad ingår en frågestund med journalister både från euroområdet och länder utanför euroområdet. Detta utgör en plattform för direkta förklaringar av beslut för allmänheten. Utskrifter av presskonferenserna läggs ut på ECB:s webbplats ett par timmar senare. Presskonferenserna är därför ett effektivt sätt att mycket snabbt presentera och förklara diskussionerna i ECB-rådet och således den penningpolitiska beslutsprocessen.

Månadsrapporten ger allmänheten och finansmarknaderna en detaljerad och ingående analys av den ekonomiska situationen. Den offentliggörs normalt en vecka efter ECB-rådets sammanträde och innehåller den information som ECB-rådet hade när de penningpolitiska besluten fattades. Månadsrapporten innehåller även artiklar som ger en inblick i den lång-

fristiga utvecklingen samt om allmänna frågor om vilka analysverktyg som används av Eurosystemet i den penningpolitiska strategin.

Dessutom framträder ECB:s ordförande fyra gånger om året inför Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor. Ordföranden förklarar ECB:s penningpolitiska beslut och svarar sen på frågor från kommitténs ledamöter. Kommitténs möten är öppna för allmänheten och utskriften av dessa utfrågningar offentliggörs på både Europaparlamentets och ECB:s webbplatser en kort tid efter varje utfrågning för att ordförandens uttalanden och diskussionerna under frågestunden skall bli tillgängliga för allmänheten så snart som möjligt. Andra ledamöter i direktionen framträder också inför utskottet.

Ledamöterna i ECB-rådet gör många offentliga framträdanden. Tal av ordföranden och de övriga ledamöterna i direktionen och ECB-rådet är viktiga för att förklara ECB:s synpunkter för allmänheten. En annan viktig informationskanal för att nå ut till såväl internationella som lokala målgrupper är när ECB-rådets ledamöter ger intervjuer. Till ECB kommer ett stort antal besökare från allmänheten såväl som experter från diverse institutioner. ECB för en öppen dialog med universitetsvärlden. Forskningsresultat av teknisk karaktär och penningpolitiska studier av allmänt intresse publiceras av interna experter i ECB:s Working Paper- och Occasional Paper-serier.

En öppen penningpolitik förutsätter slutligen också att den statistik som centralbanken samlar in offentliggörs snabbt och i sin helhet så snart den har verifierats. Med hjälp av de nationella centralbankerna samlar ECB in finansmarknadsstatistik och därmed relaterad statistik, betalningsbalansstatistik och statistik över utlandsställningen, samt sammanställer statistik över finansräkenskaperna för euroområdet (se ruta 3.5). Genom att snabbt offentliggöra dessa uppgifter kan ECB delge allmänheten sin information om den ekonomiska utvecklingen i euroområdet, vilket gör det lättare för ECB-rådet att informera om sina penningpolitiska beslut.

Eftersom Eurosystemet måste kommunicera i en mångkulturell och flerspråkig miljö är de nationella centralbankerna viktiga medspelare i kommunikationsstrategin. De upprätthåller nära kontakter med en rad olika regionala och nationella målgrupper och översätter och anpassar dessa signaler till en nationell miljö.

4. GENOMFÖRANDET AV PENNINGPOLITIKEN

I detta kapitel förklaras hur de penningpolitiska besluten genomförs med hjälp av de tillgängliga penningpolitiska instrumenten. I det första avsnittet ges en översikt över de mål och principer som gäller för Eurosystemets styrsystem. I det andra avsnittet ges en kortfattad beskrivning av de viktigaste penningpolitiska instrumenten (öppna marknadsoperationer, stående faciliteter och kassakravssystemet). De därpå följande avsnitten behandlar närmare dessa instrument och samspelet mellan de penningpolitiska instrumenten och bankernas likviditetsbehov med utgångspunkt från en centralbanks balansräkning. I det sista avsnittet görs en kortfattad bedömning av hur styrsystemet har fungerat de första fyra och ett halvt åren av den gemensamma penningpolitiken.

4.1 ALLMÄNNA PRINCIPER OCH MÅL BAKOM UTFORMNINGEN AV STYRSYSTEMET

Penningmarknaden och den penningpolitiska transmissionsmekanismen

De korta penningmarknadsräntorna spelar en viktig roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen (se kapitel 3). Penningpolitiken har stort inflytande på de korta nominella marknadsräntorna. Genom räntorna påverkar penningpolitiken ekonomin och i slutändan prisnivån på flera sätt.

Styrsystemet ...

För att uppnå sitt huvudmål förfogar Eurosystemet över en uppsättning penningpolitiska instrument och förfaranden. Denna uppsättning utgör styrsystemet för den gemensamma penningpolitiken.

... och den penningpolitiska strategin

Styrsystemet och den penningpolitiska strategin spelar var för sig en specifik roll i genomförandet av penningpolitiken. Strategin avgör vilken penningmarknadsränta som krävs för att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt medan styrsystemet fastställer hur denna räntenivå kan uppnås med hjälp av de tillgängliga penningpolitiska instrumenten.

Styrsystemet har till uppgift att styra räntorna och reglera likviditeten, ...

En centralbank styr de korta penningmarknadsräntorna genom att ge signaler om inriktningen på penningpolitiken och

genom att reglera likviditetsläget på penningmarknaden. Eftersom den har ensamrätt att ge ut sedlar och förse bankerna med centralbankspengar kontrollerar centralbanken den monetära basen. Den monetära basen i euroområdet omfattar utelöpande sedlar och mynt, motparternas reserver i Eurosystemets balansräkning och utnyttjande av Eurosystemets inlåningsfacilitet. Dessa poster utgör skulder i Eurosystemets balansräkning. Valutareserver kan delas upp ytterligare i kassakrav och kassaöverskott. I Eurosystemets kassakravssystem är motparterna skyldiga att på konton hos de nationella centralbankerna hålla medel som motsvarar kassakraven (se avsnitt 4.3). Kreditinstituten håller därutöver i allmänhet bara mindre belopp (kassaöverskott) innesående hos Eurosystemet.

Denna monopolställning gör att centralbanken kan reglera likviditetsläget på penningmarknaden och påverka penningmarknadsräntorna.

Förutom att styra räntorna genom att reglera likviditeten kan centralbanken också ge signaler till penningmarknaden om inriktningen på penningpolitiken. Detta sker normalt genom att centralbanken ändrar de villkor på vilka den är

... ge signaler om den penningpolitiska inriktningen, ...

villig att genomföra transaktioner med kreditinstituten.

...och säkerställa en väl fungerande penningmarknad

Centralbanken försöker genom sin verksamhet också säkerställa att penningmarknaden fungerar väl och hjälpa kreditinstituten att tillgodose sina likviditetsbehov på ett smidigt och välorganiserat sätt. Detta sker genom att centralbanken tillhandahåller regelbunden refinansiering till kreditinstituten och faciliteter som gör att de kan avveckla saldon vid dagens slut och utjämna tillfälliga likviditetsfluktuationer.

Vägledande är principerna om en öppen marknads ekonomi, ...

Eurosystemets styrsystem grundas på de principer som fastställs i Fördraget om Europeiska unionen. I artikel 105 i fördraget sägs att Eurosystemet ”skall handla i överensstämmelse med principen om en öppen marknads ekonomi med fri konkurrens som främjar en effektiv resursfördelning”.

... operativ effektivitet, ...

Utöver principerna i Fördraget om Europeiska unionen skall styrsystemet även följa ett flertal vägledande principer. Den viktigaste av dessa är principen om operativ effektivitet, som prioriteras framför de övriga principerna. Operativ effektivitet kan definieras som styrsystemets förmåga att se till att penningpolitiska beslut så snabbt och exakt som möjligt får genomslag i de korta penningmarknadsräntorna. Dessa påverkar i sin tur prisnivån genom den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

... likabehandling av finansinstitut och harmonisering av regler och förfaranden, ...

Behovet av att säkerställa likabehandling av finansinstitut och harmonisering av regler och förfaranden i euroområdet är andra viktiga principer för styrsystemet. Kreditinstitut måste behandlas lika oavsett hur stora de är och var i euroområdet de är belägna. Harmoniseringen av regler och förfaranden bidrar till att säkerställa likabehandling genom att skapa lika villkor för alla kreditinstitut

i euroområdet vid transaktioner med Eurosystemet.

En princip som är utmärkande för Eurosystemet är att penningpolitiken genomförs decentraliserat. Eurosystemets penningpolitiska operationer genomförs normalt via de nationella centralbankerna. ECB:s roll är alltså att samordna operationerna, medan transaktionerna genomförs av de nationella centralbankerna.

... ett decentraliserat genomförande, ...

För styrsystemet gäller dessutom principerna om enkelhet, genomsynlighet, kontinuitet, säkerhet och kostnadseffektivitet. Enkelhet och genomsynlighet, säkerställer att avsikten med de penningpolitiska operationerna förstås på rätt sätt. Principen om kontinuitet går ut på att undvika större förändringar av instrument och förfaranden för att centralbankerna och deras motparter skall kunna dra nytta av tidigare erfarenheter när de deltar i penningpolitiska operationer. Säkerhetsprincipen erfordrar att Eurosystemets finansiella och operativa risker skall hållas så låga som möjligt, medan kostnadseffektivitet innebär låga driftskostnader för både Eurosystemets och dess motparter.

... samt enkelhet, genomsynlighet, kontinuitet, säkerhet och kostnadseffektivitet

4.2 ÖVERSIKT ÖVER EUROSYSTEMETS STYRSYSTEM

Eurosystemets styrsystem är beskrivet i ECB:s publikation ”Genomförande av penningpolitiken i euroområdet: Allmän dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden”

I tabell 4.1 ges en översikt över de två grupper av transaktioner som Eurosystemet kan använda för att genomföra den gemensamma penningpolitiken – öppna marknadsoperationer och stående faciliteter. Den viktigaste gruppen är de

Öppna marknadsoperationer

öppna marknadsoperationerna. Denna beteckning används för transaktioner som genomförs på centralbankens initiativ, normalt på penningmarknaden. Penningmarknaden avser den marknad där transaktionernas löptid i allmänhet är kortare än ett år (se avsnitt 2.5). De öppna marknadsoperationerna spelar en viktig roll för att styra räntorna, ge signaler om penningpolitikens inriktning och reglera likviditetsläget på penningmarknaden.

Utlåningen sker alltid mot säkerhet för att skydda Eurosystemet mot finansiella risker. I ruta 4.1 finns information om motparterna i Eurosystemets penningpolitiska operationer och den säkerhet som krävs i de likvidiserande transaktionerna.

Utlåning genom öppna marknadsoperationer sker normalt i form av reverserade transaktioner. Vid reverserade transaktioner köper centralbanken värdepapper inom ramen för ett repoavtal eller beviljar lån mot säkerhet i värdepapper (se ruta 4.3). Reverserade transaktioner är alltså tillfälliga öppna marknadsoperationer som endast tillför medel för en begränsad och på förhand angiven period.

Reverserade transaktioner

Huvudsakliga refinansierings-transaktioner

De huvudsakliga refinansierings-transaktionerna är de viktigaste öppna marknadsoperationerna och Eurosystemets främsta penningpolitiska instrument. Genom de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna lånar Eurosystemet ut medel till sina motparter.

Tabell 4.1 Eurosystemets öppna marknadsoperationer och stående faciliteter				
Penningpolitiska transaktioner	Typer av transaktioner 1)		Löptid	Frekvens
	Tillförsel av likviditet	Indragning av likviditet		
Öppna marknadsoperationer				
Huvudsakliga refinansierings-transaktioner	• Reverserade transaktioner	–	• En vecka ²⁾	• Varje vecka
Långfristiga refinansierings-transaktioner	• Reverserade transaktioner	–	• Tre månader	• Varje månad
Finjusterande transaktioner	• Reverserade transaktioner • Valutaswappar • Direkta köp av värdepapper	• Valutaswappar • Inlåning med fast löptid • Reverserade transaktioner • Direkta försäljningar av värdepapper	• Icke standardiserat	• Oregelbundet
Strukturella transaktioner	• Reverserade transaktioner • Direkta köp av värdepapper	• Emission av skuldcertifikat • Direkta försäljningar av värdepapper	• Standardiserat / icke standardiserat –	• Regelbundet/oregelbundet • Oregelbundet
Stående faciliteter				
Utlåningsfacilitet	• Reverserade transaktioner	–	• Över natten	• Tillträde efter motparternas begäran
Inlåningsfacilitet	• –	• Inlåning	• Över natten	• Tillträde efter motparternas begäran

1) De olika typerna av öppna marknadsoperationer är beskrivna i ruta 4.3.

2) Fr.o.m. den 10 mars 2004. Dessförinnan två veckor (se ruta 4.2).

1 Motparter

Eurosystemets räntestyrningssystem är utformat för att säkra ett brett spektrum av deltagande motparter. Motparterna vid Eurosystemets penningpolitiska operationer måste uppfylla vissa urvalskriterier. Dessa kriterier har fastställts för att säkerställa att institut i hela euroområdet behandlas lika och att motparterna uppfyller vissa tillsynskrav och operativa krav. De allmänna urvalskriterierna är enhetliga i hela euroområdet.

För att kunna godtas som motpart måste kreditinstitutet omfattas av Eurosystemets kassakravssystem och ha sunda finanser. För att Eurosystemets penningpolitiska operationer skall kunna genomföras på ett effektivt sätt måste motparterna dessutom uppfylla de operativa kriterier som fastställs i respektive nationell centralbanks (eller ECB:s) avtal och föreskrifter. Vid slutet av 2003 fanns det 6 776 kreditinstitut i euroområdet. Endast 2 243 uppfyllde de operativa kriterierna för att få delta i öppna marknadsoperationer. Och 2 749 respektive 3 188 motparter uppfyllde de operativa kriterierna för att få utnyttja utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten. Antalet motparter som de facto deltar i öppna marknadsoperationer är dock normalt mycket lägre än antalet godkända motparter. Under första halvåret 2003 var antalet motparter som deltog i anbudsförfaranden för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna i genomsnitt 252. Under samma period var antalet motparter som deltog i de långfristiga refinansieringstransaktionerna i genomsnitt 136.

Ett kreditinstitut som uppfyller de allmänna urvalskriterierna får utnyttja Eurosystemets stående faciliteter och delta i Eurosystemets öppna marknadsoperationer genom standardiserade anbudsförfaranden via den nationella centralbanken i den medlemsstat där institutet är etablerat. Om ett kreditinstitut har enheter (huvudkontor och filialer) i flera medlemsstater får varje enhet delta i dessa transaktioner via den nationella centralbanken i den medlemsstat där enheten är etablerad. Anbudet från ett institut kan dock lämnas in endast av en enhet (antingen huvudkontoret eller en viss filial) i varje medlemsstat.

Eurosystemets penningpolitiska operationer genomförs decentraliserat. Decentraliseringen har varit mycket effektiv och fungerat friktionsfritt tack vare noggranna förberedelser och effektiva informationssystem. Eurosystemet har stor nytta av de nära kontakterna med lokala motparter som de nationella centralbankerna har etablerat under flera decennier.

2 Säkerheter

Enligt artikel 18.1 i ECBS-stadgan får ECB och de nationella centralbankerna genomföra transaktioner på finansmarknaderna genom att köpa och sälja värdepapper direkt eller inom ramen för repoavtal och utföra lånetransaktioner mot tillfredsställande säkerheter. Kravet på säkerheter är avsett att skydda Eurosystemet mot finansiella risker. Alla Eurosystemets likvidiserande transaktioner baseras följaktligen på underliggande värdepapper som motparterna ställt som säkerhet.

För att skydda Eurosystemet mot förluster, säkerställa likabehandling av motparterna och förbättra den operativa effektiviteten måste de underliggande värdepapperen uppfylla vissa kriterier för att få användas i Eurosystemets penningpolitiska operationer. I linje med principen om likabehandling godkänner Eurosystemet instrument utgivna av både privata och offentliga låntagare som säkerhet.

På grund av att medlemsländerna har olika finansiell struktur görs åtskillnad mellan två kategorier av tillgångar som är godtagbara för Eurosystemets kredittransaktioner – grupp ett

(tier one) och grupp två (tier two). Denna åtskillnad görs huvudsakligen för Eurosystemets interna ändamål. Grupp ett-värdepapper är omsättbara skuldinstrument som uppfyller ECB:s enhetliga urvalskriterier för euroområdet. Grupp två-värdepapper är andra värdepapper – marknadsnoterade och icke marknadsnoterade – som är särskilt viktiga för nationella finansmarknader och banksystem. Urvalskriterierna för dessa värdepapper fastställs av de nationella centralbankerna i överensstämmelse med ECB:s minimikriterier. Eurosystemets motparter kan använda godtagbara värdepapper gränsöverskridande, det vill säga de kan erhålla medel från den nationella centralbanken i den medlemsstat där motparten är etablerad genom att ta i anspråk värdepapper i ett annat medlemsland. Denna gränsöverskridande mekanism gör att alla institut i hela euroområdet kan använda alla värdepapper som upptas i förteckningarna över ECB:s grupp ett-värdepapper och de nationella grupp två-värdepapperen. Alla godtagbara värdepapper omfattas slutligen av särskilda riskkontrollåtgärder som har utformats med beaktande av marknadspraxis.

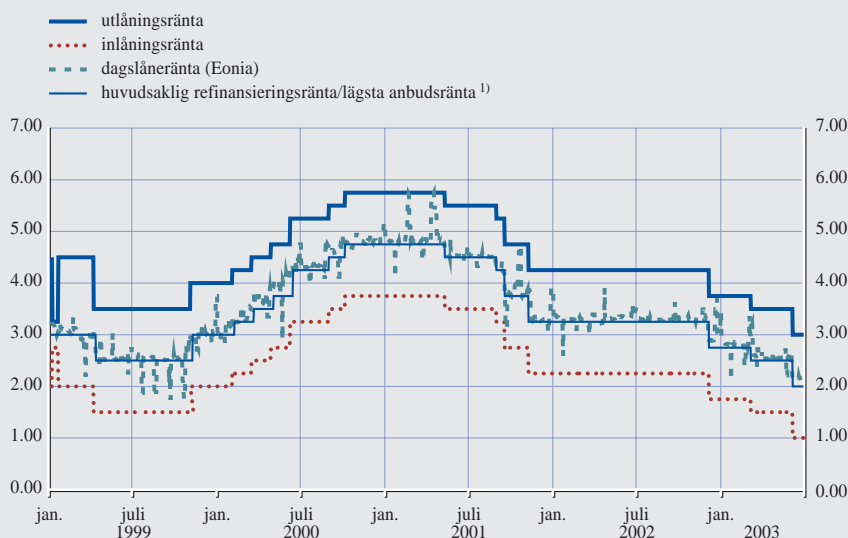
Stående faciliteter

För att kontrollera de korta räntorna på penningmarknaden och särskilt begränsa deras volatilitet ställer Eurosystemet också två stående faciliteter till motparternas förfogande. Dessa faciliteter är utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten. Båda faciliteterna har löptid

över natten och kan utnyttjas av motparterna på deras eget initiativ. Räntan på utlåningsfaciliteten är normalt väsentligt högre än motsvarande marknadsränta och räntan på inlåningsfaciliteten är normalt väsentligt lägre än marknadsräntan. Följaktligen använder

Diagram 4.1 ECB:s styrräntor och Eonia

(årliga räntesatser, dagsnoteringar)



Källa: ECB.

