

ECB:s penningpolitik

2001



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

ECB:s penningpolitik

2001



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

Originalalets titel:

The Monetary Policy of the ECB.

© **Europeiska centralbanken, 2001**

Adress	Kaiserstrasse 29 60311 Frankfurt am Main Tyskland
Postadress	Postfach 16 03 19 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. Den är översatt till svenska på uppdrag av Finlands Bank.

Alla rättigheter förbehållna.

Återgivning för undervisningsändamål och icke-kommersiella syften är tillåten, under förutsättning att källan anges.

Siffrorna i boken baserar sig på statistik som fanns tillgänglig i december 2000.

ISBN 92-9181-259-5

Innehåll

Förord	7
---------------	---

Kapitel 1

<i>Den institutionella ramen för den gemensamma penningpolitiken</i>	9
--	---

Kapitel 2

<i>Euroområdets ekonomiska och finansiella struktur</i>	13
---	----

2.1 Den reala ekonomins utmärkande drag	13
2.2 Arbetsmarknaden	15
2.3 Offentliga sektorn	17
2.4 Utrikeshandel	20
2.5 Finansiell struktur	22
2.6 Finansmarknaderna	23
2.7 Finansiella intermediärer	30

Kapitel 3

<i>ECB:s penningpolitiska strategi</i>	37
--	----

3.1 Prisstabilitet – huvudmålet för den gemensamma penningpolitiken	37
3.2 Den penningpolitiska transmissionsmekanismen	41
3.3 Analysen av hoten mot prisstabilitet i ECB:s stabilitetsinriktade penningpolitiska strategi	45
3.4 Ansvarighet, öppenhet och information	55

Kapitel 4

<i>Genomförandet av penningpolitiken</i>	59
--	----

4.1 Allmänna principer och mål bakom utformningen av styrsystemet	59
4.2 Översikt över Eurosystemets styrsystem	61
4.3 Öppna marknadsoperationer	65
4.4 Kassakrav	69
4.5 Stående faciliteter	72
4.6 Centralbanksfinansiering och banksystemets likviditetsbehov	73
4.7 Erfarenheter under 1999 och 2000	78

Kapitel 5

<i>Penningpolitiska beslut under 1999 och 2000</i>	79
--	----

5.1 Utvecklingen i huvuddrag	79
5.2 En första bedömning	86

Bilaga 1 Utdrag ur Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen	87
Bilaga 2 Protokoll om stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken	105

Ordlista	125
-----------------	-----

Litteratur	141
-------------------	-----

Register	147
-----------------	-----

Tabeller

2.1 Realekonomiska indikatorer för euroområdet 2000	14
2.2 Arbetskraftsdeltagande efter kön och åldersgrupp i euroområdet och USA	17
2.3 Euroområdets utrikeshandel med varor 2000	21
2.4 Euroområdets icke-finansiella sektors finansiella investeringar och finansiering vid halvårsskiftet 2000	24
2.5 Utelöpande kortfristiga skuldförbindelser i euro emitterade av hemmahörande i euroområdet	28
2.6 Utelöpande långfristiga skuldförbindelser i euro emitterade av hemmahörande i euroområdet	28
2.7 Utelöpande skuldförbindelser i nationella valutor emitterade av hemmahörande i euroområdet, USA och Japan 31.12.2000	29
2.8 Börsvärdet i euroområdet, USA och Japan	29
2.9 Antal inhemska och utländska börsnoterade bolag i euroområdet, USA och Japan	30
2.10 Antal monetära finansinstitut i euroområdet	31
2.11 Penningmängdsmått för euroområdet	32
2.12 Bankinlåning och bankutlåning i euroområdet, USA och Japan 31.12.2000	34
3.1 Vikterna för huvudkomponenterna i HIKP för 2001	40
4.1 Eurosystemets öppna marknadsoperationer och stående faciliteter	62
4.2 Skulder som inräknas i kassakravsbasen för kreditinstitut	69
4.3 Balansräkning för centralbanker	74
4.4 Bidrag till likviditeten i banksystemet	76

Diagram

1.1	Europeiska centralbankssystemet	10
2.1	Åldersfördelning av befolkningen totalt 2000	15
2.2	Arbetslöshet i euroområdet, USA och Japan	16
2.3	Offentliga sektorns underskott och skuld i euroområdet	18
2.4	Vikter för handel och effektiv växelkurs (EER) för euoområdets 20 viktigaste handelspartner	21
2.5	Det finansiella systemets funktioner	22
2.6	Procentuell fördelning av M3-komponenter 31.12.2000	33
2.7	Sammansättning av den konsoliderade balansräkningen för euroområdets monetära finansinstitut (inkl. Eurosystemet) 31.12.2000	34
3.1	Illustration av transmissionen via räntekanalerna	43
3.2	ECB:s stabilitetsinriktade penningpolitiska strategi	46
4.1	ECB:s styrräntor och EONIA	64
4.2	Eurosystemets kassakravssystem	71
4.3	Utnyttjade stående faciliteter 1999 och 2000	72
4.4	Utnyttjade stående faciliteter under en uppfyllandeperiod	73
4.5	Volymen huvudsakliga och långfristiga refinansieringstransaktioner	77
4.6	Kassakrav och autonoma faktorer	77
5.1	M3-tillväxt och referensvärdet	80
5.2	M1 och lån till den privata sektorn	81
5.3	HIKP-inflation	82
5.4	Eurons nominella effektiva växelkurs och oljepriset	83
5.5	Real BNP, industriproduktion och företagens förväntningar i euroområdet	84

Rutor

2.1	Institutionella bestämmelser för att säkerställa sunda offentliga finanser på EU-nivå	19
2.2	Finansmarknaderna: nyckelbegrepp	26
2.3	Penningmängdsmått	32
3.1	Konstruktionen av HIKP och dess grunddrag	40
3.2	Alternativa penningpolitiska strategier	48
3.3	ECB:s referensvärde för penningmängdstillväxt	50
3.4	Statistik över den ekonomiska utvecklingen i euroområdet	52
3.5	ECB:s informationsverksamhet	57
4.1	Motparter och säkerheter	63
4.2	Olika typer av öppna marknadsoperationer	68

Förord

Efter omfattande förberedelser inleddes den 1 januari 1999 den tredje etappen av Ekonomiska och monetära unionen (EMU) och Europeiska centralbanken (ECB) övertog ansvaret för den gemensamma penningpolitiken i euroområdet. Detta var kulmen på flera års arbete att skapa en varaktig ram för monetär stabilitet i Europa. Det var också en viktig milstolpe i den mer allmänna europeiska ekonomiska och politiska integrationen.

I Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen, ändrat genom Fördraget om Europeiska unionen, fastställs en stark institutionell ram för den ekonomiska politiken i Europa. Inom denna ram ligger ansvaret för penningpolitiken på en oberoende institution – ECB – vars huvudmål är att upprätthålla prisstabilitet. Genom att upprätthålla prisstabilitet bidrar penningpolitiken på bästa sätt till ekonomisk stabilitet som främjar Europeiska gemenskapens mer allmänna mål, att skapa ekonomisk tillväxt och sysselsättning.

År 1998 tillkännagav ECB-rådet sin penningpolitiska strategi för att fullgöra uppdraget enligt fördraget. I denna strategi fastställs en kvantitativ definition av prisstabilitetsmålet. Definitionen tjänar som hållpunkt för inflationsförväntningarna och som en måttstock mot vilket allmänheten kan hålla ECB ansvarig för dess agerande. När definitionen tillkännagavs betonade ECB-rådet att prisstabilitet skall upprätthållas på medellång sikt. I strategin beskrivs också den analysram som skall hjälpa ECB-rådet att fatta sådana beslut som bäst bidrar till att upprätthålla prisstabilitet. Bedömningen av hoten mot prisstabiliteten görs på grundval av två pelare. Inom den första pelaren ges penningmängden en framträdande roll och för penningmängdstillväxten har satts ett referensvärde. Detta avspeglar det faktum att inflationen på medellång till lång sikt är ett monetärt fenomen. Inom den penningpolitiska strategins andra pelare övervakar och analyserar ECB-rådet regelbundet en lång rad andra ekonomiska och finansiella indikatorer som påverkar prisutvecklingen på kort till medellång sikt.

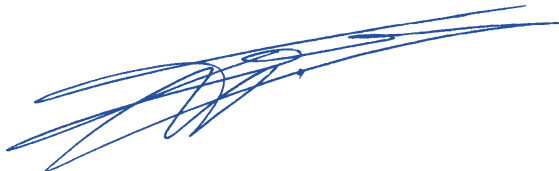
Att föra en lämplig penningpolitik i en osäker värld är en utmaning för alla centralbanker. Osäkerheten om ekonomiska samband och om eventuella förändringar i den ekonomiska strukturen är särskilt påtaglig i fråga om ett nytt och mångskiftande valutaområde. ECB:s penningpolitiska strategi ger en stadig grund för hantering av denna osäkerhet.

ECB:s utformning av penningpolitiken har föga överraskande väckt stort intresse och nagelfarits i detalj. Tanken med denna publikation är att ge allmänheten en god översikt över ECB:s penningpolitik och dess ekonomiska och institutionella bakgrund. Den skall ses som ett komplement till ECB:s regelbundna publikationer, dvs. månads- och årsrapporterna, och andra ECB-publikationer om särskilda ämnen. Alla dessa publikationer finns tillgängliga på ECB:s webbplats (<http://www.ecb.int>).

Publikationen är upplagd på följande sätt: I kapitel 1 sammanfattas de institutionella aspekter som är mest relevanta för förståelsen av ECB:s penning-

politik. I kapitel 2 ges en översikt över euroområdet viktigaste ekonomiska och finansiella strukturer. I kapitel 3 beskrivs ECB:s penningpolitiska strategi. I kapitel 4 förklaras hur de penningpolitiska besluten genomförs med hjälp av tillgängliga penningpolitiska instrument. I kapitel 5 beskrivs slutligen hur penningpolitiken fördes under de första två åren av EMU:s tredje etapp.

Frankfurt am Main i augusti 2001

A handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping, fluid strokes that form a cursive representation of the name Willem F. Duisenberg.

Willem F. Duisenberg

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 rättsliga grunden för den gemensamma penningpolitiken är Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen (i dess ändrade lydelse). (De relevanta bestämmelserna återges i bilagorna 1 och 2.)

Genom fördraget och stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken (ECBS-stadgan), som är bifogad fördraget i form av ett protokoll, inrättades både ECB och Europeiska centralbankssystemet (ECBS) fr.o.m. den 1 juni 1998. ECBS består av ECB och de nationella centralbankerna i alla EU-länder.¹

De nationella centralbankerna i de EU-länder som inte har infört euron (2001 Danmark, Sverige och Storbritannien) ingår i ECBS, men de deltar varken i beslutsfattandet om penningpolitiken i euroområdet² eller i genomförandet av dessa beslut. ECB:s beslutande organ har därför valt att kalla det arrangemang genom vilket ECB och de nationella centralbankerna i de deltagande medlemsstaterna fullgör ECBS uppgifter inom euroområdet för Eurosystemet (se diagram 1.1).

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 (...), en hållbar och icke-inflatorisk tillväxt, en hög grad av

Den gemensamma penningpolitikens rättsliga grund är fördraget ...

... genom vilket ECB och ECBS inrättades

Eurosystemet

Viktigast av allt är prisstabilitet

¹ Till skillnad från ECBS är ECB en juridisk person enligt fördraget. Varje nationell centralbank är en juridisk person i enlighet med respektive lands nationella lagar.

² Med euroområdet avses det område som omfattar de EU-länder som har infört euron.

Diagram 1.1



konkurrenskraft och ekonomisk konvergens”. I fördraget görs alltså en tydlig rangordning av ECB:s 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.

Enligt fördraget (artikel 105.2) och ECBS-stadgan (artikel 3) 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 bedriva penningpolitik, antingen från nationella myndigheter eller direkt från de ekonomiska aktörerna. Eurosystemet skall också medverka till att de myndigheter som ansvarar för tillsynen över kreditinstitut och det finansiella

Eurosystemets
grundläggande
uppgifter

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.

ECB-rådet består av de sex direktionsledamöterna och cheferna för de nationella centralbankerna i euroområdet (2001 var de tolv till antalet). 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

- anta de riktlinjer och fatta de beslut som behövs för att säkerställa att de uppgifter utförs som har anförtrots 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.

Direktionen består av ECB:s ordförande och vice ordförande och fyra andra ledamöter. Samtliga ledamöter utses genom överenskommelse mellan euroländernas stats- och regeringschefer. Direktionen har till uppgift att

- 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.³

Centralbankens oberoende

Enligt den institutionella ramen för den gemensamma penningpolitiken skall ansvaret för att huvudmålet om prisstabilitet uppnås vila på en centralbank som är oberoende av politiskt inflytande. En mängd teoretiska analyser, som stöds av omfattande praktiska erfarenheter, vittnar om att centralbanks-oberoende bidrar till prisstabilitet.

ECB-rådet

ECB:s direktion

Oberoende från politiskt inflytande

3 ECB:s tredje beslutande organ är det allmänna rådet. Det består av ECB:s ordförande och vice ordförande samt centralbankscheferna i samtliga EU-länder (2001 var de 15 till antalet). ECB:s allmänna råd kommer att finnas kvar så länge det finns medlemsstater som inte har infört euron som sin valuta. Även om det allmänna rådet inte har något ansvar för de penningpolitiska besluten i euroområdet medverkar det till insamlingen av statistik och hjälper till med nödvändiga förberedelser inför den oåterkalleliga låsningen av växelkurserna för valutorna i de medlemsstater som ännu inte har infört euron.

Den viktiga principen om centralbankens oberoende fastställs i artikel 108 (f.d. artikel 107) i fördraget (och i artikel 7 i ECBS-stadgan). 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 ledamöterna i ECB:s beslutande organ.

Andra bestämmelser som bidrar till att garantera oberoende

ECB:s och dess beslutande organs oberoende säkras även genom andra bestämmelser. ECB:s finansiering är till exempel åtskild från Europeiska gemenskapens finansiella intressen. 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. ECB:s oberoende skyddas dessutom genom förbudet i fördraget mot centralbankskrediter till den offentliga sektorn (se ruta 2.1).

Även valutapolitiken måste vara inriktad på prisstabilitet

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 (f.d. artikel 3a) 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. ECB har slutligen ensam behörighet att besluta om och genomföra transaktioner på valutamarknaderna.

Bestämmelser om ansvarighet

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 ECB:s 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 överlämnas 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).

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 euroområdets 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

Innan valutaunionen upprättades kunde de enskilda länder som nu ingår i euroområdet betraktas som relativt små och öppna ekonomier. Euroområdet som helhet är däremot 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.

I fråga om folkmängd är euroområdet en av de största utvecklade ekonomierna i världen, med totalt 303 miljoner invånare 2000. Som jämförelse kan nämnas att USA:s och Japans folkmängd 2000 uppgick till 276 respektive 127 miljoner invånare. Diagram 2.1 visar hur befolkningarnas åldersstruktur skiljer sig mellan euroområdet och USA. I genomsnitt har euroländerna proportionellt färre unga och fler äldre invånare än USA.

Mätt som andel av världens BNP var USA 2000 den största ekonomin, med en andel på 22,0 %, följt av euroområdet med 16,0 %, medan Japans andel av världens BNP var 7,3 %. De enskilda euroländernas andelar var betydligt mindre: den största ekonomin i euroområdet svarade 2000 för 4,6 % av världens 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.

Euroområdet hör till de största ekonomierna i världen

Folkmängd

Andel av världens BNP

Tjänstesektorn svarar för merparten av euroområdets BNP

Tabell 2.1
Realekonomiska indikatorer för euroområdet 2000

	Mätenhet	Euro- området	USA	Japan
Invånarantal	miljoner	303	276	127
BNP (i procent av världens BNP) ¹	%	16,0	22,0	7,3
BNP per capita ¹	euro	22 322	35 034	24 922
Produktionssektorer ²				
Jordbruk, fiske och skogsbruk	% av BNP	2,7	1,4	1,7
Industri (inkl. byggverksamhet)	% av BNP	28,8	24,7	34,5
Tjänster	% av BNP	68,5	73,9	63,8
Relativt arbetslöshetstal (i procent av arbetskraften)	%	8,9	4,0	4,7
Relativt arbetskraftstal ³	%	67,3	77,2	72,4
Sysselsättningsgrad ^{3,4}	%	61,2	74,1	68,9
Offentlig sektor ⁵				
Överskott (+) eller underskott (-)	% av BNP	-0,7	2,3	-8,6
Bruttoskuld	% av BNP	70,3	57,3	130,4
Inkomster	% av BNP	47,9	34,0	30,3
varav direkta skatter	% av BNP	13,0	15,5	7,0
varav indirekta skatter	% av BNP	14,2	6,8	8,5
varav socialförsäkringsavgifter	% av BNP	16,3	7,1	11,0
Utgifter	% av BNP	48,6	31,7	38,9
varav slutlig konsumtion	% av BNP	19,8	14,1	16,6
varav sociala transfereringar	% av BNP	16,7	10,5	17,5
Varuexport ⁶	% av BNP	14,8	7,8	9,7
Export av varor och tjänster ⁶	% av BNP	19,1	10,7	11,1
Varuimport ⁶	% av BNP	14,3	12,3	7,2
Import av varor och tjänster ⁶	% av BNP	18,7	14,4	9,7
Export (i procent av världsexporten) ⁷	%	19,0	15,0	9,2
Bytesbalansen ⁶	% av BNP	-0,7	-4,4	2,5

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

Anm. Alla aggregat för euroområdet inkl. Grekland.

¹ BNP-andelar enligt köpkraftsparitetsundersökning (PPP) av ländernas BNP.

² Baserat på realt förädlingsvärde. Uppgifterna för Japan avser 1998 och för USA 1999.

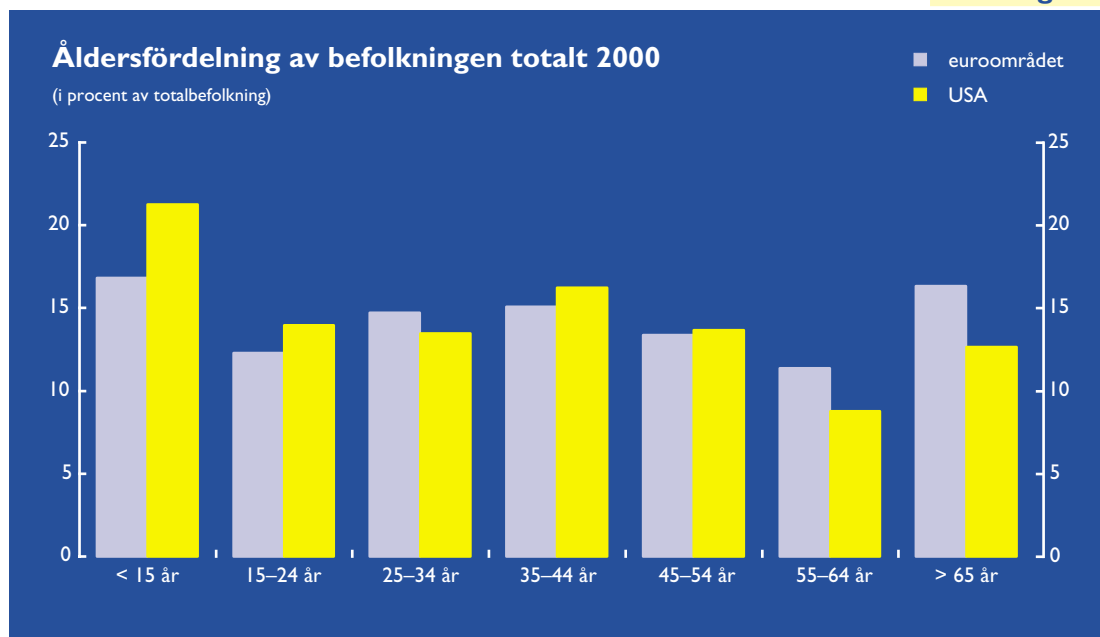
³ Uppgifterna för USA och Japan avser 1998.

⁴ I procent av befolkningen i arbetsför ålder (15–64 år).

⁵ Uppgifterna för euroområdet exkl. intäkter från försäljning av UMTS-licenser.

⁶ Betalningsbalansstatistik för euroområdet enbart handeln med omvärlden. Uppgifterna för USA och Japan avser 1999.

⁷ Utrikeshandelsstatistik: världsexporten exkl. euroområdets interna handel.



Källor: Eurostat och US Bureau of Census.

2.2 Arbetsmarknaden

De institutionella aspekterna av arbetsmarknaderna, t.ex. lagar om anställningstrygghet, system för arbetslöshetsunderstöd, lönebildningsprocessen och beskattningen av arbete, har en betydande inverkan på den ekonomiska utvecklingen. Strukturella stelheter på arbetsmarknaderna gör till exempel att ekonomin reagerar långsammare på negativa chocker (som en plötslig ekonomisk nedgång). De sätts därför normalt i samband med en relativt hög och ihållande arbetslöshet. Stelheten på arbetsmarknaden och den åtföljande strukturella arbetslösheten tenderar dessutom att begränsa den takt i vilken ekonomin kan växa utan att öka inflationstrycket.

Arbetslösheten i eurområdet – dvs. antalet arbetslösa i procent av arbetskraften – var mycket hög under 1980- och 1990-talen. År 2000 uppgick den i genomsnitt till strax under 9,0 %. Det motsvarar ungefär 12,2 miljoner arbetslösa i eurområdet som helhet. Även om arbetslösheten minskade i slutet av 1990-talet har den i eurområdet fortsatt att ligga på en markant högre nivå än i USA (se diagram 2.2). Detta beror både på att USA hade en mycket stark ekonomisk tillväxt i slutet av 1990-talet och på strukturella skillnader mellan arbetsmarknaderna i USA och eurområdet. Dessa skillnader har skapat en högre strukturell arbetslöshet i eurområdet. Under 1990-talet genomförde länderna i eurområdet reformer som påverkade de institutionella aspekterna av arbetsmarknaderna men i varierande omfattning. I vissa fall ledde reformerna till en markant minskning av arbetslösheten. De strukturella stelheterna kvarstår dock, vilket förklarar den fortsatt höga arbetslösheten i eurområdet 2000.

Strukturella stelheter hämmar en effektivt fungerande arbetsmarknad

Högre arbetslöshet i eurområdet än i USA

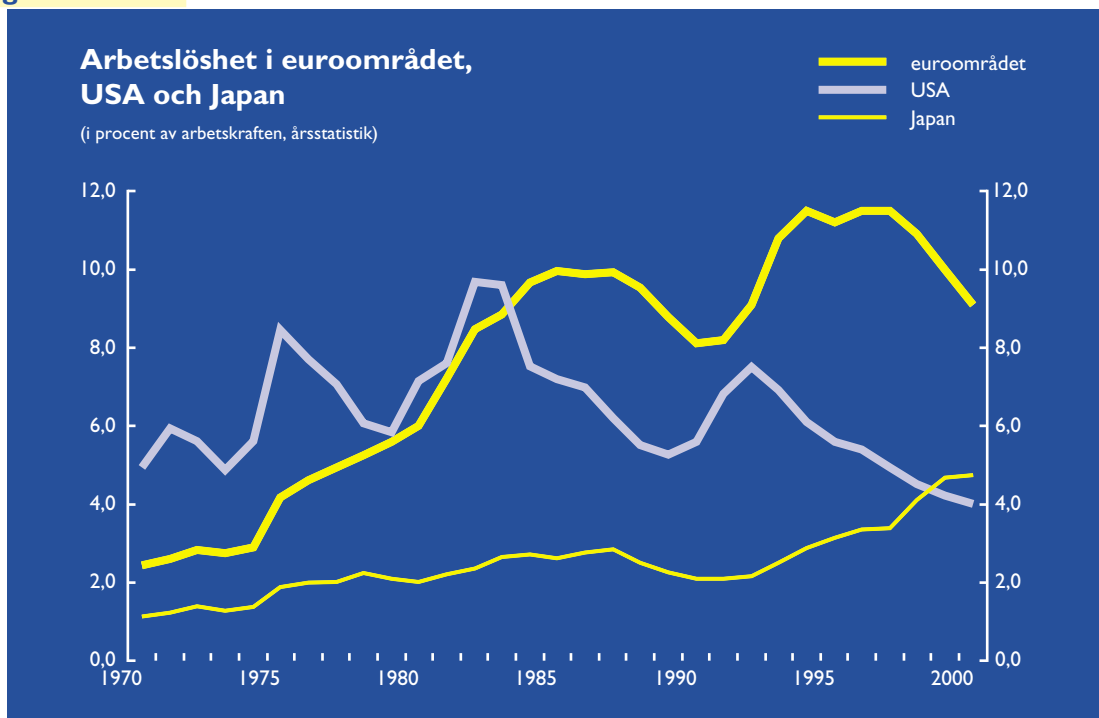
Förhållandevis
lågt relativt
arbetskraftstal
i euroområdet

Relativt låg
sysselsättning
i euroområdet

Det är värt att notera att arbetslösheten var högre medan det relativa arbetskraftstalet, som uppgick till 67,3 % 2000, var betydligt lägre i euroområdet än i USA (77,2 %) och Japan (72,4 %). Skillnaden mellan de relativa arbetskraftstalen i euroområdet och USA (se tabell 2.2) var mycket större för kvinnor (ca 13 procentenheter) än för män (ca 7 procentenheter). Att det totala relativa arbetskraftstalet är lägre i euroområdet än i USA beror främst på skillnader i de yngsta och äldsta åldersgrupperna – arbetskraftstalen i åldersgruppen 25–54 år är ungefär desamma på båda sidor av Atlanten. 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.

Euroområdets lägre relativa arbetskraftstal i kombination med en högre arbetslöshet gör att sysselsättningsgraden (mätt som antalet sysselsatta personer i procent av befolkningen i åldersgruppen 15–54 år) är betydligt lägre i euroområdet än i både USA och Japan. Medan sysselsättningsgraden i euroområdet 2000 bara uppgick till strax över 61 % låg den i USA och Japan över respektive strax under 70 % (se tabell 2.1). Denna lägre sysselsättningsgrad är en av de viktigaste orsakerna till att BNP per capita är lägre i euroområdet än i USA och Japan.

Diagram 2.2



Källa: Europeiska kommissionen.

Arbetskraftsdeltagande efter kön och åldersgrupp i euroområdet och USA

(i procent av befolkningen i arbetsför ålder)

Tabell 2.2

	Euroområdet			USA		
	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt
Alla åldersgrupper	77,0	57,6	67,3	84,2	70,7	77,2
15–24 ¹⁾	47,8	40,9	44,3	68,4	63,3	65,9
25–34	92,1	74,4	83,3	93,2	76,3	84,8
35–44	95,7	73,4	84,5	92,6	77,1	84,9
45–54	90,8	64,2	77,4	89,2	76,2	82,7
55–59	67,1	40,7	53,8	78,4	61,3	69,5
60–64	29,4	12,8	20,8	55,4	39,1	46,9

Källor: Eurostat och OECD.