1) Före den 28 juni 2000 genomfördes de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna i form av fastränteanbud. Från och med den transaktion som avvecklades den 28 juni 2000 genomfördes de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna i form av anbudsförfaranden med rörlig ränta. Lägsta anbudsränta är den lägsta ränta till vilken motparterna kan lägga anbud (se avsnitt 4.4).

kreditinstituten normalt de stående faciliteterna när inga andra alternativ står till buds. Förutom kravet på kassakrav vid utnyttjandet av utlåningsfaciliteten finns det inget som hindrar användning av de stående faciliteterna. Alltså fungerar räntorna på dessa normalt som en övre resp. undre gräns för dagslåneräntan på penningmarknaden. Instrumenten beskrivs närmare i avsnitt 4.5.

Räntorna på de stående faciliteterna bildar en räntekorridor

Genom räntorna på de stående faciliteterna skapar ECB-rådet en räntekorridor inom vilken penningmarknadsräntan på dagslån kan fluktuera. Diagram 4.1, som visar utvecklingen av de viktigaste ECB-räntorna sedan januari 1999, illustrerar även hur räntorna på de stående faciliteterna har fungerat som en övre respektive nedre gräns för dagslåneräntorna (Eonia).¹

Eonia, ECB:s styrräntor och kassakravssystemet

Som framgår av diagram 4.1 har Eonia i allmänhet legat nära räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, vilket visar deras betydelse som Eurosystemets främsta penningpolitiska instrument. I diagram 4.1 visas också att Eonia uppvisar ett mönster med tillfälliga toppar. Dessa två egenheter beror på Eurosystemets kassakravssystem, vilket förklaras närmare i avsnitt 4.3. Diagram 4.1 visar att ränteskillnaderna mellan de stående faciliteterna och räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna var oförändrade mellan april 1999 och juni 2003 (± 1 procentenhet).²

4.3 KASSAKRAV

Beskrivning av systemet

ECB kräver att kreditinstitut skall hålla medel på konton hos de nationella centralbankerna, s.k. kassakrav.³ Storleken på dessa kassakrav för enskilda institut beräknas på grundval av deras kassakravsbas. Ett instituts kassakravsbas fastställs i sin tur i förhållande till posterna i dess balansräkning. De viktigaste skuldposter som ingår i kassakravsbasen redovisas i tabell 4.2.⁴

Kassakrav och kassakravsbas

För beräkning av kassakravet för ett visst institut multipliceras kassakravsbasen med en kassakravprocent. ECB tillämpar en enhetlig positiv kassakravprocent på de flesta av posterna i kassakravsbasen. Denna kassakravprocent fastställdes till 2 % vid starten av EMU:s tredje etapp. På de flesta av de kortfristiga skulderna i kreditinstitutens balansräkningar tillämpas en positiv kassakravprocent. Som framgår av tabell 4.2 tillämpas ingen positiv procentsats på långfristiga skulder eller repoavtal.

Kassakravprocent

Instituten får därefter göra ett generellt avdrag från sitt kassakrav. Sedan euron infördes har de tillåtit dra av 100 000 EUR. Tanken med avdraget är att det skall minska administrationskostnaderna för mycket små kassakrav.

Generellt avdrag

För att uppfylla sina kassakrav måste kreditinstituten hålla medel på sina konton hos de nationella centralbankerna.

Utjämnings-system

¹ Eonia (euro overnight index average) meddelas av European Bank Federation (EBF). Det är ett vägt medelvärde av all utlåning över natten utan säkerhet från en panel av de mest aktiva bankerna på penningmarknaden.

² Som en övergångsåtgärd för perioden från den 4 januari till den 21 januari 1999 antogs dock en snäv "korridor" på $\pm 0,25$ procentenheter för de stående faciliteterna för underlätta för underlätta övergången till styrsystemet för den gemensamma penningpolitiken.

³ Den rättsliga ramen för Eurosystemets kassakravssystem grundas på artikel 19 i ECBS-stadgan. Den närmare utformningen av kassakravssystemet fastställs i flera rättsakter, varav den viktigaste är rådets förordning (EG) nr 2531/98 om Europeiska centralbankens tillämpning av minimireserver och Europeiska centralbankens förordning (EG) nr 2818/98 angående tillämpningen av minimireserver (kassakrav) (ECB/1998/15), i dess ändrade lydelse.

⁴ Skulder till andra kreditinstitut som omfattas av Eurosystemets kassakravssystem samt skulder till ECB och de nationella centralbankerna räknas inte in i kassakravsbasen.

Eurosystemets kassakravssystem tillåter att motparterna använder sig av ett utjämningsystem. Det innebär att uppfyllandet av kassakravet beräknas på genomsnittet av de dagliga behållningarna på motparternas kassakravskonton under en uppfyllandeperiod på ungefär en månad.

Uppfyllandeperioder

ECB-rådet bestämde 2003 att uppfyllandeperioderna skall börja på dagen för avvecklingen av den första refinansieringstransaktionen efter det ECB-rådsmöte där den månatliga bedömningen av den penningpolitiska inriktningen görs (se ruta 4.2) och att de skall sluta dagen före avvecklingsdagen nästföljande månad. För att hjälpa kreditinstituten att förbereda förvaltningen av sina reserver publiceras en tidsplan för uppfyllandeperioderna (tillsammans med en indikativ kalender för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna för ett kalenderår) tre månader före årsskiftet.

Därför betalas ränta på kreditinstitutens kassakravsmedel. Räntan motsvarar den genomsnittliga marginalräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna under uppfyllandeperioden (vägd med antalet kalenderdagar) (se avsnitt 4.4). Eftersom den marginella anbudsräntan i allmänhet ligger mycket nära de korta penningmarknadsräntorna förräntas kassakraven till en ränta nära marknadsräntorna.

I diagram 4.2 visas ett exempel på hur Eurosystemets kassakrav beräknas. I exemplet beräknades kreditinstitutens kassakravsbas utifrån skuldposterna i deras balansräkningar per den 31 maj 2003. Kassakraven för uppfyllandeperioden (som i det aktuella fallet började den 24 juni och slutade den 23 juli 2003) beräknas så att kassakravsbasen multipliceras med kassakravsp procenten (2 %) minus generella avdrag.

Beräkning av kassakrav

Den mörkblå linjen i diagram 4.2. visar hur utjämningsystemet fungerar i Eurosystemets kassakravssystem. Kreditinstitutens kontobehållningar kan fluktuera kring kassakravet, men genom-

Ränta på kassakravsmedel

Eurosystemet försöker se till att kassakravssystemet varken skall utgöra en börda för banksystemet i euroområdet eller hindra en effektiv resursfördelning.

Tabell 4.2 Skulder som inberäknas i kassakravsbasen för kreditinstitut

(stockar 31.6.2003; miljarder EUR)

(A) Skulder för vilka kassakravsp procenten är positiv

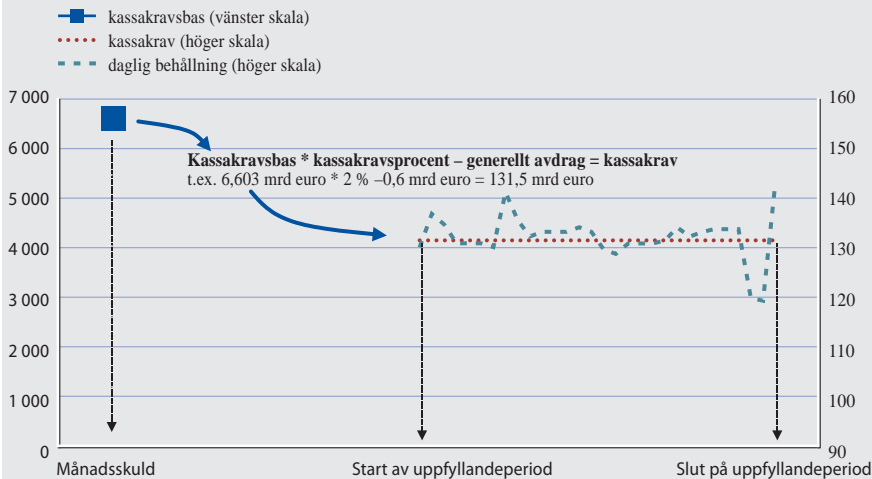
Inlåning (inkl. inlåning över natten, inlåning med en avtalad löptid up till två år och inlåning med en uppsägningstid up till två år)	6 216
Skuldförbindelser med en avtalad löptid upp till två år (inkl. penningmarknadspapper)	412
Summa (A)	6 628

(B) Skulder för vilka kassakravsp procenten är noll

Inlåning (inkl. inlåning över natten, inlåning med en avtalad löptid över två år och inlåning med en uppsägningstid över två år)	1 421
Skuldförbindelser med en avtalad löptid över två år	2 536
Repoavtal	783
Summa (B)	4 741
Kassakravsbas (A)+(B)	11 369

Diagram 4.2 Eurosystemets kassakravssystem

(miljarder euro)



Källa: ECB.

snittsbehållningen på kontona under hela uppfyllandeperioden måste lägst motsvara kassakravet. I exemplet uppgick kreditinstitutens genomsnittliga behållningar på konton hos Eurosystemet till 132,1 miljarder euro, vilket betyder att de hade ett kassaöverskott på 0,6 miljarder euro utöver kassakravet på 131,5 miljarder euro.

Systemets funktioner

Kassakravssystemets främsta funktion är att stabilisera penningmarknadsräntorna, vilket sker genom utjämnningssystemet. Utjämnningssystemet gör det möjligt för kreditinstituten att jämna ut dagliga likviditetsfluktuationer (som till exempel kan bero på variationer i efterfrågan på sedlar), eftersom tillfälliga kassaunderskott kan uppvägas av kassaöverskott under en och samma uppfyllandeperiod.

Utgjämnningssystemet innebär att instituten kan tjäna på att låna ut medel på marknaden och få ett kassaunderskott så snart de kortaste penningmarknads-

räntorna är högre än de förväntade räntorna under återstoden av uppfyllandeperioden. I ett motsatt scenario kan de låna upp medel på marknaden och få ett kassaöverskott. I teorin bör sådant "tidsmässigt arbitrage" säkerställa överensstämmelse under hela uppfyllandeperioden mellan den rådande nivån på de kortaste penningmarknadsräntorna och den förväntade nivån vid slutet av uppfyllandeperioden. Denna mekanism stabiliserar dagslåneräntan under uppfyllandeperioden och centralbanken behöver inte intervensera på penningmarknaden så ofta.

Utgjämnningssystemet fungerar mycket smidigt under uppfyllandeperioden men vid slutet av perioden blir kassakravet bindande och bankerna kan inte längre skjuta ett likviditetsöverskott eller likviditetsunderskott framför sig. Detta förklarar topparna i Eonia mot slutet av varje uppfyllandeperiod (se diagram 4.1).

En andra viktig funktion för kassakravssystemet är att förstärka strukturella

Att förstärka strukturella likviditetsunderskott

likviditetsunderskott i banksystemet. Kravet att kreditinstitutet skall hålla medel på konton hos de nationella centralbankerna bidrar till att öka efterfrågan på centralbanksfinansiering, vilket i sin tur gör det lättare för ECB att styra penningmarknadsräntorna genom regelbundna likvidiserande transaktioner.

4.4 ÖPPNA MARKNADSOPERATIONER

Fyra kategorier av öppna marknadsoperationer

Eurosystemets öppna marknadsoperationer kan indelas i följande fyra kategorier beroende på syfte, regelbundenhet och vilket förfarande som används: huvudsakliga refinansieringstransaktioner, långfristigare refinansieringstransaktioner, finjusterande transaktioner och strukturella transaktioner (se tabell 4.1 och ruta 4.3).

Huvudsakliga refinansieringstransaktioner

Huvudsakliga refinansieringstransaktioner

Som nämns ovan är de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna Eurosystemets viktigaste öppna marknadsoperationer. De spelar en nyckelroll när det gäller att styra räntor, hantera likviditetsslaget på marknaden och sända signaler om penningpolitikens inriktning (genom de styrräntor som sätts av ECB-rådet). De tillför också merparten av likviditeten i banksystemet. De huvudsakliga refinansieringstransaktionerna genomförs decentraliserat av de nationella centralbankerna.

Frekvens och löptid

De huvudsakliga refinansieringstransaktionerna är likvidiserande operationer som genomförs varje vecka. ECB-rådet beslutade att löptiden på dessa transaktioner skulle förkortas från två till en vecka fr.o.m. mars 2004 (se ruta 4.2).

Standardiserade anbuds-förfaranden

De huvudsakliga refinansieringstransaktionerna genomförs som standardiserade anbuds-förfaranden. I Eurosystemets styrsystem betyder

”standardiserade” att anbuds-förfarandena genomförs enligt en på förhand tillkännagiven tidtabell och inom en 24-timmarsperiod från det att anbuds-förfarandet tillkännages till dess att resultaten meddelas. Alla motparter som uppfyller de allmänna urvalskriterierna får delta i dessa transaktioner. I princip kan alla kreditinstitut i euroområdet godtas som motparter till Eurosystemet (se ruta 4.1).

Anbuds-förfaranden med fast och rörlig ränta

Eurosystemet får genomföra anbuds-förfaranden med antingen fast eller rörlig ränta. I det förstnämnda fallet fastställer ECB-rådet räntan på förhand och motparterna lämnar anbud på det belopp de önskar handla till den fasta räntan. I det sistnämnda fallet lämnar motparterna anbud på både det belopp de önskar handla och till vilken ränta. ECB-rådet kan fastställa en lägsta anbuds-ränta i sina anbuds-förfaranden med rörlig ränta för att ge signaler om inriktningen på penningpolitiken.

I båda anbuds-förfarandena bestämmer ECB vilka belopp som tilldelas. I ett anbuds-förfarande med fast ränta görs normalt en proportionerlig fördelning mellan de enskilda bankernas anbud enligt kvoten mellan de totala anbuden och den totala likviditet som skall fördelas. I ett anbuds-förfarande med rörlig ränta tillgodoses först anbuden med de högsta räntorna. Därefter godtas anbud med gradvis lägre ränta tills hela likviditetsbeloppet har fördelats. Anbud som har lämnats till den lägsta godkända räntan, marginalräntan, godtas proportionellt med ledning av ECB:s beslut om det totala likviditetsbelopp som skall fördelas. För varje enskild tilldelning är räntan lika med anbuds-räntan.

Från början av 1999 och fram till juni 2000 genomförde Eurosystemet sina huvudsakliga refinansieringstrans-

Användning av anbuds-förfaranden sedan 1999

Ruta 4.2 **Ändrade löptider för huvudsakliga refinansieringstransaktioner och uppfyllandeperioder fr.o.m. mars 2004**

I avsnitt 4.4 visas att det har funnits perioder med spänningar med stora spekulationer om möjliga ränteränteändringar som påverkat motparternas budgivning vid de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Vid ett flertal tillfällen under våren 2000 rädde höga förväntningar på att ECB skulle höja styrräntorna och motparterna lade allt högre anbud i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Dessa genomfördes på den tiden i form av fastränteanbud (vilket ledde till s.k. överbud). På samma vis ledde förväntningar om att ECB snart skulle sänka räntan vid ett antal tillfällen till att motparterna lagt anbud som inte kom upp till det erforderade beloppet för att säkerställa att kassakraven uppfylldes (underbud).

Båda problemen berodde egentligen på valet av tidpunkt för uppfyllandeperioden för kassakrav, vilken började den 24:e i varje kalendermånad och slutade den 23:e kalenderdagen i nästföljande månad. Valet av tidpunkt var oberoende av de datum vid vilka ECB-rådet fattade beslut om styrräntorna. ECB:s styrräntor kunde sålunda ändras under en uppfyllandeperiod. Löptiden för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna (som var två veckor) var dessutom sådan att åtminstone den sista transaktionen i varje uppfyllandeperiod överlappade med nästföljande period. Motparternas anbuds beteenden vid de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna i slutet av uppfyllandeperioden kunde som resultat av detta påverkas av en förväntad ändring i ECB:s styrräntor under nästa uppfyllandeperiod.

För att hindra spekulation om ränteändringar under uppfyllandeperioden från att påverka de korta penningmarknadsräntorna beslutade ECB-rådet 2003 om två åtgärder, vilka började gälla fr.o.m. mars 2004. Dessa åtgärder var 1) schemaläggningen av uppfyllandeperioden för kassakrav ändrades och 2) löptiden för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna förkortades till en vecka.¹ Det bestämdes att uppfyllandeperioderna, med effekt från mars 2004, skall börja på dagen för avvecklingen av den första refinansieringstransaktionen efter det ECB-rådsmöte där den månatliga bedömningen av den penningpolitiska inriktningen görs och sluta dagen före avvecklingsdagen nästföljande månad. Det direkta sambandet mellan ECB-rådets möten och starten av uppfyllandeperioden skall säkerställa att det, som regel, inte finns några förväntningar om ränteändringar under en uppfyllandeperiod. Den förkortade löptiden för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna syftar till att eliminera att spekulation från en uppfyllandeperiod spiller över till nästa. Syftet med dessa kombinerade åtgärder var att bidra till att stabilisera förutsättningarna under vilka kreditinstituten lägger anbud i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna.

¹ Uppfyllandeperioder före mars 2004, från den 24:e kalenderdagen i varje månad till den 23:e kalenderdagen påföljande månad.

aktioner som anbudsförfaranden med fast ränta. Från och med den 27 juni 2000 har de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna genomförts som anbudsförfaranden med rörlig ränta och en lägsta anbudsränta enligt förfarandet med multipel ränta. Anledningen till denna förändring var de kraftiga överbud i de huvudsakliga refinansierings-

transaktionerna till fast ränta, vilka berodde på att penningmarknadsräntorna i början av 2000 stadigt låg över den fasta ränta som tillämpades på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Denna ränteskillnad berodde i sin tur framför allt på marknadens förväntningar, särskilt våren 2000, om ytterligare höjningar av ECB:s styrräntor.

Skillnaden mellan marknadsräntorna och ECB:s huvudsakliga refinansieringsränta gjorde det mycket attraktivt för bankerna att anskaffa medel från centralbanken, vilket ledde till att bankerna lämnade mycket höga anbud. I ett anbuds-förfarande med rörlig ränta finns det däremot inget incitament för bankerna att lämna överbud, eftersom de skulle vara tvungna att betala ett högre pris för att erhålla mer likviditet.

Ett annat problem dök emellertid upp vid anbuds-förfaranden med rörlig ränta med en lägsta anbudsränta. I ett fåtal fall var den totala summan av inlämnade anbud lägre än det belopp som erfordrades för ett smidigt uppfyllande av kassakrav (underbud). Eftersom dessa fall också berodde på räntespekulation beslutade ECB-rådet att justera det operationella styrsystemet fr.o.m. mars 2004 (se ruta 4.2).

Offentliggörandet av likviditetsbehov

I samband med övergången till anbuds-förfaranden med rörlig ränta började Eurosystemet också att varje vecka offentliggöra det beräknade likviditetsbehovet i banksystemet för perioden fram till dagen före avvecklingen av nästa huvudsakliga refinansieringstransaktion. Offentliggörande av denna uppskattning hjälper motparterna att förbereda sina anbud för den kommande huvudsakliga refinansieringstransaktionen. I avsnitt 4.6 beskrivs de faktorer som avgör banksystemets likviditetsbehov.

Långfristiga refinansieringstransaktioner

Långfristiga refinansieringstransaktioner

Förutom de huvudsakliga refinansieringstransaktioner som genomförs varje vecka genomför Eurosystemet också månatliga långfristiga refinansieringstransaktioner med en löptid på tre månader. Syftet med dessa transaktioner är att tillfredsställa banksystemet finansieringsbehov på längre sikt. Detta anses vara menings-

fullt för att hindra att all likviditet på penningmarknaden skall behöva omsättas varje, eller varannan, vecka och för att ge motparterna tillgång till mer långfristig refinansiering. I likhet med de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna genomförs de långfristiga refinansieringstransaktionerna decentraliserat och alla motparter som uppfyller de allmänna urvalskriterierna får delta (se ruta 4.1).

Eftersom det inte ansågs önskvärt att Eurosystemet påverkade penningmarknadsräntorna vid mer än en tidpunkt under löptidsspektret har de långfristiga refinansieringstransaktionerna utformats så att det säkerställer att marknaden bestämmer räntan i Eurosystemets transaktioner. För att inte de penningpolitiska signaler som ges via Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner skall grumlans genomförs de långfristiga refinansieringstransaktionerna genom anbuds-förfaranden med rörlig ränta och tilldelningsvolym som har tillkännagivits på förhand. ECB-rådet fastställer alltså på förhand vilken volym som skall tilldelas i kommande anbuds-förfaranden.

Eurosystem låter marknaden bestämma räntan

I genomsnitt svarade långfristiga transaktioner för 26 % av det utestående beloppet öppna marknadsoperationer från januari 1999 till juni 2003. Under de två första månaderna 1999 genomfördes de långfristiga refinansieringstransaktionerna genom anbuds-förfaranden med rörlig ränta enligt ett förfarande med enhetlig ränta, (dvs. alla godkända anbud tilldelades till samma ränta). Efter mars 1999 genomfördes de som anbuds-förfaranden med rörlig ränta enligt ett förfarande med multipel ränta (dvs. anbuden tilldelades till räntan som bjudits vid varje enskilt anbud).

Tillförsel av ytterligare likviditet

Finjusterande transaktioner

Eurosystemet kan också genomföra

Finjusterande transaktioner

Ruta 4.3 **Typer av öppna marknadsoperationer**

Reverserade transaktioner är Eurosystemets viktigaste instrument på den öppna marknaden och kan användas för alla typer av likviderande öppna marknadsoperationer. Eurosystemet har tre andra instrument för finjusterande transaktioner: direkta köp/försäljningar av värdepapper, valutamarknadsswappar och inlåning med fast löptid. För strukturella transaktioner får ECB ge ut skuldcertifikat (se tabell 4.1).

1. Reverserade transaktioner

Med reverserade transaktioner avses transaktioner i vilka Eurosystemet köper eller säljer godtagbara värdepapper inom ramen för ett repoavtal eller lämnar kredit mot säkerhet i godtagbara värdepapper. Reverserade transaktioner används för de huvudsakliga och långfristiga refinansieringstransaktionerna. Dessutom kan Eurosystemet använda reverserade transaktioner för strukturella och finjusterande transaktioner.

Reverserade transaktioner sker i form av repoavtal. Skillnaden mellan anskaffningspriset och återköpspriset motsvarar den upplupna räntan på det belopp som lånats upp eller lånats ut under transaktionens löptid. Det betyder att återköpspriset inkluderar den ränta som skall betalas. Räntan vid en repotransaktion som utförs i form av ett lån mot säkerhet bestäms genom användning av den specificerade räntan på kreditbeloppet under transaktionens löptid.

2. Direkta köp/försäljningar av värdepapper

Med direkta köp/försäljningar av värdepapper avses transaktioner där Eurosystemet köper eller säljer godtagbara värdepapper direkt på marknaden. Denna typ av transaktioner genomförs endast för strukturella och finjusterande ändamål.

3. Valutaswappar

Vid penningpolitiska valutaswappar köps (säljs) utländsk valuta mot euro avista med samtidig försäljning (köp) på termin. Valutamarknadsswappar används för finjusterande ändamål, i regel för att hantera likviditeten på marknaden och styra räntorna.

4. Inlåning med fast löptid

Eurosystemet kan erbjuda motparter möjlighet att göra insättningar med fast löptid och mot en viss ränta hos den nationella centralbanken i den medlemsstat där motparten är etablerad. Inlåningen skall enligt planerna ske bara för finjusterande ändamål för att dra in likviditet från marknaden.

5. Emission av ECB:s skuldcertifikat

ECB kan emittera skuldcertifikat i syfte att påverka Eurosystemets strukturella position gentemot den finansiella sektorn så att ett likviditetsunderskott skapas (eller förstärks) på marknaden.

öppna marknadsoperationer på ad hoc-basis, dvs. finjusterande transaktioner. Deras frekvens och löptid är inte standardiserade. Finjusterande transaktioner kan vara likviditetsdränerande eller likviderande. De syftar till att reglera likviditetläget på penning-

marknaden och styra räntorna på penningmarknaden, särskilt för att utjämna ränteffekterna av oväntade likviditetsvägningar. Finjusterande transaktioner är viktiga för att ge stöd så att marknaderna kan fungera normalt och tillföra likviditet under extrema

omständigheter som t.ex. efter terrorist-attackerna i USA den 11 september 2001.

Finjusterande transaktioner kan ske i form av reverserade transaktioner, direkta köp/försäljningar av värdepapper, valutaswappar och inlåning med fast löptid, vilka samtliga beskrivs i ruta 4.3. Eurosystemet har emellertid tillgång till många andra instrument och de finjusterande transaktionerna behöver således sällan användas. Fram till slutet av juni 2003 hade Eurosystemet bara genomfört åtta finjusterande transaktioner, dvs. i genomsnitt färre än två per år.

**Snabba anbuds-
förfaranden och
bilaterala
förfaranden**

Med tanke på syftet med finjusterande transaktioner genomförs de normalt genom snabba anbudsförfaranden. Dessa anbudsförfaranden tar en timme från det att de tillkännages till dess att tilldelningsresultaten meddelas. Finjusterande transaktioner kan också genomföras genom bilaterala förfaranden, vilket innebär att Eurosystemet genomför en transaktion med en eller ett fåtal motparter utan något anbuds-förfarande.

**Hög grad av
flexibilitet**

Eftersom oförutsedda händelser på marknaden kan kräva snabba åtgärder bör uppläggningsen av de finjusterande transaktionerna var mycket flexibel. De genomförs normalt decentraliserat av de nationella centralbankerna, men ECB-rådet kan i undantagsfall fatta beslut om att låta ECB genomföra bilaterala finjusterande transaktioner. Av operativa skäl får bara ett begränsat antal utvalda motparter delta i finjusterande transaktioner.

Strukturella transaktioner

**Strukturella
transaktioner**

Styrsystemet ger också Eurosystemet möjlighet att genomföra strukturella transaktioner. Syftet med sådana trans-

aktioner är att påverka Eurosystemets strukturella likviditetsposition gentemot banksystemet, dvs. likviditeten på marknaden på längre sikt. De kan genomföras i form av reverserade transaktioner, direkta köp/försäljningar av värdepapper eller utgivning av skuldcertifikat (se ruta 4.3). Fram t.o.m. slutet av juni 2003 hade Eurosystemet inte genomfört en enda sådan transaktion i syfte att påverka det strukturella likviditetsläget i banksystemet.

I princip kan strukturella transaktioner vara likvidiserande eller likviditetsdränerande. Deras frekvens kan vara regelbunden eller oregelbunden. Strukturella transaktioner kan genomföras genom standardiserade anbuds-förfaranden och med löptider som inte standardiserats. Strukturella transaktioner kan genomföras decentraliserat och alla motparter som uppfyller de allmänna urvalskriterierna skall ha möjlighet att delta.

4.5 STÅENDE FACILITETER

Eurosystemet implementerar också penningpolitik genom att sätta räntorna på de stående faciliteterna. De stående faciliteterna tillför eller drar in likviditet över natten på initiativ av motparterna. Det finns två stående faciliteter som kan utnyttjas av godkända motparter: utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten. Det finns få incitament för bankerna att utnyttja de stående faciliteterna eftersom räntorna på dessa normalt är mindre fördelaktiga än marknadsräntorna.

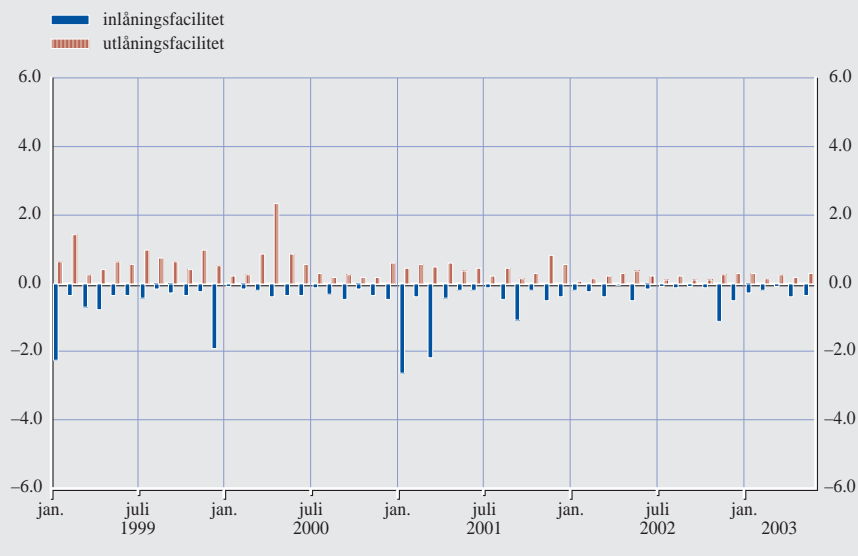
**Utlånings-
faciliteten och
inlånings-
faciliteten är ...**

Diagram 4.3 visar det genomsnittliga dagliga utnyttjandet av de stående faciliteterna från januari 1999 till juni 2003. För det mesta uppgick de till mindre än 1 miljard euro, vilket visar att faciliteterna bara utnyttjats för att tillföra

**... viktiga under
exceptionella
förhållanden ...**

Diagram 4.3 Utnyttjade stående faciliteter från januari 1999 till juni 2003

(miljarder euro, genomsnittliga dagliga balanser)



Källa: ECB.

respektive dra in likviditet över natten under exceptionella förhållanden. Införandet av euron i början av 1999 och övergången till 2000 var exempel på sådana exceptionella förhållanden och förklarar det relativt stora utnyttjandet av utlåningsfaciliteten under de uppfyllandeperioder som slutade i februari 1999⁵ respektive i januari 2000.

uppfyllandeperioden. Som tidigare nämnts blir kassakraven inte bindande förrän på uppfyllandeperiodens sista dag då likviditetsunderskott eller likviditetsöverskott inte längre kan uppvägas av överskott eller underskott under en och samma uppfyllandeperiod.

4.6 CENTRALBANKSFINANSIERING OCH BANKSYSTEMETS LIKVIDITETSBEHOV

Styrsystemet kan sammanfattningsvis sägas vara de instrument och förfaranden som en centralbank använder för att styra räntorna, reglera likviditeten på penningmarknaden och för att ge signaler om sina penningpolitiska avsikter genom ECB:s styrräntor. Styrräntorna sätts av ECB-rådet. Banksystemet i euroområdet har främst på grund av sitt sedelbehov och sin skyldighet att uppfylla kassakrav totalt sett ett likviditetsunderskott och är

Eurosystem
tillhandahåller
likviditet

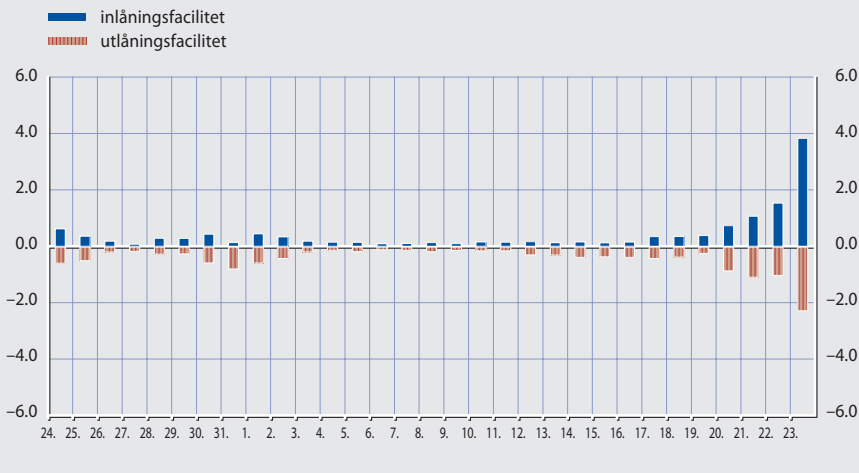
... och vid slutet
av uppfyllandeperioden

Diagram 4.4 visar det typiska mönstret för hur de stående faciliteterna utnyttjas under en uppfyllandeperiod. Som framgår av diagrammet utnyttjas de stående faciliteterna mest vid slutet av uppfyllandeperioden. Det beror på kassakravssystemets utjämningsmekanism, som innebär att kreditinstitut kan ha dagliga likviditetsunderskott eller likviditetsöverskott och antingen tidigare lägga sitt uppfyllande av kassakravet eller skjuta upp det till slutet av

⁵ Den första uppfyllandeperioden var längre än normalt. Den startade den 1 januari 1999 och slutade den 23 februari 1999.

Diagram 4.4 Utnyttjade stående faciliteter under en uppfyllandeperiod

(miljarder euro, genomsnittliga dagliga balanser februari 1999-juni 2003)



Källa: ECB.

beroende av refinansiering från Eurosystemet. Under dessa förhållanden tillför Eurosystemet likviditet och kan därmed styra penningmarknadsräntorna och ge penningpolitiska impulser till hela euroområdet.

Eurosystemets konsoliderade balansräkning

Samspelet mellan Eurosystemet och banksystemet kan illustreras med hjälp av Eurosystemets konsoliderade balansräkning. Tabell 4.3 visar en förenklad uppställningsform för den standardiserade balansräkningen för en centralbank.

Tillgångar

På tillgångssidan finns tre viktiga likvidiserande poster: ”refinansiering till kreditinstitut”, ”utlåningsfaciliteter” och ”utländska nettotillgångar”. Refinansiering till kreditinstitut avser det utestående beloppet av likvidiserande öppna marknadsoperationer. För Eurosystemet omfattar dessa operationer alltid de huvudsakliga och de långfristiga refinansieringstransaktionerna. Likvidiserande finjusterande transaktioner och strukturella transaktioner brukar också

ingå i denna post. Utlåningsfaciliteten avser centralbankens utlåning över natten till de kreditinstitut som utnyttjar denna facilitet. Utländska nettotillgångar avser centralbankens tillgångar i utländsk valuta efter avräkning av skulderna i utländsk valuta.

Skulder

På skuldsidan finns fem huvudposter: ”kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar”, ”inlåningsfacilitet”, ”utelöpande sedlar”, ”inlåning från staten” och ”övriga faktorer (netto)”. Kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar avser medel som kreditinstituten håller hos centralbanken för att kunna avveckla interbanktransaktioner och för att uppfylla kassakraven (ofta även kallade reserver). Inlåningsfacilitet avser det totala utnyttjandet av denna stående facilitet. Utelöpande sedlar är den mängd sedlar som centralbanken sätter i omlopp på begäran av kreditinstituten. Det är normalt den största posten på skuldsidan. Inlåning från staten anger statens tillgodohavande på löpande räkningar hos de nationella central-

Tabell 4.3 Balansräkning för centralbanker	
Standardiserad uppställningsform:	
Tillgångar	Skulder
Refinansiering till kreditinstitut	Kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar (reserver)
Utlåningsfacilitet	Inlåningsfacilitet
Utländska nettotillgångar	Utelöpande sedlar
	Inlåning från staten
	Övriga faktorer (netto)
Alternativ uppställningsform:	
Tillförsel av likviditet genom penningpolitiska transaktioner refinansiering till kreditinstitut plus utlåningsfacilitet minus inlåningsfacilitet	
är lika med	
Autonoma faktorer utelöpande sedlar plus inlåning från staten minus utländska nettotillgångar plus övriga faktorer (netto)	
plus	
Reserver kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar	

bankerna. Övriga faktorer (netto) är nettot av de återstående posterna i balansräkningen.

Tillgång och efterfrågan på likviditet

Redovisningsmässigt måste summan av tillgångar och summan av skulder alltid uppgå till samma belopp. För att förstå hur en centralbank fungerar kan det vara lämpligt att dela in balansräkningen i tre delar på det sätt som görs i de tre nedre fälten i tabell 4.3.

Av tabellen framgår att den netto-likviditet som centralbanken faktiskt tillför kreditinstitutet är summan av två poster. Den första posten är ”autonoma faktorer” (summan av utelöpande sedlar plus inlåning från staten minus utländska

nettotillgångar plus övriga faktorer (netto), vilket är nettoeffekten av de återstående balansposter som påverkar likviditeten på penningmarknaden). Dessa faktorer påverkar likviditeten i banksystemet och kallas i centralbankskretsar för autonoma faktorer eftersom de normalt inte är resultatet av användningen av penningpolitiska instrument.⁶

Den andra posten består av kreditinstitutens reserver (kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar). Summan av de autonoma faktorerna plus reserverna motsvarar den likviditet som tillhandahålls genom penningpolitiska operationer (summan av refinansiering

⁶ En del av de autonoma faktorerna står inte under de monetära myndigheternas kontroll (utelöpande sedlar och inlåning från staten). Andra faktorer, såsom utländska nettotillgångar, kan kontrolleras av de monetära myndigheterna, men transaktioner i dessa tillgångar har normalt inget att göra med penningpolitiska operationer (med undantag för valutaswappar, se ruta 4.2).

Tabell 4.4 Bidrag till likviditeten i banksystemet

(miljarder euro; dagliga genomsnittliga stockar 24.5.–23.6.2003)

	Tillförsel av likviditet (tillgångar)	Indragning av likviditet (skulder)	Netto-bidrag
Eurosystemets penningpolitiska operationer			
Huvudsakliga refinansieringstransaktioner	194,7	–	+ 194,7
Långfristiga refinansieringstransaktioner	45,0	–	+ 45,0
Andra öppna marknadsoperationer	0,0	0,0	0,0
Stående faciliteter	0,4	0,3	+ 0,1
Summa (a)	240,1	0,3	+ 239,8
Autonoma faktorer som påverkar likviditeten i banksystemet			
Utelöpande sedlar	–	373,2	– 373,2
Inlåning från staten	–	52,6	– 52,6
Utländska nettotillgångar	331,3	–	+ 331,3
Övriga faktorer (netto)	–	13,2	– 13,2
Summa (b)	331,3	439,0	– 107,7
Reserver = kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar hos Eurosystemet			
Kassakrav (c)			131,5
Kassaöverskott (d)			0,6
Summa (a)+(b), (c)+(d)			132,1

Källa: ECB.

till kreditinstitut plus utlåningsfacilitet minus inlåningsfacilitet).

Bidrag från de viktigaste posterna

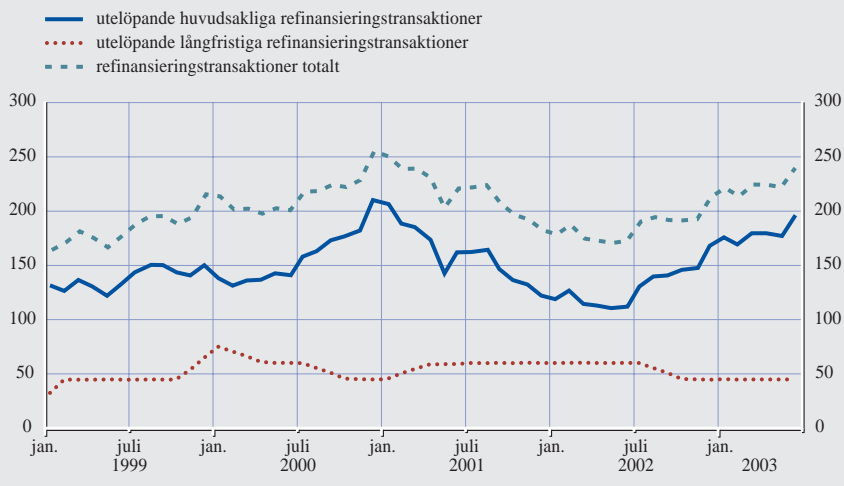
Efter denna schematiska analys beskrivs Eurosystemets balansräkning. I tabell 4.4 redovisas bidraget från de viktigaste posterna till banksystemets likviditet i uppfyllandeperioden mellan den 24 maj 2003 och den 23 juni 2003. Merparten av likviditeten tillfördes genom de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Ytterligare likviditet tillfördes genom de långfristiga refinansieringstransaktionerna. De stående faciliteterna och andra transaktioner, t.ex. finjusterande transaktioner, har normalt bara en marginell inverkan på likviditeten i banksystemet.