Anm. Uppgifterna för USA avser 1999 och för euroområdet 2000.

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

2.3 Offentliga sektorn

Finanspolitiken har en betydande inverkan på ekonomisk tillväxt och inflation. Det är därför viktigt att monetära myndigheter som ECB 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 som skall säkerställa sunda offentliga finanser på EU-nivå (se ruta 2.1). Särskilt 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. En 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 utgör stabilitets- och tillväxtpakten ett viktigt åtagande att upprätthålla en finanspolitik som bidrar till en allmän makroekonomisk stabilitet.

Finanspolitiken påverkar ekonomin

Sund finanspolitik en förutsättning för makroekonomisk stabilitet

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

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

Offentliga inkomster

Offentligt underskott

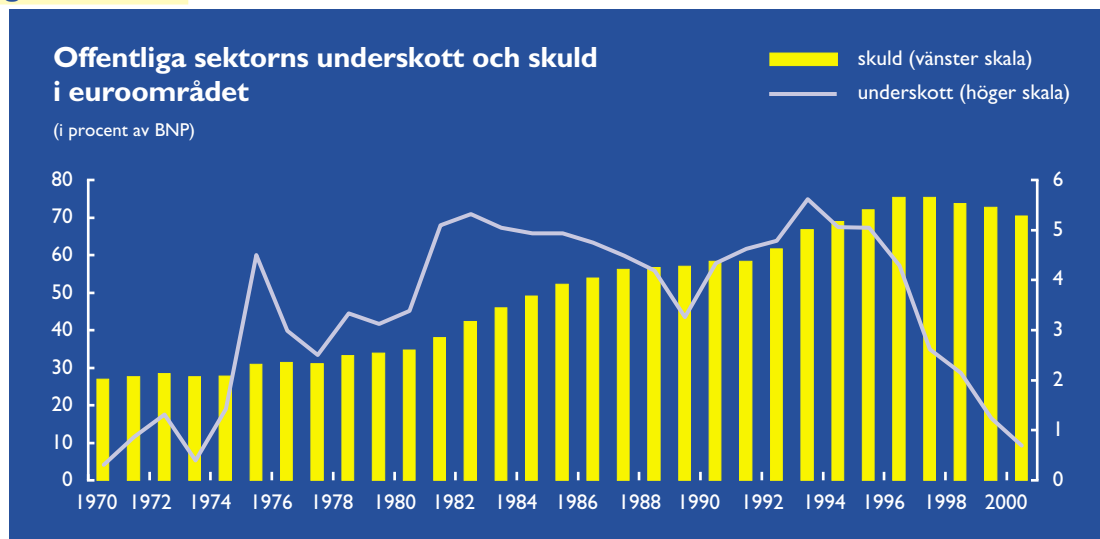
Den offentliga sektorn (dvs. staten, delstater, kommuner och socialförsäkringssystem) utgör en större andel av ekonomin i euroområdet än i USA och Japan. De offentliga utgifterna i euroområdet svarade för 48,6 % av BNP 2000, medan de offentliga inkomsterna stod för 47,9 %. I USA svarade den offentliga sektorn däremot för ca 32 % av BNP i fråga om utgifter och ca 34 % i fråga om inkomster. År 2000 stod de offentliga utgifterna i Japan för ca 39 % och inkomsterna för 30 % 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 socialförsäkringssystemets 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 i euroområdet.

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.

Under hela perioden 1970–2000 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 nästan 6,0 % av BNP 1993 men minskade därefter gradvis till 0,7 % 2000 (se diagram 2.3).

Diagram 2.3



Källor: Europeiska kommissionen, OECD och ECB:s beräkningar.

Anm. Uppgifterna om euroområdets underskott 2000 exkl. intäkter från försäljning av UMTS-licenser.

Institutionella bestämmelser för att säkerställa sunda offentliga finanser på EU-nivå

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 [f.d. artikel 103] 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 (f.d. artikel 104c) och i ett protokoll till fördraget. I detta förfarande fastställs villkoren för att de offentliga finanserna skall anses vara sunda. Om EU-rådet beslutar att en viss medlemsstat har ett alltför stort underskott föreskrivs i förfarandet vidare åtgärder, däribland sanktioner.

Stabilitets- och tillväxtpakten är ett komplement till förfarandet vid alltför stora underskott. Europeiska rådets resolution om stabilitets- och tillväxtpakten antogs den 17 juni 1997. På grundval av denna resolution antog rådet därefter två förordningar: "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". Dessa rättsakter utgör den ram inom vilken medlemsstaterna har åtagit sig att uppnå sunda offentliga finanser på medellång sikt. Medlemsstaterna är skyldiga att på medellång sikt eftersträva offentliga finanser som är "nära balans eller i överskott". Tanken är att de skall kunna hantera normala konjunktursvängningar 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. 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-bail-out-klausul om att inte undsätta medlemsstater med budgetsvårigheter. I artikel 103.1 (f.d. artikel 104b.1) i fördraget sägs: "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, dock utan att detta påverkar ömsesidiga finansiella garantier för det gemensamma genomförandet av ett visst projekt." Genom denna regel slås det fast att länderna även i fortsättningen ansvarar för återbetalning av den offentliga skulden. Därmed uppmuntras 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 hos finansinstitut. Enligt artikel 101 (f.d. artikel 104) 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 (f.d. artikel 104a) 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 föra en försiktig budgetpolitik bidrar de till att ge trovärdighet åt den gemensamma penningpolitiken och dess mål att uppnå prisstabilitet.

Enligt fördraget skall EU-rådet dessutom en gång om året – 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 vägledning som gäller för samtliga medlemsstater. Riktlinjerna tar samtidigt hänsyn till skillnaderna mellan länderna i fråga om ekonomiska resultat, utsikter, strukturer och institutioner genom att även innehålla specifika rekommendationer för enskilda länder. Enligt fördraget måste riktlinjerna respektera ECB:s oberoende ställning i bankens strävan att uppnå huvudmålet att upprätthålla prisstabilitet och får inte försöka påverka dess penningpolitik.

Offentlig bruttoskuld

Den offentliga sektorns bruttoskuld i euroområdet som helhet steg som mest till 75,4 % av BNP 1996, efter att ha ökat i snabb takt under de föregående två decennierna. Därefter minskade skulden något, till 70,3 % av BNP 2000. Den offentliga sektorns bruttoskuld i USA var något lägre, 57,3 % 2000, medan skuldkvoten i Japan uppgick till 130,4 %.

Euroområdet är inte en lika öppen ekonomi som de enskilda euroländerna

2.4 Utrikeshandel

Även om euroområdets ekonomi 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 2000 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 merparten (ca 75 % 2000) av såväl euroområdets import som dess export. Inom varukategorin står maskiner och transportutrustning för nästan hälften av exporten. 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 2000 svarade kemiska produkter för 13,6 % av varuexporten men bara för 8,5 % av importen, medan råvaror och energi stod för en betydligt större andel av importen än av exporten. Detta visar att euroområdet, till följd av den internationella arbetsfördelningen och råvarutillgången i euroområdet, i nettotermer tenderar att importera råvaror och halvfabrikat och specialisera sig på export av förädlade varor.

När det gäller den geografiska spridningen av euroområdets handel är Storbritannien, USA, Schweiz och Japan i nämnd ordning euroområdets viktigaste handelspartner. Vid sidan av dessa ekonomier svarade inget annat

Euroområdets utrikeshandel med varor 2000

(i procent av utrikeshandeln totalt)

Tabell 2.3

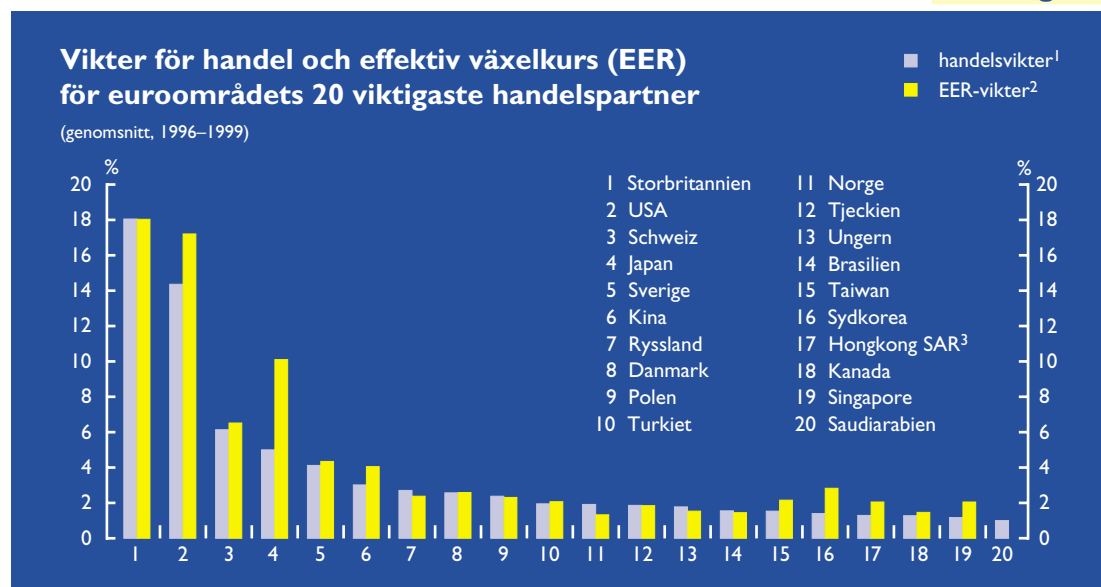
	Export	Import
Totalt	100	100
<i>varav:</i>		
Maskiner och transportutrustning	46,6	37,8
Kemiska produkter	13,6	8,5
Råvaror	2,0	4,8
Energi	2,3	14,4
Livsmedel, drycker och tobak	6,1	5,5
Andra industrivaror	26,6	25,4
Övrigt	2,9	3,5

Källor: Eurostat och ECB:s beräkningar.

enskilt land för mer än 5 % av euroområdets handel under perioden 1996–1999 (se diagram 2.4). Ryssland och länderna i Central- och Östeuropa stod tillsammans för 12,8 % av handeln, medan motsvarande siffra för Kina och övriga Asien utom Japan också var 12,8 %.

Handelns geografiska spridning

Diagram 2.4



Källa: ECB:s beräkningar baserade på handelsstatistik från Eurostat.

¹ Handelsvikterna är summan av export och import uttryckt som totalen av euroområdets export och import (inkl. Grekland).

² Eurons EER-index beräknas på totalvikter, dvs. vägda medelvärden av importvikter och dubbla exportvikter i euroområdets industri-varuhandel med omvärlden. Dubbelviktningen av exporten beaktar tredjemarknadseffekter för att fånga upp den konkurrens från inhemska producenter och exportörer från tredje länder som euroområdets exportörer utsätts för på den utländska marknaden.

³ Särskild administrativ region.

Det bör påpekas att dessa bilaterala handelsvikter bara avspeglar den handel som har ägt rum mellan euroområdet och länder utanför euroområdet. De avspeglar inte nödvändigtvis den konkurrens som euroområdets producenter möter på exportmarknaderna från andra länders exportörer och inhemska producenter. För att bedöma euroområdets konkurrensförmåga är det nödvändigt att ta hänsyn till sådana tredjemarknadseffekter. Dessa effekter är inräknade i vikterna för eurons effektiva växelkurs. Det är värt att påpeka att vikterna för USA:s och Japans valutor i eurons effektiva växelkurs är påtagligt högre än dessa två länders bilaterala handelsvikter (se diagram 2.4).

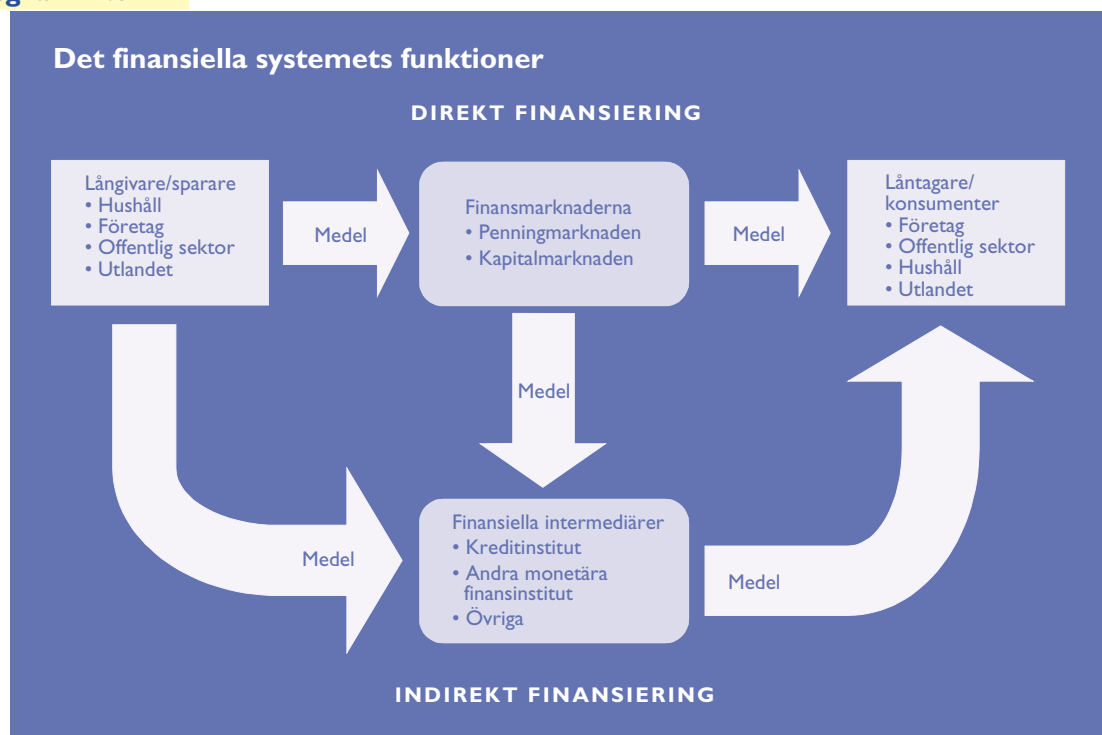
Effektiv växelkurs

Indirekt och direkt finansiering

2.5 Finansiell struktur

Det finansiella systemet har den viktiga ekonomiska uppgiften att kanalisera finansiella medel från dem vars utgifter understiger inkomsterna och som därför har ett sparandeöverskott till dem vars utgifter överstiger inkomsterna och som därför har ett resursunderskott. En schematisk framställning av detta ges i diagram 2.5. De viktigaste långgivarna eller spararna är hushållen, men även företag, staten och utlänningar har ibland ett överskott av finansiella medel som de lånar ut. I euroområdet är det främst företag och staten som är låntagare och användare av finansiella resurser, men även hushåll och hemmahörande utanför euroområdet 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 värdepapper som utgör en fordran på låntagarens framtida inkomster eller tillgångar. Om finansiella intermediärer deltar i förmedlingen av finansiella

Diagram 2.5



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.

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 sektorer huvudsakliga finansiella tillgångar och skulder, uttryckt i utestående belopp vid halvårsskiftet 2000. De utestående finansiella tillgångarna och skulderna utgör stockarna i de finansräkenskaper som sammanställs varje kvartal. De huvudsakliga finansiella tillgångar (sedlar, mynt och inlåning, andra värdepapper än aktier, noterade aktier och försäkringstekniska reserver) som visas i tabell 2.4 uppgick till 14 535 miljarder euro (omkring 230 % av euroområdets årliga BNP) vid halvårsskiftet 2000. Värdepapper, däribland noterade aktier, svarade för nästan hälften av detta belopp och sedlar, mynt och inlåning för en tredjedel. Försäkringstekniska reserver, dvs. pensionsfonders, försäkringsbolags och icke-finansiella företags avsättningar för att täcka försäkringstagares fordringar, utgjorde en femtedel av de huvudsakliga finansiella tillgångar som redovisas i tabellen. De huvudsakliga skulder (lån och värdepapper, däribland noterade aktier) som redovisas i tabell 2.4 uppgick till 15 526 miljarder euro (250 % av BNP) vid halvårsskiftet 2000. Värdepapper, däribland noterade aktier, utgjorde mer än hälften av de icke-finansiella sektorernas finansieringskällor medan lån stod för ca 45 %. Merparten av finansieringen (nästan 90 % av skulderna) hade löptider över ett år.

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 penningmarknaden 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.

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

De icke-finansiella sektorernas huvudsakliga finansiella tillgångar och skulder

Integrationen av penningmarknaden

Betalningssystemens roll

Tabell 2.4
Euroområdets icke-finansiella sektorer finansiella investeringar och finansiering vid halvårsskiftet 2000¹
(utestående belopp)

Viktigaste finansiella tillgångar	Miljarder euro	%
Totalt	14 535	100,0
Sedlar, mynt och inlåning	4 897	33,7
Sedlar och mynt	341	2,3
Inlåning hos	4 556	31,3
monetära finansinstitut i euroområdet	4 405	30,3
icke-monetära finansinstitut	150	1,0
Andra värdepapper än aktier	1 592	11,0
Kortfristiga	161	1,1
Långfristiga	1 432	9,8
Aktier²	4 908	33,8
Noterade aktier	2 952	20,3
Fondandelar	1 956	13,5
varav andelar i		
penningmarknadsfonder	221	1,5
Försäkringstekniska reserver	3 138	21,6
Hushållens nettofordran i livförsäkringsreserver och pensionsfonder	2 829	19,5
Förskottsbetalningar av försäkringspremier och reserver för utestående fordringar	309	2,1

Källa: ECB.

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

² Exkl. noterade aktier.

³ Inkl. hushållens ideella organisationer.

Viktigaste skulder	Miljarder euro	%
Totalt	15 526	100,0
Utlåning	6 951	44,8
a) av		
monetära finansinstitut i euroområdet	6 261	40,3
andra finansiella intermediärer	690	4,4
b) till		
offentlig sektor	885	5,7
kortfristig	42	0,3
långfristig	844	5,4
icke-finansiella företag	2 994	19,3
kortfristig	1 088	7,0
långfristig	1 905	12,3
hushåll ³	3 072	19,8
kortfristig	274	1,8
långfristig	2 798	18,0
Andra värdepapper än aktier	4 003	25,8
Offentlig sektor	3 600	23,2
kortfristiga	425	2,7
långfristiga	3 175	20,4
Icke-finansiella företag	403	2,6
kortfristiga	91	0,6
långfristiga	312	2,0
Noterade aktier		
emitterade av icke-finansiella företag	4 157	26,8
Inlåning		
från staten	148	1,0
Pensionsavsättningar	267	1,7

Finansmarknaderna: nyckelbegrepp

Finansmarknaderna kan klassificeras enligt flera kriterier som 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 kan samlas 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).

Derivat är slutligen 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 är av central betydelse för välfungerande finansmarknader genom att de förbättrar prissättningen och fördelningen av finansiella risker.

betalningsmekanism. ECB-rådet ansvarar för styrningen, förvaltningen och kontrollen av Target-systemet.

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 ger enhetliga prisreferenser för löptider mellan en dag och ett år.

De andra viktiga kontantmarknaderna på penningmarknaden är repo-marknaden och marknaden för valutaswappar. På dessa marknader sker utlåningen mot säkerhet i tillgångar. Repomarknaden är av varierande betydelse

Transaktioner utan säkerhet

inom euroområdet, vilket beror på att de underliggande säkerheterna fortfarande är något fragmenterade mellan euroländerna. Repotransaktionerna är huvudsakligen koncentrerade till löptider på högst en månad. Valutaswappar har vanligen löptider över tre månader.

Förutom de ovan nämnda 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 de olika marknadsområdena på penningmarknaden har den snabbaste utvecklingen ägt rum på marknaden för transaktioner utan säkerhet, eftersom den kännetecknas av en hög grad av aktivitet och likviditet. Transaktioner utan säkerhet svarade under 2000 för ungefär hälften av den totala omsättningen på euroområdets kontantmarknader. Repomarknaden svarade för omkring en tredjedel av den totala omsättningen på denna marknad, som växte markant under 1999 och 2000 delvis till följd av det kraftigt ökade antalet gränsöverskridande repotransaktioner. Uppkomsten av en fullt utvecklad repomarknad för hela euroområdet tycks fram till slutet av 2000 ha hindrats av en rad tekniska faktorer, bl.a. skillnader i lagstiftning, dokumentation och traditioner mellan euroländerna. Bland derivatmarknaderna utvecklades marknaden för EONIA-swappar snabbast under 1999 och 2000. 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 emitterade av hemmahörande i euroområdet uppgick totalt till nästan 10 % av BNP vid slutet av 2000, vilket var ungefär detsamma som 1990 (se tabell 2.5). Däremot förändrades de olika emittenternas relativa betydelse under 1990-talet. År 1990 var den offentliga sektorn den viktigaste emittenten (7,3 % av BNP), medan det utestående beloppet kortfristiga skuldförbindelser i euro som emitterats av den privata sektorn, främst monetära finansinstitut, under 2000 var större än motsvarande belopp för den offentliga sektorn (5,3 % respektive 3,8 % av BNP).

Av större betydelse är de långfristiga skuldförbindelser i euro som emitteras av hemmahörande i euroområdet. Det utestående beloppet motsvarade 92 % av BNP vid slutet av 2000, efter att ha ökat från 52 % av BNP vid slutet av 1990 (se tabell 2.6). Uttryckt i volym är den offentliga sektorn (staten och övrig offentlig sektor) den viktigaste emittenten av långfristiga skuldförbindelser. Vid slutet av 2000 uppgick det utestående beloppet långfristiga skuldförbindelser i euro som emitterats av den offentliga sektorn till nästan 50 % av BNP. Uttryckt i utestående belopp var MFI-sektorn den näst största emittentkategorin (34 % av BNP 2000). Det utestående beloppet långfristiga skuldförbindelser i euro som emitterats av icke-finansiella företag och icke-monetära finansiella företag uppgick till ca 8 % av BNP men har ökat relativt snabbt sedan starten av etapp tre av EMU.

Transaktioner
mot säkerhet

Derivatmarknader

Penningmarknadens
utveckling under
1999 och 2000

Kortfristiga
skuldförbindelser
inte lika betydande ...

... som långfristiga
skuldförbindelser

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

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

	1990	1995	1998	1999	2000
Totalt	469,3 [10,7]	606,1 [11,4]	532,7 [9,1]	585,5 [9,6]	579,0 [9,0]
<i>varav emitterat av:</i>					
Monetära finansinstitut	99,6 [2,3]	167,7 [3,2]	165,0 [2,8]	249,3 [4,1]	244,0 [3,8]
Icke-monetära finansiella företag	4,2 [0,1]	9,6 [0,2]	8,9 [0,2]	6,0 [0,1]	4,5 [0,1]
Icke-finansiella företag	44,4 [1,0]	33,7 [0,6]	46,3 [0,8]	66,8 [1,1]	87,0 [1,4]
Offentlig sektor	321,1 [7,3]	395,0 [7,4]	312,5 [5,3]	263,3 [4,3]	244,3 [3,8]

Källa: ECB.

Mindre finansiering genom skuldförbindelser i euroområdet än i USA

Vissa delar av euroområdets marknad för räntebärande värdepapper är underutvecklade

I euroområdet förekommer finansiering genom utgivning av skuldförbindelser i mindre omfattning än i USA och Japan. De utestående beloppen vid slutet av 2000 var 101 % av BNP i euroområdet, mot 147 % i USA och 127 % i Japan av (se tabell 2.7). Det utestående beloppet skuldförbindelser emitterade av icke-finansiella företag i euroområdet utgjorde 6 % av BNP vid slutet av 2000, mot 25 % i USA och 16 % i Japan.

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 få bolag i euroområdet kreditbetyg 2000, vilket begränsade deras tillträde till marknaden för industriobligationer.

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

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

	1990	1995	1998	1999	2000
Totalt	2 303,7 [52,4]	4 127,7 [77,7]	5 093,3 [86,8]	5 536,6 [90,5]	5 897,1 [91,7]
<i>varav emitterat av:</i>					
Monetära finansinstitut	960,7 [21,8]	1 467,1 [27,6]	1 849,6 [31,5]	2 014,4 [32,9]	2 175,7 [33,8]
Icke-monetära finansiella företag	52,8 [1,2]	83,2 [1,6]	122,6 [2,1]	194,8 [3,2]	251,3 [3,9]
Icke-finansiella företag	151,5 [3,4]	223,7 [4,2]	225,1 [3,8]	252,0 [4,1]	287,6 [4,5]
Offentlig sektor	1 138,7 [25,9]	2 353,6 [44,3]	2 896,1 [49,3]	3 075,8 [50,3]	3 182,4 [49,5]

Källa: ECB.

Utelöpande skuldförbindelser i nationella valutor emitterade av hemmahörande i euroområdet, USA och Japan 31.12.2000

(i procent av BNP)

Tabell 2.7

	Totalt	Emitterade av finansiella företag	Emitterade av icke-finansiella företag	Emitterade av den offentliga sektorn
Euroområdet	100,7	41,5	5,9	53,3
USA ¹	146,9	85,7	24,6	38,7
Japan	126,5	16,1	16,0	96,0

Källor: ECB och BIS.

¹ Skuldförbindelser med statsgaranti, såsom skuldförbindelser utgivna av Government-Sponsored Enterprises eller Federally Related Mortgage Pools, klassificeras som utgivna av finansiella företag. De uppgick 31.12.2000 till 43,6 % av BNP.

Aktiemarknaden

En vanligt mått på aktiemarknadens betydelse är aktiernas börsvärde i förhållande till BNP. Aktiernas börsvärde i euroområdet steg från 21 % av BNP vid slutet av 1990 till 93 % av BNP vid slutet av 2000 (se tabell 2.8). Det var dock fortfarande betydligt lägre än i USA, och skillnaden i börsvärde räknat i procent av BNP mellan USA och euroområdet ökade från ca 30 procentenheter 1990 till 60 procentenheter 2000. I Japan sjönk aktiernas börsvärde däremot från 87 % av BNP 1990 till 68 % av BNP 2000. Det bör påpekas att aktiekursernas utveckling hade en betydande inverkan på dessa siffror.

Ett annat mått på aktiemarknadens betydelse är statistiken över antalet noterade företag. I euroområdet steg detta antal från 4 276 vid slutet av 1990 till 6 112 vid slutet av 2000 (se tabell 2.9). Som jämförelse kan nämnas att antalet noterade företag i USA och Japan vid slutet av 2000 var 7 657 respektive 2 096.