Den andra delen av tabell 4.4 visar de autonoma faktorerna. Den likviditetsdränerande effekten av de autonoma

faktorerna uppstår främst via utelöpande sedlar och inlåning från staten. Genom utelöpande sedlar dras likviditet in från banksystemet eftersom kreditinstitutet måste skaffa sedlarna från centralbanken och där uppta lån. Eurosystemets utländska nettotillgångar har en motsatt effekt på banksystemets likviditet. Eurosystemets köp av utländska tillgångar tillför banksystemet likviditet och minskar behovet av likvidiserande penningpolitiska operationer. Kassakraven har en likviditetsdränerande effekt av samma storleksordning som de autonoma faktorerna sammantaget. Skillnaden mellan kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar hos Eurosystemet och kassakraven utgör kassaöverskott (som i allmänhet varit mycket låga på runt 0,5 % av de erfordrade kassakraven i euroområdet).

Diagram 4.5 Volymen huvudsakliga och långfristiga refinansieringstransaktioner

(miljarder euro, genomsnittliga dagliga balanser under uppfyllandeperioden)



Källa: ECB.

De likviderande faktorernas relativa betydelse

Diagram 4.5 och 4.6 visar utvecklingen av de viktigaste likviderande och likviditetsdränerande faktorerna från januari 1999 till juni 2003. Av diagram 4.5 framgår att merparten av likviditeten tillfördes genom de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, vilket speglar deras betydelse som det viktigaste penningpolitiska instrumentet. Ytterligare likviditet tillfördes genom de långfristiga refinansieringstransaktionerna. Som framgår av diagram 4.5 låg detta belopp mellan 45 och 75 miljarder euro under den aktuella perioden.

De likviditetsdränerande faktorernas relativa betydelse

Diagram 4.6 visar utvecklingen för de två viktigaste faktorerna som skapar ett strukturellt likviditetsunderskott i banksystemet. Kassakraven har normalt stått för mer än hälften av det totala likviditetsbehovet i banksystemet. Den totala likviditetsdränerande effekten av de autonoma faktorerna har varierat mer över tiden vilket fram för allt återspeglar den kraftiga minskningen i sedlar i omlopp före övergången till kontanter i

euro i januari 2002 och den kraftiga ökningen därefter.

4.7 ERFARENHETER FRÅN JANUARI 1999 TILL JUNI 2003

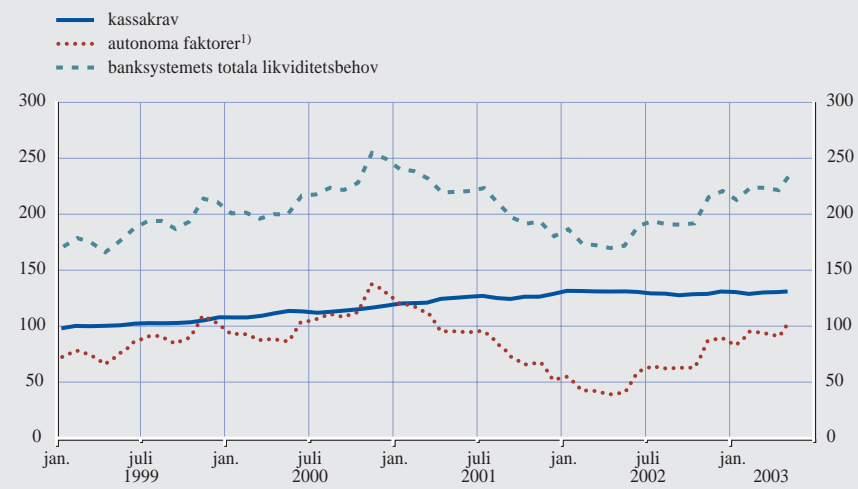
Eurosystemets styrsystem har fungerat väl sedan början av 1999. Det har gjort att ECB i allmänhet på ett smidigt sätt har kunnat styra likviditetsläget och de korta räntorna. De enda undantagen har varit ett par fall av under- respektive överbud i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Den genomsnittliga volatiliteten på de korta räntorna i euroområdet har varit låg med internationella mått mätt under de första åren av EMU:s tredje etapp. Volatiliteten kunde begränsas praktiskt taget utan några finjusterande transaktioner, dvs. bara med hjälp av en kombination av kassakravssystemet med dess utjämningsmekanism och veckovisa öppna marknadsoperationer.

Stabila förhållanden på penningmarknaden bidrar till en effektiv trans-

Små rörelser i de korta räntorna

Diagram 4.6 Kassakrav och autonoma likviditetsfaktorer

(Miljardner euro, genomsnittliga dagliga balanser under uppfyllandeperioden)



Källa: ECB.

¹⁾ Autonoma faktorer omfattar utelöpande sedlar plus inlåning från staten plus andra faktorer minus utländska nettotillgångar.

mission av penningpolitiken till ekonomin. De avspeglar också trovärdigheten i centralbankens operativa och likviditetsreglerande förmåga.

Tydliga signaler om inriktningen på penningpolitiken

Fram till juni 2000 genomfördes de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna i form av anbudsförfaranden med fast ränta, vilket gjorde det lätt att ge tydliga signaler om inriktningen på penningpolitiken. Denna möjlighet att ge tydliga signaler har också gällt de anbudsförfaranden med rörlig ränta och en lägsta anbudsränta som har tillämpats från och med juni 2000. Systemet har fungerat väl, vilket framgår av den relativt lilla skillnaden mellan den marginella tilldelningsräntan och den lägsta anbudsräntan. Rörelserna i de korta penningmarknadsräntorna har dessutom

varit lika begränsade som under perioden med anbudsförfaranden med fast ränta.

Slutligen har styrsystemet – med både veckovisa anbudsförfaranden och de långfristiga refinansieringstransaktionerna en gång i månaden – uppnått målen att både tillföra kreditinstituten långfristig likviditet och skapa den flexibilitet och precision som Eurosystemet behöver för att på kort sikt styra likviditetsutvecklingen med tillräcklig precision. Styrsystemet har visat sig robust när det utsatts för exceptionella utmaningar, som t.ex. övergången till år 2000 och terroristattacker den 11 september 2001, och det har visat sig vara mycket flexibelt i situationer av oförutsedda händelser.

Ett flexibelt styrsystem

5. DEN GEMENSAMMA PENNINGPOLITIKEN UNDER DE FÖRSTA FEM ÅREN

I detta kapitel beskrivs penningpolitiken i euroområdet från 1999 till mitten av 2003. Euroområdet ställdes under den här perioden inför en rad ekonomiska chocker av varierande art, storlek och styrka. Mot den bakgrunden tog ECB-rådet penningpolitiska beslut som var tydligt inriktade på behovet av att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

5.1 INLEDNING

Prisstabilitet på medellång sikt är en prioritet

Sedan starten av etapp tre av EMU 1999 har penningpolitiken i euroområdet varit inriktad på det övergripande målet att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt. Vid bedömningen av hoten mot prisstabiliteten i euroområdet har ECB-rådet förlitat sig på det styrsystem som fastlagts i den penningpolitiska strategin, vilket innebär en omfattande analys av både ekonomiska och monetära trender i euroområdet (se kapitel 3).

med ett beslut i april 1999 att sänka räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna med 0,5 procentenhet till 2,5 %.

Senare, mellan sommaren 1999 och slutet av 2000, ökade inflationstrycket gradvis i ett läge av stark ekonomisk tillväxt vilket genom stigande oljepriser och en försvagad växelkurs ledde till ökat pristrycket på importen. ECB-rådet höjde gradvis styrräntorna med sammanlagt 225 räntepunkter mellan 1999 och oktober 2000.

... sommaren 1999 till slutet av 2000 ...

Efter en period med blandade signaler kom därefter vändpunkten vid slutet av 2000 och från och med våren 2001 framkom mer och mer uppgifter som stödde uppfattningen att inflationstrycket gradvis försvagades. De viktigaste faktorerna för minskat inflationstryck var dämpad ekonomisk tillväxt och eurons starkare växelkurs i ett läge av tydlig justering på finansmarknaderna och stor geopolitisk osäkerhet. Mot bakgrund av detta sänkte ECB-rådet gradvis styrräntorna med 275 räntepunkter mellan maj 2001 och juni 2003. De utmaningar som den gemensamma penningpolitiken ställdes inför under de första fyra och ett halvt åren förklaras mer i detalj i nästa stycke.

... och en tredje fas inleddes under våren 2001

5.2 UTVECKLINGEN I HUVUDDRAG

Konvergensprocessen inför den tredje etappen av EMU avslutades i och med att ECB den 1 januari 1999 övertog

Ansvar för penningpolitiken överförs till ECB

Hur ofta utvärderar ECB-rådet den penningpolitiska inriktningen?

Under Monetära unionens första år utvärderade ECB-rådet den penningpolitiska inriktningen vid sammanträden varannan vecka. I november 2001 beslutade ECB-rådet emellertid att framledes som regel utvärdera den penningpolitiska inriktningen bara vid det första sammanträdet i månaden. Följaktligen kungjordes att räntebesluten normalt skulle tas under det sammanträdet medan ECB-rådet vid det andra sammanträdet i månaden skulle ägna sig åt frågor som rör ECB:s och Eurosystemets andra uppgifter och ansvarsområden.

Tre faser kan urskiljas: etapp tre fram till sommaren 1999, ...

Tre faser kan urskiljas för den penningpolitiska inriktningen mellan januari 1990 och juni 2003 (se diagram 4.1). En kombination av faktorer, som redan hade börjat påverka de länder som 1998 gick in i euroområdet, ökade nedåtriskerna för prisstabiliteten i euroområdet i början av 1999. ECB-rådet reagerade på detta

ansvaret för penningpolitiken i euroområdet. Prisstabilitet hade uppnåtts i de länder som bildade euroområdet, vilket möjliggjorde för ECB-rådet att inleda sina operationer vid en tidpunkt när räntorna redan var mycket låga. Den första räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna sattes till 3 % medan räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten sattes till 4,5 % respektive 2 %. Dessa räntor offentliggjordes den 22 december 1998 efter den samordnade sänkningen av styrräntorna den 2 december av samtliga nationella centralbanker i de länder som antagit euron redan från början.

resultat av minskad efterfrågan från utlandet till följd av Asienkrisen i slutet av 1997 och minskad framtidstro till följd av turbulensen på finansmarknaderna efter den ryska krisen sommaren 1998. Det blev följaktligen allt tydligare att hoten mot prisstabiliteten på medellång sikt till största delen var nedåtriktade.

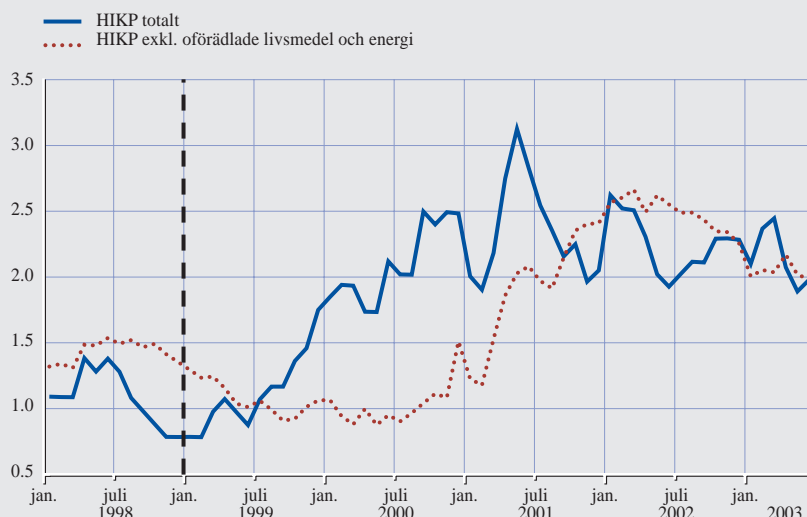
Samtidigt verkade vissa indikatorer peka i motsatt riktning. Trots den ekonomiska avmattningen förblev hushållens förväntningar relativt höga. Dessutom började oljepriserna stiga i mitten av februari och euron deprecierade något i effektiva termer under årets första månader (se diagram 5.2). Under samma period ökade kreditgivningen till den privata sektorn i en takt på 10 % per år (se diagram 5.3) och M3-ökningen låg också klart över ECB:s referensvärde på 4 ½ % (se diagram 5.4). Penningmängdsutvecklingen ansågs på det hela taget inte utgöra något uppåtriktat hot mot prisstabiliteten vid denna tidpunkt, delvis beroende på att avvikelserna från

Nedåtrisker för prisstabilitet i början av 1999
...

Under det första kvartalet 1999 var prisutvecklingen fortfarande dämpad, främst beroende på effekterna av tidigare positiva utbudshocker framför allt beroende på att oljepriserna sjönk och att tjänstesektorn avreglerades. I början av 1999 var HIKP-inflationen under 1 % (se diagram 5.1). I detta läge med låg inflation uppstod nedåtrisker för den ekonomiska tillväxten främst som

Diagram 5.1 HIKP-inflation

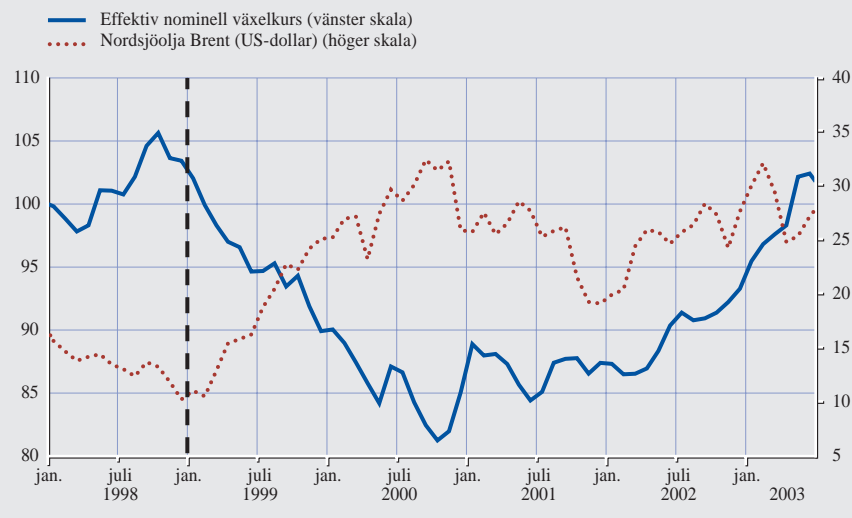
(årlig procentuell förändring)



Källa: Eurostat.

Diagram 5.2 Eurons nominella effektiva växelkurs och oljepriset

(månadsgenomsnitt; index 1999 Kv1=100 USD per fat)



Källor: ECB och Reuters.

referensvärdet varken var betydande eller utdragna.

refinansieringstransaktionerna med 0,5 procentenheter till 2,5 %. Samtidigt sänkte ECB-rådet räntan på utlåningsfaciliteten till 3,5 % och räntan på inlåningsfaciliteten till 1,5 %. Dessa beslut bedömdes vara en lämplig försiktig-

ECB:s styrräntor sänktes i april 1999

Mot bakgrund av dessa överväganden beslutade ECB-rådet därför den 8 april 1999 att sänka räntan på de huvudsakliga

Diagram 5.3 M1 och lån till den privata sektorn

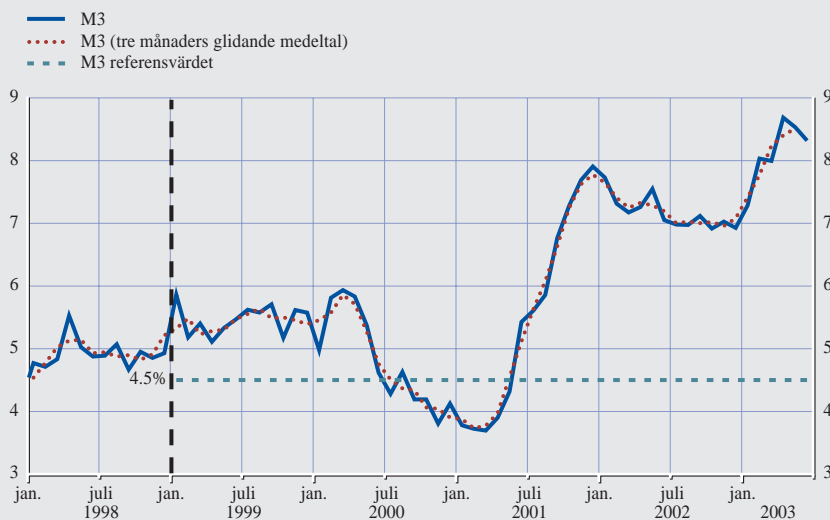
(årlig procentuell förändring)



Källa: ECB.

Diagram 5.4 M3-tillväxt och referensvärdet

(årlig procentuell förändring)



Källa: ECB.

hetsåtgärd för att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

Gradvis förbättring av det ekonomiska läget från mitten av 1999 ...

Från och med sommaren 1999 blev det allt tydligare att den ekonomiska tillväxten skulle stärkas under andra halvåret och under 2000. I det läget pekade de flesta realekonomiska indikatorer allt mer på ekonomisk uppgång (se diagram 5.5).

... importpriserna ökar pristrycket ...

Utvecklingen i importpriserna ökade pristrycket i euroområdet. Händelser på både utbuds- och efterfrågesidan av oljemarknaden ledde till en stadig prisökning mellan mitten av 1999 och slutet av 2000 medan eurons växelkurs försvagades kraftigt. Som en följd därav kröp HIKP-inflationen i euroområdet gradvis uppåt under den här perioden och nådde nivåer över 2 %, vilket är den övre gränsen för ECB:s definition av prisstabilitet. HIKP rensat för oförädlade livsmedel och energi låg kvar på relativt låga nivåer under den här perioden trots relativt

kraftig ekonomisk tillväxt. Det rådde dock allt större oro för att importpriserna skulle leda till inflationstryck, vilket skulle kunna få följd effekter via löne- och prissättningsbeteendet och på så vis leda till en ökning i allmänhetens inflationsförväntningarna på lång sikt.

En annan källa till oro var att penningmängden fortsatte att öka kraftigt under slutet av 1999 och början av 2000 för att så småningom nå nivåer över 6 %. Den utdragna penningmängdsökningen tydde på att rikligt med likviditet gradvist hade byggts upp. Dessutom fortsatte den årliga tillväxten i kreditgivning till den privata sektorn att ligga på en nivå av runt 10 %.

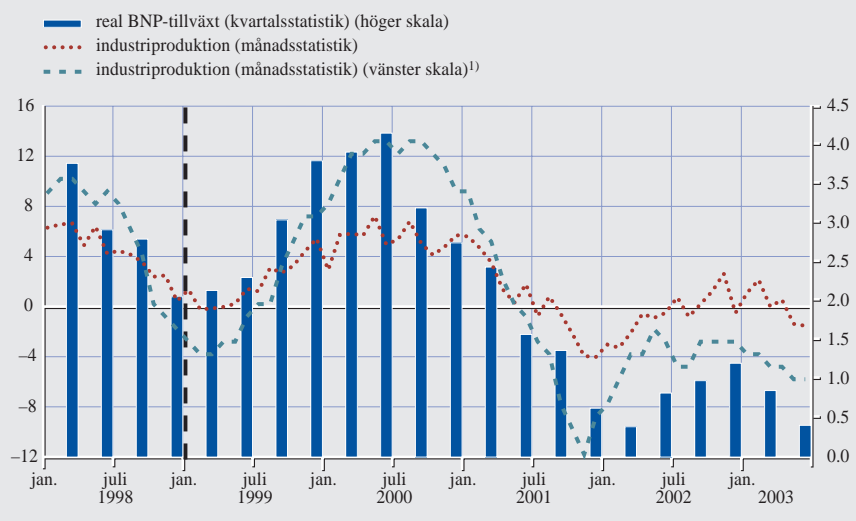
Mot den här bakgrunden höjde ECB-rådet styrräntorna, i flera steg, mellan november 1999 och oktober 2000 med totalt 225 räntepunkter. Efter dessa beslut uppgick i slutet av 2000 den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansierings-

... och penningmängdsutvecklingen permanentades ...

... vilket ledde till gradvisa räntehöjningar i ECB:s styrräntor

¹ I juni 2000 övergick ECB från anbuds-förfaranden med fast ränta till anbud med rörlig ränta med en lägsta anbudsränta i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna.

Diagram 5.5 Real BNP, industriproduktion och företagens förväntningar i euroområdet



Källor: Eurostat och Europeiska kommissionens företags- och hushållsenkätters.

¹⁾ Avvikelser från genomsnittet sedan januari 1985.

transaktionerna till 4,75 % och räntorna på inlånings- och utlåningsfaciliteterna till 3,75 % respektive 5,75 %.

Interventioner på valutamarknaden under hösten 2000

Efter att ha försvagats kontinuerligt sedan slutet av 1998 hade eurons växelkurs alltmer hamnat vid sidan av euroområdets sunda fundament och det förelåg därför risk för att detta skulle leda till stora avvikelser från jämviktskursen med svåra följder för världsekonomin och prisstabiliteten i euroområdet som följd. Eurons depreciering togs alltså upp på G7-nivå den 22 september 2000, på initiativ av ECB, i form av en samordnad intervention på valutamarknaden med de monetära myndigheterna i USA, Japan, Storbritannien och Kanada. ECB intervenerade själv en gång till i början av november. Efter dessa interventioner upphörde den nedåtgående trenden för eurons växelkurs i slutet av 2000.

HIKP-inflationen på årsbasis fortsatte att öka i början av 2001, främst som resultat

av uppgångar i priserna på oförädlade livsmedel, beroende på kreatursjukdomar, och inflationen nådde en topp på 3,4 % i maj (en siffra som sedan reviderades ned till 3,1 %). Samtidigt ökade löneökningstakten och detta bidrog till högre HIKP-inflation exklusive priserna på oförädlade livsmedel och energi.

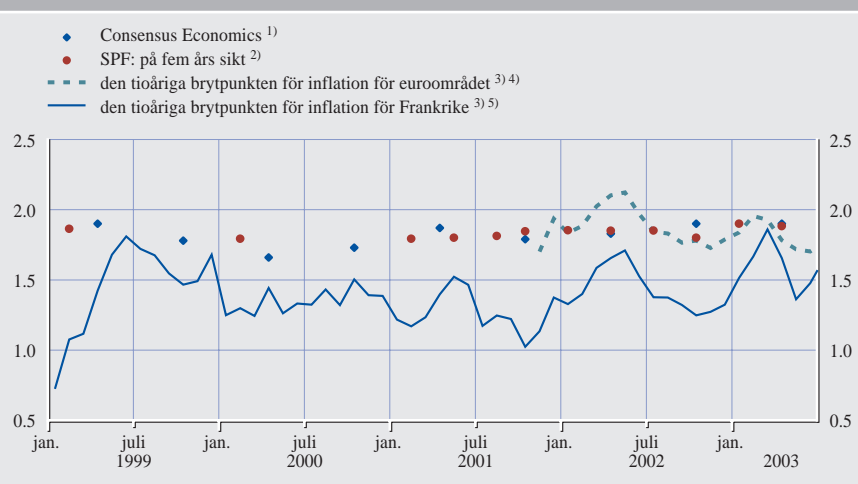
Detta kortvariga pristryck kontrasterade delvis med den realekonomiska utvecklingen. Redan i slutet av 2000 visade världsekonomin tecken på att försvagas. De första indikatorerna på en nedgång i USA blev tydliga efter det kraftiga prisfallet på aktier från rekordnivåerna i början av 2000 och en försämring av den ekonomiska situationen i Japan gav upphov till ökad osäkerhet om tillväxtutsikterna i världsekonomin.

Även i euroområdet kom tecken på en uppbromsning i ekonomin i början av 2001. I själva verket förespände alla tillgängliga prognoser i slutet av 2000 och

HIKP-inflationen fortsatte att öka i början av 2001

Ekonomin visade tecken på att försvagas i slutet av 2000 och 2001

Diagram 5.6 Indikatorer på långfristiga inflationsförväntningar i euroområdet



Källor: Franska finansministeriet, Reuters, Consensus Economics och ECB.

1) Översikt över prominenta finansiella och ekonomiska prognoser publicerade av Consensus Economics Inc.

2) Survey of Professional Forecasters av ECB om olika variabler för olika tidshorisonter. Deltagarna är experter vid institutioner inom Europeiska unionen.

3) Brytpunkten för inflationstakten återspeglar medelvärdet av inflationsförväntningarna över löptiden av indexobligationer. Den beräknas som skillnaden mellan den nominella avkastning på en standardobligation och den verkliga avkastningen på en realränteb obligation, emitterad av samma emittent och med liknande löptid

4) Emitterad av franska staten, knutet till det franska KPI, exkl. tobak.xcluding tobacco.

5) Emitterad av franska staten, knutet till euroområdets HIKP, exkl. tobak.

... också i euroområdet ...

början av 2001 en gradvis minskning av den reala BNP-tillväxten i euroområdet till nivåer som ungefär låg i linje med den trendmässiga potentiella tillväxten senare under 2001. Dessutom räknade man i dessa prognoser med nedåtrisker med tanke på de försämrade utsikterna för världsekonomin.

Sammantaget signalerade både penningmängdsutvecklingen och den svagare ekonomiska tillväxten lägre inflationstryck. Mot den bakgrunden beslutade ECB-rådet att sänka styrräntorna med 25 punkter den 10 maj och igen den 30 augusti 2001.

ECB-rådet sänkte styrräntorna i maj 2001

... och penningmängdsökningen minskade också

M3-ökningen fortsatte att minska i början av 2001 och låg, på årsbasis, kvar på nivåer under referensvärdet främst som en följd av märkbart svagare ökningstakt i de mest likvida komponenterna (inklusive i det smala penningmängdsmåttet M1), vilket antagligen återspeglade höjningarna av ECB:s styrräntor sedan november 1999. Den årliga ökningstakten i kreditgivningen till den privata sektorn dämpades också i början av 2001.

Terroristattackerna i USA den 11 september 2001 ökade den ekonomiska osäkerheten och undergrävde förtroendet och hade således potential att förstärka den nedåtgående trenden i ekonomin. Under dessa omständigheter, och med tanke på att utsikterna för ekonomisk tillväxt i euroområdet hade börjat försvagas redan före terroristattackerna, ökade nedåtriskerna för den ekonomiska tillväxten medan inflationstrycket förväntades lätta. Efter ett extrainkallat möte per telekonferens den 17 september 2001 beslutade ECB-rådet att sänka

Terrorist-attackerna i USA var en stor chock för världsekonomin

styrräntorna med 50 punkter i överensstämmelse med ett liknande beslut av den amerikanska centralbankens Federal Reserve System och andra centralbanker runt om i världen. Detta beslut svarade mot de exceptionella omständigheter som rådde och speglade ECB-rådets övertygelse om att det krävdes en snabb och samordnad reaktion på denna allmänna globala chock.

utlåningsfaciliteterna till 2,25 % respektive 4,25 %.

Nedåtriskerna relaterade till terroristattackerna den 11 september verkade avta under de första månaderna 2002. Vissa indikatorer pekade mot en ekonomisk återhämtning i euroområdet och i världsekonomin. Och en liten återhämtningen i den reala BNP-tillväxten i euroområdet registrerades i början av 2002. Trots att man i stor utsträckning förväntade sig att den reala ekonomin skulle nå sin potential under andra hälften av 2002, var styrkan i återhämtningen fortfarande omgärdad av en ovanligt hög grad av osäkerhet, inte minst beroende på en svag aktiemarknad och hög volatilitet.

Det ekonomiska läget såg ut att förbättras något i början av 2002 ...

Under andra halvåret 2002 stärktes oron för ekonomin. Konjunkturuppgången visade sig svagare än förväntat. Geopolitiska spänningar i Mellanöstern ökade vilket återspeglades i stigande oljepriser. Samtidigt ökade oron för tillförlitligheten i företagets finansiella redovisningssystem. Detta i kombination med svagare vinstrapporter än förväntat bidrog till tynga ner aktiekurserna och öka volatiliteten. Samtliga dessa faktorer ledde på nytt till att förväntningarna om ekonomisk tillväxt i euroområdet fick revideras ned.

... men försämrades igen efter sommaren

Inte desto mindre var HIKP-inflationen över 2 % 2002. Detta berodde delvis på att ogynnsamma väderförhållanden ledde till höjda livsmedelspriser och högre oljepriser. Effekter av kontantutbytet hade även viss uppåtteffekt på prisnivån², särskilt på vissa tjänster även om den sammantagna effekten var liten. Ett orosmoment för prisstabiliteten på medellång sikt var att de mindre volatila

HIKP-inflationen var fortsatt relativt hög ...

Efter den 11 september 2001 fortsatte inflationstrycket att minska ...

I efterverkningarna av terroristattackerna i USA blev det allt tydligare att ekonomin i euroområdet skulle förbli dämpad under andra halvåret 2001 och början av 2002. Samtidigt började effekterna av oljeprishöjningarna och eurokursens försvagning 1999 och 2000 samt prisökningarna på livsmedel i början av 2001 att gradvis avta.

... och efterfrågan på likvida tillgångar ökade i en tid av osäkerhet

Penningmängdsökningen var kraftig, men detta betraktades dock inte som en uppåtrisk mot prisstabiliteten. Det verkade istället som om de fortsatt fallande aktiekurserna från de toppnoteringar som noterats i början av 2000 hade föranlett många investerare att anpassa sina investeringar till säkrare och mer likvida kortfristiga tillgångar. Den processen förstärktes efter terroristattackerna mot USA i september 2001 eftersom det ökade osäkerheten på finansmarknaderna. Att utlåningen till den privata sektorn minskade undanröjde också farhågorna om uppåtriktat pristryck i slutet av 2001.

ECB-rådet sänkte styrräntorna igen i november 2001

Mot bakgrund av denna utveckling sänktes ECB:s styrräntor med ytterligare 50 räntepunkter den 8 november 2001. Efter dessa beslut uppgick den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna till 3,25 % och räntorna på inlånings- och

² Vid starten av etapp tre av EMU var sedlar och mynt fortfarande i nationell valuta och ersattes av euron. Sedlar och mynt i euro introducerades den 1 januari 2002.

komponenterna i inflationen var fortsatt höga i ett läge med dämpad ekonomisk aktivitet och att den nominella löneökningen fortsatte att vara relativt stark trots ökande arbetslöshet.

... även om många tecken tydde på lägre inflationstryck på medellång sikt

Den dämpade ekonomiska aktiviteten sågs emellertid alltmer som en faktor som till slut skulle begränsa de potentiella uppåttriskerna för prisstabiliteten eftersom det var mindre troligt att lönerelaterade risker skulle förverkligas i detta sammanhang. Dessutom bidrog eurons appreciering under våren 2002 ytterligare till att minska inflationstrycket.

Penningmängdsökningen var fortsatt stark under 2002 och i början av 2003

Penningmängdsökningen var fortsatt stark under 2002 och i början av 2003. Precis som 2001 berodde detta delvis på hög volatilitet på finansmarknaderna, vilket ökade placerarnas preferens för kortfristiga, likvida och mindre riskfyllda finansiella tillgångar. Samtidigt speglade utvecklingen också de förhållandevis låga räntorna i euroområdet under 2002. Mot bakgrund av den dämpade ekonomiska aktivitet som rådde i euroområdet och den fortsatt måttliga kreditgivningen ansågs de inflationsrisker som berodde på penningmängdsutvecklingen fortfarande vara små.

ECB:s styrräntor sänktes följaktligen till mycket låga nivåer

Mot bakgrund av denna utveckling sänkte ECB-rådet styrräntor med totalt 125 räntepunkter mellan december 2002 och juni 2003. Dessa beslut utgjorde en viss motvikt mot diverse faktorer med negativ effekt på den ekonomiska aktiviteten och på så vis förbättrades utsikterna för prisstabiliteten på medellång sikt. Med dessa beslut var den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna 2 % i juni 2003. Räntorna på utlånings- och inlåningsfaciliteterna sänktes till 3 % respektive 1 %.

5.3 EN BEDÖMNING AV PENNINGPOLITIKEN UNDER DEN HÅR PERIODEN

De första åren bedrevs den gemensamma penningpolitiken i en värld full av utmaningar i vilken en rad olika chocker i hög grad påverkade prisutvecklingen på kort sikt. Sådana chocker var t.ex. en tredubbling av oljepriserna mellan början av 1999 och mitten av 2000, en kraftig försvagning av eurons växelkurs under den här perioden och, högre priserna på livsmedel, beroende på kreatursjukdomar under 2001. I detta läge av uppåtriktat pristryck var det viktigt att penningpolitiken hindrade utvecklingen från att leda till inflationsförväntningar och löne- och prisspiraler.

Inflationstrycket på kort sikt – en utmaning ...

Penningpolitiken skulle samtidigt bemöta dessa chocker med en lämplig medelfristig inriktning för att begränsa svängningar i produktionen. Denna inriktning på medellång sikt innebar också att penningpolitiken fick bortse från kortfristiga prisrörelser för att hitta rätt inriktning och styra mot den långfristiga prisutvecklingen.

... ECB agerade i ett medelfristigt perspektiv ...

Trots en rad negativa inflationschocker var takten i den årliga genomsnittliga HIKP-inflationen i euroområdet bara strax över 2 % mellan januari 1999 och juni 2003, dvs. den övre gränsen för ECB:s definition av prisstabilitet. Samtidigt kan konstateras att sedan 1999 har alla indikatorer på långfristiga inflationsförväntningar i euroområdet konstant legat under men nära 2 %. Det bör också noteras att inflationsförväntningarna legat kvar på dessa nivåer under perioder med både stigande och avtagande inflationstryck. Det är inte bara fallet för långfristiga inflationsförväntningar, konstaterade i enkäter av enskilda ekonomer, utan även för långfristiga inflationsförväntningar inbyggda i obligationspriserna (se diagram 5.6).

... och upprätthöll sin trovärdighet

Det visar att allmänheten och marknaderna har förtroende för ECB:s beslutsamhet att upprätthålla prisstabiliteten på medellång sikt. Dessa positiva indikationer visar att ECB lyckades stärka sin trovärdighet och kunnat övertyga allmänheten och marknaderna om sin beslutsamhet att fullgöra sitt åtagande att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

BILAGA

HISTORIA – DE TRE ETAPPERNA AV EKONOMISKA OCH MONETÄRA UNIONEN

I juni 1988 godkände Europeiska rådet målet för det progressiva genomförandet av en ekonomisk union och gav en kommitté, ledd av Jacques Delors (dåvarande ordförande för Europeiska kommissionen), i uppdrag att undersöka och lämna förslag på konkreta steg mot denna union. Kommittén bestod av cheferna för de nationella centralbankerna i EG, Alexandre Lamfalussy, dåvarande högste chef för Bank for International Settlements, Niels Thygesen, professor i nationalekonomi, Köpenhamn och Miguel Boyer, dåvarande chef för Banco Exterior de España. I Delorskommitténs förslag, lades ett förslag fram om att en ekonomisk och monetär union skulle genomföras i tre olika etapper.

EMU - etapp ett

Baserat på Delorskommitténs förslag beslutade Europeiska rådet i juni 1989 att första etappen för genomförande av den ekonomiska och monetära unionen skulle inledas den 1 juli 1990 – det datum då i princip alla restriktioner på kapitalrörelser mellan medlemsstaterna skulle upphöra. Centralbankschefskommittén tilldelades också ytterligare uppgifter. Denna kommitté hade spelat en allt större roll i det monetära samarbetet sedan den inrättades i maj 1964. Dessa uppgifter fastställdes i ett rådsbeslut den 12 mars 1990 och omfattade att överläggningar skulle hållas om och främja samordning av penningpolitiken i medlemsstaterna i syfte att uppnå prisstabilitet. Med tanke på den relativt korta tid som stod till förfogande och uppgifternas komplexitet, inledde även centralbankschefskommittén arbetet med att förbereda för etapp tre av Ekonomiska och monetära unionen (EMU). Det första steget innebar att identifiera alla de frågor som skulle undersökas i ett tidigt skede för att upprätta ett arbetsprogram och definiera uppgifterna för de underkommittéer och arbetsgrupper som tillsatts i detta syfte före utgången av 1993.

Fördraget om upprättande av Europeiska ekonomiska gemenskapen (Romfördraget) reviderades för att skapa den institutionella infrastruktur som behövdes för genomförande av den andra och den tredje etappen. Av den anledningen sammankallades 1991 en mellanstatlig konferens om EMU, parallellt med den mellanstatliga konferensen om en politisk union. Förhandlingarna resulterade i Fördraget om Europeiska unionen som antogs i december 1991 och undertecknades i Maastricht den 7 februari 1992. På grund av förseningar i ratificeringsprocessen trädde inte fördraget i kraft förrän den 1 november 1993. Genom detta fördrag ändrades fördraget om upprättande av Europeiska ekonomiska gemenskapen, namnet ändrades till Fördraget om upprättande av Europeiska gemenskapen, och bland annat infördes protokollet om stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken och protokollet om Europeiska monetära institutets stadga.

Etapp två av EMU, upprättandet av EMI och ECB

Upprättandet av Europeiska monetära institutet (EMI) den 1 januari 1994 markerade andra etappen i EMU och i och med detta upphörde Centralbankschefskommittén att existera. EMI:s övergångsexistens speglade också den monetära integrationens situation inom gemenskapen. EMI hade inget ansvar för att föra Europeiska unionens

penningpolitik - detta förblev de nationella myndigheternas uppgift – och hade inte heller mandat att utföra valutatransaktioner.

EMI:s två huvuduppgifter var att:

- i. stärka samarbetet mellan centralbankerna och samordningen av penningpolitiken
- ii. göra de förberedelser som behövdes för att upprätta Europeiska centralbanks-systemet (ECBS) som under den tredje etappen skulle föra en gemensam penningpolitik och skapa en gemensam valuta.

EMI utgjorde ett forum för konsultation, meningsutbyte och information om policyfrågor och upprättade det regelverk och det organisatoriska och logistiska ramverk som erfordras för att ECBS skall kunna fullgöra sina uppgifter under etapp tre.

I december 1995 kom EU-rådet överens om att namnet på den europeiska valutan som skulle introduceras vid början av etapp tre skulle vara "euro" och fastställde att etapp tre av EMU skulle inledas den 1 januari 1999. En detaljerad plan för övergången till euro tillkännagavs. Referensscenariot baserades huvudsakligen på förslag som EMI hade lagt fram. Samtidigt fick EMI i uppgift att förbereda för framtida samarbete i monetära frågor och växelkurssarbete mellan euroområdet och andra EU-länder. I december 1996 överlämnade EMI sin rapport till EU-rådet. Denna rapport utgjorde basen för ett rådsbeslut om principer och grundläggande faktorer för den nya valutakursmekanismen (ERM2) som godkändes i juni 1997.