Aktiernas börsvärde i euroområdet stiger men är lägre än i USA

Alltfler noterade företag på euroområdets aktiemarknader

Börsvärdet i euroområdet, USA och Japan

(vid årets slut, i procent av BNP)

Tabell 2.8

	1990	1995	1998	1999	2000
Euroområdet	21	29	61	90	93
USA	54	94	145	180	153
Japan	87	72	56	91	68

Källa: International Federation of Stock Exchanges.

Tabell 2.9

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

(vid årets slut)

	1990	1995	1998	1999	2000
Euroområdet	4 276	3 756	4 775	5 453	6 112
USA	6 765	7 369	7 750	7 429	7 657
Japan	1 752	1 865	1 890	1 935	2 096

Källa: International Federation of Stock Exchanges.

En annan skillnad mellan euroområdets aktiemarknad och aktiemarknaderna i USA och Japan är att handeln i de sistnämnda länderna är koncentrerad till en eller två börser. I euroområdet finns det i allmänhet en eller flera börser i varje land. 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 utvecklingen av 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 banksamordningsdirektiven¹ och de underställs unionens enhetliga tillsynskrav. Kreditinstituten är motparter 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 avsnitt 3.2). Termen "monetärt finansinstitut" myntades på grund av att alltför aktörer som inte är kreditinstitut, i synnerhet penningmarknadsfonder², numera bedriver verksamhet och erbjuder produkter som traditionellt varit förbehållna banker.

Kreditinstituten utgjorde 82 % av alla monetära finansinstitut i euroområdet vid slutet av 2000 (se tabell 2.10). Den näst största MFI-kategorin var penningmarknadsfonder. Vid slutet av 2000 fanns det ca 9 096 monetära

Definition av kreditinstitut och monetära finansinstitut

1 Med "kreditinstitut" avses institut som omfattas av definitionen i artikel 1 i banksamordningsdirektiven 77/1780/EEG av den 12 december 1977 och 89/646/EEG av den 30 december 1989, dvs. "företag vars verksamhet består i att från allmänheten ta emot insättning eller andra återbetalbara medel och att bevilja krediter för egen räkning".

2 Penningmarknadsfonder definieras som värdepappersfonder (collective investment undertaking, 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 en återstående löptid på högst ett år och/eller i bankinlåning och/eller som strävar efter en avkastning som ligger nära penningmarknadsräntorna.

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 2000 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 en summering av de harmoniserade balansräkningarna för alla monetära finansinstitut i euroområdet. I den aggregerade balansräkningen finns uppgifter om de monetära finansinstitutens bruttotillgodohavanden hos varandra. Den omfattar gränsöverskridande verksamhet mellan monetära finansinstitut, både inom euroområdet och gentemot omvärlden. Denna information behövs för att bedöma integrationen av finanssystemen och interbankmarknadens betydelse. Den konsoliderade balansräkningen sammanställs genom nettning 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, inklusive penningmängdsmåtten (se ruta 2.3).

Diagram 2.7 visar sammansättningen av den konsoliderade balansräkningen för MFI-sektorn inbegripet Eurosystemet vid slutet av 2000. Inlåning svarade för 43 % av de totala skulderna, medan andra viktiga poster på skuldsidan var utländska skulder och skuldförbindelser, som uppgick till 17 % respektive 13 % av MFI-sektorns totala skulder. Utlåning utgjorde den största andelen av de totala tillgångarna (68 % vid slutet av 2000). Utlåning i form av skuldförbindelser, aktier och andra ägarandelar utgjorde 15 % av MFI-sektorns totala tillgångar.

Antalet monetära finansinstitut sjönk till följd av finansiell konsolidering

Aggregerade och konsoliderade balansräkningar för MFI-sektorn

In- och utlåning de viktigaste posterna i MFI-sektorns balansräkning

Antal monetära finansinstitut i euroområdet

(vid årets slut)

	1998	1999	2000
Kreditinstitut	8 320	7 898	7 476
Penningmarknadsfonder	1 516	1 526	1 600
Centralbanker och andra institut	20	20	20
Totalantal monetära finansinstitut	9 856	9 444	9 096

Källa: ECB.

Tabell 2.10

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 och egenskaper 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.

ECB:s definitioner av penningmängdsmått för euroområdet bygger på en harmoniserad definition av inte bara de sektorer som ger ut respektive innehåller pengar utan också av de olika kategorierna av MFI-skulder. Den penningutgivande sektorn omfattar monetära finansinstitut hemmahörande i euroområdet. Den penninginnehavande sektorn omfattar alla icke-monetära finansinstitut hemmahörande i euroområdet med undantag för staten. Även om staten inte anses ingå i den penningutgivande sektorn ingår dess skulder av monetär karaktär som en särskild post i definitionen av penningmängdsmått för att de är högst likvida.

På grundval av begreppsmässiga överväganden och empiriska undersökningar, 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 likviditeten av de tillgångar som ingår. I tabell 2.11 anges vad som omfattas av respektive definitioner av euroområdets penningmängdsmått.

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

M2 omfattar M1 plus inlåning med en avtalad löptid upp till två år eller inlåning 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 omsättbara instrument som emitteras av monetära finansinstitut hemmahörande i euroområdet. De omsättbara instrumenten är repoavtal, andelar i penningmarknadsfonder, penningmarknadsinstrument

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

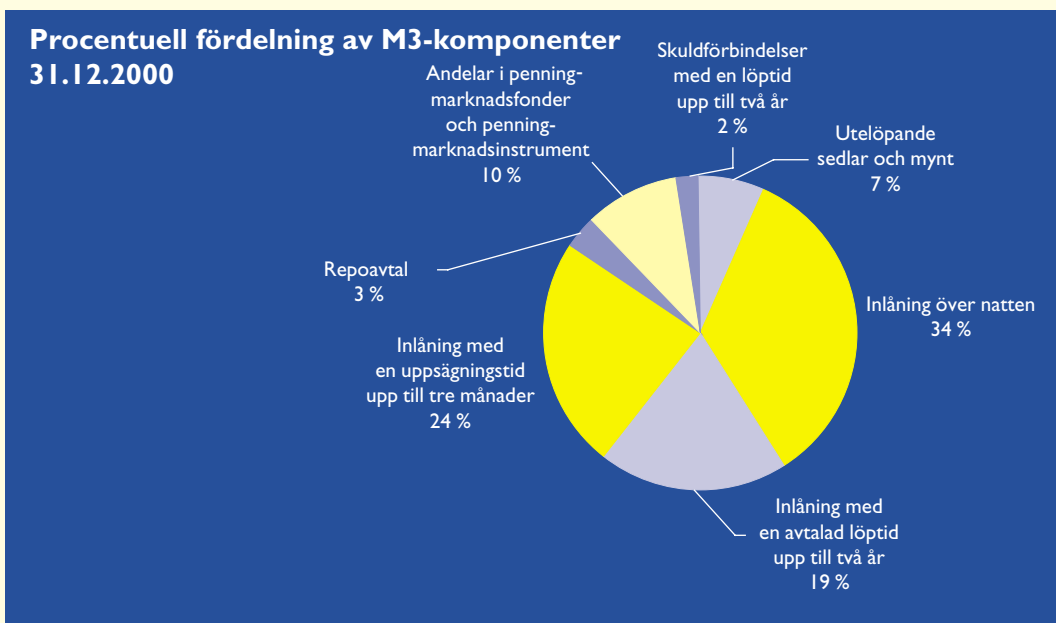
¹ Den penningutgivande sektorns och statens monetära skulder till den penninginnehavande sektorn.

och skuldförbindelser med en löptid upp till två år. En hög grad av likviditet och prissäkerhet gör dessa instrument till ett nära substitut till inlåning. Genom att de ingår i M3 påverkas detta breda penningmängdsmått inte lika mycket av omvandlingar mellan olika kategorier av likvida tillgångar som de snävare penningmängdsmåtten utan blir mer stabilt (se även kapitel 3).

Likvida tillgångar i utländska valutor som innehas av hemmahörande i euroområdet kan vara nära substitut till tillgångar i euro. Därför ingår dessa tillgångar i penningmängdsmåtten om de innehas av monetära finansinstitut i euroområdet.

Diagram 2.6 visar komponenternas relativa andelar av M3 i december 2000. Inlåning över natten svarade för den största andelen, 34 % av M3. Inlåning med en uppsägningstid upp till tre månader hade en andel på 24 %, medan inlåning med en avtalad löptid upp till två år stod för 19 %. Andelar i penningmarknadsfonder och penningmarknadsinstrument stod för 10 % av M3 och utelöpande sedlar och mynt för 7 %. Repoavtal och skuldförbindelser med en ursprunglig löptid upp till två år svarade slutligen för 3 % respektive 2 % av M3.

Diagram 2.6

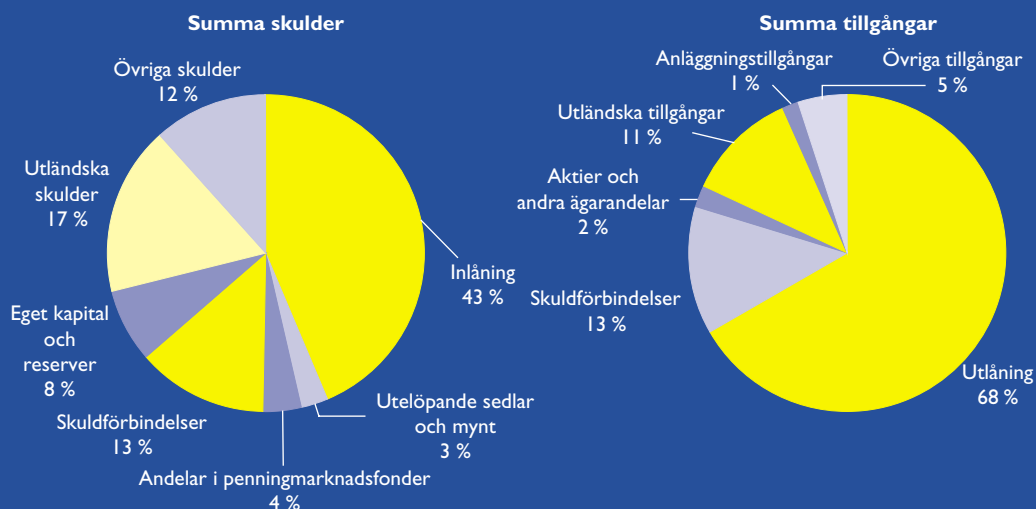


Källa: ECB.

Diagram 2.7

Sammansättning av den konsoliderade balansräkningen för euroområdet monetära finansinstitut (inkl. Eurosystemet) 31.12.2000

(procentuell fördelning)



Källa: ECB.

Tabell 2.12

Bankinlåning och bankutlåning i euroområdet, USA och Japan 31.12.2000

(i procent av BNP)

	Inlåning	Utlåning	Utlåning till icke-finansiella företag
Euroområdet	79,1	107,7	41,8
USA	37,6	50,8	38,2
Japan	110,7	103,8	72,8

Källor: ECB, den amerikanska centralbanken Federal Reserve och den japanska centralbanken.

Bankernas in- och utlåning i euroområdet, Förenta staterna och Japan

Bankinlåningen i euroområdet utgjorde 79 % av BNP vid slutet av 2000 (se tabell 2.12). Det var mer än i USA (38 % av BNP) men mindre än i Japan (111 % av BNP). Samtidigt uppgick bankernas utlåning i euroområdet till totalt 108 % av BNP, medan motsvarande siffra för USA och Japan var 51 % respektive 104 %. I både euroområdet och USA utgjorde dessutom bankernas utlåning till icke-finansiella företag ca 40 % av BNP vid slutet av 2000. I Japan uppgick bankernas utlåning till icke-finansiella företag däremot till 73 % av BNP vid slutet av 2000.

Andra finansiella intermediärer

Indirekt finansiering till den offentliga och den privata sektorn tillhandahålls inte bara av icke-monetära finansinstitut utan också av andra finansiella intermediärer, t.ex. försäkringsföretag och pensionsinstitut, finansiella serviceföretag³, värdepappersfonder, värdepappers- och derivathandlare, samt finansiella företag som bedriver utlåning. En av de viktigaste skillnaderna mot kreditinstitut är avsaknaden av inlåning på skuldsidan i dessa instituts balansräkningar. Beräkningar visar att dessa andra finansiella intermediärer ökade sin verksamhet under 1990-talet, men att de fortfarande spelar en liten roll jämfört med de monetära finansinstituten. Vid slutet av 1999 uppgick tillgångarna för försäkringsföretag, värdepappersfonder och pensionsinstitut i euroområdet till 41 % av BNP, medan MFI-sektorns tillgångar utgjorde 253 % av BNP. De totala tillgångarna hos dessa andra finansiella intermediärer i euroområdet har dock ökat väsentligt.

Icke-monetära finansinstitut spelar fortfarande en liten roll

3 Finansiella serviceföretag omfattar alla finansiella företag och kvasibolag som främst ägnar sig åt finansiell serviceverksamhet, dvs. verksamhet som är närliggande finansförmedling utan att i sig vara finansförmedling, t.ex. försäkrings-, låne- och värdepappersmäklare.

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 detta mål. I det andra avsnittet ges en kortfattad beskrivning av några av grundprinciperna för den penningpolitiska transmissionsmekanismen och deras innebörd för penningpolitiken. En mer ingående redogörelse av ECB:s strategi ges i det tredje avsnittet, medan det sista avsnittet handlar om strategins informationsroll.

3.1 Prisstabilitet – huvudmålet för den gemensamma penningpolitiken

Fördelarna med prisstabilitet

Huvudmålet för ECB och den gemensamma penningpolitik som banken ansvarar för skall enligt fördraget vara att upprätthålla prisstabilitet (se kapitel 1). Det fanns goda skäl att tilldela ECB detta mål i fördraget. Flera decenniers praktiska erfarenheter och ett stort antal ekonomiska studier pekar på att penningpolitiken bäst kan bidra till att förbättra de ekonomiska utsikterna och höja levnadsstandarden för medborgarna genom att varaktigt upprätthålla prisstabilitet. Prisstabilitet – i den meningen att man undviker både en långvarig inflation och en långvarig deflation – bidrar på flera sätt till en hög ekonomisk aktivitet och sysselsättning.

Prisstabilitet innebär för det första att det blir lättare att märka förändringar i de relativa priserna, eftersom de inte skymms av fluktuationer i den allmänna prisnivån. Det leder till att företag och konsumenter kan fatta bättre underbyggda beslut om konsumtion och investeringar och därmed till att marknaden kan fördela resurserna på ett effektivare sätt. Genom att hjälpa marknaden att styra resurserna till det mest produktiva användningsområdena ökar prisstabilitet produktionspotentialen i ekonomin.

Om investerarna känner sig förvissade om att prisstabiliteten kommer att upprätthållas i framtiden kommer de för det andra inte att kräva ”inflationriskpremier” för att kompensera sig för de risker som det innebär att inneha tillgångar under en längre tid. Genom att minska riskpremierna i den reala räntan kan penningpolitiken bidra till fördelningseffektiviteten på kapitalmarknaden och ge incitament till investeringar. Detta främjar i sin tur ekonomisk tillväxt.

Ett trovärdigt upprätthållande av prisstabilitet gör för det tredje att det är mindre sannolikt att privatpersoner och företag avleder resurser från produktiva objekt 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 inte ett effektivt investeringsbeslut och hindrar därför ekonomisk tillväxt.

För det fjärde kan skatte- och välfärdssystemen skapa onaturliga incitament som snedvrider det ekonomiska beteendet. I de flesta fall förvärras dessa snedvridningar av inflation eller deflation. Med prisstabilitet elimineras de reala kostnader som uppstår när inflationen förvärrar skatte- och socialförsäkrings-systemens snedvridande effekter.

Prisstabilitet bidrar till högre levnadsstandard genom att ...

... öka pristransparensen, ...

... sänka inflationsriskpremierna i räntorna, ...

... minska behovet av kurssäkring, ...

... minska snedvridningar på grund av skattesystemen ...

... och förhindra en godtycklig omfördelning av välstånd

ECB har fastställt ett kvantitativt mått på prisstabilitet

Prisstabilitet skall upprätthållas på medellång sikt

Denna definition bidrar till öppenhet och ansvarighet och är en hållpunkt för inflationsförväntningarna

Om prisstabilitet upprätthålls förhindras för det femte den omfattande och godtyckliga omfördelning av välstånd och inkomster som förekommer under såväl inflationistiska som deflationistiska förhållanden. Förhållanden med stabila priser bidrar därmed till social sammanhållning och stabilitet. Som flera exempel under 1900-talet har visat leder en hög inflation eller deflation ofta till social och politisk instabilitet.

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 fakta som för en rad olika länder, metoder och perioder visar att ekonomier med lägre inflation i genomsnitt tycks ha en snabbare real tillväxt på lång sikt.

ECB:s definition av prisstabilitet

Även om det i fördraget tydligt slås fast att ECB:s huvudmål är att upprätthålla prisstabilitet ges där ingen exakt definition av vad som menas med prisstabilitet. För att mer noggrant ange vad detta mål innebär tillkännagav ECB-rådet 1998 följande kvantitativa definition: "Prisstabilitet skall definieras som en årlig ökning av det harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP) för euroområdet på mindre än 2 %."¹

Vid samma tillfälle slog ECB-rådet också fast att prisstabilitet "skall upprätthållas på medellång sikt". Det avspeglar den allmänna meningen att penningpolitiken inte kan finjustera utvecklingen av priser eller inflation över korta tidsrymder på ett par veckor eller månader. En ändrad penningpolitik inverkar på 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. Kortsiktiga fluktuationer i inflationen är därför oundvikliga.

Det fanns flera skäl till att ECB-rådet tillkännagav en kvantitativ definition av prisstabilitet. Genom att klargöra hur ECB-rådet tolkar det mål banken har ålagts enligt 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 måttstock mot vilken ECB kan hållas ansvarig. Det blir möjligt att fastställa när prisutvecklingen avviker från prisstabilitet och ECB är skyldig att förklara långvariga avvikelser från denna definition och klargöra hur prisstabilitet skall återupprättas inom en rimlig tidsrymd. Definitionen är slutligen avsedd att vägleda förväntningarna om den framtida prisutvecklingen. ECB:s övergripande åtagande att upprätthålla prisstabilitet bör ge allmänheten och finansmarknaderna goda skäl att förvänta sig att inflationen på medellång sikt kommer att ligga inom det intervall som anses vara förenligt med prisstabilitet. En sådan stabilisering av de långsiktiga inflationsförväntningarna bör minska risken att företag, fackföreningar och enskilda aktörer som deltar i löne- och prisbildningen räknar med en högre inflation i sina beslut, vilket i sin tur skulle

¹ Se ECB:s pressmeddelande "Stabilitetsinriktad penningpolitisk strategi för ECBS" från den 13 oktober 1998.

göra det svårare att upprätthålla prisstabilitet. Definitionen av prisstabilitet bidrar därför till att göra den gemensamma penningpolitiken mer trovärdig och effektiv.

Det finns anledning att titta närmare på en del inslag i definitionen av prisstabilitet:

För det första är varken långvarig inflation eller långvarig deflation förenlig med definitionen. Genom formuleringen ”på mindre än 2 %” fastställs en tydlig övre gräns för den uppmätta HIKP-inflation som är förenlig med prisstabilitet. Genom att ordet ökning används i definitionen anges samtidigt att deflation, dvs. nedgångar i HIKP, inte är förenlig med prisstabilitet.

För det andra identifieras i definitionen ett särskilt prisindex – HIKP för euroområdet – som skall användas för att bedöma om prisstabilitet har uppnåtts och upprätthållits. Detta index har harmoniserats mellan de olika länderna i euroområdet. Användningen av indexet överensstämmer med allmänhetens normala intresse för konsumentpriser. HIKP omfattar ett brett spektrum av konsumtionsutgifter (se ruta 3.1).

För det tredje erkänner definitionen implicit att det kan förekomma fel när prisnivån mäts med HIKP. Flera ekonomiska studier har påvisat systematiska fel i mätningen av konsumentprisindex (KPI). Felen beror främst på förändrade konsumtionsmönster och förbättrad kvalitet på de varor och tjänster som ingår i den korg som används för att beräkna ett visst index. Det går inte alltid att fullt ut korrigera sådana mätfel när konsumentprisindex konstrueras. I typfallet leder det till att KPI överskattar den verkliga inflationen något. HIKP för euroområdet är ett relativt nytt begrepp och tidsserier av historiska data saknas än så länge. Det finns ännu inga säkra bevis för hur stort det potentiella mätfelet i HIKP är. Europeiska kommissionens statistikkontor Eurostat har försökt undvika mätfel i HIKP genom att fastställa lämpliga statistikkraV för de nationella statistikinstitutionen (bl.a. om periodisk revidering av utgiftsvikterna i indexet och medtagande av nya varor). Möjligheten av små positiva mätfel i HIKP-inflationen och osäkerheten om hur stora felen är var skälet till att ECB inte fastställde någon exakt undre gräns i definitionen. Genom att fastställa en övre gräns på 2 % har ECB skapat en marginal som tar hänsyn till alla tänkbara uppskattningar av mätfelet i HIKP.

Genom att implicit göra mätfelet i HIKP till den undre gränsen i det intervall som anses vara förenligt med prisstabilitet medger ECB:s definition för det fjärde bara positiva tal för faktisk inflation. Den skapar därmed en säkerhetsmarginal som bidrar till att säkerställa att negativa tal för den faktiska inflationen undviks. Att undvika deflation är viktigt, eftersom deflationen när den väl uppstått kan hota den finansiella stabiliteten och därmed fördjupas ytterligare.

För det femte bedöms prisstabiliteten med hjälp av HIKP för euroområdet, vilket visar att besluten om den gemensamma penningpolitiken syftar till prisstabilitet i euroområdet som helhet.

Definitionens
grunddrag:

Ökning ... på
mindre än 2 %

HIKP

Hänsyn till
potentiella mätfel

Säkerhetsmarginal
mot deflation

Inriktning på
euroområdet som
helhet

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 harmonisera nationella konsumentprisindex har utförts av Europeiska kommissionen (Eurostat) i nära samarbete med de nationella statistikinstituterna. Som viktiga statistikanvändare har Europeiska monetära institutet (EMI) och senare ECB i hög grad varit delaktiga i detta arbete.

HIKP-statistik från Eurostat finns tillgänglig fr.o.m. januari 1995. Beräknade historiska data, som inte är helt jämförbara med HIKP-statistiken fr.o.m. 1995, finns för totala HIKP och dess fem viktigaste komponenter fr.o.m. 1990. Fyra av dessa komponenter avser varupriser. Dessa priser svarade tillsammans för 61,9 % av HIKP 2000, medan tjänster stod

för 38,1 % (se tabell 3.1). Tanken med denna uppdelning är i första hand att identifiera olika ekonomiska faktorer. Utvecklingen för energikomponenten 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.

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 kvalitetsjustering och gemensamma regler om behandlingen av nya varor och tjänster. 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 euroländerna. Regler har fastställts för hur ofta råvaruvikterna i HIKP skall revideras. I januari 2000 och januari 2001 togs viktiga steg mot en ytterligare harmonisering som ökade jämförbarheten mellan ländernas metoder för beräkning av HIKP samtidigt som indexet kom att täcka allt fler konsumtionsutgifter. Behandlingen av ägarbostadskostnader, som är den enda viktiga post som ännu inte ingår i indexet, diskuterades i Eurostats arbetsgrupp för statistik under 2001.

Tabell 3.1
Vikterna för huvudkomponenterna i HIKP för 2001

HIKP	100,0
Varupriser	61,9
Oförädlade livsmedel	8,2
Förädlade livsmedel	12,3
Industrivaror exkl. energi	32,1
Energi	9,5
Tjänster	38,1

Källa: Eurostat.

ECB:s definition av prisstabilitet är i linje med de definitioner som användes av de flesta nationella centralbanker i euroområdet innan valutaunionen upprättades. När EU-rådet (Ekofin) antog de allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken i juli 1995 angavs att en inflation på högst 2 % är förenlig med prisstabilitet. Det bör betonas att ECB:s definition är avsedd som en varaktig kvantifiering av huvudmålet för den gemensamma penningpolitiken.

Varaktig kvantifiering av huvudmålet

3.2 Den penningpolitiska transmissionsmekanismen

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 i en given ekonomisk situation. Den process genom vilken penningpolitiska beslut påverkar ekonomin i allmänhet och prisnivån i synnerhet kallas transmissionsmekanism. Det är allmänt vedertaget, både teoretiskt och erfarenhetsmässigt, att det tar tid för penningpolitiska åtgärder att slå igenom i ekonomin och att det är svårt att uppskatta deras exakta effekter. Penningpolitiken påverkar alltså priserna med långa, varierande och ovissa fördröjningar.

Definition av transmissionsmekanismen

Penningpolitikens roll och begränsningar

På lång sikt avgör penningpolitiken det nominella värdet på varor och tjänster – dvs. den allmänna prisnivån. Fluktuationer i prisnivån visar hur mycket pengarnas köpkraft förändras över tiden. Ett närliggande påstående – som är allmänt accepterat bland ekonomer – är att inflation i sista hand är ett monetärt fenomen. Långa perioder med hög tillväxt i penningmängden är alltså normalt förknippat med hög inflation. Detta samband har bekräftats i ett mycket stort antal ekonomiska studier som omfattar olika perioder, länder och statistikserier. I detta sammanhang är pengars neutralitet en allmän princip som ligger till grund för det vedertagna ekonomiska tänkandet. Enligt denna princip kan förändringar i penningutbudet på lång sikt bara påverka nominella men inte reala variabler. Förändringar i penningutbudet har med andra ord inte någon långsiktig inverkan på den reala produktionen, arbetslösheten eller realräntorna. På lång sikt avgörs realinkomsterna i allt väsentligt av faktorer på utbudssidan (t.ex. teknik, befolkningsökning, marknadernas flexibilitet och effektiviteten i ekonomins institutionella struktur). Penningpolitiken kan därför bara bidra till långsiktig tillväxt genom att upprätthålla prisstabilitet (se avsnitt 3.1). Penningpolitiska beslut kan däremot påverka reella variabler på kort sikt.