I december 1996 presenterade EMI för Europeiska rådet och sedan för allmänheten det vinnande förslaget till utformning av eurosedlarna som skulle sättas i omlopp den 1 januari 2002.

För att komplettera och specificera fördragets bestämmelser för EMU antog EU-rådet stabilitets- och tillväxtpakten i juni 1997. Två förordningar utgör del av stabilitets- och tillväxtpakten. Denna pakt skall säkerställa budgetdisciplin för EMU. I maj 1998 kompletterades pakten och åtagandena styrktes i ett av rådets tillkännagivanden.

Den 2 maj 1998 beslutade EU-rådet, med stats- eller regeringschefer, enhälligt att elva medlemsstater (Belgien, Finland, Frankrike, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Portugal, Spanien och Tyskland, och Österrike) uppfyllde villkoren för att införa den gemensamma valutan den 1 januari 1999. Dessa länder skulle därför delta i tredje etappen av EMU. Stats- eller regeringscheferna uppnådde också politisk enighet om vilka personer som skulle rekommenderas för att bli nominerade till ledamöter av Europeiska centralbankens (ECB) direktion.

Samtidigt kom finansministrarna och centralbankscheferna i de medlemsstater som antog den gemensamma valutan, Europeiska kommissionen och EMI överens om att de aktuella bilaterala växelkurserna (ERM-växelkursmekanismen) skulle användas för att bestämma de oåterkalleliga växelkurserna för euron.

Den 25 maj 1998 utsåg regeringarna i de elva deltagande medlemsstaterna ordförande, vice ordförande och de andra fyra ledamöterna i ECB:s direktion. Deras förordnande

trädde i kraft den 1 juni 1998 och utgjorde upprättandet av ECB. ECB och de nationella centralbankerna i de deltagande medlemsländerna utgör Eurosystemet, som utformar och definierar den gemensamma penningpolitiken i etapp tre av EMU.

I och med upprättandet av ECB den 1 juni 1998 hade EMI fullgjort sina uppgifter. Enligt artikel 123 (f.d. artikel 109l) i Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen, gick EMI i likvidation när ECB upprättades. Allt förberedande arbete som anförtrots EMI avslutades i god tid och den återstående tiden av 1998 använde ECB för att sluttesta system och förfaranden.

EMU - etapp tre, oåterkallelig låsning av växelkurserna

Den 1 januari 1999 inleddes den tredje och sista etappen av EMU med oåterkallelig låsning av växelkurserna för valutorna i de elva medlemsstater som deltog i Monetära unionen och med genomförandet av en gemensam penningpolitik under ECB:s ansvar.

Antalet deltagande medlemsstater ökade till 12 den 1 januari 2001 när Grekland gick in i etapp tre av EMU. Sedan dess har Greklands centralbank varit del av Eurosystemet. Greklands deltagande följde ett enhälligt beslut den 19 juni 2000 i EU-rådet, på stats- eller regeringschefsnivå, att Grekland uppfyllde konvergenskriterierna.

ORDLISTA

Aktiemarknad (equity market/stock market): marknaden för emission av och handel med aktier. Aktier är ägarandelar i ett företag. En viktig skillnad mellan aktier och skuldförbindelser är att aktier inte behöver återbetalas av emittenten.

Allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken (Broad Economic Policy Guidelines): Dessa riktlinjer har antagits av **EU-rådet** och utgör den ram inom vilken **medlemsstaterna** och Europeiska gemenskapen får fastställa mål och inriktning på den ekonomiska politiken.

Allmänna rådet (General council): ett av **Europeiska centralbankens (ECB)** beslutande organ. Det består av ECB:s ordförande och vice ordförande samt cheferna för de nationella centralbankerna i samtliga EU-medlemsstater.

Alternativkostnader (opportunity cost): mått på kostnader för att hålla en viss tillgång. Dessa kostnader mäts ofta som spreaden mellan avkastningen på en alternativ placering och den verkliga avkastningen.

Anbud till rörlig ränta (variable rate tender): ett anbudsförfarande varvid **motparterna** lämnar bud både på belopp och ränta för den transaktion de önskar göra med centralbanken.

Ansvarighet (accountability): innebär en rättslig och politisk skyldighet för en oberoende institution att tydligt och ingående redogöra för sina beslut för medborgarna och deras valda företrädare. Institutionen hålls därmed ansvarig för att målen uppnås. ECB är ansvarig inför medborgarna i Europa samt, mer formellt, inför **Europa-parlamentet**.

Centralbankens oberoende: rättsliga bestämmelser som garanterar att en centralbank kan fullgöra sina uppgifter och skyldigheter utan politisk inblandning. Artikel 108 i **fördraget** fastställer principen om oberoende för centralbanker i euroområdet.

Deflation: en nedgång i den allmänna prisnivån, t.ex. i konsumentprisindexet.

Derivatmarknad (derivatives market): marknaden för emission av och handel med finansiella kontrakt, vars värde är beroende av priser på underliggande värdepapper, räntor, växelkurser, marknadsindex eller råvarupriser. De grundläggande typerna av derivat är **terminer**, **optioner**, **swappar** och **ränteterminer**.

Direkt köp/försäljning av värdepapper (outright transaction): en transaktion som innebär att tillgångar köps eller säljs direkt på marknaden (avista eller termin).

Direktionen (Executive Board): ett av **Europeiska centralbankens (ECB)** beslutande organ. Direktionen består av ECB:s ordförande, vice ordförande och fyra andra ledamöter som utses genom överenskommelse av stats- eller regeringscheferna i de **medlemsstater** som har infört euron.

ECB-rådet (Governing council): det högsta av **Europeiska centralbankens (ECB)** beslutande organ. ECB-rådet består av alla ledamöterna i ECB:s **direktion** samt cheferna för de nationella centralbanker i de medlemsländer som har infört **euron**.

Ecu (European Currency Unit): före **etapp tre** av EMU var ecun en valutakorg som bestod av fasta andelar av tolv av de femton valutorna i EU-**medlemsstaterna**. Ecus värde beräknades som ett vägt medelvärde av de ingående valutorna. Ecu ersattes av **euron** till värdet 1:1 den 1 januari 1999.

Effektiva (nominella/reala) växelkurser (effective (nominal/real) exchange rates (EER)): nominella effektiva växelkurser beräknas som ett vägt geometriskt medelvärde av olika bilaterala växelkurser. Reala effektiva växelkurser är nominella effektiva växelkurser deflaterade med ett vägt medelvärde av utländska, i förhållande till inhemska, priser och kostnader. De är således mått på konkurrenskraft när det gäller priser och kostnader. **Europeiska centralbanken (ECB)** beräknar nominella effektiva växelkursindex för euron gentemot valutorna för en stor grupp av **eurområdets** handelspartner. Sedan januari 2001 består den snäva gruppen av 12 industrialiserade eller nyligen industrialiserade handelspartner, och en större grupp med 38 handelspartner. De reala effektiva växelkursindexen för **euron** beräknas med användning av alternativa pris- och kostnadsmått.

Ekofin-rådet: se **EU-rådet**.

Ekonomiska och finansiella kommittén (Economic and Financial Committee): ett rådgivande gemenskapsorgan som upprättades vid starten av **etapp tre** av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)**. **Medlemsstaterna, Europeiska kommissionen** och **Europeiska centralbanken (ECB)** utser vardera högst två medlemmar av kommittén. Medlemsstaterna skall välja en medlem bland högre tjänstemän från respektive lands förvaltning och en bland högre tjänstemän från respektive lands centralbank. Medlemmar från de nationella centralbankerna deltar bara i ekonomiska och finansiella kommitténs möten när frågor som rör deras institutions speciella expertis eller behörighetsområde diskuteras. I artikel 114.2 i **fördraget** finns en förteckning över Ekonomiska och finansiella kommitténs uppgifter.

Ekonomiska och monetära unionen (EMU) (Economic and Monetary Union): processen för att skapa en ekonomisk och monetär union skall enligt **fördraget** ske i tre etapper. Etapp ett av EMU började i juli 1990 och slutade den 31 december 1993. Viktigast under denna etapp var avvecklingen av alla interna hinder för fria kapitalrörelser inom Europeiska unionen. Etapp två av EMU började den 1 januari 1994. Under denna etapp upprättades bl.a. **Europeiska monetära institutet (EMI)**, ett förbud infördes mot centralbanksfinansiering av den offentliga sektorn och mot positiv särbehandling av den offentliga sektorn hos finansinstitut och det fastställdes bestämmelser för att undvika alltför stora underskott i de offentliga finanserna. Etapp tre började den 1 januari 1999 då befogenheten att föra penningpolitik överfördes till **Europeiska centralbanken (ECB)** och euron infördes.

Eonia (euro overnight index average): ett mått på den effektiva räntan på interbankmarknaden för dagslån i **euro**. Eonia beräknas som ett vägt medelvärde av de räntor på inlåning över natten utan säkerhet som inrapporteras av ett antal banker.

ERM (exchange rate mechanism): **Europeiska monetära systemets** växelkurs- och interventionsmekanism fastställde de deltagande valutornas växelkurser som centralkurser mot **ecun**. Dessa centralkurser användes för att upprätta en tabell över bilaterala centralkurser mellan de deltagande valutorna. Växelkurserna tilläts röra sig inom ett fluktuationsband kring de bilaterala centralkurserna. Centralkurserna kunde justeras efter överenskommelse mellan alla länder som deltog i ERM. ERM upphörde i och med starten av **etapp tre** av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** då **ERM2** upprättades.

ERM2: den växelkursmekanism som utgör ramen för det valutapolitiska samarbetet mellan **eurområdet** och de **EU-medlemsstater** som inte deltar i eurområdet fr.o.m. starten av **etapp tre** av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)**. Medlemskap i mekanismen är frivilligt. Medlemsstater med undantag förväntas dock ansluta sig. Valutainterventioner och finansiering vid gränserna av de normala eller smalare fluktuationsbanden är i princip automatiska och obegränsade, med tillgång till mycket kortfristig finansiering. **Europeiska centralbanken (ECB)** och de nationella centralbankerna utanför eurområdet som deltar i ERM2 kan dock avbryta de automatiska interventionerna om dessa strider mot huvudmålet att upprätthålla **prisstabilitet**.

Etapp ett, etapp två, etapp tre (Stage One, Stage Two, Stage Three): se **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)**.

EU:s utvidgning: 2003 hade 13 länder i Central- och Östeuropa och i Medelhavsområdet godkänts som kandidatländer av **Europeiska rådet** för anslutning till Europeiska unionen (EU). Följande tio länder hade undertecknat anslutningsfördraget för att ansluta sig till EU den 1 maj 2004: Tjeckien, Estland, Cypern, Lettland, Litauen, Ungern, Malta, Polen, Slovenien och Slovakien. Två andra länder, Bulgarien och Rumänien, inledde anslutningsförhandlingarna 2003 och har fått 2007 som preliminärt årtal för när de kan gå med i EU. Turkiet är en annan officiell kandidat för anslutning.

EU-medlemsstat: se **Medlemsstat**.

Euribor (euro interbank offered rate): den ränta till vilken förstklassiga banker är villiga att ge varandra lån i **euro**. Euribor beräknas dagligen för interbankinlåning med en löptid på en vecka och en till tolv månader som ett genomsnitt av de räntor som erbjuds av dessa banker, avrundat till tre decimaler.

Euro: namnet på den europeiska valutan som antogs av **Europeiska rådet** vid mötet i Madrid den 15–16 december 1995.

Eurområdet (euro area): det område som omfattar de **medlemsstater** som har infört euron som sin gemensamma valuta i enlighet med **fördraget** och som för en

gemensam penningpolitik under **ECB-rådets** ansvar. Euroområdet bestod 2003 av Belgien, Tyskland, Grekland, Spanien, Frankrike, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Österrike, Portugal och Finland.

Europaparlamentet (European Parliament): består av 626 företrädare för **medlemsstaternas** medborgare. Parlamentet deltar i lagstiftningsprocessen men har varierande rättigheter beroende på vilket förfarande som tillämpas när lagstiftningen antas. När det gäller **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** har parlamentet främst rådgivande befogenheter. I **fördraget** fastställs vissa bestämmelser om **Europeiska centralbankens (ECB)** demokratiska ansvarighet inför parlamentet (ECB skall lägga fram årsrapporter, delta i den allmänna debatten om penningpolitiken och kunna höras av behöriga parlamentsutskott).

Europeiska centralbanken (ECB) (European Central Bank): ECB är kärnan i **Europeiska centralbankssystemet (ECBS)** och **Eurosystemet** och är en juridisk person enligt gemenskapsrätten. ECB säkerställer att de uppgifter som har ålagts Eurosystemet och ECBS genomförs antingen i dess egen verksamhet eller via de nationella centralbankerna i enlighet med stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken.

Europeiska centralbankssystemet (ECBS) (European System of Central Banks [ESCB]): består av **Europeiska centralbanken (ECB)** och de nationella centralbankerna i samtliga EU-**medlemsstater**, dvs. det omfattar förutom medlemmarna i **Eurosystemet** även de nationella centralbankerna i de medlemsstater som ännu inte antagit **euron**.

Europeiska kommissionen: Europeiska kommissionen är den institution inom Europeiska gemenskapen som säkerställer att bestämmelserna i **fördraget** tillämpas. Kommissionen utformar gemenskapspolitiken, lägger fram förslag till gemenskapslagstiftning och utövar befogenheter på specifika områden. På det ekonomisk-politiska området lägger kommissionen fram rekommendationer om allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken i gemenskapen och rapporterar till **EU-rådet** om den ekonomiska utvecklingen och politiken. Kommissionen bevakar de offentliga finanserna inom ramen för den multilaterala övervakningen och rapporterar till rådet.

Europeiska monetära institutet (EMI) (European Monetary Institute): en tillfällig institution som upprättades vid starten av etapp två av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** den 1 januari 1994. EMI:s två huvuduppgifter var att stärka samarbetet mellan centralbankerna och samordningen av penningpolitiken och att vidta de nödvändiga förberedelserna för **Europeiska centralbankssystemet (ECBS)**, den gemensamma penningpolitiken och den gemensamma valutan i **etapp tre**. EMI trädde i likvidation efter upprättandet av **Europeiska centralbanken (ECB)** den 1 juni 1998.

Europeiska monetära systemet (EMS) (European Monetary System): ett växelkurssystem som upprättades 1979 i enlighet med **Europeiska rådets** resolution av den 5 december 1978. Regler för systemets funktion fastställdes i avtalet av den 13 mars 1979 mellan centralbankerna i medlemsstaterna i Europeiska ekonomiska

gemenskapen (EEG). Syftet var att skapa ett närmare penningpolitiskt samarbete mellan länderna i gemenskapen och ett område med monetär stabilitet i Europa. De viktigaste beståndsdelarna i EMS var **ecun**, växelkurs- och interventionsmekanismen (**ERM**) och olika kreditmekanismer. EMS upphörde i och med starten av **etapp tre** av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** då **ERM2** upprättades.

Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995 (ENS 95): ett system av enhetliga statistikdefinitioner och klassificeringar som syftar till att ge en harmoniserad kvantitativ beskrivning av **medlemsstaternas** ekonomier. ENS 95 är gemenskapens version av det internationella nationalräkenskapssystemet (SNA 93). ENS 95 är en ny version av det europeiska systemet som började genomföras under 1999 i enlighet med Rådets förordning (EG) nr 2223/96.

Europeiska rådet (European Council): ger Europeiska unionen de impulser som behövs för dess utveckling och fastställer allmänna politiska riktlinjer för denna utveckling. Europeiska rådet består av **medlemsstaternas** stats- eller regeringschefer och **Europeiska kommissionens** ordförande (se även **EU-rådet**).

Eurostat: Europeiska gemenskapernas statistikkontor. Eurostat är en del av **Europeiska kommissionen** och ansvarar för gemenskapens produktion av statistik.

Eurosystemet (Eurosysteem): är **euroområdet** centralbankssystem. Eurosystemet består av **Europeiska centralbanken (ECB)** och centralbankerna i de **medlemsstater** som har infört **euron** i **etapp tre av Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** (se även euroområdet). 2003 ingick tolv nationella centralbanker i Eurosystemet.

Eurosystemets framtidsbedömningar (Eurosysteem staff projections): är resultaten av beräkningar som genomförts av **Eurosystemets** experter för att bedöma den möjliga framtida makroekonomiska utvecklingen i **euroområdet** som del av den ekonomiska analysen.

EU-rådet (Europeiska unionens råd) (EU Council): en av Europeiska gemenskapens institutioner. EU-rådet består av företrädare för regeringarna i **medlemsstaterna**, normalt de ministrar som ansvarar för de frågor som står på dagordningen (därför ofta kallat ministerrådet). När EU-rådet är sammansatt av finans- och ekonomiministrarna kallas det ofta **Ekofin-rådet**. EU-rådet kan också sammanträda på stats- och regeringschefsnivå (se även **Europeiska rådet**).

Fastränteanbud (fixed rate tender): ett anbudsförfarande där räntan anges i förväg av centralbanken och de **motparter** som deltar lämnar bud på vilket belopp de vill handla till den fasta räntesatsen.

Finansmarknad (financial markets): är marknader där de med överskott av medel lånar ut till dem som har underskott.

Finjusterande transaktion (fine-tuning operation): en icke-regelbunden **öppen marknadsoperation** som **Eurosystemet** i första hand genomför för att hantera oväntade likviditetsfluktuationer på marknaden.

Framtidsbedömningar: se **Eurosystemets framtidsbedömningar**.

Fördraget (Treaty): avser Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen. Fördraget undertecknades i Rom den 25 mars 1957 och trädde i kraft den 1 januari 1958. Genom detta fördrag (ofta kallat Romfördraget) upprättade Europeiska ekonomiska gemenskapen (EEG), numera Europeiska gemenskapen. Fördraget om Europeiska Unionen (som ofta kallas Maastrichtfördraget) undertecknades den 7 februari 1992 och trädde i kraft den 1 november 1993. Genom Fördraget om Europeiska unionen ändrades Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen och Europeiska unionen upprättades. Genom Amsterdamfördraget, som undertecknades i Amsterdam den 2 oktober 1997 och trädde i kraft den 1 maj 1999, ändrades både Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen och Fördraget om upprättandet av Europeiska unionen. När Nicefördraget, som avslutade regeringskonferensen 2000 och undertecknades den 26 februari 2001, trädde i kraft den 1 februari 2003, ändrades både Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen och Fördraget om upprättandet av Europeiska unionen.

Förfarande vid alltför stora underskott (excessive deficit procedure): det förfarande som fastställts i artikel 104 i **fördraget** och vidare i protokoll 20 om förfarandet vid alltför stora underskott kräver att EU:s **medlemsstater** iakttar budgetdisciplin. I samma artikel fastställs kriterierna för alltför stora underskott och vilka åtgärder som skall vidtas om dessa villkor inte uppfylls. Detta kompletteras med en förordning av **EU-rådet** om påskyndande och förtydligande av tillämpningen av förfarandet vid alltför stora underskott, som är ett av elementen i **stabilitets- och tillväxtpakten**.

Graden av öppenhet (degree of openness): ett mått på i vilken grad en ekonomi är beroende av handel med andra länder eller regioner t.ex förhållandet mellan total import och total export uttryckt i procent av bruttonationalprodukten.

Grupp ett-värdepapper (tier one asset): värdepapper avsedda för handel som uppfyller vissa enhetliga urvalskriterier som gäller hela **eurområdet** och som fastställs av **Europeiska centralbanken (ECB)**.