Inflation är i sista hand ett monetärt fenomen

Dessa viktiga drag i den penningpolitiska transmissionsmekanismen utgör de gränser inom vilka alla centralbanker, däribland ECB, bör hålla sig för att uppnå prisstabilitet. Penningpolitikens inverkan på realinkomsterna och prisnivån avspeglas i fördragets fördelning av mål och ansvarsområden mellan de olika myndigheter som ansvarar för politiken. Eftersom penningpolitiken påverkar prisnivån på medellång sikt är prisstabilitet ett realistiskt mål för den gemensamma penningpolitiken. Det skulle däremot ha varit ett misstag att fastställa penningpolitiska mål som gäller realinkomster eller sysselsättning, eftersom penningpolitiken har mycket begränsade möjligheter att på ett varaktigt sätt påverka reala variabler. Det är i själva verket bara genom att försöka upprätthålla prisstabilitet som penningpolitiken kan ha en positiv

Uppdrag enligt fördraget

inverkan på den ekonomiska tillväxten på lång sikt. Uppgiften att förbättra ekonomins tillväxtpotential vilar på budget- och strukturpolitiken – men även på dem som deltar i löneförhandlingarna.

Transmissionskanaler för penningpolitiken

I det föregående avsnittet gavs en allmän beskrivning av penningpolitikens inverkan på ett antal viktiga makroekonomiska variabler. Det är dock viktigt att även förstå på vilket sätt penningpolitiken utövar detta inflytande eftersom det finns flera olika transmissionskanaler. Ett förenklat schema över dessa kanaler ges i diagram 3.1.

Den (långa) kedjan av orsak och verkan som förbinder penningpolitiska beslut med prisnivån börjar med en ändring av ECB:s räntor, särskilt räntorna på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och på de stående faciliteterna (se kapitel 4 för en närmare beskrivning av Eurosystemets penningpolitiska operationer).

Banksystemet efterfrågar pengar utgivna av centralbanken (s.k. baspengar) för att tillgodose efterfrågan på sedlar och mynt, för att reglera interbanksaldon och för att uppfylla kassakraven (dvs. för att kunna deponera föreskrivna medel i centralbanken). Eftersom centralbanken har monopol på att skapa baspengar kan den utöva ett dominerande inflytande på förhållandena på penningmarknaden och därmed styra penningmarknadsräntorna. Ändringar av penningmarknadsräntorna påverkar i sin tur andra marknadsräntor, om än i varierande grad.

Offentliggörandet och genomförandet av penningpolitiska beslut kan påverka förväntningarna om den framtida inriktningen på penningpolitiken – och detta inverkar i sin tur på de långa räntorna, inflationsförväntningarna, löne- och prisbildningen, tillgångspriserna och växelkursen.

Som nämns ovan är produktionsnivån på lång sikt oberoende av penningmängden. En alltför hög tillväxt i penningmängden måste därför i slutändan leda till inflation. Enkelt uttryckt, om det finns ”för mycket pengar som jagar för få varor” är det oundvikligt att den allmänna prisnivån så småningom stiger, eftersom privata aktörer förr eller senare kommer att vilja använda sitt överskott. Även om detta naturligtvis är en mycket förenklad bild av mekanismen illustrerar den själva kärnan i synen på penningmängdens effekter, enligt vilken ekonomiska aktörers försök att göra sig av med alltför stora penninginnehav leder till en ökad efterfrågan på varor och därmed till högre priser så att marknaden kommer i jämvikt. En hög tillväxt i penningmängden kan också ha en direkt inverkan på inflationsförväntningar och därmed även på prisutvecklingen. På samma sätt kan en låg tillväxt i penningmängden leda till deflationistiska förväntningar och en deflationistisk prisutveckling. Penningmängdstillväxten kan dessutom avspegla det rådande efterfrågetrycket i ekonomin, vilket gör penningmängden till en god allmän indikator på den ekonomiska utvecklingen. Allt detta gör att utvecklingen i penningmängdsmåtten ger information som är användbar för penningpolitiken och även fungerar som ledande indikator på den framtida prisutvecklingen. Dessa egenskaper hos penningmängdsmåtten är ett viktigt skäl till att penning-

Transmissions-
processen ...

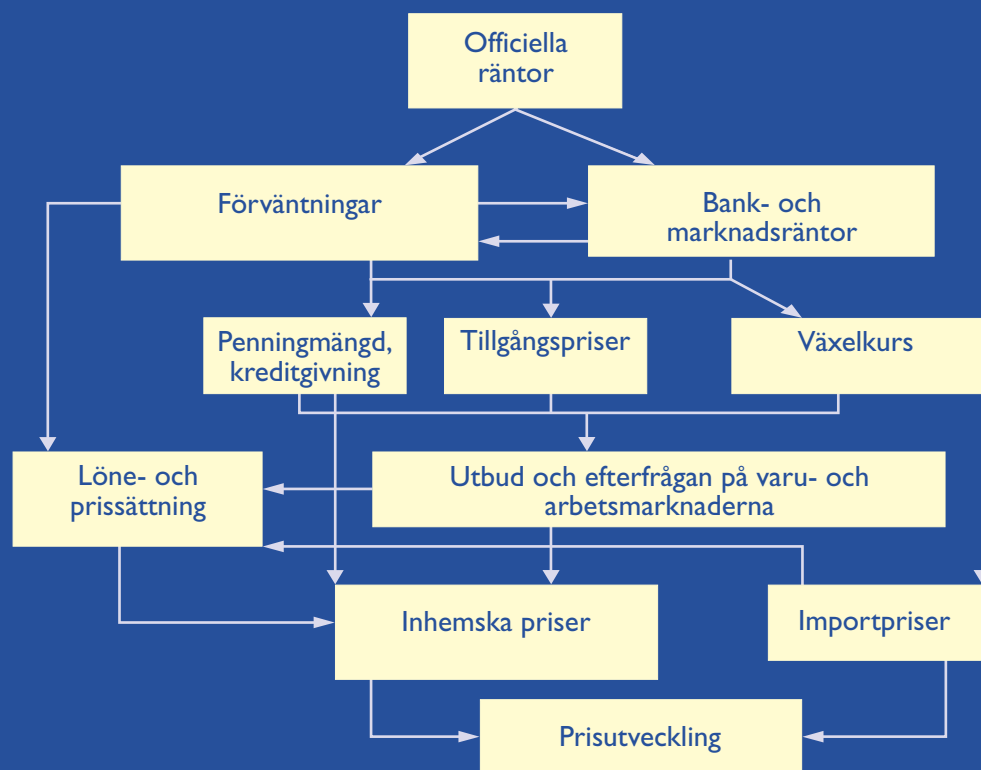
... börjar med
en ändring av
styrrentorna, ...

... vilket påverkar
förhållandena på
penningmarknaden ...

... och
förväntningarna

Penningmängdens roll

Illustration av transmissionen via räntekanalen



mängden ges en framträdande roll i penningpolitiken, även om transmissionsmekanismens exakta struktur är något oklar.

Även kreditutvecklingen kan spela en viktig roll i transmissionsmekanismen, eftersom tillgången till och kostnaderna för krediter är en viktig faktor i företagens investeringsbeslut och konsumenternas utgiftsbeslut och därför för de allmänna efterfrågeförhållandena. Om företagen inte kan få krediter måste de använda sig av självfinansiering, vilket ofta inte räcker till för att finansiera stora projekt. Variationer i tillgången till krediter till följd av en ändrad penningpolitik kan därför fungera som en viktig transmissionskanal.

Ändringar av penningpolitiken och/eller förväntningar om framtida ändringar av denna påverkar priset och avkastningen på finansiella tillgångar. Dessa påverkar i sin tur hushållens och företagens beslut om sparande och investeringar och i slutändan efterfrågan på varor och tjänster i euroområdet ekonomi. Under i övrigt lika förhållanden brukar till exempel lägre räntor göra det attraktivare för hushållen att konsumera sina löpande inkomster i stället

Kreditgivningens roll

Förändringar i tillgångspriser och avkastningar ...

... påverkar konsumtions-
mönstren, ...

... löne- och
prisbildningen ...

... och växelkursen

Transmissions-
mekanismens
komplexitet

för att spara dem, eftersom den förväntade avkastningen på sparande sjunker. De långa räntorna kan vara särskilt viktiga eftersom deras löptid motsvarar tidshorizonten för många av företagets investeringsbeslut och hushållens beslut om sparande, t.ex. pensionssparande.

Till följd av ändrade konsumtions- och sparbeteenden förändras den inhemska efterfrågan på varor och tjänster i förhållande till det inhemska utbudet. När efterfrågan överstiger utbudet under i övrigt lika förhållanden drivs priserna upp.

Prisutvecklingen påverkas naturligtvis även av kostnaderna för insatsvaror i produktionen. Här spelar förändringar i lönenivåer och produktivitet en betydande roll. Penningpolitiken påverkar därför också prisnivån genom sina effekter på lönebildningen och priserna på insatsvaror. Dess effekter på inflationsförväntningarna är i detta sammanhang viktiga: om penningpolitiken kan ge trovärdighet åt sitt huvudmål att upprätthålla prisstabilitet kommer inflationsförväntningarna att hålla sig kring den låga nivå som definierats som prisstabilitet och löne- och prisbildningen kommer att ligga i linje med detta mål. Förlorar målet i trovärdigt kommer inflationsförväntningarna inte längre att ligga kvar på den låga nivån. Detta innebär att penningpolitiken kraftigt kan påverka de löpande priserna via sin inverkan på inflationsförväntningarna. Det finns också en mer indirekt kanal: förändringar i den effektiva efterfrågan kan leda till svårare eller lättare förhållanden på marknaderna för arbetskraft och insatsvaror, vilka i sin tur kan påverka prisbildningen på respektive marknad.

Ränteförändringar som är en följd av penningpolitiska beslut kan även påverka växelkursen, bl.a. genom effekterna på de internationella kapitalflödena. Detta 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 inflation, i den mån 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 detta att minska inflationstrycket. Hur omfattande dessa växelkurseffekter blir beror på hur öppen ekonomin är för internationell handel. Växelkurskanalen är mindre viktig för ett stort och relativt slutet valutaområde som euroområdet än för en liten och öppen ekonomi.

Den penningpolitiska transmissionsmekanismen är alltså ett komplicerat ekonomiskt samspel. Trots allt arbete som har utförts av ekonomer på universitet, forskningsinstitut och centralbanker är kunskaperna om den bristfälliga. 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.

3.3 Analysen av hoten mot prisstabilitet i ECB:s stabilitetsinriktade penningpolitiska strategi

Mot bakgrund av den föregående diskussionen kan den utmaning som ECB står inför beskrivas på följande sätt: ECB-rådet skall påverka förhållandena på penningmarknaden, och därmed nivån på de korta räntorna, för att genom effekterna på prisnivån via den penningpolitiska transmissionsmekanismen på bästa sätt upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

Syftet med ECB:s penningpolitiska strategi är att möta denna utmaning. Strategin skall fungera som en övergripande ram inom vilken beslut kan fattas om en lämplig nivå för de korta räntorna. I stället för att inrikta sig på en viss situation har ECB antagit en varaktig strategi för att säkerställa att de penningpolitiska besluten över tiden fattas på ett konsekvent och systematiskt sätt. En sådan konsekvent handlingslinje bidrar till att stabilisera inflationsförväntningarna och ökar ECB:s trovärdighet.

Det viktigaste inslaget i ECB:s penningpolitiska strategi är definitionen av prisstabilitet (se avsnitt 3.1). Genom strategin säkerställs sedan att ECB-rådet får alla relevanta uppgifter och analyser som behövs för att fatta penningpolitiska beslut som säkerställer att prisstabiliteten upprätthålls på ett systematiskt och organiserat sätt. Strategin måste slutligen också skapa en ram som gör att penningpolitiska beslut kan förklaras för allmänheten på ett klart och genomskinligt sätt.

Grunddragen i framgångsrik penningpolitik

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 ändringarna slår igenom. I den meningen måste penningpolitiken vara framsynt.

Som påpekas i avsnitt 3.2 gör det faktum att transmissionsmekanismen verkar med en viss fördröjning det omöjligt för penningpolitiken att på kort sikt motverka oförutsedda chocker som påverkar prisnivån (t.ex. chocker orsakade av förändringar i de internationella råvarupriserna). Vissa kortsiktiga fluktuationer i inflationen kan därför inte undvikas. Eftersom transmissionsmekanismen är så komplex finns det dessutom alltid en betydande osäkerhet om penningpolitikens effekter. Av dessa skäl är det viktigt att penningpolitiken har en medelfristig inriktning. På så sätt kan man undvika en överdriven aktivism eller onödig (och eventuellt självunderhållande) instabilitet i den reala ekonomin men samtidigt säkerställa att prisstabilitet upprätthålls på medellång sikt. En sådan medelfristig inriktning är i överensstämmelse med ECB:s uttalande att "prisstabilitet skall upprätthållas på medellång sikt".

Betydelsen av en penningpolitisk strategi

Övergripande ram för penningpolitiska beslut

Penningpolitiken måste vara framsynt, ...

... ha en medelfristig inriktning ...

... och därmed utstå
en betydande grad
av osäkerhet

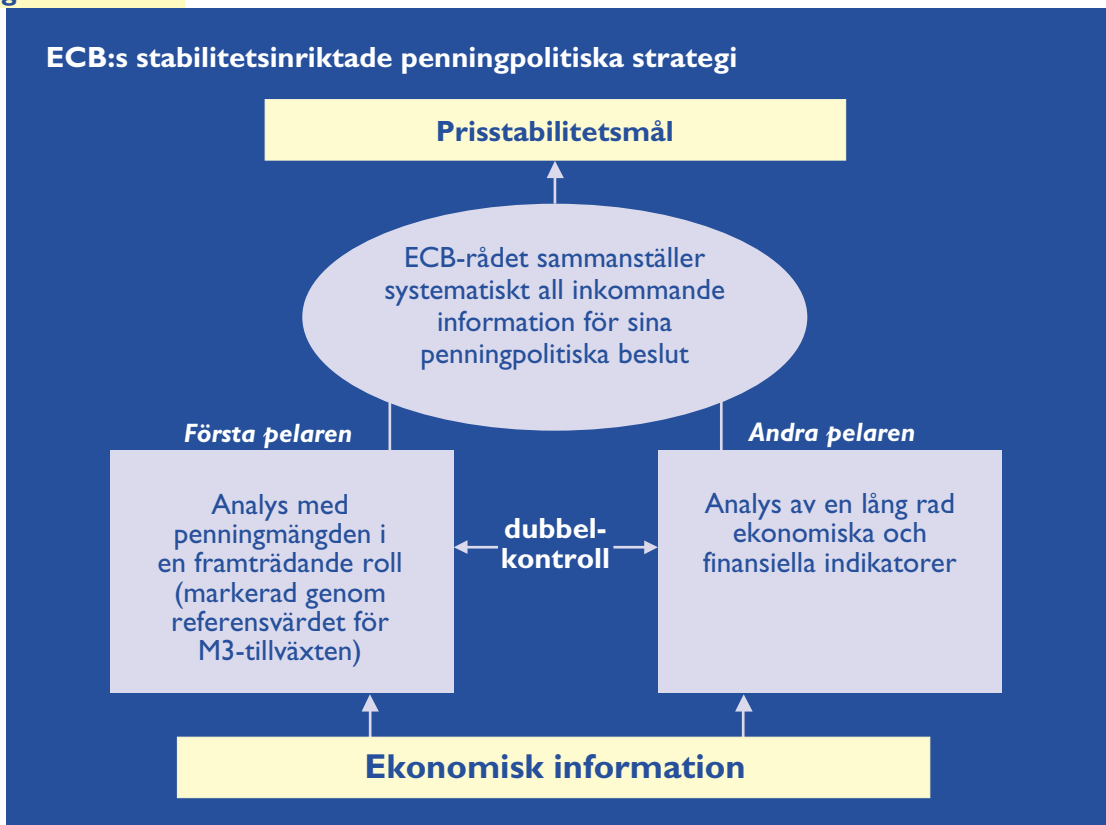
Systemet med
två pelare ...

ECB måste slutligen också räkna med en betydande osäkerhet, särskilt under valutaunionens första år, när det bland annat gäller ekonomiska indikatorers tillförlitlighet, euroområdet ekonomiska struktur och transmissionsmekanismen för den gemensamma penningpolitiken. Alla centralbanker måste emellertid leva med en hög grad av osäkerhet – det är inte något som ECB är ensam om. För att penningpolitiken skall vara framgångsrik måste den därför vara brett baserad, ta hänsyn till all relevant information och inte förlita sig på bara en enda ekonomisk modell.

De två pelarna i ECB:s penningpolitiska strategi

ECB-rådet enades om de viktigaste inslagen i sin stabilitetsinriktade penningpolitiska strategi i oktober 1998 (se ruta 3.2 med alternativa strategier som övervägdes). Förutom definitionen av prisstabilitet består strategin av två ”pelare” som används för att organisera den information och de analyser som ligger till grund för diskussionerna om den politik som skall föras (se diagram 3.2).

Diagram 3.2



De två pelarna bildar den ram inom vilken den framåtblickande bedömningen av det ekonomiska läget kan göras på grundval av en så fullständig uppsättning ekonomiska data och analysverktyg som möjligt.

Strategins två pelare används för att analysera den information som behövs för de penningpolitiska besluten för att huvudmålet, dvs. prisstabilitet, skall uppnås. De är inga mål i sig själva.

Den första pelaren i den penningpolitiska strategin

Den första pelaren i ECB:s strategi ger penningmängden en framträdande roll. Som påpekas i avsnitt 3.2 råder det en allmän enighet bland ekonomer om att inflation på medellång till lång sikt i grunden är ett monetärt fenomen. Ett av de mest anmärkningsvärda empiriska mönstren inom makroekonomin är det stabila långsiktiga sambandet mellan prisnivå och penningmängd, i synnerhet om penningmängden mäts med breda penningmängdsmått. Penningmängdsutvecklingen ger information om den framtida prisutvecklingen och kan därför bidra till en samlad bedömning av hoten mot prisstabiliteten. Penningmängds- och kreditaggregat kan också spela en roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Allt detta gör att det är viktigt för en centralbank att noga följa utvecklingen av penningmängden och kreditgivningen. Genom att ge penningmängden en framträdande roll i sin strategi har ECB tydligt signalerat till allmänheten att den kommer att göra en sådan monetär analys.

Penningmängdens framträdande roll i ECB:s strategi markeras genom tillkännagivandet av ett kvantitativt referensvärde för tillväxten i det breda penningmängdsmåttet M3 (se ruta 3.3). Inriktningen på M3 motiveras av dess goda empiriska egenskaper. De flesta empiriska studier för euroområdet har bekräftat att det finns en stabil (långsiktig) penningefterfrågefunktion som kopplar M3 till prisnivån och andra makroekonomiska variabler. Det har också påvisats att M3 fungerar som ledande indikator för framtida inflation, särskilt på medellång sikt.

Referensvärdet är inte ett penningmängdsmål. ECB försöker inte genom räntestyrt hålla M3-tillväxten inom referensvärdet vid någon bestämd tidpunkt. Däremot görs en noggrann analys av avvikelserna i M3-tillväxten från referensvärdet i samband med andra ekonomiska analyser för att få fram information om hoten mot prisstabiliteten. Om penningpolitiska åtgärder vidtas är det för att ta itu med de hot mot prisstabiliteten som upptäcks genom denna breda analys.

Det finns flera skäl till varför penningpolitiken inte reagerar mekaniskt på avvikelser i M3-tillväxten från referensvärdet. För det första kan sambandet mellan penningmängd, priser och ekonomisk aktivitet – ett samband som kan sammanfattas som pengarnas omloppshastighet – vara mer komplicerat och inte lika stabilt på kort sikt som på längre sikt. En analys av penningmängdsutvecklingen måste ta hänsyn till denna komplexitet. För det andra kan strukturella förändringar i bank- och finanssystemen varaktigt ändra omloppshastigheten och därmed sambandet mellan penningmängd och transaktionsvolym. En viktig utmaning för den monetära analys som ECB gör är att skilja

... används för att organisera informationen

En framträdande roll för penningmängden ...

... markeras genom tillkännagivandet av referensvärdet, ...

... som inte är ett penningmängdsmål ...

... och inte förutsätter en mekanisk penningpolitisk reaktion

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 strategi är att man fastställer **penningmängdsmål**. I praktiken betyder det att en centralbank ändrar styrräntorna för att antingen påskynda eller bromsa penningmängdstillväxten enligt en given och på förhand tillkännagiven tillväxttakt. 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 penningefterfrågefunktion) på medellång sikt. Om så är fallet kan man beräkna en tillväxtkurva för penningmängden som är förenlig med prisstabilitet. Den andra är att penningmängden bör kunna kontrolleras genom penningpolitik under en begränsad tidsperiod. 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 kan ge viktig information för penningpolitiska beslut som syftar till prisstabilitet. Det råder dessutom viss osäkerhet om de empiriska egenskaperna hos penningmängden i euroområdet på grund att övergången till valutaunionen kan ha lett till institutionella och beteendemässiga förändringar och – mer allmänt – att särskilda faktorer tillfälligt kan snedvridera penning-

mängdsutvecklingen. Det kan därför vara svårt 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 man sig på själva inflationsutvecklingen i förhållande till ett fastställt inflationsmål. Centralbanker som använder denna metod kommunicerar 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.

ECB beslutade av flera skäl att en sådan strategi inte skulle följas. Att helt och hållet inrikta sig på ett prognostiserat inflationstal skapar 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 den typiska inflationsmålsstrategin – bl.a. den fasta tidsperioden (t.ex. två år) i den prognos som utgör underlag för penningpolitiska beslut – något godtyckliga. För det tredje är det svårt att i inflationsprognoser som bygger på konventionella makroekonomiska modeller inordna den penningpolitiskt relevanta information som finns i penningmängdsmåtten. Slutligen ansåg ECB att det skulle vara oklokt att förlita sig på en enda prognos, med tanke på den betydande osäkerheten om euroområdets ekonomiska struktur. Det ansågs vara bättre att anta en diversifierad strategi för analys av ekonomiska data med inslag av flera olika analysmetoder.

En tredje strategi är att fastställa **växelkursmål**. Denna strategi tillämpades av flera europeiska länder före etapp tre av 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, inte minst för att det är en stor och relativt sluten ekonomi där växelkursutvecklingen har en mer begränsad inverkan på prisnivån.

mellan tillfälliga och permanenta förändringar i omloppshastigheten så att penningmängdsutvecklingen kan tolkas på rätt sätt.

Penningmängdsutvecklingen kan slutligen 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 vid ECB omfattar därför en ingående bedömning av särskilda faktorer som påverkar penningmängden. Det kan ibland också förekomma statistiska snedvridningar, vilket innebär att de inrapporterade uppgifterna inte helt överensstämmer med den statistiska definitionen av penningmängdsmåtten. Sådana snedvridningar kan dock ofta statistiskt identifieras och estimeras. När det finns tillförlitliga bevis för sådana snedvridningar kan den offentligtgjorda monetära statistiken korrigeras.

Referensvärdet är ett viktigt inslag i strategin och utgör ett konkret offentligt åtagande från ECB:s sida att tillskriva penningmängden en framträdande roll i penningpolitiska beslut och förklara denna roll för allmänheten. Eftersom det är nödvändigt att göra ingående och relativt komplicerade monetära analyser för att få fram den information som är relevant för penningpolitiska beslut förlitar sig ECB inte enbart på avvikelser i M3-tillväxten från referensvärdet. Många andra monetära och finansiella variabler analyseras regelbundet inom den första pelaren. Utvecklingen för komponenterna i M3 (utelöpande sedlar och mynt, tidsbunden inlåning etc.) studeras till exempel för att de kan ge information om de samlade förändringarna i M3. Härvid kan snävare penningmängdsmått som M1 ge viss information om den reala aktiviteten. På samma sätt kan förändringar i kreditgivningen till den privata sektorn ge information om det finansiella läget och, genom MFI-sektorns balansräkning, ytterligare information om penningmängden. En sådan analys bidrar till att ge både en bättre insikt i M3-utvecklingen i förhållande till referensvärdet och en samlad bild av likviditetsläget i ekonomin och de risker det medför för prisstabiliteten.

Att identifiera
"särskilda faktorer"
och snedvridningar

Analys av
komponenter och
motposter i M3

ECB:s referensvärde för penningmängdstillväxt

Penningmängdens framträdande roll i ECB:s strategi har markerats genom tillkännagivandet av ett referensvärde för tillväxten i det breda penningmängdsmåttet M3. Referensvärdet har beräknats så att det är förenligt med prisstabilitet. Betydande eller långvariga avvikelser i penningmängdstillväxten från referensvärdet är normalt ett tecken på hot mot prisstabiliteten på medellång sikt.

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

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

Referensvärdet inbegriper definitionen av prisstabilitet som en årlig ökning i HIKP för euroområdet på mindre än 2 %. Beräkningen av referensvärdet bygger dessutom på medelfristiga antaganden om den potentiella produktionstillväxten och trenden för omloppshastigheten i M3. År 1998 gjordes ett antagande om att den medelfristiga trendmässiga tillväxten i reala BNP för euroområdet skulle uppgå till 2–2 ½ per år, baserat på beräkningar av både internationella organisationer och ECB. Olika metoder användes för att komma fram till antagandet om omloppshastigheten som beaktade såväl enkla (univariata) trender som tillgänglig information från mer komplicerade modeller för penningefterfrågan. Resultaten pekade sammantaget på en minskning av omloppshastigheten i M3 i storleksordningen ½–1 % per år. På grundval av dessa antaganden fastställde ECB i december 1998 referensvärdet till 4 ½ % per år. Eftersom det inte hade framkommit några nya avgörande fakta som kunde ha motiverat en betydande ändring av de underliggande antagandena hölls referensvärdet oförändrat vid ECB-rådets översyn i december 1999 och december 2000.

Den andra pelaren i den penningpolitiska strategin

För att fatta ändamålsenliga penningpolitiska beslut krävs heltäckande och brett baserad information. Parallellt med analysen av penningmängdstillväxten i förhållande till referensvärdet görs därför också en noggrann analys av flera andra ekonomiska och finansiella variabler inom ramen för strategins andra pelare. Även dessa variabler analyseras för den information de kan ge med relevans för penningpolitiska beslut som syftar till prisstabilitet.

Analysen inom ramen för den andra pelaren är inriktad på att klarlägga effekterna av en rad olika faktorer som normalt påverkar prisutvecklingen på kort sikt. Dessa faktorer är relevanta för penningpolitiken eftersom de kan fördjupas och därmed hota utsikterna för prisstabilitet på medellång sikt. I linje med konventionella konjunkturmodeller lägger denna analys ofta tyngdpunkten på effekterna av samspelet mellan utbud och efterfrågan och/eller kostnadstryck på prissättningen på varu-, tjänste- och arbetsmarknaderna.

Analysen inom ramen för den andra pelaren ...

... betonar samspelet mellan utbud och efterfrågan på varu-, tjänste- och arbetsmarknaderna ...

För att kunna fatta ändamålsenliga 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 en ökad inflation som beror på stigande arbetskraftskostnader till följd av löneökningar som inte motiveras av produktivitetsökningar. I det förstnämnda fallet uppstår en övergående och kortvarig inflationsökning 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 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.

Inom den andra pelaren granskar ECB regelbundet utvecklingen av den totala produktionen, efterfrågan, förhållandena på arbetsmarknaden, en lång rad pris- och kostnadsindikatorer, finanspolitiken och euroområdet betalningsbalans. I ruta 3.4 sammanfattas det statistiska underlaget för de indikatorer på den ekonomiska utvecklingen som analyseras av ECB inom den andra pelaren och framhävs vikten av tillgången till statistik av hög kvalitet.

Utvecklingen av finansmarknadsindikatorer och tillgångspriser bevakas också noggrant. Rörelser i tillgångspriserna kan påverka prisutvecklingen via inkomst- och förmögenhetseffekter. När aktiekurserna stiger blir till exempel aktieägande hushåll förmögnare och kan välja att konsumera mer. Detta leder till en ökad konsumtionsefterfrågan och kan öka det inhemska inflationstrycket. Omvänt gäller att sjunkande aktiekurser kan få hushållen att minska sin konsumtion.

Tillgångspriser och avkastningen på finansiella tillgångar kan också användas för att få fram information om förväntningarna på finansmarknaderna, bl.a. rörande den framtida prisutvecklingen. Genom att köpa och sälja obligationer ger aktörerna på finansmarknaden till exempel implicit uttryck för sina förväntningar om den framtida ränte- och prisutvecklingen. Med hjälp av flera olika metoder kan ECB analysera de finansiella priserna för att ta reda på marknadernas implicita förväntningar om den framtida utvecklingen.

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 inhemska 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. All denna information måste beaktas när man fattar penningpolitiska beslut som är inriktade på prisstabilitet.

... och bidrar till att klarlägga typen av chocker

Analysen av realekonomiska indikatorer, ...

... finansmarknadsindikatorer ...

... och växelkursutvecklingen

Statistik över den ekonomiska utvecklingen i euroområdet

Som förklaras i kapitel 3 är den kedja av orsak och verkan som kopplar penningpolitiska beslut till prisnivån invecklad och omfattar olika sektorer av ekonomin. 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 industri-sektorn, mätt i producentpriser, spela en viktig roll vid sidan av HIKP och dess komponenter genom att de signalerar om den framtida konsumentprisutvecklingen, 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 vidare viktig för att man skall kunna följa konjunkturutvecklingen och analysera de strukturella förändringarna 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.

Betalningsbalansstatistiken (sammanställd av ECB) ger vid sidan av utrikeshandelsstatistiken från Eurostat viktig information om export- och importutvecklingen som kan påverka inflationstrycket genom sina effekter på efterfrågeförhållandena. Med hjälp av denna statistik kan man också noggrant övervaka priserna inom utrikeshandeln – för närvarande i form av närmevärden hämtade ur enhetsvärdeindex för export och import. Dessa index underlättar framför allt bedömningen av de potentiella effekterna på importpriserna av växelkursrörelser och förändringar i råvaru-

priser (t.ex. oljepriset). Även om euroområdet är en relativt sluten ekonomi jämfört med de enskilda euroländerna påverkar importerad inflation ändå de inhemska producent- och konsumentpriserna. (Dessutom ger betalningsbalansstatistiken över finansiella transaktioner viktiga indikatorer för den monetära och finansiella analysen).

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 instabila real tillväxt. Kvaliteten på statistiken beror på flera faktorer. För det första måste statistiken omfatta *alla sektorer av ekonomin*. Förutom sedvanlig statistik över industri och handel behövs särskilt 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 en korrekt bild av utvecklingen och därmed tillförlitlig information för penningpolitiska beslut. För det tredje är det av grundläggande betydelse för penningpolitiken att statistiken insamlas *snabbt och tillräckligt ofta*. För att ge information om det rådande ekonomiska läget måste uppgifterna vara aktuella. När det gäller den *geografiska täckningen* är det dessutom mycket viktigt att det finns aggregerade uppgifter för både euroområdet som helhet och enskilda länder. För det fjärde är långa *statistikserier* av grundläggande betydelse för en ekonometrisk analys som kan öka förståelsen av euroområdets ekonomi.

Det sker en ständig utveckling och förbättring av den statistik som tas fram för euroområdet. Gemensamma metodologiska krav har fastställts för flera områden av statistiken och statistiken har förbättrats i fråga om både tillgänglighet och aktualitet. Flera initiativ har tagits om detta. I en handlingsplan för statistikkrav avseende EMU utformad av Europeiska kommissionen (Eurostat) i nära samarbete med ECB i september 2000 prioriterades särskilt förbättringar av den ekonomiska statistiken.

Inom den andra pelaren lägger Eurosystemets interna experter två gånger om året fram makroekonomiska framtidsbedömningar. De utgör ett viktigt bidrag bland övriga informationskällor som tjänar som underlag för överläggningarna i ECB-rådet. De ger dock inte uttryck för ECB-rådets politiska bedömning. Framtidsbedömningarna lägger grunden till penningpolitikens långsiktiga inriktning. De sammanställer och sammanfattar en stor mängd information som annars skulle vara alltför ohanterlig i diskussionerna om den politik som skall föras. De ger också en plattform för integrering av de ekonomiska analyserna inom den andra pelaren på ett sammanhållet och konsekvent sätt som tar hänsyn till tidigare erfarenheter och grundläggande ekonomiska samband. Framtidsbedömningarna är dock till sin natur osäkra och denna osäkerhet ökar ju längre prognosperioden är. För att ta hänsyn till osäkerheten kring dessa makroekonomiska framtidsbedömningar offentliggör ECB dem i form av intervall.

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. Därför bör det stå klart att framtidsbedömningen i allmänhet inte är den bästa prediktorn för framtida utfall, särskilt vid längre prognosperioder. Den är snarare ett scenario som, om det är oförenligt med prisstabilitet, sannolikt inte kommer att bli verklighet eftersom penningpolitiken alltid kommer att söka avvärja eventuella hot mot prisstabiliteten. Därför bör de makroekonomiska framtidsbedömningar som görs av Eurosystemets experter inte under några omständigheter tolkas som att de ifrågasätter ECB-rådets åtagande att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt. De som deltar i löne- och prisbildningen, företagen och hushållen, bör i stället utgå från ECB:s kvantitativa definition av prisstabilitet som den bästa prognosen om prisutvecklingen på medellång sikt.

I de makroekonomiska framtidsbedömningar som görs av Eurosystemets experter används en rad verktyg och underlag. Det finns flera olika makroekonometriska modeller för euroområdet och för de enskilda euroländerna. 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 estimerats 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.

Även om de interna experternas framtidsbedömningar spelar en värdefull roll är de inget universalmedel. För det första 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. För det andra 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 tredje kan ekonomiska framtidsbedömningar bara ge en summarisk beskrivning

Eurosystemets
makroekonomiska
framtid-
bedömningar ...

... grundas
på tekniska
antaganden, ...

... modeller och
teknisk expertis, ...

... är inget
universalmedel, ...

av ekonomin och innehåller därmed inte all relevant information. Det är framför allt inte lätt att inordna viktig information av det slag som ingår i penningmängds- och kreditaggregat i den ram som används för att ta fram framtidsbedömningarna. Dessutom kan informationen förändras efter det att framtidsbedömningarna har färdigställts. För det fjärde påverkar oundvikligen experternas åsikter framtidsbedömningarna och det kan finnas goda skäl att inte hålla med om vissa åsikter.

De interna experternas makroekonomiska framtidsbedömningar spelar av alla dessa skäl en viktig men begränsad roll i ECB:s penningpolitik. ECB-rådet utvärderar dem tillsammans med en mängd övrig information och olika typer av analyser som ingår i de två pelarna. Hit hör den monetära analysen inom den första pelaren och analyserna av finansiella priser, enskilda indikatorer och andra institutioners prognoser inom den andra pelaren. ECB-rådet använder därför inte de interna experternas makroekonomiska framtidsbedömningar som sitt viktigaste redskap för att organisera och kommunicera sin bedömning.

I december 2000 beslutade ECB att två gånger om året offentliggöra Eurosystemets makroekonomiska framtidsbedömningar i månadsrapporten.

Varför två pelare?

Osäkerheten och de bristfälliga kunskaperna om ekonomin i allmänhet – och om den penningpolitiska transmissionsmekanismen i synnerhet – ytrar sig bland annat i att det finns många olika modeller för inflationsprocessen. Modellerna ger uttryck för olika åsikter om hur ekonomin fungerar eller betonar i varierande grad de olika transmissionskanaler för penningpolitiken som diskuteras i avsnitt 3.2. Vissa modeller betonar till exempel penningmängdens roll i transmissionsmekanismen medan andra lyfter fram icke-monetära faktorer, såsom förändringar i förhållandet mellan utbud och efterfrågan och/eller kostnadstryck på prissättningen på varu-, tjänste- och arbetsmarknaderna. Många av dessa modeller fångar in viktiga delar av verkligheten, men ingen tycks kunna ge en heltäckande bild. Därför är varje enskild modell av nödvändighet bristfällig, även om den kan ge ett värdefullt perspektiv på den ekonomiska utvecklingen. Under dessa förhållanden skulle det vara oklokt att låta de penningpolitiska besluten uteslutande vila på en enda metod eller en enda indikator.

Eftersom det finns så många modeller har ECB valt att organisera sin analys inom två pelare. ECB har då tagit hänsyn till att det har visat sig ytterst svårt att ge penningmängden en framträdande roll i konventionella realekonomiska modeller, trots den allmänna uppfattningen om att det finns ett samband mellan penningmängd och priser och de empiriska bevisen för att penningmängdsmåtten kan fungera som en ledande indikator på prisutveckling och vara en viktig transmissionskanal för penningpolitiken. Den första pelaren kan därför anses företräda en kategori modeller och analysramar som ger penningmängden en framträdande roll i prisutvecklingen och även beaktar de transmissionskanaler som tillskriver penningmängden stor betydelse. Den andra pelaren omfattar en rad alternativa modeller för inflationsprocessen, i

... spelar en viktig men begränsad roll

Osäkerheten i modellerna

Ett stort antal modeller

första hand modeller som betonar samspelet mellan utbud och efterfrågan och/eller kostnadstryck, och de transmissionskanaler som verkar via dessa variabler.

En rad olika modeller analyseras inom de båda pelarna. Dessutom vidareutvecklas modellerna ständigt, allteftersom forskare tar fram nya empiriska och analytiska verktyg för att undersöka den ekonomiska strukturen och den penningpolitiska transmissionsmekanismen i euroområdet.

På grund av osäkerheten i analyserna bör centralbankerna alltid dubbelkontrollera och jämföra signalerna från de olika indikatorerna och utvärdera den tillgängliga informationen och följderna av sina åtgärder med hjälp av flera rimliga ekonomiska modeller. På medellång sikt är det då ofta bäst att välja den politik som fungerar tillräckligt bra enligt flera modeller och under flera tänkbara förhållanden.

Det är mot denna bakgrund som ECB:s strategi bör ses. Den utgör en ram som inte bara omfattar all relevant information utan också tar hänsyn till flera olika tolkningar av denna information. Tvåpelarsstrategin minskar riskerna för politiska misstag på grund av ett alltför stort beroende av en enda indikator, prognos eller modell. Genom denna nyanserade tolkning av de ekonomiska förhållandena kan ECB:s strategi anses främja en stark penningpolitik i en osäker omvärld.

ECB-rådet fastställer vilka penningpolitiska instrument Eurosystemet skall utnyttja för att på bästa sätt främja uppnåendet av sitt huvudmål. Det sker på grundval av de signaler om hot mot prisstabiliteten som ges av båda pelarna i strategin. Penningpolitiken reagerar därför inte mekaniskt på utvecklingen i någon enskild indikator eller prognos, utan utvärderar, dubbelkontrollerar och sammanfattar i stället information från båda pelarna i en samlad bedömning av typen och omfattningen av chockerna, den åtföljande ekonomiska utvecklingen och de rådande hoten mot prisstabiliteten, med de politiska bedömningar som görs av ledamöterna i ECB-rådet som en viktig del.

3.4 Ansvarighet, öppenhet och information

Centralbankens oberoende, ansvarighet och genomsynlighet

Som förklaras i kapitel 1 finns det goda skäl att anförtro uppgiften att upprätthålla prisstabilitet – och därmed skydda pengarnas värde – åt en oberoende centralbank som inte kan utsättas för politiska påtryckningar. Delegeringen av beslutsfattandet till en oberoende institution medför samtidigt en skyldighet för institutionen att vara redovisningsskyldig för hur den fullgör sitt uppdrag. En oberoende centralbank måste precis som alla andra offentliga institutioner förklara sina beslut för allmänheten och ta ansvar för sitt agerande. Reglerna om ansvarighet tvingar centralbanken att utföra sina uppgifter så bra som möjligt.

I ett demokratiskt samhälle är ansvarighet ett självklart komplement till centralbankens oberoende. Ett tydligt definierat och avgränsat uppdrag är en förutsättning för att delegeringen av penningpolitiken till en oberoende centralbank är demokratiskt legitimt, och genom uppdragets övergripande

Dubbelkontroll

En stark penningpolitik

Inga mekaniska reaktioner på enskilda indikatorer eller prognoser

Oberoende ...

... och ansvarighet är självklara komplement

inriktning på prisstabilitet blir det möjligt för allmänheten att hålla den oberoende centralbanken ansvarig.

Termerna "ansvarighet" och "öppenhet" används ibland synonymt. Det är emellertid viktigt att skilja mellan dessa båda begrepp. Ansvarighet innebär att centralbanken hålls ansvarig för att målen uppfylls. Öppenhet innebär – snävt definierat – att banken skall informera om den interna beslutsprocessen. I vidare mening innebär öppenhet att centralbanken skall förklara hur penningpolitiken används för att fullgöra uppdraget. En penningpolitisk strategi bidrar till öppenhet genom att skapa en systematisk ram för såväl det interna beslutsfattandet som informationen till allmänheten. Ökad öppenhet gör att allmänheten får bättre kunskaper om penningpolitiken, vilket kan bidra till att göra politiken mer trovärdig och effektiv. Vilka kanaler som är lämpliga för att säkerställa en centralbanks ansvarighet beror på den institutionella ramen och på centralbankens uppdrag. Eftersom ECB har en oberoende ställning kan banken inte hållas ansvarig av nationella regeringar eller nationella parlament. I stället är ECB ansvarig inför hela den europeiska allmänheten och Europaparlamentet, som är ett organ med ett europeiskt mandat och en direkt demokratisk legitimitet.

ECB:s förhållande till Europaparlamentet i detta sammanhang fastställs i fördraget och respekterar ECB:s institutionella oberoende. Fördraget ålägger ECB en rad rapporteringskrav och skyldighet att lägga fram regelbundna rapporter för Europaparlamentet för att säkerställa ansvarighet (se kapitel 1). 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 3.5).

Den penningpolitiska strategins informationsroll

För att öka förståelsen av penningpolitiken bör allmänheten i princip ha insyn i och få förklarad hela den penningpolitiska beslutsprocessen. I praktiken är det dock svårt att ge allmänheten en helt uttömmande och lättfattlig beskrivning av alla faktorer och aspekter i den interna penningpolitiska beslutsprocessen.

När det gäller att förklara penningpolitiken för allmänheten måste man därför göra olika val. För utformningen av en effektiv informationsstrategi krävs att man gör en avvägning mellan öppen information om beslutsfattandets komplexitet och förenklade beskrivningar av beslutsprocessen för att göra den mer begriplig. Valet av lämplig strategi måste avspegla den komplexitet och osäkerhet som präglar de ekonomiska förhållanden under vilka centralbanken verkar och referensramarna för de olika befolkningssegment som centralbanken behöver kommunicera med. I den meningen förutsätter en effektiv informationsstrategi en gemensam ram och ett språk som både centralbanken och allmänheten känner sig hemma med.

I den externa informationen om ECB:s penningpolitiska strategi lägger man stor vikt vid att noggrant återge den komplexitet och osäkerhet som präglar de ekonomiska förhållandena och därmed den interna beslutsprocessen. Den beskrivning av strategin som ges utåt är relativt komplicerad jämfört med

Öppenhet och ansvarighet

ECB:s informations- verksamhet

Penningpolitiken skall förklaras för allmänheten ...

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

... och osäkerheten om euroområdet ekonomiska struktur

ECB:s informationsverksamhet

Trots att ECB enligt fördraget bara är skyldig att lägga fram en årsrapport och kvartalsrapporter ger banken också ut månadsrapporter. I månadsrapporterna görs en noggrann bedömning av den ekonomiska situationen som ligger till grund för de politiska besluten. De innehåller också artiklar om särskilda frågor med relevans för ECB:s penningpolitik. En gång per kvartal framträder ECB:s ordförande inför Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor för att rapportera om ECB:s penningpolitik och svara på frågor. Utskrifter av dessa utfrågningar läggs ut på ECB:s webbplats. ECB lägger dessutom fram sin årsrapport för Europaparlamentet.

Omedelbart efter ECB-rådets första möte varje månad håller ordföranden och vice ordföranden en presskonferens. I ett inledningsanförande redogör ordföranden för ECB-rådets syn på den ekonomiska situationen och dess bedömning av de hot mot prisstabiliteten som är relevanta för dess penningpolitiska beslut samt informerar om andra frågor som har diskuterats och andra beslut som har fattats av ECB-rådet. Därefter följer en längre frågestund med de journalister som är närvarande. Utskrifter av presskonferenserna läggs ut på ECB:s webbplats samma dag. Detta gör att allmänheten kan få snabb och opartisk information om de penningpolitiska besluten.

Ledamöterna i ECB-rådet gör många offentliga framträdanden. Direktionsledamöternas tal läggs normalt ut på ECB:s webbplats. ECB får också besök av många representanter för allmänheten och experter från en rad olika 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 finansiella räkenskaper för euroområdet (se ECB:s publikation "Statistik insamlad och sammanställd av ECBS", maj 2000). 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.

beskrivningarna av enkla typexempel på strategier (t.ex. strategier för penningmängdsmål eller inflationsmål), men den avspeglar väl den nyanserade syn på penningpolitiken som ECB har antagit för sitt interna beslutsfattande på grund av osäkerheten om euroområdets ekonomiska struktur.

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, kassakravssystemet och de stående faciliteterna). De därpå följande avsnitten behandlar närmare dessa instrument och samspelet mellan de penningpolitiska instrumenten och bankernas likviditetsbehov utgående från en centralbanks balansräkning. I det sista avsnittet görs en kortfattad bedömning av hur styrsystemet har fungerat de första två åren av EMU:s tredje etapp.

4.1 Allmänna principer och mål bakom utformningen av styrsystemet

Som diskuteras i kapitel 3 spelar de korta penningmarknadsräntorna en viktig roll i transmissionsmekanismen. Penningpolitiken har en betydande inverkan på de korta nominella marknadsräntorna. Genom räntesättningen påverkar penningpolitiken på flera sätt ekonomin och i slutändan prisnivån.

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

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.

En centralbank styr de korta räntorna genom att ge signaler om inriktningen på penningpolitiken och genom att reglera likviditetssläget på penningmarknaden. Eftersom den har ensamrätt att ge ut sedlar och förse bankerna med centralbankspengar kontrollerar centralbanken den monetära basen.¹ Denna ensamrätt gör att centralbanken kan reglera likviditetssläget 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 villig att genomföra transaktioner med penningmarknaden.

Penningmarknaden och transmissionsmekanismen

Styrsystemet ...

... och den penningpolitiska strategin

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

... ge signaler om inriktningen på penningpolitiken ...

¹ Den monetära basen i euroområdet omfattar utelöpande sedlar och mynt, motparternas reserver hos Eurosystemet och deras utnyttjande av Eurosystemets inlåningsfacilitet. Dessa poster utgör skulder i Eurosystemets balansräkning. Reserverna kan vidare delas in i kassakrav och kassaöverskott. I Eurosystemets kassakravssystem är motparterna skyldiga att på konton hos de nationella centralbankerna hålla medel som motsvarar kassakraven (se avsnitt 4.4). Därutöver håller kreditinstituten i allmänhet bara mindre belopp (kassaöverskott) inestående hos Eurosystemet.

... och säkerställa en väl fungerande penningmarknad

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

... operativ effektivitet, ...

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

... ett decentraliserat genomförande, ...

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

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

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 marknadsekonomi med fri konkurrens som främjar en effektiv resursfördelning”.

Utöver principerna i Fördraget om Europeiska unionen skall styrsystemet även följa andra 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.

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 identiska 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.

För styrsystemet gäller dessutom principerna om enkelhet, öppenhet, kontinuitet, säkerhet och kostnadseffektivitet. Enkelhet och öppenhet 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 stödja sig på tidigare erfarenheter när de deltar i penningpolitiska operationer. Enligt principen om säkerhet skall Eurosystemets finansiella och operativa risker vara så små som möjligt, medan kostnadseffektivitet innebär att både Eurosystemets och dess motparter operativa kostnader för styrsystemet skall hållas på en låg nivå.

4.2 Översikt över Eurosystemets styrsystem²

I tabell 4.1 ges en översikt över de två grupper av operationer som Eurosystemet kan använda när den genomför den gemensamma penningpolitiken. Den viktigaste gruppen är de öppna marknadsoperationerna. Denna beteckning används för operationer som genomförs på centralbankens initiativ, normalt på penningmarknaden. Som förklaras i avsnitt 2.5 avses med penningmarknaden den marknad där transaktionernas löptid i allmänhet är kortare än ett år. De öppna marknadsoperationerna spelar en viktig roll för att styra räntorna, ge signaler om penningpolitikens inriktning och reglera likviditetsläget på penningmarknaden.

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

Utlåningen 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 4.2). Reverserade transaktioner är alltså tillfälliga öppna marknadsoperationer som endast tillför medel för en begränsad och på förhand angiven period. Genom de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna tillförs medel för en tvåveckorsperiod och de tillför merparten av likviditeten i banksystemet. Räntan på dessa transaktioner är Eurosystemets viktigaste styrränta. De huvudsakliga refinansieringstransaktionerna beskrivs närmare i avsnitt 4.3.

För att kontrollera de korta räntorna på penningmarknaden och särskilt begränsa deras rörlighet tillhandahåller Eurosystemet också stående faciliteter för sina motparter. De stående faciliteterna kan utnyttjas av motparterna på eget initiativ och kallas utlåningsfacilitet och inlåningsfacilitet. Genom utlåningsfaciliteten beviljas lån över natten från centralbanken mot säkerhet och till en förutbestämd ränta. Räntan på denna utlåning är normalt betydligt högre än motsvarande marknadsränta. Kreditinstituten utnyttjar därför utlåningsfaciliteten bara som en sista utväg. Eftersom möjligheten att utnyttja utlåningsfaciliteten endast begränsas av tillgången på säkerheter fungerar räntan på utlåningsfaciliteten normalt som en övre gräns för dagslåneräntan på penningmarknaden. Genom inlåningsfaciliteten kan bankerna deponera medel över natten hos centralbanken till en förutbestämd ränta. Räntan på denna inlåning över natten är normalt betydligt lägre än motsvarande marknadsränta. Motparterna deponerar därför medel över natten hos Eurosystemet bara om de inte kan använda dem på något annat sätt. Precis som räntan på utlåningsfaciliteten fungerar som en övre gräns fungerar räntan på inlåningsfaciliteten

Öppna
marknads-
operationer

Huvudsakliga
refinansierings-
transaktioner

Reverserade
transaktioner

Stående
faciliteter

2 Eurosystemets styrsystem är beskrivet i ECB:s publikation "Den gemensamma penningpolitiken i etapp tre: Allmän dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden".

Räntorna på de stående faciliteterna bildar en räntekorridor

normalt som en nedre gräns för dagslåneräntan på penningmarknaden. Dessa instrument beskrivs närmare i avsnitt 4.5.

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 starten av EMU:s tredje etapp, illustrerar också hur räntorna på de stående

Tabell 4.1

Eurosystemets öppna marknadsoperationer och stående faciliteter

Penningpolitiska operationer	Typer av transaktioner ¹		Löptid	Frekvens
	Tillförsel av likviditet	Indragning av likviditet		
ÖPPNA MARKNADSOPERATIONER				
Huvudsakliga refinansierings-transaktioner	• Reverserade transaktioner	–	• Två veckor	• Varje vecka
Långfristiga refinansierings-transaktioner	• Reverserade transaktioner	–	• Tre månader	• Varje månad
Finjusterande transaktioner	<ul style="list-style-type: none"> • Reverserade transaktioner • Valutamarknads-swappar • Direkta köp av värdepapper 	<ul style="list-style-type: none"> • Valutamarknads-swappar • Inlåning med fast löptid • Reverserade transaktioner • Direkta försäljningar av värdepapper 	• Icke standardiserat	• Oregelbundet
Strukturella transaktioner	<ul style="list-style-type: none"> • Reverserade transaktioner • Direkta köp av värdepapper 	<ul style="list-style-type: none"> • Emission av skuldcertifikat • Direkta försäljningar av värdepapper 	<ul style="list-style-type: none"> • Standardiserat/ icke standardiserat – 	<ul style="list-style-type: none"> • Regelbundet/ oregelbundet • Oregelbundet
STÅENDE FACILITETER				
Utlånings-facilitet	• Reverserade transaktioner	–	• Över natten	• Tillträde efter motparternas begäran
Inlånings-facilitet	–	• Insättningar	• Över natten	• Tillträde efter motparternas begäran

¹ De olika typerna av öppna marknadsoperationer är beskrivna i ruta 4.2.

Motparter och säkerheter

I Motparter

Eurosystemets penningpolitiska styrsystem har utformats så att det är möjligt för en bred krets av motparter att delta. Motparterna i 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 tillsyns- 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 alla operativa kriterier som fastställs i de avtal eller föreskrifter som tillämpas av deras nationella centralbanker (eller av ECB). Vid slutet av 2000 fanns det 7 521 kreditinstitut i euroområdet. Endast 2 542 uppfyllde de operativa kriterierna för att få delta i öppna marknadsoperationer, medan de operativa kriterierna för att få utnyttja utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten uppfylldes av 3 059 respektive 3 599. Antalet motparter som de facto deltar i öppna marknadsoperationer är dock normalt mycket lägre än antalet godkända motparter. År 1999 och 2000 deltog totalt 400–600 motparter i anbudsförfaranden för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Under samma period sjönk antalet motparter som normalt deltar i de långfristiga refinansieringstransaktionerna till 200–300.

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, men endast en enhet i varje medlemsstat (antingen huvudkontoret eller en namngiven filial) får lämna anbud.

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 kontakter 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 likviderande transaktioner baseras följaktligen på underliggande värdepapper som av motparterna ställs 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.