Grupp två-värdepapper (tier two asset): värdepapper avsedda för handel eller värdepapper ej avsedda för handel för vilka särskilda urvalskriterier fastställts av de nationella centralbankerna efter godkännande av **Europeiska centralbanken (ECB)**.

Harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP) (Harmonised Index of Consumer Prices [HICP]): Ett konsumentprisindex som harmoniserats mellan olika länder.

Hushåll (households): ingår som institutionell sektor i **Europeiska räkenskaps-systemet 1995 (ENS 95)**. Hushållssektorn omfattar individer eller grupper av individer i deras egenskap som konsumenter men även möjligen som företagare (och som producenter av marknadsförda varor (dvs. aktiebolag eller handelsbolag). Hushållens ideella organisationer är en separat institutionell sektor enligt ENS 95 även om de ofta samrapporteras med hushåll.

Huvudsaklig refinansieringstransaktion (main refinancing operation): en regelbunden **öppen marknadsoperation** som **Eurosystemet** genomför i form av en **reverserad transaktion**. Huvudsakliga refinansieringstransaktioner utförs varje vecka genom ett **standardiserat anbudsförfarande**. ECB-rådet bestämde 2003 att löptiden för dessa transaktioner skulle förkortas från två till en vecka fr.o.m. mars 2004.

Icke-finansiella företag (non-financial corporations): ingår som institutionell sektor i **Europeiska räkenskapssystemet 1995 (ENS 95)**. Denna sektor består av institutionella enheter vars distributiva och finansiella transaktioner är tydligt avskiljda från ägarnas. Icke finansiella företag omfattar alla organ som är egna juridiska personer, de skall vara marknadsproducenter och deras huvudsakliga verksamhet skall vara framställning av varor och icke finansiella tjänster.

Inflation: en ökning i den allmänna prisnivån, t.ex. i konsumentprisindexet.

Inflationsmål (inflation targeting): en penningpolitisk strategi i syfte att upprätthålla **prisstabilitet** genom att fokusera på avvikelser i publicerade inflationsprognoser från ett tillkännagivet inflationsmål.

Inflationsriskpremie (inflation risk premium): compensation till investerare för de risker som det innebär att inneha tillgångar (i nominella termer) under en längre tid.

Inlåning med avtalad löptid (deposits with an agreed maturity): huvudsakligen tidsbunden inlåning som, beroende på nationell praxis, kan disponeras tidigare mot en straffavgift. Den omfattar också vissa icke överlåtbara skuldinstrument, t.ex. icke överlåtbara insättningsbevis. Inlåning med en avtalad löptid upp till två år ingår i **M2** (och därmed även i **M3**), medan inlåning med en avtalad löptid över två år ingår i **MFI**-sektorns (icke-monetära) långfristiga finansiella skulder.

Inlåning med uppsägningstid (deposits redeemable at notice): sparkonton från vilka uttag kan göras först efter en fast uppsägningstid. I vissa fall är det möjligt att ta ut ett fast belopp under en bestämd period eller att göra uttag i förtid mot en straffavgift. Inlåning med en uppsägningstid upp till tre månader ingår i **M2** (och därmed även i **M3**), medan inlåning med längre uppsägningstid ingår i MFI-sektorns (icke-monetära) långfristiga finansiella skulder.

Inlåning över natten (overnight deposits): inlåning som löper ut följande dag. Denna kategori av instrument omfattar huvudsakligen sådan avistainlåning som helt kan överlåtas (med check eller liknande). Den omfattar också icke överlåtbar inlåning som kan konverteras på begäran eller före stängningsdags följande dag. Inlåning över natten ingår i **M1** (och därmed i **M2** och **M3**).

Inlåningsfacilitet (deposit facility): en av **Eurosystemets stående faciliteter** som **motparter** kan använda för **inlåning över natten** hos en nationell centralbank till en på förhand bestämd ränta (se **Styrräntor**).

Kassakrav (reserve requirement): de minimireserver som ett **kreditinstitut** är skyldigt att hålla hos centralbanken. I **Eurosystemets** kassakravssystem beräknas storleken på varje **kreditinstituts** kassakrav genom att **kassakravsprocenten** för respektive kategori poster i **kassakravsbasen** multipliceras med summan av dessa poster i institutets balansräkning. Institutet får vidare göra ett generellt avdrag från sitt kassakrav.

Kassakravsbas (reserve base): summan av posterna i balansräkningen (särskilt skulder) som utgör underlag för beräkning av ett **kreditinstituts kassakrav**.

Kassakravsprocent (reserve ratio): den procentsats som centralbanken fastställer för varje kategori balansposter i **kassakravsbasen**. Procentsatserna används för att beräkna **kassakraven**.

Konsoliderade MFI-balansräkningar (consolidated MFI balance sheet): upprättas genom kvittning av monetära finansinstituts (MFI) inbördes positioner (t.ex. lån och inlåning mellan monetära finansinstitut) i den aggregerade balansräkningen för MFI-sektorn. Den tillhandahåller statistik över MFI-sektorns tillgångar och skulder gentemot hemmahörande i **euroområdet** som inte tillhör denna sektor (t.ex. **staten** och andra hemmahörande i euroområdet) och gentemot hemmahörande utanför euroområdet. Denna konsoliderade balansräkning utgör den viktigaste statistikällan för beräkning av **penningmängdsmåtten** och utgör grunden för den regelbundna analysen av motposterna till **M3**.

Konvergenskriterier (convergence criteria): är de kriterier som upprättas i artikel 121.1 i **fördraget** (och som beskrivs mer ingående i artikel 1 i protokoll nr 21). Konvergenskriterierna utgör grunden för bedömningen om ett land skall få anta euron. De syftar till varaktigt stabila priser, sunda offentliga finanser, stabil växelkurs och långa räntor. De täcker också den nationella lagstiftningens förenlighet, inklusive den lagstiftning som rör centralbanken, med både fördraget och stadgan för **Europeiska centralbankssystemet** och **Europeiska centralbanken**.

Kreditgivning till hemmahörande i euroområdet (credit to euro area residents): ett brett mått på finansiering till icke **monetära finansinstitut (MFI)** hemmahörande i euroområdet (däribland den **offentliga sektorn** och den privata sektorn) av MFI-sektorn. I kreditgivningen ingår **lån till hemmahörande i euroområdet** och monetära finansinstituts innehav av värdepapper som emitterats av hemmahörande i **euroområdet**. Det senare omfattar aktier, andra värdepapper och **skuldförbindelser**. Eftersom värdepapper kan betraktas som en alternativ finansieringskälla till lån och eftersom vissa lån kan värdepapperiseras, ger denna definition mer korrekt information om MFI-sektorns finansiering av ekonomin än en snäv definition som endast omfattar lån.

Kreditinstitut (credit institution): avser ett institut enligt definitionen artikel 1.1 i **Europaparlamentets** och rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 (ändrat genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/28/EG av den 18 september 2000) om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut. I enlighet härmed är ett kreditinstitut: i) ett företag vars verksamhet består i att från allmänheten ta emot

insättningar eller andra återbetalbara medel och att bevilja krediter för egen räkning, eller ii) ett företag eller annan juridisk person som inte är kreditinstitut enligt i) som emitterar betalningsmedel i form av elektroniska pengar. Elektroniska pengar är definierat som ett penningvärde i form av en fordran på utgivaren som a) är en elektronisk produkt, b) har givits ut mot erhållande av medel som värdemässigt inte understiger det penningvärde som givits ut, och c) godkänts som betalningsmedel av andra företag än utgivaren.

Ledande indikatorer (leading indicators): ekonomiska variabler som förutsäger eller innehåller viktig information om den framtida utvecklingen i andra variabler.

Lån till hemmahörande i euroområdet (loans to euro area residents): utlåning av **monetära finansinstitut (MFI)** ej dokumenterad med överlåtbara dokument eller dokumenterad med ett enda dokument (om det har blivit överlåtbart). Häri ingår lån till hushåll, icke-finansiella företag och den offentliga sektorn. Lån till hushåll kan vara konsumentkrediter (lån som beviljas för personlig konsumtion av varor och tjänster), bostadslån (lån som beviljas för investering i bostäder, inklusive bostadsbyggande och renovering) och övriga lån (lån som beviljas för skuldsanering, studier etc.) (se även **kreditgivning till hemmahörande i euroområdet**).

Långfristig refinansieringstransaktion (longer-term refinancing operation): en regelbunden **öppen marknadsoperation** som **Eurosystemet** genomför i form av en **reverserad transaktion**. Långfristiga refinansieringstransaktioner utförs varje månad genom ett **standardiserat anbudsförfarande** och har normalt en löptid på tre månader.

Lägsta anbudsränta (minimum bid rate): den lägsta ränta till vilken **motparter** får lämna in anbud vid **anbudsförfaranden med rörlig ränta** (se **styrräntor**).

M1, M2, M3: se **Penningmängdsmått**.

Maastrichtfördraget: se **fördraget**.

Medlemsstat (Member state): ett land som är medlem av Europeiska unionen.

Monetära basen (monetary base): omfattar utelöpande sedlar och mynt, motparternas reserver i **Eurosystemet** och utnyttjande av **Eurosystemets** inlåningsfacilitet. Dessa poster utgör skulder i Eurosystemets balansräkning. Reserverna kan delas upp ytterligare i kassakrav och kassaöverskott. I Eurosystemets kassakravssystem är motparterna skyldiga att på konton hos de nationella centralbankerna hålla medel som motsvarar kassakraven. Därutöver håller kreditinstituten i allmänhet bara mindre belopp (kassaöverskott) inestående hos Eurosystemet.

Monetära finansinstitut (MFI) (Monetary Financial Institutions [MFI]): de finansinstitut som bildar den penningkapande sektorn i **euroområdet**. Häri ingår **Eurosystemet**, inhemska **kreditinstitut** (enligt gemenskapsrättens definition) och alla andra inhemska finansinstitut vars verksamhet består i att motta inlåning och/eller nära substitut för inlåning från andra än monetära finansinstitut och att för egen räkning (åtminstone i ekonomisk bemärkelse) lämna kredit och/eller placera i

värdepapper. Den sistnämnda gruppen utgörs huvudsakligen av **penningmarknadsfonder**.

Motpart (counterparty): den motsatta sidan i en finansiell transaktion (t.ex. parter som genomför transaktioner med en centralbank).

Nominella effektiva växelkurser: se **effektiva (nominella/reala) växelkurser**.

Obligationsmarknaden (bond market): den marknad på vilken långfristiga **skuldförbindelser** emitteras och handlas.

Offentlig sektor (General government): består, enligt definitionen i **Europeiska national- och regionalräkenskapssystemet (ENS)** 1995, av staten, delstater, kommuner och socialförsäkringssystem.

Option: ett finansiellt instrument som ger innehavaren rätt, men inte skyldighet, att köpa eller sälja särskilda tillgångar (t.ex. obligationer eller aktier) till ett på förhand fastställt pris (lösenpris) vid eller fram till en viss tidpunkt (förfallodag). En köpoption ger innehavaren rätt att köpa de underliggande tillgångarna till ett avtalat lösenpris, medan en säljoption ger innehavaren rätt att sälja dem till ett avtalat pris.

Pengars neutralitet (neutrality of money): en grundläggande ekonomisk princip som säger att förändringar i penningutbudet på sikt påverkar bara nominella men inte reala variabler. Förändringar i penningutbudet har därför inga långsiktiga effekter på variabler som den reala produktionen, arbetslösheten eller realräntorna.

Penningefterfrågan (money demand): ett viktigt ekonomiskt samband som visar efterfrågan på pengar från icke-**monetära finansinstitut**. Efterfrågan på pengar uttrycks ofta som en funktion av priser och ekonomisk aktivitet, som ger ett approximativt mått på transaktionsvolymen i ekonomin, och vissa räntevariabler, som mäter **alternativkostnaderna** för penninginnehav.

Penningmarknad (money market): den marknad på vilken kortfristiga medel anskaffas, investeras samt köps och säljs genom instrument som i allmänhet har en ursprunglig löptid under ett år.

Penningmarknadsfonder (money market funds): värdepappersfonder som huvudsakligen investerar i penningmarknadsinstrument och/eller i andra överlåtbara skuldförbindelser med återstående löptid på högst ett år eller är inriktade mot en avkastning som ligger nära de för penningmarknadsinstrument.

Penningmängdsmål (monetary targeting): en penningpolitisk strategi som syftar till att upprätthålla **prisstabilitet** genom att fokusera på penningmängdstillväxtens avvikelser från ett tillkännagivet mål.

Penningmängdsmått (monetary aggregates): utelöpande sedlar och mynt plus vissa av de **monetära finansinstitutens (MFI)** skulder med en relativt hög grad av likviditet och som innehas av icke finansiella monetära finansinstitut hemmahörande

i euroområdet utanför den offentliga sektorn. Det snäva penningmängdsmåttet **M1**, har definierats som utelöpande sedlar och mynt plus **inlåning över natten**. Det intermediära penningmängdsmått **M2** omfattar M1 plus **inlåning med avtalad löptid** på upp till två år samt **inlåning med uppsägningstid** upp till tre månader. Det breda penningmängdsmåttet **M3** omfattar M2 plus **repoavtal, andelar i penningmarknadsfonder** och **skuldförbindelser** med en löptid upp till två år. **ECB-rådet** har tillkännagivit ett referensvärde för tillväxten i M3 (se även **referensvärde för penningmängds-tillväxten**).

Penningpolitisk strategi (monetary policy strategy): allmänt tillvägagångssätt för hur penningpolitiken bedrivs. ECB:s penningpolitiska strategi består av en kvantitativ definition av huvudmålet som är prisstabilitet och ett system för analys baserat på två pelare – ekonomisk analys och monetär analys. Dessa utgör basen för **ECB-rådets** övergripande bedömning av hoten mot **prisstabilitet** och för de penningpolitiska besluten. Strategin skapar också en ram för att förklara penningpolitiska beslut för allmänheten.

Penningpolitisk transmissionsmekanism (monetary policy transmission mechanism): den process genom vilken penningpolitiska beslut påverkar ekonomin i allmänhet och prisnivån i synnerhet.

Pensionsfond: avsättning eller liknande fond som icke finansiella företag avsätter för att betala för sina anställdas pensioner.

Prisstabilitet (price stability): att upprätthålla prisstabilitet är huvudmålet för **Eurosystemet**. I oktober 1998 offentliggjorde **ECB-rådet** en kvantitativ definition av prisstabilitet för att ge en klar signal om förväntningarna om den framtida prisutvecklingen att hållas ansvarig för. ECB-rådet har definierat prisstabilitet som en årlig ökningen i det **harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP)** för **euroområdet** på mindre än 2 %. I maj 2003 förtydligade ECB-rådet att dess mål är att upprätthålla prisstabilitet men att ECB-rådet även avser att hålla inflationen under men nära 2 % på medellång sikt.

Produktionsgap (output gap): skillnaden mellan den faktiska och den potentiella produktionen i en ekonomi, uttryckt i procent av den potentiella produktionen. Potentiell produktion är den produktionsnivå som kan uppnås när produktionsfaktorerna används på icke inflatoriska nivåer.

Reala effektiva växelkurser: se **effektiva (nominella/reala) växelkurser**.

Referensvärde för de offentliga finanserna (reference value for the fiscal position): I protokoll nr 20 (till **fördraget**) om **förfarandet vid alltför stora underskott** fastställs konkreta referensvärden för den **offentliga sektorns underskottskvot** (3 % av BNP) och **skuldkvot** (60 % av BNP) (se också **stabilitets- och tillväxtpakten**).

Referensvärdet för penningmängdsökning (reference value for monetary growth): för att bedöma penningmängdsutvecklingen har **ECB-rådet** tillkännagivit ett referensvärde för det breda penningmängdsmåttet **M3**. Detta referensvärde hänvisar

till den ökningstakt för **M3**, som anses vara förenlig med prisstabilitet på medellång sikt. Referensvärdet beräknas på ett sätt som är förenligt med och bidrar till att **prisstabilitet** uppnås (enligt **ECB-rådets** definition), baserat på antaganden om den trendmässiga reala BNP-tillväxten och omloppshastigheten i M3 på medellång sikt. Betydande eller långvariga avvikelser i M3-ökningen från referensvärdet är normalt ett tecken på hot mot prisstabilitet på medellång sikt. Penningpolitiken reagerar dock inte mekaniskt om M3-ökningen avviker från referensvärdet.

Relativt arbetskraftstal (labour force participation rate): arbetskraftens andel av den totala befolkningen i arbetsför ålder. Befolkningen i arbetsför ålder definieras normalt som invånare mellan 15 och 64 år. Arbetskraften omfattar både sysselsatta och arbetslösa personer.

Repa (repurchase operation [repo]): en likvidiserande **reverserad transaktion** som grundar sig på ett **repoavtal**.

Repoavtal (repurchase agreement): ett återköpsavtal varigenom en tillgång säljs, men så att säljaren får rätt och skyldighet att köpa tillbaka den till ett bestämt pris vid en framtida tidpunkt eller på begäran. Ett sådant avtal liknar upplåning mot säkerhet, med skillnaden att säljaren inte längre är ägare till värdepapperen. Repor ingår i **M3** om säljaren är ett **monetärt finansinstitut (MFI)** och **motparten** ett icke-monetärt finansinstitut hemmahörande i **eurområdet**.

Reverserad transaktion (reverse transaction): en transaktion varigenom centralbanken köper eller säljer tillgångar enligt ett **repoavtal** eller lånar ut medel mot **säkerheter**.

Rådet (Council): se **EU-rådet**.

Räntetermin (forward rate agreement [FRA]): ett avtal som innebär att den ena parten åtar sig att betala den andra parten en bestämd ränta på ett visst kapitalbelopp vid en given tidpunkt i framtiden.

Skuldförbindelser (debt securities): utgör ett löfte från utgivaren (låntagaren) att göra en eller flera betalningar till innehavaren (långivaren) vid en fastställd tidpunkt eller vid flera fastställda tidpunkter i framtiden. Innehavarens avkastning på skuldförbindelsen består således av kupongränta och eventuell skillnad mellan obligationens inköpspris och dess marknadsvärde vid försäljning eller förfall. Skuldförbindelsen kan överlätas och handlas på sekundärmarknader, men de ger inte innehavaren några äganderättigheter i den emitterande enheten. I **Europeiska centralbankens (ECB)** statistik ingår penningmarknadspapper och, i de flesta fall, privata placeringar.

Skuldkvot (debt ratio): är ett av de kriterier som används för att definiera förekomsten ett alltför stort underskott enligt artikel 104.2 i **fördraget**. Den definieras som skuldsättningen i den offentliga sektorn uttryckt i procent av bruttonationalprodukten till marknadspris. Skuldsättningen i den offentliga sektorn definieras i protokoll 20 (om **förfarandet vid alltför stora underskott**) som den samlade bruttoskulden till

nominellt värde som är utestående vid årets utgång och som är konsoliderad mellan och inom de olika områdena inom den **offentliga sektorn**.

Stabilitets- och tillväxtpakten (Stability and Growth Pact): består av **EU-rådets** två förordningar "om förstärkning av övervakningen av de offentliga finanserna samt övervakningen och samordningen av den ekonomiska politiken" respektive "om påskyndande och förtydligande av tillämpningen av **förfarandet vid alltför stora underskott**" samt **Europeiska rådets** resolution om stabilitets- och tillväxtpakten, som antogs vid toppmötet i Amsterdam den 17 juni 1997. Mer specifikt krävs att **medlemsstaterna** som medelfristigt mål skall ha offentliga finanser som är nära balans eller i överskott för att kunna hantera normala konjunktursvängningar som samtidigt hålla underskottet i den offentliga sektorns finanser under **referensvärdet** 3 % av BNP. Enligt stabilitets- och tillväxtpakten skall de länder som deltar i EMU lägga fram årliga **stabilitetsprogram**, medan de länder som inte deltar skall fortsätta att lägga fram årliga konvergensprogram.