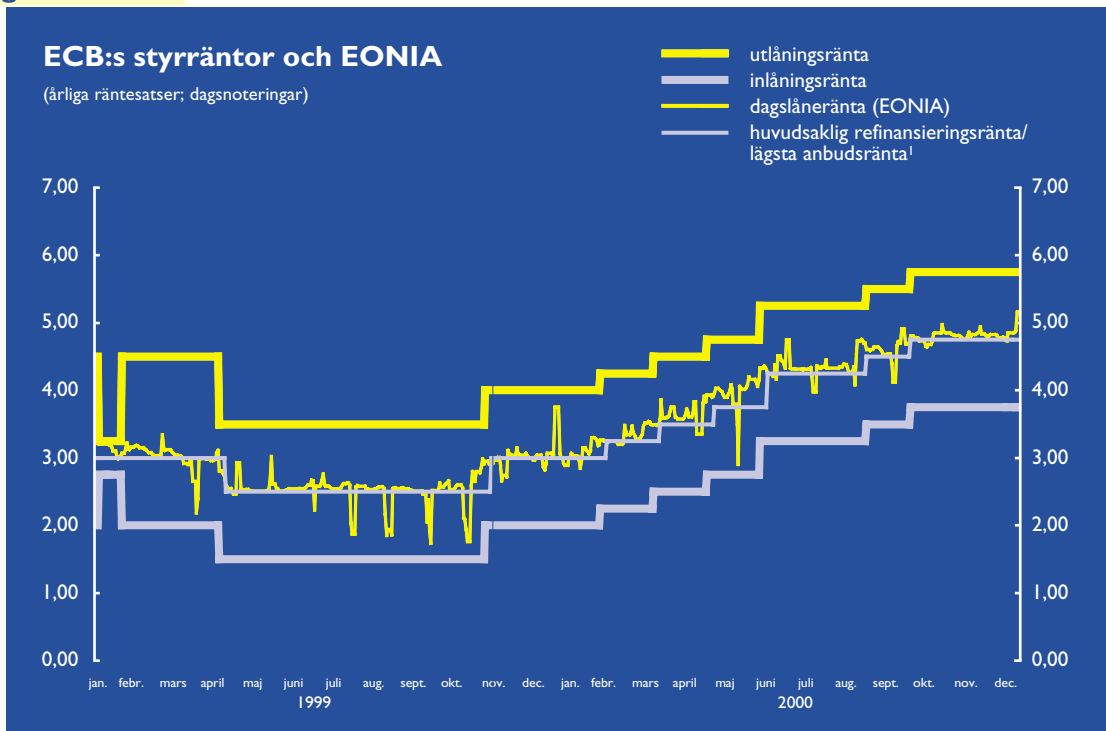
På grund av att den finansiella strukturen skiljer sig mellan medlemsstaterna delas de värdepapper som får användas i penningpolitiska operationer in i två kategorier. Denna indelning görs främst för Eurosystemets interna ändamål. De två kategorierna kallas "grupp ett-värdepapper" och "grupp två-värdepapper". Grupp ett-värdepapper är omsättbara skuldinstrument som uppfyller ECB:s enhetliga urvalskriterier för euroområdet. Grupp två-värdepapper är andra

värdepapper – omsättbara och icke omsättbara – 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 får använda godtagbara värdepapper över gränserna. De får alltså anskaffa medel från den nationella centralbanken i den medlemsstat där de är

etablerade genom att som säkerhet använda värdepapper i en annan medlemsstat. 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.

Diagram 4.1



¹ Den 8 juni 2000 meddelade ECB-rådet att fr.o.m. den transaktion som trädde i kraft den 28 juni 2000 skulle de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna genomföras som anbudsförfaranden med rörlig ränta. Lägsta anbudsränta är den lägsta ränta till vilka motparterna får lämna in anbud. Före den 28 juni 2000 genomfördes de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna som fastränteanbud (se avsnitt 4.3).

faciliteterna har fungerat som en övre respektive nedre gräns för dagslåneräntan (EONIA).³

³ EONIA (euro overnight index average) meddelas av European Banking Federation (EBF). Den är ett vägt medelvärde av all utlåning över natten utan säkerhet från en panel av de mest aktiva bankerna på penningmarknaden.

Som framgår av diagram 4.1 har EONIA legat nära räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, vilket visar dessa transaktioners betydelse som Eurosystemets främsta penningpolitiska instrument. Fluktuationerna i EONIA avspeglar till stor del ett tillfälligt stramt eller lätt likviditetsläge på penningmarknaden (se avsnitt 4.4). Av diagram 4.1 framgår också att EONIA uppvisar ett mönster med tillfälliga toppar. Dessa två egenheter beror på Eurosystemets kassakravssystem, vilket förklaras närmare i avsnitt 4.4. Ränteskillnaden mellan utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten och ränteskillnaderna mellan de stående faciliteterna och de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna hölls oförändrade mellan april 1999 och december 2000. Diagram 4.1 visar att ränteskillnaden mellan de två stående faciliteterna kan variera. Också den räntekorridor som bildas av utlånings- och inlåningsräntan har ibland varit asymmetrisk i förhållande till den huvudsakliga refinansieringsräntan.

4.3 Öppna marknadsoperationer

Eurosystemets öppna marknadsoperationer kan indelas i följande fyra kategorier beroende på deras syfte, regelbundenhet och det förfarande som används: huvudsakliga refinansieringstransaktioner, långfristiga refinansieringstransaktioner, finjusterande transaktioner och strukturella transaktioner (se tabell 4.1 och ruta 4.2).

Huvudsakliga refinansieringstransaktioner

Som nämns ovan är de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna Eurosystemets viktigaste öppna marknadstransaktioner. De spelar en central roll i räntestyrningen och regleringen av likviditetsläget på marknaden och som signaler om inriktningen på penningpolitiken. De tillför också merparten av likviditeten i banksystemet. De huvudsakliga refinansieringstransaktionerna genomförs decentraliserat av de nationella centralbankerna.

De huvudsakliga refinansieringstransaktionerna är likvidiserande operationer. De genomförs varje vecka och har en löptid på två veckor. 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).

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 och den ränta de önskar handla med. 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

EONIA,
ECB:s styrräntor
och kassakravssystemet

Fyra typer av
öppna marknads-
operationer

De huvudsakliga
refinansierings-
transaktionernas
funktioner

Standardiserade
anbuds-förfaranden

Anbuds-förfaranden
med fast och
rörlig ränta

proportionerlig fördelning mellan de enskilda bankernas anbud enligt kvoten mellan de totala anbuden och den totala likviditet som skall fördelas. I ett anbudsförfarande 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.

I fråga om anbudsförfaranden med rörlig ränta görs ytterligare en åtskillnad. I auktioner som genomförs enligt ett förfarande med enhetlig ränta tillämpas marginalräntan på alla accepterade anbud. Om ett förfarande med multipel ränta används blir tilldelningsräntan däremot den ränta som erbjudits för varje enskilt anbudsbelopp.

Från början av 1999 och fram till juni 2000 genomförde Eurosystemet sina huvudsakliga refinansieringstransaktioner 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 överbuden i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna till fast ränta, vilka berodde på att penningmarknadsräntorna i början av 2000 stadigt låg långt över den fasta ränta som tillämpades på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna (se ruta 4.1). 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 anbudsförfarande 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.

I samband med övergången till anbudsförfaranden med rörlig ränta började Eurosystemet också varje vecka offentliggöra det beräknade likviditetsbehovet i banksystemet för perioden fram till dagen före avvecklingen av nästa huvudsakliga refinansieringstransaktion. 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

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 tillföra banksystemet långfristig likviditet. Detta anses vara meningsfullt för att all likviditet på penningmarknaden inte skall behöva omsättas varannan vecka och för att ge motparterna tillgång till mer långfristig refinansiering. I likhet med de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna genomförs de långfristiga refinansieringstransaktionerna decentraliserat genom standardi-

Förfaranden med enhetlig eller multipel ränta

Användning av anbudsförfaranden 1999 och 2000

Offentliggörandet av likviditetsbehov

Långfristiga refinansieringstransaktioner

serade anbudsförfaranden och alla motparter som uppfyller de allmänna urvalskriterierna får delta (se ruta 4.1).

Eftersom det inte ansågs vara önskvärt att Eurosystemet påverkade penningmarknadsräntorna vid mer än en tidpunkt under löptidsspektret har de långfristiga refinansieringstransaktionerna utformats så att de säkerställer att marknaden bestämmer räntan i Eurosystemets transaktioner. För att inte de penningpolitiska signaler som ges via Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner skall grumlas genomförs de långfristiga refinansieringstransaktionerna genom anbudsförfaranden med rörlig ränta och tilldelningsvolym som har tillkännagivits på förhand. ECB-rådet fastställer alltså på förhand den volym som skall tilldelas i kommande anbudsförfaranden och målet är att bara en del av de totala likviditetsbehoven i banksystemet skall tillgodoses genom dessa transaktioner.

I genomsnitt svarade långfristiga transaktioner för 26 % av det utestående beloppet öppna marknadsoperationer under 1999 och 2000. Under de två första månaderna 1999 genomfördes de långfristiga refinansieringstransaktionerna genom anbudsförfaranden med rörlig ränta enligt ett förfarande med enhetlig ränta. Efter mars 1999 genomfördes de genom anbudsförfaranden med rörlig ränta enligt ett förfarande med multipel ränta.

Finjusterande transaktioner

Eurosystemet kan också genomföra särskilda öppna marknadsoperationer som kallas finjusterande transaktioner. Frekvensen och löptiden för dessa transaktioner har inte standardiserats. Finjusterande transaktioner kan vara likviditetsdränerande eller likvidiserande. De syftar till att reglera likviditetsläget och styra räntorna på penningmarknaden, särskilt för att utjämna ränteeffekterna av oväntade likviditetssvängningar på penningmarknaden. 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 4.2. Fram till slutet av 2000 hade Eurosystemet bara genomfört två finjusterande transaktioner.

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 anbudsförfarande.

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.

Eurosystemet låter marknaden bestämma räntan

Tillförsel av ytterligare likviditet

Finjusterande transaktioner

Snabba anbudsförfaranden och bilaterala förfaranden

Hög grad av flexibilitet

Strukturella transaktioner

Styrssystemet ger också Eurosystemet möjlighet att genomföra strukturella transaktioner. Syftet med sådana transaktioner 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 4.2). Fram till slutet av 2000 hade Eurosystemet inte genomfört några strukturella transaktioner. I princip kan strukturella transaktioner vara likvidiserande eller likviditetsdränerande och äga rum regelbundet eller oregelbundet. Strukturella transaktioner kan genomföras

Ruta 4.2

Olika typer av öppna marknadsoperationer

Reverserade transaktioner är Eurosystemets viktigaste instrument på den öppna marknaden och kan användas för alla typer av likvidiserande öppna marknadsoperationer. Eurosystemet har tre andra instrument för finjusterande transaktioner: direkta köp/försäljningar av värdepapper, valutawappar 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 huvudsakliga refinansieringstransaktioner och långfristiga refinansieringstransaktioner men kan också användas för strukturella och finjusterande transaktioner.

Om reverserade transaktioner sker i form av repoavtal består räntan på det upplånade eller utlånade beloppet under transaktionens löptid av skillnaden mellan säljpriset och återköpspriset, dvs. återköpspriset inbegriper den ränta som skall betalas. För en reverserad transaktion i form av lån mot säkerhet beräknas räntan över transaktionens löptid enligt den räntesats som fastställts för lånebeloppet.

2 Direkta köp/försäljningar av värdepapper

Med direkta köp/försäljningar av värdepapper avses transaktioner där Eurosystemet köper eller säljer godtagbara värdepapper direkt på marknaden. Direkta köp/försäljningar av värdepapper används bara för strukturella och finjusterande transaktioner.

3 Valutawappar

Valutawappar som genomförs för penningpolitiska ändamål består av samtidiga avista- och terminsaffärer i euro mot en utländsk valuta. De kan användas för finjusterande transaktioner, främst för reglering av likviditetssläget på marknaden och för räntestyrning.

4 Inlåning med fast löptid

Eurosystemet kan ge motparter möjlighet att göra räntebärande insättningar med fast löptid hos den nationella centralbanken i den medlemsstat där motparten är etablerad. Inlåning med fast löptid används bara för finjusterande transaktioner för indragning av likviditet från marknaden.

5 Utgivning av skuldcertifikat

ECB kan emittera skuldcertifikat för att påverka Eurosystemets strukturella position gentemot den finansiella sektorn och därmed skapa eller förstärka ett likviditetsunderskott på marknaden.

genom standardiserade anbudsförfaranden med löptider som inte standardiseras. Strukturella transaktioner kan genomföras decentraliserat och alla motparter som uppfyller de allmänna urvalskriterierna skall ha möjlighet att delta.

4.4 Kassakrav

Beskrivning av systemet

ECB kräver att kreditinstitut skall hålla medel på konton hos de nationella centralbankerna, s.k. kassakrav.⁴ 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.

Skulder till andra kreditinstitut som upptas på listan över institut som omfattas av Eurosystemets kassakravssystem, och skulder till ECB och de nationella centralbankerna ingår inte i kassakravsbasen.

Kassakrav och kassakravsbas

Skulder som inräknas i kassakravsbasen för kreditinstitut

(stockar 31.12.2000; miljarder euro)

Tabell 4.2

A. Skulder för vilka kassakravsprocenten är positiv

Inlåning (inkl. inlåning över natten, inlåning med en avtalad löptid upp till två år och inlåning med en uppsägningstid upp till två år)	5 711
Skuldförbindelser med en avtalad löptid upp till två år	137
Penningmarknadsinstrument	187
Summa A	6 035

B. Skulder för vilka kassakravsprocenten är noll

Inlåning (inkl. inlåning med en avtalad löptid över två år och inlåning med en uppsägningstid över två år)	1 274
Skuldförbindelser med en avtalad löptid över två år	2 234
Repoavtal	528
Summa B	4 036
Kassakravsbas A+B	10 071

⁴ Den rättsliga ramen för Eurosystemets kassakravssystem grundas på artikel 19 i ECBS-stadgan. Den närmare utformningen av kassakravssystemet fastställs i flera rättsakter, varav de 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.

Kassakravsprocent

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

Generellt avdrag

Som påpekas ovan beräknas kassakravet för enskilda institut genom att kassakravsbasen multipliceras med en kassakravsprocent. Institutet får därefter göra ett generellt avdrag från sitt kassakrav. I början av etapp tre av EMU hade de rätt att dra av 100 000 euro. Tanken med avdraget är att det skall minska kostnaderna för administrationen av mycket små kassakrav.

Utjämnings-
system och
uppfyllande-
period

För att uppfylla sina kassakrav måste kreditinstitutet hålla medel på sina konton hos de nationella centralbankerna. 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 en månad. Uppfyllandeperioderna börjar den 24 kalenderdagen i varje månad och slutar den 23 kalenderdagen påföljande månad.

Ränta på
kassakravsmedel

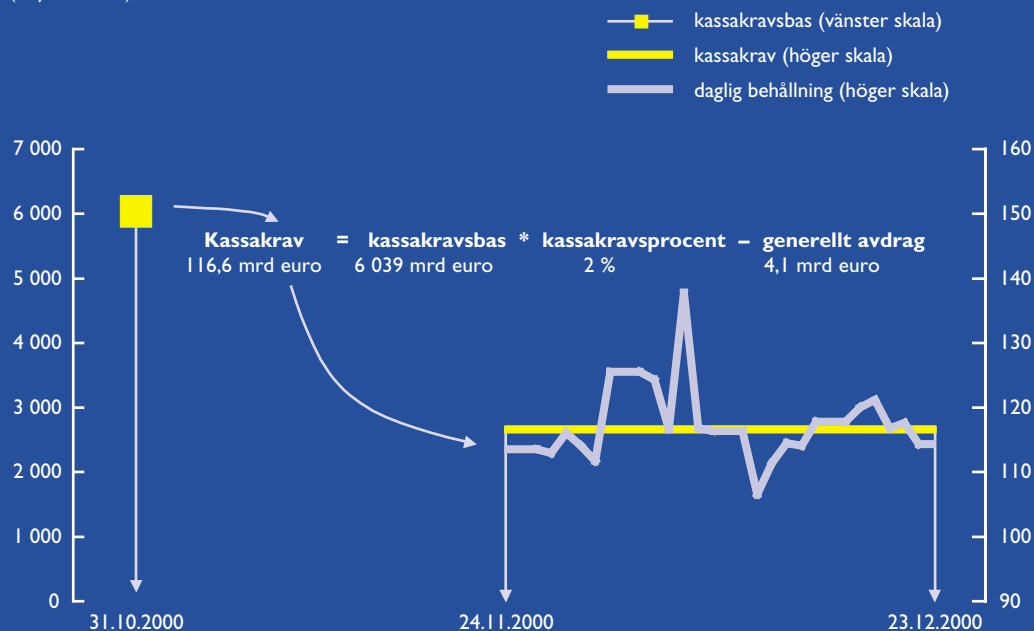
Eurosystemet har försökt se till att kassakravssystemet varken skall utgöra en börda för banksystemet i euroområdet eller hindra en effektiv resursfördelning. Därför betalas ränta på kreditinstitutens kassakravsmedel. Röntan motsvarar den genomsnittliga marginalräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna under uppfyllandeperioden (vägd med antalet kalenderdagar). Röntan ligger därför mycket nära de korta penningmarknadsröntorna.

Beräkning av
kassakrav

I diagram 4.2 visas ett exempel på hur Eurosystemets kassakrav beräknades för uppfyllandeperioden mellan den 24 november och den 23 december 2000. I exemplet beräknades kreditinstitutens kassakravsbas utifrån skuldposterna i deras balansräkningar per den 31 oktober 2000. Kassakraven för uppfyllandeperioden 24 november–23 december beräknades så att kassakravsbasen multiplicerades med kassakravsprocenten (2 %) minus generella avdrag. Den blå linjen i diagram 4.2. visar hur utjämningsystemet fungerar i Eurosystemets kassakravssystem. Kreditinstitutens kontobehållningar kan fluktuera kring kassakravet, men genomsnittsbehållningen på kontona under hela uppfyllandeperioden måste lägst motsvara kassakravet. I exemplet uppgick kreditinstitutens genomsnittliga behållningar på konton hos Eurosystemet till 117,2 miljarder euro, vilket betyder att de hade ett kassaöverskott på 0,6 miljarder euro utöver kassakravet på 116,6 miljarder euro.

Eurosystemets kassakravssystem

(miljarder euro)



Källa: ECB.

Funktioner

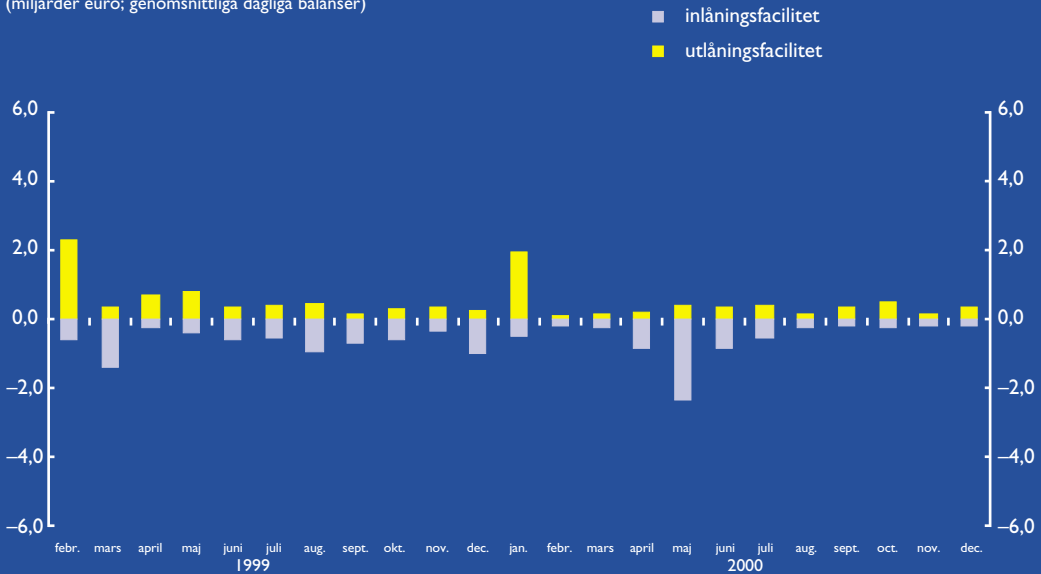
Kassakravssystemets främsta funktion är att stabilisera penningmarknadsräntorna, vilket sker genom utjämningsystemet. Utjämningsystemet gör det möjligt för kreditinstitut att jämna ut dagliga likviditetsfluktuationer (som till exempel kan bero på variationer i efterfrågan på sedlar), eftersom tillfälliga kassaunderskott kan uppvägas av kassaöverskott under en och samma uppfyllandeperiod. Utjämningsystemet innebär också att instituten kan tjäna på att låna ut medel på marknaden och få ett kassaunderskott så snart de kortaste penningmarknadsräntorna 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. Genom denna mekanism stabiliseras dagslåneräntorna under uppfyllandeperioden och centralbanken behöver inte intervensera på penningmarknaden så ofta. Utjämningsystemet 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.

Stabilisering av penningmarknadsräntorna

Diagram 4.3

Utnyttjade stående faciliteter 1999 och 2000

(miljarder euro; genomsnittliga dagliga balanser)



Källa: ECB.

Anm. X-axeln visar slutmånaden för respektive uppfyllandeperiod (observera att den första uppfyllandeperioden slutade först i februari 1999).

Att förstärka strukturella likviditetsunderskott

En andra viktig funktion för kassakravssystemet är att förstärka strukturella likviditetsunderskott i banksystemet. Kravet att kreditinstituten 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 likviderande transaktioner.

Utlåningsfacilitet och inlåningsfacilitet

4.5 Stående faciliteter

Som redan har nämnts för Eurosystemet också penningpolitik genom räntesättningen på sina stående faciliteter. 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. Incitamentet för bankerna att utnyttja de stående faciliteterna minskar kraftigt av att räntorna på dessa normalt är ofördelaktigare än marknadsräntorna.

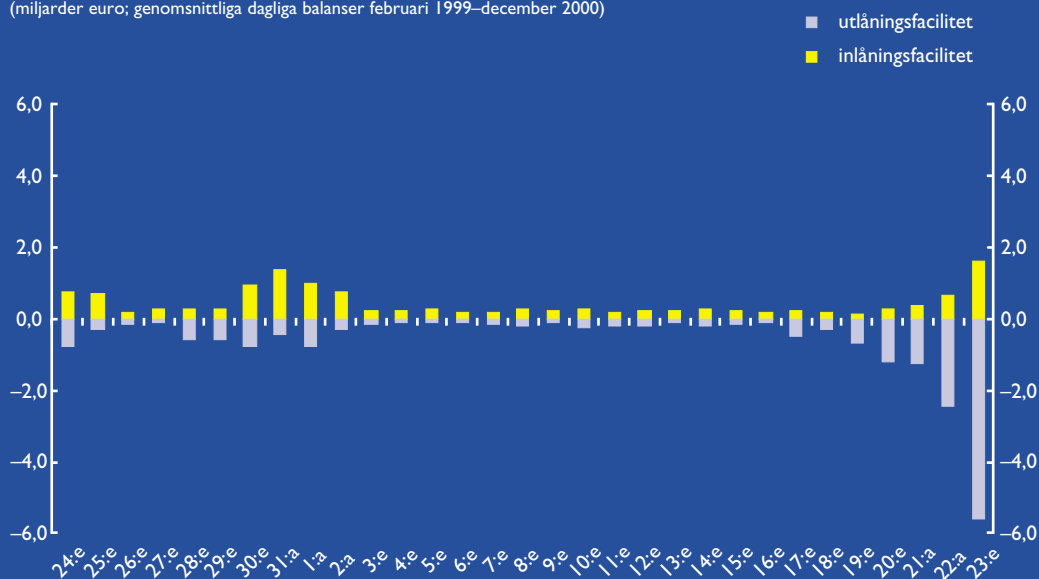
Viktiga under exceptionella förhållanden ...

Diagram 4.3 visar det genomsnittliga dagliga utnyttjandet av de stående faciliteterna under 1999 och 2000. För det mesta uppgick det till mindre än 1 miljard euro, vilket visar att faciliteterna bara utnyttjas under exceptionella förhållanden för anskaffning eller placering av likviditet. Införandet av euron i början av 1999 och millennieskiftet var exempel på sådana förhållanden och förklarar det relativt stora utnyttjandet av utlåningsfaciliteten under de uppfyllandeperioder som löpte ut i februari 1999 respektive januari 2000.⁵

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

Utnyttjade stående faciliteter under en uppfyllandeperiod

(miljarder euro; genomsnittliga dagliga balanser februari 1999–december 2000)



Källa: ECB.

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.⁶ Det beror på kassakravssystemets utjämningsmekanism, som innebär att kreditinstitut kan ha dagliga likviditetsunderskott eller likviditetsöverskott och antingen tidigarelägga sitt uppfyllande av kassakravet eller skjuta upp det till slutet av uppfyllandeperioden. Kassakraven blir 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, ge signaler om sina penningpolitiska avsikter och reglera likviditeten på penningmarknaden. Banksystemet i euroområdet har på grund av sitt sedelbehov och sin skyldighet att uppfylla kassakrav totalt sett ett likviditetsunderskott och är beroende av refinansiering från Eurosystemet. Under dessa förhållanden tillför Eurosystemet likviditet och kan därmed styra penningmarknadsräntorna och ge penningpolitiska impulser till hela euroområdet.

... och vid slutet av uppfyllandeperioden

Eurosystemet tillhandahåller likviditet

⁶ Diagram 4.4 visar också att utnyttjandet var relativt stort i slutet av månaden. Detta beror emellertid i hög grad på de särskilda omständigheterna kring millennieskiftet.

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.

På tillgångssidan finns tre viktiga likvidiserande poster: ”refinansiering till kreditinstitut”, ”utlåningsfacilitet” och ”utländska nettotillgångar”. Med ”refinansiering till kreditinstitut” avses det utestående beloppet likvidiserande öppna marknadsoperationer. För Eurosystemet omfattar dessa operationer alltid de huvudsakliga och de långfristiga refinansieringstransaktionerna.

Tabell 4.3

Balansräkning för centralbanker

Standardiserad uppställningsform:

TILLGÅNGAR

Refinansiering till
kreditinstitut
Utlåningsfacilitet
Utländska nettotillgångar

SKULDER

Kreditinstitutens behållningar på
löpande räkningar (reserver)
Inlåningsfacilitet
Utelöpande sedlar
Inlåning från staten
Övriga faktorer (netto)

Alternativ uppställningsform:

TILLFÖRSEL AV LIKVIDITET GENOM PENNINGPOLITISKA OPERATIONER

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

Likvidiserande finjusterande transaktioner och strukturella transaktioner brukar också ingå i denna post. Med utlåningsfacilitet avses centralbankens utlåning över natten till de kreditinstitut som utnyttjar denna facilitet. Med utländska nettotillgångar avses centralbankens tillgångar i utländsk valuta efter avräkning av skulderna i utländsk valuta.

På skuldsidan finns fem huvudposter, nämligen ”kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar”, ”inlåningsfacilitet”, ”utelöpande sedlar”, ”inlåning från staten” och ”övriga faktorer (netto)”. Med kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar avses medel som kreditinstituten håller hos centralbanken för att kunna avveckla interbanktransaktioner och för att uppfylla kassakraven (ofta även kallade reserver). Med inlåningsfacilitet avses 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 tillgodohavanden på löpande räkningar hos de nationella centralbankerna. Övriga faktorer (netto) är nettot av de återstående posterna i balansräkningen.

Redovisningsmässigt måste summa tillgångar och summa skulder alltid uppgå till samma värde. 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 nettolikviditet som centralbanken faktiskt tillför kreditinstituten 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 beror på användningen av penningpolitiska instrument.⁷ Den andra posten består av kreditinstitutens ”reserver” (kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar). Summan av autonoma faktorer plus reserver motsvarar den likviditet som tillhandahålls genom penningpolitiska operationer (summan av refinansiering till kreditinstitut plus utlåningsfacilitet minus inlåningsfacilitet).

Efter denna schematiska analys beskrivs Eurosystemets faktiska balansräkning. I tabell 4.4 redovisas bidraget från de viktigaste posterna till banksystemets likviditet mellan den 24 november och den 23 december 2000. 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

Skulder

Tillgång och
efterfrågan på
likviditet

Bidrag från de
viktigaste posterna

Autonoma faktorer

⁷ 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 24.11–23.12.2000)

	Tillförsel av likviditet (tillgångar)	Indragning av likviditet (skulder)	Netto- bidrag
Eurosystemets penningpolitiska operationer			
Huvudsakliga refinansieringstransaktioner	210,4	–	+ 210,4
Långfristiga refinansieringstransaktioner	45,0	–	+ 45,0
Stående faciliteter	0,4	0,4	+ 0,0
Övriga transaktioner ¹	0,0	0,0	0,0
SUMMA a	255,7	0,4	255,4
Autonoma faktorer som påverkar likviditeten i banksystemet			
Utelöpande sedlar	–	360,4	– 360,4
Inlåning från staten	–	61,1	– 61,1
Utländska nettotillgångar	394,4	–	+ 394,4
Övriga faktorer (netto)	–	111,1	– 111,1
SUMMA b	394,4	532,6	– 138,2
Reserver =	kreditinstitutens behållningar på löpande räkningar hos Eurosystemet		
Kassakrav c			116,6
Kassaöverskott d			0,6
SUMMA a+b =			
c+d			117,2

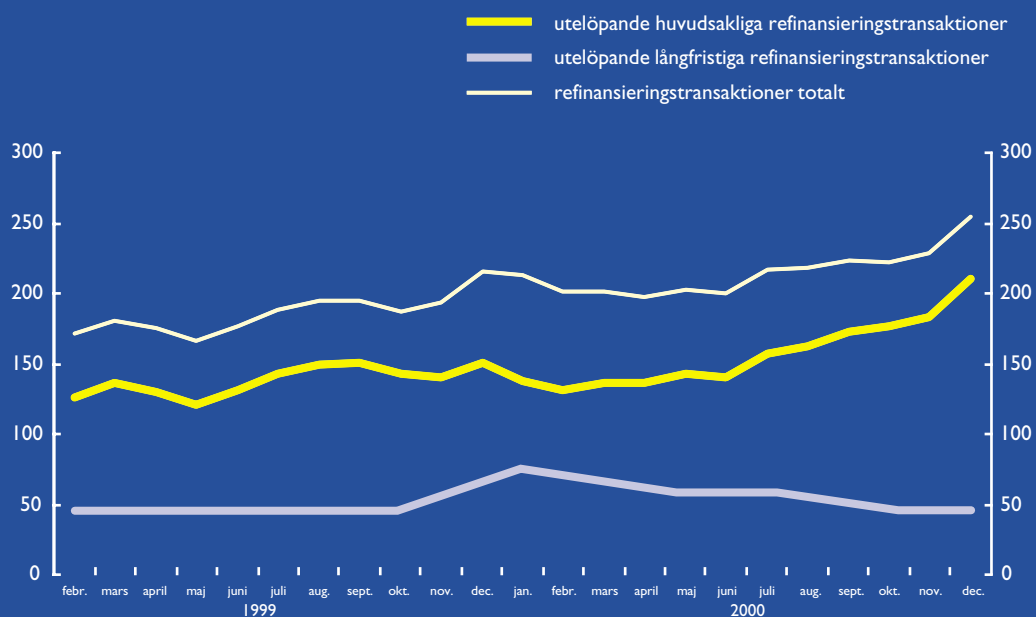
Källa: ECB.

¹ Exkl. direkta köp och försäljningar av värdepapper samt utelöpande skuldcertifikat som emitterats av de nationella centralbankerna under etapp två av EMU.

sedlar och inlåning från staten. Genom utelöpande sedlar dras likviditet in från banksystemet eftersom kreditinstituten 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.

Volymen huvudsakliga och långfristiga refinansieringstransaktioner

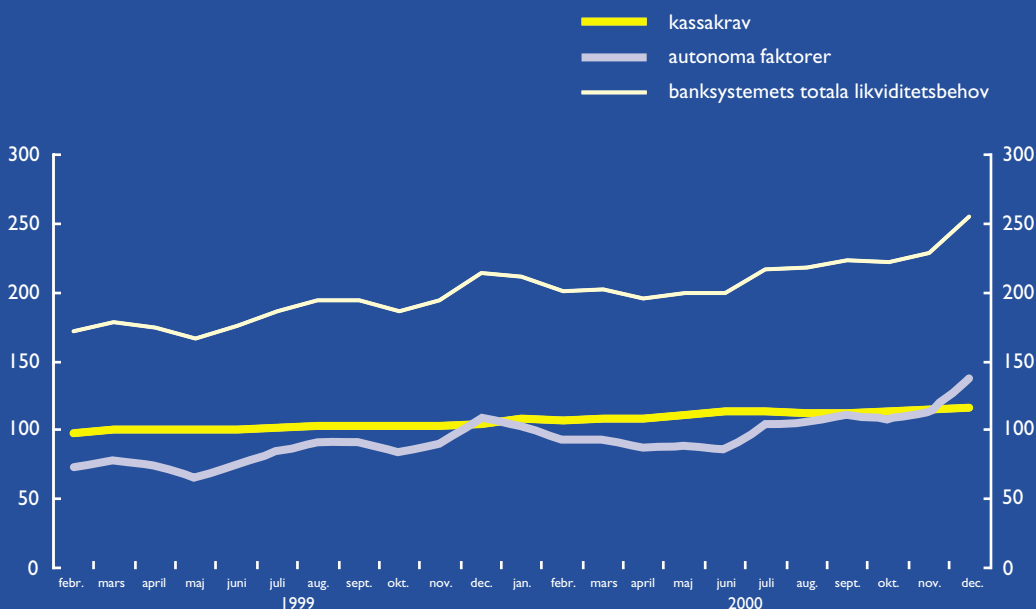
(miljarder euro; genomsnittliga dagliga balanser under uppfyllandeperioden)



Källa: ECB.

Kassakrav och autonoma faktorer

(miljarder euro; genomsnittliga dagliga balanser under uppfyllandeperioden)



Källa: ECB.

De likvidiserande faktorernas relativa betydelse

De likviditetsdränerande faktorernas relativa betydelse

Små rörelser i de korta räntorna

Tydliga signaler om inriktningen på penningpolitiken

Ett flexibelt styrsystem

Diagrammen 4.5 och 4.6 visar utvecklingen av de viktigaste likvidiserande och likviditetsdränerande faktorerna under 1999 och 2000. Av diagram 4.5 framgår att merparten av likviditeten tillfördes genom de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, vilket avspeglar 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 miljarder euro och 75 miljarder euro under den aktuella perioden.

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 efterhand ökat och var vid slutet av den aktuella perioden nästan lika stor som effekten av kassakraven.

4.7 Erfarenheter under 1999 och 2000

Eurosystemets styrsystem har fungerat väl sedan början av 1999. Den har gjort att ECB på ett smidigt sätt har kunnat styra likviditetsläget och de korta räntorna. De korta räntorna fluktuerade mindre på euroområdet än på nästan alla andra penningmarknader under de första två åren av EMU:s tredje etapp. Fluktuationerna 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 transmission av penningpolitiken i ekonomin. De avspeglar också trovärdigheten i centralbankens operativa och likviditetsreglerande förmåga.

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. De nya systemet har fungerat väl, vilket framgår av den relativt lilla skillnaden mellan marginalräntan 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 med två veckors löptid och månatliga anbudsförfaranden med tre månaders löptid – uppnått målen att både tillföra kreditinstituten långfristig likviditet och skapa den flexibilitet och precision som Eurosystemet behöver för att styra den kortfristiga likviditetsutvecklingen. Styrsystemet har också visat sig vara flexibelt och anpassningsbart till den föränderliga finansiella omvärlden. Detta framkom särskilt av den globala jämförelsen av centralbankernas förberedelser inför millennieskiftet: många centralbanker vidtog rätt långtgående åtgärder, medan Eurosystemet bara behövde göra relativt små ändringar.

5 Penningpolitiska beslut under 1999 och 2000

I detta kapitel beskrivs penningpolitiken under de första två åren av EMU:s tredje etapp. I ett läge med lågt inflationstryck beslutade ECB-rådet i april 1999 att sänka räntan på sina huvudsakliga refinansieringstransaktioner från 3 % till 2,5 %. Efter sommaren 1999 började situationen gradvis förändras. Tillväxten i penningmängden fortsatte att ligga över referensvärdet samtidigt som pristrycket ökade, främst beroende på negativa effekter av oljepriser och eurons växelkurs. Dessutom var den reala BNP-tillväxten fortsatt hög. För att upprätthålla prisstabiliteten höjde ECB-rådet mellan november 1999 och oktober 2000 ECB:s styrräntor med sammanlagt 2,25 procentenheter.

5.1 Utvecklingen i huvuddrag

Början av 1999

Konvergensprocessen inför den tredje etappen av EMU avslutades i och med att ECB den 1 januari 1999 övertog ansvaret för penningpolitiken i euroområdet. Prisstabilitet hade uppnåtts, varför ECB-rådet kunde hålla räntorna mycket låga. Den första räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna (se kapitel 4 för en närmare beskrivning av de penningpolitiska operationerna) var 3 %, medan räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten var 4,5 % respektive 2 %. Dessa räntor hade tillkännagivits officiellt den 22 december 1998. Dessförinnan hade centralbankerna i de länder som skulle införa euron samordnat sänkt sina styrräntor. Denna åtgärd hade beslutats tidigare i december 1998 som slutfas i konvergeringen av styrräntorna under upptakten till etapp tre.

I början av etapp tre skapade ECB-rådet en ”smal korridor” för de korta marknadsräntorna som en tillfällig åtgärd för att säkerställa en smidig övergång till den gemensamma valutan. För perioden 4–21 januari 1999 fastställdes räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten till 3,25 % respektive 2,75 %. Dessa övergångsarrangemang upphörde att gälla den 22 januari 1999, då i stället de räntor på de stående faciliteterna som hade beslutats i december började gälla (se diagram 4.1).

Under första kvartalet 1999 var prisutvecklingen fortfarande mycket dämpad. I januari och februari låg HIKP-inflationen på samma nivå som i december 1998, dvs. på 0,8 % (se diagram 5.3). I detta läge med låg inflation syntes tecken på att avmattningen i den ekonomiska aktiviteten i euroområdet kunde bli mer markant än man hade trott i slutet av 1998. Avmattningen berodde främst på minskad efterfrågan från utlandet till följd av Asienkrisen i slutet av 1997 och minskad framtidstro till följd av turbulensen på världsmarknaden efter den ryska krisen sommaren 1998. Den reala BNP-tillväxten försvagades märkbart sista kvartalet 1998 och exporttillväxten vände nedåt. I början av 1999 blev det därför allt tydligare att hotet mot prisstabiliteten på medellång sikt var en nedåtrisk.

Ansvaret för penningpolitiken överförs till ECB

En smal räntekorridor för att säkerställa en smidig övergång

Nedåtrisker för prisstabiliteten i början av 1999

Den penningpolitiska reaktionen på dessa hot mot prisstabiliteten måste dock ta hänsyn till att vissa indikatorer i början av 1999 tycktes peka i motsatt riktning. I synnerhet låg tremånadersgenomsnittet för den årliga M3-tillväxten under perioden december 1998–februari 1999 över referensvärdet 4 ½ % för M3-tillväxten (se diagram 5.1). Kreditgivningen till den privata sektorn ökade i snabb takt med omkring 10 % per år i början av 1999, vilket var svårt att få att stämma med tecknen på svagare ekonomisk aktivitet (se diagram 5.2). Trots den ekonomiska avmattningen var dessutom konsumenternas förtroende fortfarande jämförelsevis starkt. Slutligen började oljepriserna stiga i mitten av februari och euron deprecierade i effektiva termer under årets första månader (se diagram 5.4). Båda dessa faktorer bidrog till ett visst tryck uppåt på priserna.

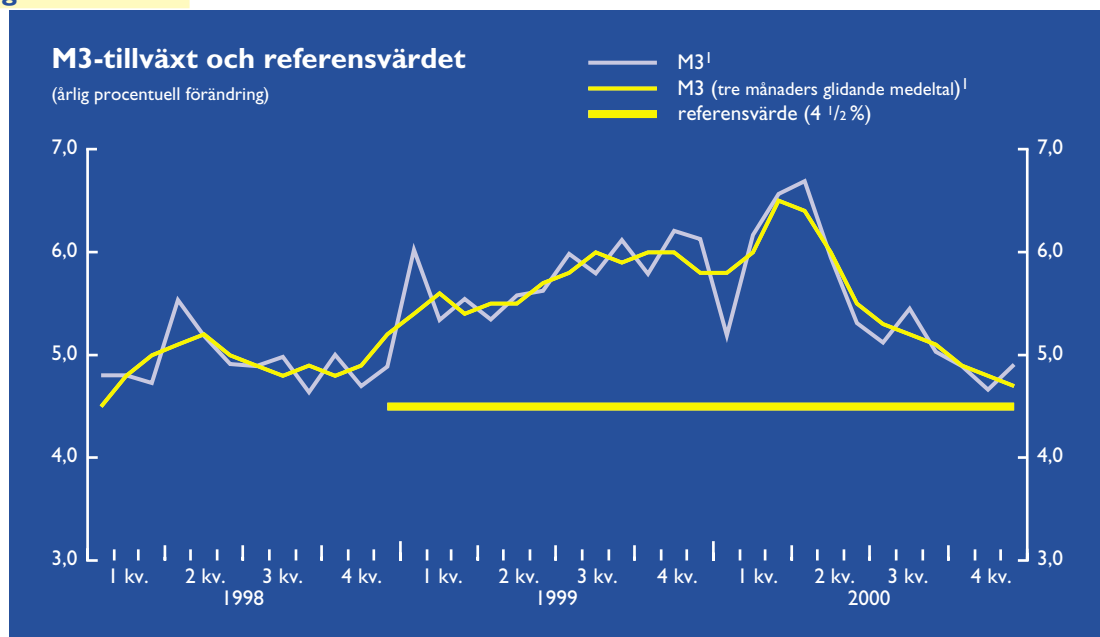
M3-siffrorna påverkades sannolikt av särskilda faktorer

Räntesänkning i april 1999

Bedömningen av penningmängdsutvecklingen i början av 1999 komplicerades ytterligare av osäkerheten om hur penningmängdsmåtten påverkades av övergången till etapp tre av EMU. Det ansågs i själva verket troligt att den kraftiga ökningen i M3 i januari 1999 kunde ha berott på särskilda faktorer, t.ex. ändrade rutiner för inrapportering av statistik och det nya kassakravssystemet.

På grund av denna osäkerhet och den obetydliga M3-avvikelsen från referensvärdet ansåg ECB-rådet att penningmängdsutvecklingen på det hela taget inte tydde på någon upptrisk för prisstabiliteten vid denna tidpunkt. Eftersom inflationstalen låg betydligt under den övre gränsen i ECB:s definition av prisstabilitet och med tanke på det tryck nedåt på den framtida prisutvecklingen som sannolikt skulle bli följden av en svagare ekonomisk aktivitet,

Diagram 5.1



Källa: ECB.

¹ Serierna justerade för penningmarknadsfundsandelar som innehas av hemmahörande utanför euroområdet.

beslutade ECB-rådet därför den 8 april 1999 att sänka räntan på de huvudsakliga 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 %, vilket skapade en symmetrisk räntekorridor kring den huvudsakliga refinansieringsräntan. Detta beslut bedömdes vara en lämplig försiktighetsåtgärd för att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

Andra halvåret 1999

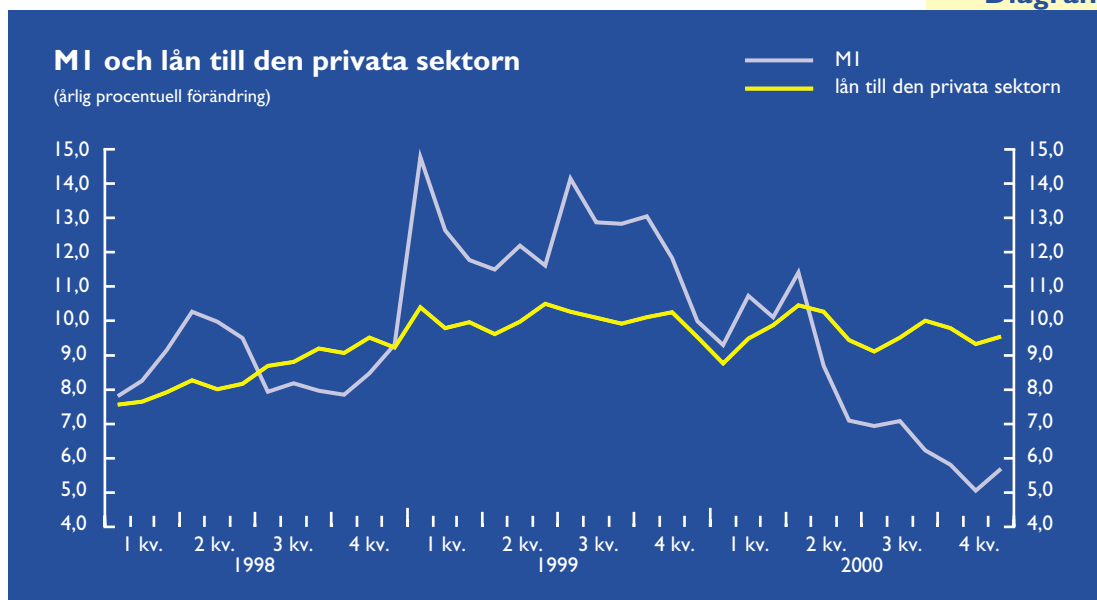
De ekonomiska förhållandena förändrades gradvis under de efterföljande månaderna. Under sommaren 1999 visade uppgifter om den ekonomiska aktiviteten i euroområdet allt starkare på att nedåtriskerna för prisstabiliteten höll på att avta. Situationen i omvärlden fortsatte att förbättras eftersom den ekonomiska aktiviteten i flera nya marknadsekonomier alltmer visade tecken på att stabiliseras och rentav accelerera. I USA fortsatte ekonomin att expandera i snabb takt. Det blev överhuvudtaget allt tydligare att den ekonomiska tillväxten i euroområdet skulle accelerera avsevärt under andra halvåret 1999 och 2000.

Penningmängdsmåtten och den totala kreditgivningen föreföll 1999 visa att de monetära förhållandena i euroområdet inte stod i vägen för en ekonomisk återhämtning. M3-tillväxten accelererade tillfälligt vid början av året och ökade därefter under sommaren till långt över referensvärdet (det glidande tremånadersgenomsnittet steg gradvis till nästan 6,0 %). Även med hänsyn till den exceptionella utvecklingen alldeles i början av 1999 var det tydligt att det rörde sig om en utdragen expansion av penningmängden. Samtidigt

Gradvis förbättring av det ekonomiska läget ...

... och en utdragen expansion av penningmängden ...

Diagram 5.2



Källa: ECB.

fortsatte kreditgivningen till den privata sektorn att expandera i en snabb takt på ca 10 %.

Eurons effektiva växelkurs försvagades ytterligare under sommarmånaderna och oljepriserna fortsatte att stiga. Överhuvudtaget visade informationen om utvecklingen av penningmängdsmåtten, finansmarknaderna och andra ekonomiska indikatorer att prisstabiliteten inte längre hotades av nedåtrisker. På grundval av denna information stod det klart att de faktorer som hade föranlett försiktighetsåtgärden i april 1999 att sänka räntan inte längre var relevanta. Den 4 november 1999 beslutade ECB-rådet därför att höja styrrentorna med 0,5 procentenheter. Räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna höjdes därmed till 3,0 %, medan räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten höjdes till 4,0 % respektive 2,0 %.

Inriktningen på penningpolitiken ändrades för att förhindra att den rikliga likviditet som penningmängds- och kreditillväxten pekade på skulle generera ett tryck uppåt på priserna på medellång sikt och för att hålla inflationsförväntningarna klart under 2 %. Storleken på höjningen var också avsedd att undanröja osäkerheten om penningpolitikens inriktning på kort sikt och därmed bidra till att minska eventuella osäkerhetspremier på finansmarknaderna på grund av millennieskiftet.

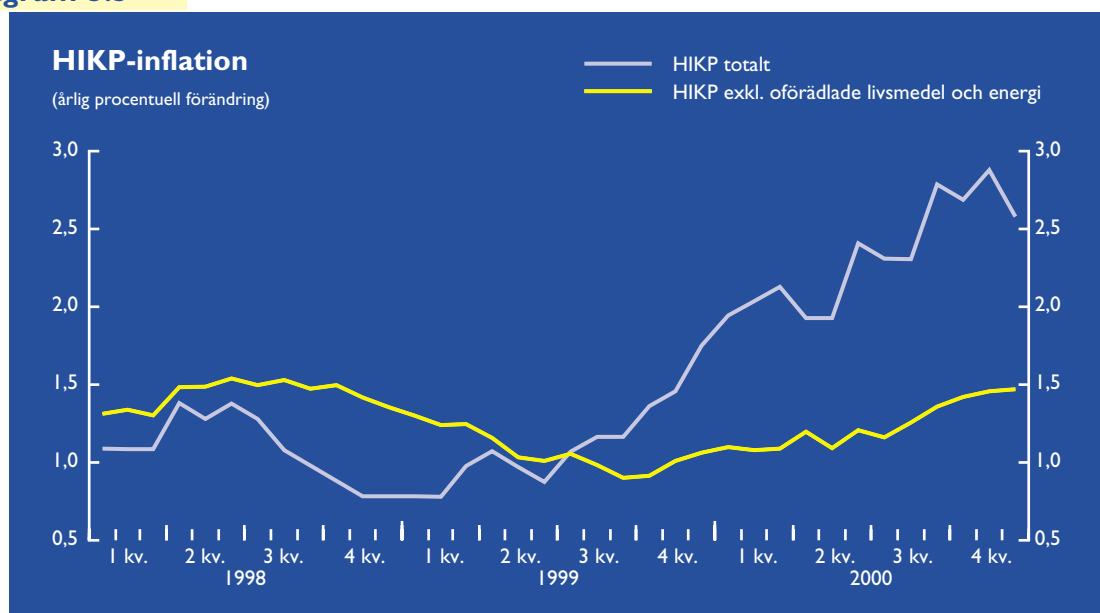
Första halvåret 2000

Under första halvåret 2000 visade de variabler som analyserades inom den första pelaren av ECB:s penningpolitiska strategi alltfler tecken på uppåtrisker för prisstabiliteten. Tremånadersgenomsnittet för den årliga M3-tillväxten

... ledde till en räntehöjning i november 1999 ...

... som syftade till att hålla inflationsförväntningarna klart under 2 %

Diagram 5.3



Källa: Eurostat.

under sista kvartalet 1999 (enligt tillgänglig information vid slutet av januari 2000) var ca 6 %, vilket var betydligt över referensvärdet 4 ½ %, och var som högst ca 6,5 % våren 2000. Att M3-tillväxten långvarigt överskred referensvärdet samtidigt som inflationen var mycket låg skapade oro eftersom det tydde på att rikligt med likviditet gradvis hade byggts upp i slutet av 1999 och under första halvåret 2000. Den höga M3-tillväxten åtföljdes dessutom av en M1-tillväxt på 10 % eller mer.

Även den information som under första halvåret 2000 fanns tillgänglig inom den andra pelaren av den penningpolitiska strategin pekade allt tydligare på uppåtrisker för prisstabiliteten. Uppgifter om den reala BNP-tillväxten och andra indikatorer, däribland industriproduktionen och industri- och konsumentbarometrar, visade att den ekonomiska aktiviteten hade expanderat i snabb takt i början av 2000 och att denna utveckling skulle fortsätta (se diagram 5.5). Dessutom gynnades euroområdet av situationen i omvärlden. Återhämtningen i Ostasien och Latinamerika fortsatte, samtidigt som den amerikanska ekonomin inte visade några tecken på avmattning. Förväntningarna infriades under de följande månaderna. Omvärldens prognoser om den ekonomiska aktiviteten reviderades ständigt uppåt med stöd av statistik och undersökningar om den ekonomiska utvecklingen och allt gynnsammare internationella utsikter.

Utvecklingen i importpriserna tydde på ett stigande pristryck i euroområdet. Oljepriserna steg nästan oavbrutet. Eurons växelkurs sjönk ytterligare under denna period. ECB-rådet intog ståndpunkten att en sådan långvarig depreciering i förening med kraftigt stigande oljepriser på medellång sikt kunde

M3-tillväxt över referensvärdet, ...