Stabilitetsprogram (stability programmes): medlemsstater i **eurområdet** skall lägga fram medelfristiga planer, inklusive sina antaganden om utvecklingen av viktiga ekonomiska variabler, för att uppnå det medelfristiga målet att de offentliga finanserna skall vara nära balans eller i överskott i enlighet med **stabilitets- och tillväxtpakten**. I dessa program beskrivs särskilt åtgärder för att konsolidera budgetsaldon och underliggande ekonomiska scenarier. Stabilitetsprogram skall uppdateras årligen. De granskas av **Europeiska kommissionen** och **Ekonomiska och finansiella kommittén**. Deras rapporter tjänar som underlag för **Ekofin-rådets** bedömning, som särskilt inriktas på frågan om det medelfristiga budgetmålet i programmet är i linje med offentliga finanser nära balans eller i överskott. Länder som ännu inte har infört **euron** måste enligt **stabilitets- och tillväxtpakten** lägga fram årliga konvergensprogram.

Standardiserat anbud (standard tender): anbudsförfarande som **Eurosystemet** använder i sina regelbundna **öppna marknadsoperationer**. Standardiserade anbudsförfaranden genomförs inom 24 timmar. Alla **motparter** som uppfyller de allmänna urvalskriterierna har rätt att lämna in anbud.

Strukturell transaktion (structural operation): **öppen marknadsoperation** som **Eurosystemet** utför huvudsakligen för att korrigera banksystemets strukturella likviditetsposition gentemot **Eurosystemet**.

Styrräntor (key ECB interest rates): räntor som styr inriktningen på **Europeiska centralbankens (ECB)** penningpolitik och som fastställs av **ECB-rådet**. ECB:s styrräntor är räntan på de **huvudsakliga refinansieringstransaktionerna** (den fasta räntan i **anbudsförfaranden med fast ränta** och den lägsta anbudsräntan i **anbudsförfaranden med rörlig ränta**), räntan på **utlåningsfaciliteten** och räntan på **inlåningsfaciliteten**.

Stående facilitet (standing facility): centralbanksfacilitet som **motparter** kan använda på eget initiativ. **Eurosystemet** erbjuder två stående faciliteter över natten: **utlåningsfaciliteten** och **inlåningsfaciliteten**.

Swapp: ett avtal om att byta framtida kassaflöden enligt en på förhand fastställd formel (se **valutaswapp**).

Säkerheter (collateral): är tillgångar som utgör en garanti för återbetalning av lån (t.ex. av **kreditinstitut** till centralbanker) samt sålda tillgångar (t.ex. till en centralbank av kreditinstitut) i form av **repor**.

Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): ett betalningssystem bestående av ett system för bruttoavveckling i realtid (RTGS) i var och en av EU:s **medlemsstater** plus ECB:s betalningsmekanism (EPM). De nationella RTGS-systemen och EPM är sammankopplade genom gemensamma förfaranden (interlinking), så att gränsöverskridande betalningar kan ske från ett system till ett annat i hela Europeiska unionen.

Termin (futures contract): ett avtal om att köpa eller sälja värdepapper eller en vara till ett bestämt pris vid en viss tidpunkt i framtiden.

Transmissionsmekanism (transmission mechanism): se **Penningpolitisk transmissionsmekanism**.

Underskottskvot (deficit ratio): är ett av de kriterier som används för att definiera ett alltför stort underskott. Den definieras i artikel 104.2 i **fördraget** som det förväntade eller faktiska underskottet i den offentliga sektorns finanser uttryckt i procent av bruttonationalprodukten till marknadspriser. Det offentliga underskottet definieras i protokoll 20 (om **förfarandet vid alltför stora underskott**) som den **offentliga sektorns** nettoupplåning.

Uppfyllandeperiod (maintenance period): den period för vilken **kreditinstitutens** uppfyllande av **kassakrav** beräknas. Uppfyllandeperioden för **Eurosystemets** kassakrav är en månad. ECB-rådet bestämde 2003 att fr.o.m. mars 2004 skulle uppfyllandeperioderna inte längre börja på den 24:e kalenderdagen i varje månad och sluta den 23:e kalenderdagen i efterföljande månad utan de skulle istället starta på dagen för avvecklingen av den första huvudsakliga refinansieringstransaktionen efter det ECB-rådsmöte där den månatliga bedömningen av den penningpolitiska inriktningen görs och sluta dagen före avvecklingsdagen följande månad.

Utelöpande sedlar och mynt (currency in circulation): sedlar och mynt som normalt används som betalningsmedel. Från och med starten av 2002 ingår i utelöpande sedlar och mynt i **euroområdet** sedlar utgivna av **Eurosystemet** och andra **monetära finansinstitut (MFI)** samt mynt utgivna av regeringarna i euroområdet, både i **euro** och i de nationella valutorna, även om euro är det enda lagliga betalningsmedlet i samtliga euroländer sedan den 1 mars 2002. Sedlar i de nationella valutorna ingår sedan den 1 januari 2003 inte längre i utelöpande sedlar och mynt i **Eurosystemets** finansiella rapportering och inte heller i statistiken. Detta tillämpas konsekvent även på mynt i de nationella valutorna. Utelöpande sedlar och mynt som ingår i **M3** beräknas netto, vilket betyder att det bara avser de sedlar och mynt i omlopp som hålls utanför MFI-sektorn (dvs. sedlar och mynt som innehas av MFI eller ligger i "kassavalv" har räknats bort). Dessutom omfattas varken centralbankernas stockar av

egna sedlar (ännu ej i omlopp) eller jubileumsmünt (används sällan som betalningsmedel).

Utlåningsfacilitet (marginal lending facility): en av **Eurosystemets stående faciliteter** som **motparter** kan använda för att mot säkerhet i godtagbara värdepapper få kredit över natten hos en nationell centralbank till en förutbestämd ränta (se **styrräntor**).

Valutaswap (foreign exchange swap): samtidig avista- och terminstransaktion som innebär att man byter en valuta mot en annan. **Eurosystemet** kan genomföra öppna marknadsoperationer i form av valutaswappar, vilket innebär att de nationella centralbankerna (eller **Europeiska centralbanken (ECB)**) köper eller säljer **euro** avista mot en utländsk valuta och samtidigt säljer eller köper tillbaka den på termin.

Växelkursmål (exchange rate targeting): en penningpolitisk strategi som syftar till att upprätthålla en viss växelkurs (eller t.o.m. fast växelkurs) mot en annan valuta eller en grupp av valutor.

Öppen marknadsoperation (open market operation): en transaktion som utförs på finansmarknaderna på initiativ av centralbanken. Beroende på deras syfte, regelbundenhet och förfaranden kan **Eurosystemets** öppna marknadsoperationer indelas i fyra olika kategorier: **huvudsakliga refinansieringstransaktioner, långfristiga refinansieringstransaktioner, finjusterande transaktioner** och **strukturella transaktioner**. De inbegriper en av följande transaktioner: 1) direkt köp eller försäljning av tillgångar (avista eller på termin), 2) köp eller försäljning av tillgångar enligt ett **repoavtal**, 3) utlåning eller inlåning mot **säkerhet** i värdepapper, 4) utgivning av centralbankscertifikat, 5) inlåning med fast löptid eller 6) **valutaswappar** mellan inhemsk och utländsk valuta.

LITTERATURFÖRTECKNING

KAPITEL I

Officiella ECB-publikationer

- ECB (1999) Eurosystemet och Europeiska centralbankssystemet (ECBS). *Månadsrapport*. januari
- ECB (1999) Europeiska centralbankssystemets institutionella struktur. *Månadsrapport*. juli
- ECB (2003) The adjustment of voting modalities in the Governing Council, *Månadsrapport*. maj
- ECB (1999 till 2003) *Årsrapporter*

Övriga dokument

- EMI (1998) *Konvergensrapport* 1998. mars
- Padoa-Schioppa T. (2002) The euro goes East. tal vid 8:e Dubrovnik Economic Conference, 29 juni 2002.
- Papademos L. (2001) The completion of the changeover to the euro, tal vid the Euro Information Conference, Aten 17 oktober 2001. Zilioli C. och Selmayr M. (2001) *The law of the European Central Bank*. Oxford Press

KAPITEL 2

Officiella ECB-publikationer

- ECB (1999) Euroområdet vid starten av etapp tre, *månadsrapport*. januari
- ECB (1999) *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*. februari.
- ECB (1999) Banksektorn i euroområdet, strukturella drag och trender, *månadsrapport*. april
- ECB (1999) Tillämpningen av stabilitets- och tillväxtpakten, *månadsrapport*, maj
- ECB (1999) Balansräkningarna för euroområdets monetära finansinstitut i början av 1999, *månadsrapport*, augusti
- ECB (2000) Euroområdet ett år efter införandet av euron: Viktiga kännetecken och förändringar av den finansiella strukturen, *månadsrapport*, januari
- ECB (2000) Euroområdets utrikeshandel: stiliserade fakta och trender, *månadsrapport*, augusti
- ECB (2001) The euro area after the entry of Greece, *månadsrapport*, januari
- ECB (2001) Characteristics of corporate finance in the euro area, *månadsrapport*, februari
- ECB (2001) Financing and financial investment of the non-financial sectors in the euro area, *månadsrapport*, maj
- ECB (2002) Saving, financing and investment in the euro area, *månadsrapport*, augusti
- ECB (2002) *Report on financial structures*, oktober.
- ECB (2003) *Structural factors in the EU housing markets*, mars.
- ECB (2003) *Money market study 2002*, november

Övriga dokument

- Buldorini L., S. Makrydakis and C. Thimann (2002). The effective exchange rates of the euro, *ECB Occasional Paper No 2*, februari
- Gaspar V., P. Hartmann, O. Sleijpen (red.) (2003) *The transformation of the European financial system* (ECB:s andra centralbankskonferens), juni
- Genre V. and R. Gómez-Salvador (2002) Labour force developments in the euro area since the 1980s, *ECB Occasional Paper No 4*, juli
- Tumpel-Gugerell, G. (2003), The volatility of financial markets. speech delivered at the Third Encuentro Financiero Internacional, Madrid 1–2 juli 2003
- Santillán J., M. Bayle and C. Thygesen (2000), The impact of the euro on money and bond markets, *ECB Occasional Paper No 1*, juli

KAPITEL 3

Officiella ECB-publikationer

- ECB (1999) Eurosystemets stabilitetsinriktade penningpolitiska strategi, *månadsrapport*, januari
- ECB (1999) Penningmängdsmått och deras roll i Eurosystemets penningpolitiska strategi, *månadsrapport*, februari
- ECB (2000) *Statistik insamlad och sammanställd av ECBS*, maj
- ECB (2000) Den penningpolitiska transmissionen i euroområdet, *månadsrapport*, juli
- ECB (2000) *Europeiska centralbankens statistikkraV inom området allmän ekonomisk statistik*, augusti
- ECB (2000) De två pelarna i ECB:s penningpolitiska strategi, *månadsrapport*, november.
- ECB (2001) Assessment of general economic statistics for the euro area, *månadsrapport*, april
- ECB (2001) Framework and tools of monetary analysis, *månadsrapport*, maj
- ECB (2001) *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, juni
- ECB (2001) Issues related to monetary policy rules, *månadsrapport*, oktober
- ECB (2002) The stock market and monetary policy, *månadsrapport*, februari
- ECB (2002) Rahapolitiikan välittyminen euroalueella. *Kuukausikatsaus*. Lokakuu.
- ECB (2002) Recent findings on monetary policy transmission in the euro area, *månadsrapport*, oktober
- ECB (2002) The accountability of the ECB, *månadsrapport*, november
- ECB (2002) Transparency in the monetary policy of the ECB, *månadsrapport*, november
- ECB (2003) Resultatet av ECB:s utvärdering av den penningpolitiska strategin, *månadsrapport*, juni
- ECB (2003) *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, september

Övriga dokument

- Angeloni, I., A.K. Kashyap and B. Mojon (red.) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*. Cambridge University Press.

- Brand, C., D. Gerdesmeier and Roffia B. (2002), Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth, *ECB Occasional Paper No 3*, maj
- Camba-Mendez, G., V. Gaspar och M. Wynne (2002), *Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP* (Sammanfattning och slutledningar av CEPR/ECB workshop om mätning av prisindex), juli
- Duisenberg, W. (2001), The ECB's quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas, brev från ECBs ordförande till ordföranden för Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor, fru Randzio-Plath, 16 oktober 2001
- Duisenberg, W. (2001), The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability, brev från ECB:s ordförande till ordföranden för Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor, fru Randzio-Plath, 13 december 2001
- Domingo-Solans, E. (2003), The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank, tal i samband med 50-årsdagen för Europeiska gemenskapernas statistikkontor (Eurostat), Luxemburg, 16 maj 2003
- Domingo-Solans, E. (2003), Official statistics for a global economy, tal vid det internationella statistikinstitutets 54:e möte, Berlin, 20 augusti 2003
- Herrero, A., V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan och B. Winkler (red.) (2001), *Why price stability?* (ECB:s första centralbankskonferens), juni
- Issing, O. (1999), The Eurosystem: Transparent and Accountable, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37 (3), s. 503–519
- Issing, O. (2000), The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation, *Kredit und Kapital*, Vol. 15, s. 353–388.
- Issing, O. (red.) (2003), Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, november
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni och O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*.
- Klöckers, H.-J. och C. Willeke (red.) (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (ECB:s seminariestryck), augusti
- Trichet, J.-C. (2002), Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability, huvudtalare vid the Asset Price Bubbles conference at the Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago/III., 23 april 2002
- Trichet, J.-C. (2003), The ECB monetary strategy after the evaluation and clarification of May 2003, tal, Center for Financial Studies, Frankfurt, 20 november 2003

KAPITEL 4

Officiella ECB-publikationer

- ECB (1999), Eurosystemets styrsystem: en beskrivning och första analys, *månadsrapport*, maj
- ECB (2000), Övergången till rörlig ränta på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, *månadsrapport*, juli
- ECB (2001), The collateral framework of the Eurosystem, *månadsrapport*, april

- ECB (2001), Bidding behaviour of counterparties in the Eurosystem's regular open market operations, *månadsrapport*, oktober
- ECB (2002), The liquidity management of the ECB, *månadsrapport*, maj
- ECB (2003), Changes to the Eurosystem's operational framework for monetary policy, *månadsrapport*, augusti
- ECB (2004), *Genomförande av penningpolitiken i euroområdet: Allmän dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden*, februari

Övriga dokument

- Bindseil, U. och F. Seitz (2001), The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months. *ECB Working Paper No 44*, februari
- Blenck, D., H. Hasko, S. Hilton och K. Masaki (2001), The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem. *BIS papers No 9*.
- Ejerskov, S., C. Martin Moss och L. Stracca (2003), How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence. *ECB Working Paper No 244*, juli
- Manna, M., H. Pill och G. Quirós (2001), The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy. *International Finance*, issue 4(1).

KAPITEL 5

Officiella ECB-publikationer

Detaljerad information om ECB:s penningpolitiska beslut hittas i följande officiella källor.

- Inledningsanförande till presskonferenserna med ECB:s ordförande.
- Ledaren i ECBs månadsrapporter.
- Ordförandes uttalande inför Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor.
- ECB:s årsrapporter

Övriga dokument

- IMF (diverse), Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries
- Issing, O. (2000), The ECB's Monetary Policy: Experience after the First Year. *Journal for Policy Modelling*, Vol. 22(3), s. 325–343
- Issing, O. (2001), The euro – the experience of the past 2 years. *Journal of Asian Economics*, Vol. 12, s. 1–20
- OECD (diverse), Economic Surveys: Euro Area

REGISTER

- Aktiemarknad
- Allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken
- Allmänna rådet
- Alternativkostnad
- Anbudsförfarande till rörlig ränta
- Ansvarighet
- Arbetskraftsdeltagande
- Bilateral centralkurs
- Centralbankens oberoende
- Deflation
- Derivatmarknad
- Direkt köp/försäljning av värdepapper
- ECB: direktion
- ECB:s styrräntor
- ECB-rådet
- Ecu (European Currency Unit/europeiska valutaenheten):
- Effektiva växelkurser
- Ekofinrådet
- Ekonomiska chocker
- Ekonomiska och finansiella kommittén
- Ekonomiska och monetära unionen (EMU)
- Eonia (euro overnight index average):
- ERM
- ERM2
- Etapp tre av EMU (se Ekonomiska och monetära unionen (EMU))
- EU:s utvidgning
- Euribor (euro interbank offered rate)
- Euro
- Euroområdet
- Europaparlamentet
- Europeiska centralbanken (ECB)
- Europeiska centralbankssystemet (ECBS)
- Europeiska ekonomiska gemenskapen (EEG)
- Europeiska kommissionen
- Europeiska monetära institutet (EMI):
- Europeiska monetära systemet (EMS)
- Europeiska nationalräkenskapsystemet 1995 (ENS 95)
- Europeiska rådet
- Eurostat
- Eurosystemet
- Eurosystemets framtidsbedömningar
- EU-rådet
- Fastränteanbud
- Finansmarknader
- Finjusterande transaktion
- Framtidsbedömningar (se Eurosystemets framtidsbedömningar)
- Fördraget
- Förfarande vid alltför stora underskott
- Förutsebarhet
- Grad av öppenhet
- Grupp ett-värdepapper
- Grupp två-värdepapper
- Harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP)
- Hot mot prisstabilitet
- Hushåll
- Huvudsaklig refinansieringstransaktion
- Icke-finansiella företag
- Inflation
- Inflationsförväntningar
- Inflationsmål
- Inflationsriskpremie
- Inlåning med uppsägningstid
- Inlåning med överenskommen löptid
- Inlåning över natten
- Inlåningsfacilitet
- Investering
- Kassakrav
- Kassakravsbas
- Kassakravsprocent
- Konsoliderad balansräkning för MFI-sektorn
- Konvergenskriterier
- Kreditgivning
- Kreditinstitut
- Ledande indikatorer
- Lån/utlåning
- Långfristig refinansieringstransaktion
- Lägsta anbudsränta
- M1
- M2
- M3
- Maastrichtfördraget (se Fördraget)
- Marknad för räntebärande värdepapper

Medlemsstat	Repoavtal
Monetär bas	Reverserad transaktion
Monetära finansinstitut (MFI)	Rådet (se EU-rådet)
Motpart	Räntebärande värdepapper
Nedåtriktade nominella stelheter	Ränteterminer (Forward rate agreement (FRA))
Nominella effektiva växelkurser (se Effektiva växelkurser)	Skuldkvot
Obligationsmarknad	Stabilitets- och tillväxtpakten
Offentlig sektor	Stabilitetsprogram
Option	Standardiserat anbudsförfarande
Pengars neutralitet	Strukturell transaktion
Penningefterfrågan	Stående facilitet
Penningmarknad	Swapp (se valutaswapp)
Penningmarknadsfonder	Säkerhet
Penningmängdsmål	Target
Penningmängdsmått	Termin
Penningpolitisk strategi	Transmissionsmekanism (se penningpolitisk transmissionsmekanism)
Penningpolitisk transmissionsmekanism	Transparens
Pensionsfond	Trovärdighet
Prisstabilitet	Underskottskvot
Produktionsgap	Uppfyllandeperiod
Reala effektiva växelkurser (se Effektiva växelkurser)	Utelöpande sedlar och mynt
Referensvärde för de offentliga finanserna	Utlåningsfacilitet
Referensvärdet för penningmängdsökning	Valutaswapp
Repa	Växelkursmål
	Öppen marknadsoperation