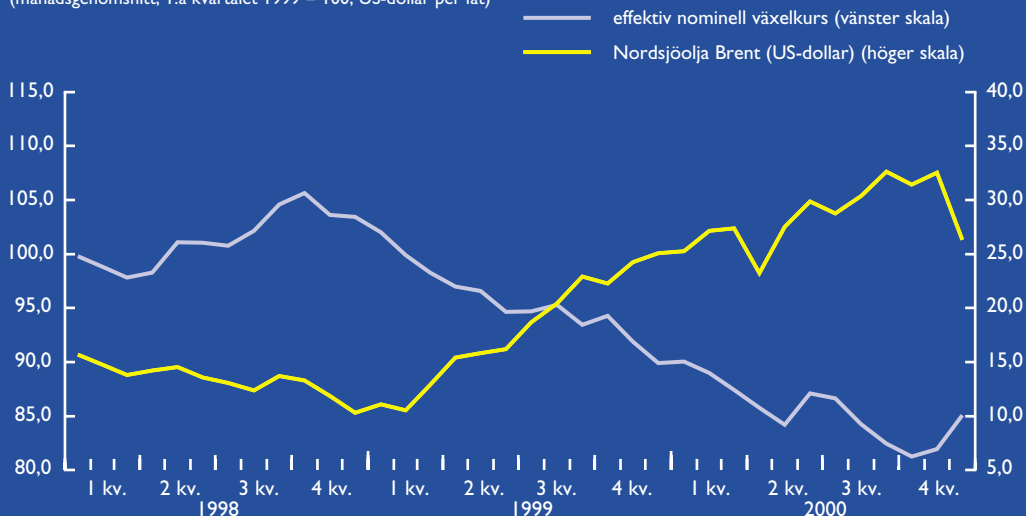
... den ekonomiska återhämtningen ...

... och trycket på importpriserna ...

Diagram 5.4

Eurons nominella effektiva växelkurs och oljepriset

(månadsgenomsnitt; 1:a kvartalet 1999 = 100; US-dollar per fat)



Källor: Eurostat och Financial Times.

... motverkades med flera räntehöjningar

Övergång till anbudsförfarande med rörlig ränta

få inflationistiska effekter i ett läge med stark ekonomisk tillväxt, eftersom det via löneökningar kunde ge följd effekter på konsumentpriserna. Denna faktor var särskilt viktig i ett läge då den ekonomiska aktiviteten i euroområdet återhämtade sig snabbt.

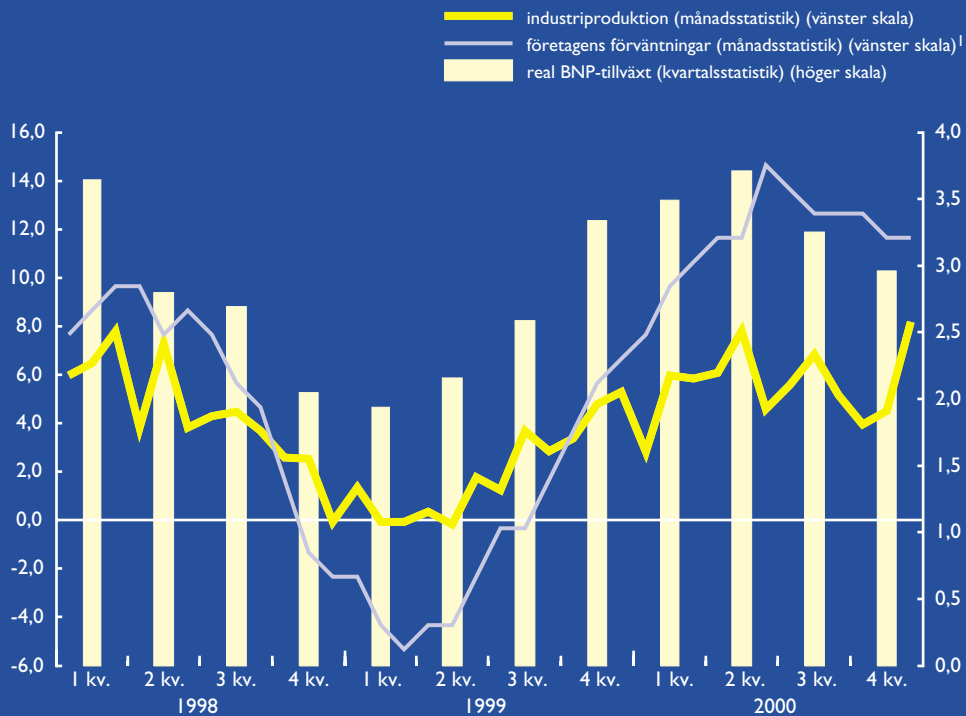
Båda pelarna i strategin gav alltså starka bevis för att det krävdes ytterligare räntehöjningar. ECB-rådet beslutade höja ECB:s styrräntor den 3 februari, den 16 mars och den 27 april 2000, varje gång med 0,25 procentenheter. Vidare höjdes räntorna den 8 juni 2000 med 0,5 procentenheter.

Från och med den transaktion som avvecklades den 28 juni 2000 genomfördes de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna i form av anbudsförfarande med rörlig ränta. Inför denna transaktion tillkännagavs en lägsta anbudsränta på 4,25 %. Övergången till ett anbudsförfarande med rörlig ränta var en reaktion på utvecklingen mot kraftiga överbud vid anbudsförfarande med fast ränta (se kapitel 4). ECB förklarade att den lägsta anbudsräntan ersatte räntan

Diagram 5.5

Real BNP, industriproduktion och företagens förväntningar i euroområdet

(industriproduktion och BNP, årlig procentuell förändring; företagens förväntningar, netttotal, procent)



Källor: Eurostat och Europeiska kommissionens företags- och hushållsenkäter.

¹ Avvikelser från genomsnittet sedan januari 1985.

i anbudsförfarandena med fast ränta som en ”styrränta” som skulle ge signaler om inriktningen på ECB:s penningpolitik.

Andra halvåret 2000

Den ekonomiska situationen förändrades något under sommaren 2000, även om uppåtriskerna för prisstabiliteten kvarstod. Till följd av den stramare penningpolitiken avtog tillväxten i penningmängdsmåtten gradvis, vilket särskilt gällde de mest likvida komponenterna i M3. Också den totala kredittillväxten i euroområdet minskade. Dessa utvecklingstrender blev tydliga under sommaren, då uppgifter för maj 2000 och månaderna därpå offentliggjordes. Att M3-tillväxten låg över referensvärdet var dock fortfarande ett orosmoment.

Beträffande den andra pelaren drev oljepriserna från och med juni 2000 upp HIKP-inflationen i euroområdet över 2 %, vilket är den övre gränsen i definitionen av prisstabilitet på medellång sikt. Prognoser om den ekonomiska aktiviteten fortsatte att revideras uppåt under tredje kvartalet 2000. Inflationsprognoserna fram till 2002 reviderades också uppåt åtminstone till och med tredje kvartalet.

Under sommaren 2000 förstärktes intrycket att oljepriserna inte skulle sjunka. Det blev allt tydligare att inflationen i konsumentledet skulle ligga kvar över 2 % längre än man tidigare hade trott, vilket ökade risken för följd effekter via lönerna. Oron ökade av att eurons växelkurs försvagades ytterligare från och med mitten av juni.

Eftersom prisstabiliteten fortfarande hotades av uppåtrisker beslutade ECB-rådet att höja den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, räntan på utlåningsfaciliteten och räntan på inlåningsfaciliteten med 0,25 procentenheter vardera den 31 augusti och återigen den 5 oktober 2000. Efter dessa beslut var den lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna 4,75 %, inlåningsräntan 3,75 % och utlåningsräntan 5,75 %.

Under sommaren 2000 motsvarade eurons växelkurs inte längre rådande, sunda fundamenta i euroområdet. De potentiella konsekvenserna för världsekonomin var uppenbara. På ECB:s initiativ ingrep G7-länderna mot eurons depreciering vid sitt möte den 22 september 2000 då en samordnad intervention genomfördes på valutamarknaderna av centralbankerna i USA, Japan, Storbritannien och Kanada. ECB intervenerade igen i början av november för att motverka hoten mot prisstabiliteten i euroområdet till följd av deprecieringen.

I slutet av 2000 fortsatte M3-tillväxten att avta – höjningen av ECB:s styrräntor sedan november 1999 tycktes ha dämpat efterfrågan på de mest likvida komponenterna i M3. Medan kreditgivningen till den privata sektorn fortfarande ökade relativt snabbt avtog tillväxten i den totala kreditgivningen till hemmahörande i euroområdet avsevärt mellan april och oktober 2000. Samtidigt tydde de flesta indikatorer på att den ekonomiska tillväxten i euroområdet skulle fortsätta i hög men något långsammare takt. Den globala expansionen visade dock tecken på att avta, vilket skapade en viss osäkerhet

M3-tillväxten började avta men låg fortfarande över referensvärdet

HIKP över 2 % i euroområdet ...

... ökade risken för följd effekter via lönerna

ECB-rådet beslutade höja räntorna ytterligare

Intervention på valutamarknaderna.

ECB:s styrräntor oförändrade i slutet av 2000

om euroområdet tillväxtutsikter. I detta läge hölls ECB:s styrräntor oförändrade fram till slutet av 2000.

5.2 En första bedömning

Hur lyckad ECB:s penningpolitik har varit kan bara mätas i upprätthållen prisstabilitet. Beslutet att sänka ECB:s styrräntor i april 1999 fattades för att motverka nedåtriskerna för prisstabiliteten. Beslutet att höja ECB:s styrräntor med 2,25 procentenheter mellan november 1999 och oktober 2000 fattades för att motverka uppåtriskerna för prisstabiliteten. I alla sina åtgärder demonstrerade ECB-rådet sitt starka åtagande att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt. Då penningpolitiska beslut påverkar prisutvecklingen med en viss fördröjning var det vid sammanställningen av denna publikation alltför tidigt att göra en fullständig bedömning av hur effektiva de penningpolitiska beslut som fattades 1999 och 2000 hade varit. Det går emellertid att dra ett par preliminära slutsatser.

HIKP-inflationen var fortfarande låg under 1999. Under 2000 steg inflationen i första hand på grund av oförutsedda importprisökningar, som främst var en följd av växelkurs- och oljeprisutvecklingen. Som diskuteras i kapitel 3 kan sådana kortsiktiga prisfluktuationer inte undvikas, eftersom det tar tid innan penningpolitiken – som måste ha en medelfristig inriktning – påverkar ekonomin. Det var därför mycket viktigt under 2000 att penningpolitiken hindrade de kortsiktiga inflationsförändringarna till följd av oljeprisutvecklingen från att slå igenom i de medelfristiga inflationsförväntningarna. Det var nödvändigt för ECB-rådet att tydligt demonstrera sin beslutsamhet att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

Utvecklingen av de långa räntorna i euroområdet 1999 och 2000 tydde på att finansmarknaderna i allmänhet förväntade sig att prisutvecklingen på medellång sikt skulle fortsätta att vara i linje med definitionen av prisstabilitet. Särskilt obligationsmarknadsstatistiken visade att ECB-rådets beslut uppfattades som förenliga med prisstabilitetsmålet. De långfristiga inflationsförväntningar som kan utläsas ur de franska indexobligationerna fortsatte att ligga under 2 % 1999 och 2000. Inflationsprognoserna under de första två åren av etapp tre pekade också konsekvent på förväntningar om upprätthållen prisstabilitet i euroområdet.

Detta visar att ECB lyckades stärka sin trovärdighet under de första två åren av den förda penningpolitiken. Trots inflationstryck till följd av allvarliga externa chocker kunde ECB övertyga allmänheten och marknaderna om sin beslutsamhet att fullgöra sitt åtagande att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt.

ECB agerade för att motverka hoten mot prisstabiliteten

Kortsiktiga fluktuationer i inflationen kunde inte undvikas

Medelfristiga inflationsförväntningar under 2 % ...

... är tecken på ECB:s trovärdighet

Bilaga I

Utdrag ur Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen

Första delen

Principerna

Artikel 2 (f.d. 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 3 (f.d. artikel 3)

- I. För att uppnå de mål som anges i artikel 2 skall gemenskapens verksamhet på de villkor och i den takt som anges i detta fördrag innefatta
- a) förbud mot tullar och kvantitativa restriktioner mellan medlemsstaterna vid import och export av varor samt förbud mot alla övriga åtgärder med motsvarande verkan,
 - b) en gemensam handelspolitik,
 - c) en inre marknad som kännetecknas av att hindren för fri rörlighet för varor, personer, tjänster och kapital avskaffas mellan medlemsstaterna,
 - d) åtgärder som avser personers inresa och rörlighet enligt avdelning IV,
 - e) en gemensam politik på jordbruks- och fiskeområdet,
 - f) en gemensam politik på transportområdet,
 - g) en ordning som säkerställer att konkurrensen inom den inre marknaden inte snedvrids,
 - h) tillnärmning av medlemsstaternas nationella lagstiftning i den utsträckning den gemensamma marknadens funktion kräver det,
 - i) främjande av samordningen av medlemsstaternas sysselsättningspolitik i syfte att göra denna mer effektiv genom att utveckla en samordnad sysselsättningsstrategi,
 - j) en politik på det sociala området som innefattar en europeisk socialfond,

- k) stärkande av den ekonomiska och sociala sammanhållningen,
- l) en miljöpolitik,
- m) stärkande av gemenskapsindustrins konkurrenskraft,
- n) främjande av forskning och teknisk utveckling,
- o) stimulans till att upprätta och utveckla transeuropeiska nät,
- p) bidrag till att uppnå en hög hälsoskyddsnivå,
- q) bidrag till god utbildning samt till kulturens utveckling i medlemsstaterna,
- r) en politik på området för utvecklingssamarbete,
- s) associering av utomeuropeiska länder och territorier i syfte att öka handeln och att gemensamt främja den ekonomiska och sociala utvecklingen,
- t) bidrag till att stärka konsumentskyddet,
- u) åtgärder på områdena energi, räddningstjänst och turism.

2. I all verksamhet som avses i denna artikel skall gemenskapen syfta till att undanröja bristande jämställdhet mellan kvinnor och män och att främja jämställdhet mellan dem.

Artikel 4 (f.d. artikel 3a)

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 förändret 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 8 (f.d. artikel 4a)

Ett europeiskt centralbankssystem (härefter kallat "ECBS") och en europeisk centralbank (härefter kallad "ECB") skall upprättas enligt det förfarande som anges i detta fördrag; de skall handla inom ramen för de befogenheter som de har tilldelats genom detta fördrag och den stadga för ECBS och ECB (härefter kallad "ECBS-stadgan"), som är fogad till fördraget.

Tredje delen

Gemenskapens politik

Avdelning VII (f.d. avdelning VI)

Ekonomisk och monetär politik

Kapitel I

Ekonomisk politik

Artikel 98 (f.d. artikel 102a)

Medlemsstaterna skall föra sin ekonomiska politik så att de bidrar till att förverkliga gemenskapens mål, såsom dessa definieras i artikel 2 och inom ramen för de allmänna riktlinjer som avses i artikel 99.2. Medlemsstaterna och gemenskapen skall handla i överensstämmelse med principen om en öppen marknadsekonomi med fri konkurrens som främjar en effektiv resursfördelning, och i enlighet med principerna i artikel 4.

Artikel 99 (f.d. artikel 103)

1. Medlemsstaterna skall betrakta den ekonomiska politiken som en fråga av gemensamt intresse och samordna denna politik inom rådet i enlighet med bestämmelserna i artikel 98.

2. Rådet skall med kvalificerad majoritet på rekommendation av kommissionen utarbeta ett utkast till allmänna riktlinjer för medlemsstaternas och gemenskapens ekonomiska politik och rapportera sina resultat till Europeiska rådet.

Europeiska rådet skall på grundval av rådets rapport diskutera en slutsats angående de allmänna riktlinjerna för medlemsstaternas och gemenskapens ekonomiska politik.

På grundval av denna slutsats skall rådet med kvalificerad majoritet anta en rekommendation som anger dessa allmänna riktlinjer. Rådet skall underrätta Europaparlamentet om sin rekommendation.

3. För att säkerställa en fastare samordning av den ekonomiska politiken och en varaktig konvergens mellan medlemsstaternas ekonomiska utfall skall rådet på grundval av rapporter från kommissionen övervaka den ekonomiska utvecklingen i varje medlemsstat och inom gemenskapen samt den ekonomiska politikens överensstämmelse med de allmänna riktlinjer som avses i punkt 2, och regelbundet göra en samlad bedömning.

För denna multilaterala övervakning skall medlemsstaterna lämna uppgifter till kommissionen om viktiga åtgärder som de har vidtagit inom ramen för sin ekonomiska politik och andra upplysningar som de anser nödvändiga.

4. Visar det sig inom ramen för förfarandet enligt punkt 3 att en medlemsstats ekonomiska politik inte är förenlig med de allmänna riktlinjer som avses i punkt 2 eller att det finns risk för att denna politik kan äventyra den ekonomiska och monetära unionens funktion, kan rådet med kvalificerad majoritet på rekommendation av kommissionen lämna den berörda medlemsstaten de rekommendationer som behövs. Rådet kan med kvalificerad majoritet på förslag av kommissionen besluta att offentliggöra sina rekommendationer.

Rådets ordförande och kommissionen skall rapportera till Europaparlamentet om resultaten av den multilaterala övervakningen. Rådets ordförande kan anmodas att framträda inför den behöriga kommittén hos Europaparlamentet, om rådet har offentliggjort sina rekommendationer.

5. Rådet kan enligt förfarandet i artikel 252 anta närmare föreskrifter om det multilaterala övervakningsförfarande som avses i punkterna 3 och 4 i denna artikel.

Artikel 100 (f.d. artikel 103a)

1. Utan att det påverkar tillämpningen av andra förfaranden som föreskrivs i detta fördrag kan rådet enhälligt på förslag av kommissionen besluta om lämpliga åtgärder med hänsyn till det ekonomiska läget, särskilt om det uppstår allvarliga försörjningsproblem i fråga om vissa varor.

2. Om en medlemsstat har svårigheter eller allvarligt hotas av stora svårigheter till följd av osedvanliga händelser utanför dess kontroll, kan rådet genom enhälligt beslut på förslag av kommissionen på vissa villkor bevilja den berörda medlemsstaten ekonomiskt bistånd från gemenskapen. Om svårigheterna har orsakats av naturkatastrofer skall rådet besluta med kvalificerad majoritet. Rådets ordförande skall underrätta Europaparlamentet om beslutet.

Artikel 101 (f.d. artikel 104)

1. Det är förbjudet för ECB och medlemsstaternas centralbanker (härefter kallade "nationella centralbanker") att ge gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i medlemsstaterna rätt att övertrassera sina konton eller att ge dem andra former av krediter; detsamma gäller ECB:s och de nationella centralbankernas förvärv av skuldförbindelser direkt från dem.

2. Bestämmelserna i punkt 1 skall inte gälla offentligt ägda kreditinstitut; dessa skall behandlas av de nationella centralbankerna och ECB på samma sätt som privata kreditinstitut vad gäller tillförseln av centralbanksreserver.

Artikel 102 (f.d. artikel 104a)

1. Varje åtgärd som ger gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i medlemsstaterna en positiv särbehandling hos finansinstitut är förbjuden i den mån åtgärden inte är baserad på tillsynsmässiga hänsyn.

2. Rådet skall före den 1 januari 1994 enligt förfarandet i artikel 252 fastställa definitioner för tillämpningen av det förbud som avses i punkt 1.

Artikel 103 (f.d. artikel 104b)

1. 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, dock utan att detta påverkar ömsesidiga finansiella garantier för det gemensamma genomförandet av ett visst projekt. En medlemsstat skall inte ansvara för att åta sig förpliktelser som har ingåtts av centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i en annan medlemsstat, dock utan att detta påverkar ömsesidiga finansiella garantier för det gemensamma genomförandet av ett visst projekt.

2. Om det behövs, kan rådet enligt förfarandet i artikel 252 fastställa definitioner för tillämpningen av de förbud som avses i artikel 101 och i denna artikel.

Artikel 104 (f.d. artikel 104c)

1. Medlemsstaterna skall undvika alltför stora underskott i den offentliga sektorns finanser.

2. Kommissionen skall övervaka utvecklingen av budgetsituationen och den offentliga sektorns skuldsättning i medlemsstaterna i syfte att upptäcka allvarliga fel. Den skall särskilt undersöka om budgetdisciplin iakttas på grundval av följande två kriterier:

- a) Huruvida andelen av det förväntade eller faktiska underskottet i den offentliga sektorns finanser i procent av bruttonationalprodukten överstiger ett visst referensvärde, såvida inte
 - detta procenttal har minskat väsentligt och kontinuerligt och nått en nivå som ligger nära referensvärdet, eller
 - referensvärdet endast undantagsvis och övergående överskrids och procenttalet fortfarande ligger nära referensvärdet.
- b) Huruvida skuldsättningen i den offentliga sektorn i procent av bruttonationalprodukten överstiger ett visst referensvärde såvida inte detta procenttal minskar i tillräcklig utsträckning och närmar sig referensvärdet i tillfredsställande takt.

Referensvärdena anges i det protokoll om förfarandet vid alltför stora underskott som är en bilaga till detta fördrag.

3. Om en medlemsstat inte uppfyller de krav som gäller enligt det ena av eller båda dessa kriterier, skall kommissionen utarbeta en rapport. I sin rapport skall kommissionen även beakta huruvida den offentliga sektorns underskott överstiger utgifterna för de offentliga investeringarna samt alla övriga faktorer av betydelse, inbegripet medlemsstatens ekonomiska och budgetmässiga läge på medellång sikt.

Kommissionen kan också utarbeta en rapport även om kraven är uppfylla enligt kriterierna, om den anser att det föreligger risk för ett alltför stort underskott i en medlemsstat.

4. Den kommitté som upprättas enligt artikel 114 skall yttra sig över kommissionens rapport.

5. Om kommissionen anser att det föreligger eller kan uppstå ett alltför stort underskott i en medlemsstat skall kommissionen avge ett yttrande till rådet.

6. Rådet skall med kvalificerad majoritet, på rekommendation av kommissionen och med beaktande av eventuella synpunkter från den erörda medlemsstaten, efter en allsidig bedömning avgöra om ett alltför stort underskott föreligger.

7. Om det enligt punkt 6 slås fast att ett alltför stort underskott föreligger, skall rådet ge rekommendationer till den berörda medlemsstaten i syfte att få denna situation att upphöra inom en viss tid. Om inte annat följer av bestämmelsen i punkt 8 skall sådana rekommendationer inte offentliggöras.

8. Om rådet finner att dess rekommendationer inte har medfört några effektiva åtgärder inom den fastställda tiden, får rådet offentliggöra rekommendationerna.

9. Om en medlemsstat även i fortsättningen underlåter att efterkomma rådets rekommendationer, kan rådet besluta att förelägga medlemsstaten att inom en fastställd tidsfrist vidta de åtgärder för att minska underskottet som rådet anser nödvändiga för att komma till rätta med situationen.

I sådana fall kan rådet begära att den berörda medlemsstaten inkommer med rapporter enligt en fastställd tidsplan för att göra det möjligt att granska medlemsstatens anpassningssträvanden.

10. Den i artiklarna 226 och 227 angivna rätten att föra talan kan inte utövas med avseende på punkterna 1–9 i denna artikel.

11. Så länge en medlemsstat inte efterkommer ett beslut som har fattats enligt punkt 9, kan rådet allt efter omständigheterna besluta att tillämpa eller skärpa en eller flera av följande åtgärder:

- Att kräva att den berörda medlemsstaten offentliggör de ytterligare uppgifter som rådet närmare anger, innan medlemsstaten utger obligationer och andra värdepapper.
- Att anmoda Europeiska investeringsbanken att ompröva sin utlåningspolitik gentemot den berörda medlemsstaten.
- Att kräva att den berörda medlemsstaten räntelöst deponerar ett belopp av lämplig storlek hos gemenskapen, till dess att det alltför stora underskottet enligt rådets uppfattning har korrigerats.
- Att förelägga böter av lämplig storlek.

Rådets ordförande skall underrätta Europaparlamentet om de beslut som fattas.

12. Rådet skall upphäva samtliga eller vissa av sina beslut enligt punkterna 6–9 och 11, i den mån som det alltför stora underskottet i den berörda medlemsstaten enligt rådets uppfattning har korrigerats. Om rådet tidigare har offentliggjort rekommendationer skall det så snart ett beslut enligt punkt 8 har upphävts, avge en offentlig förklaring om att det inte längre föreligger ett alltför stort underskott i den berörda medlemsstaten.

13. När rådet fattar sådana beslut som avses i punkterna 7–9, 11 och 12 skall det besluta på rekommendation av kommissionen med en majoritet av två tredjedelar av de enligt artikel 205.2 vägda rösterna för rådets medlemmar, dock utan att rösterna för den berörda medlemsstatens företrädare medräknas.

14. Protokollet om förfarandet vid alltför stora underskott, som är fogat till detta fördrag, innehåller ytterligare bestämmelser om genomförandet av det förfarande som beskrivs i denna artikel.

Rådet skall enhälligt, på förslag av kommissionen och efter att ha hört Europaparlamentet och ECB, anta lämpliga bestämmelser som därefter skall ersätta det nämnda protokollet.

Om inte annat följer av övriga bestämmelser i denna punkt skall rådet före den 1 januari 1994 med kvalificerad majoritet, på förslag av kommissionen och efter att ha hört Europaparlamentet, fastställa närmare regler och definitioner för tillämpningen av bestämmelserna i det nämnda protokollet.

Kapitel 2

Monetär politik

Artikel 105 (f.d. 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 106 (f.d. artikel 105a)

1. ECB skall ha ensamrätt att tillåta sedelutgivning inom gemenskapen. ECB och de nationella centralbankerna får ge ut sedlar. Endast sedlar som ges ut av ECB och de nationella centralbankerna skall vara lagliga betalningsmedel inom gemenskapen.

2. Medlemsstaterna får ge ut mynt i den omfattning som godkänns av ECB. Rådet får enligt förfarandet i artikel 252 och efter att ha hört ECB vidta åtgärder för att harmonisera valörerna och de tekniska specifikationerna för alla mynt som skall sättas i omlopp, i den utsträckning som detta är nödvändigt för att säkerställa myntens smidiga omlopp inom gemenskapen.

Artikel 107 (f.d. artikel 106)

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.
4. ECBS-stadgan är intagen i ett protokoll som är fogat till detta fördrag.
5. Artiklarna 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1 a) och 36 i ECBS-stadgan kan rådet ändra antingen genom beslut med kvalificerad majoritet på rekommendation av ECB och efter att ha hört kommissionen eller genom enhälligt beslut på förslag av kommissionen och efter att ha hört ECB. I båda fallen krävs Europaparlamentets samtycke.
6. Rådet skall genom beslut med kvalificerad majoritet, antingen på förslag av kommissionen och efter att ha hört Europaparlamentet och ECB eller på rekommendation av ECB och efter att ha hört Europaparlamentet och kommissionen, anta de bestämmelser som avses i artiklarna 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 och 34.3 i ECBS-stadgan.

Artikel 108 (f.d. artikel 107)

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 de fullgör sina uppgifter.

Artikel 109 (f.d. artikel 108)

Senast då ECBS upprättas skall varje medlemsstat säkerställa att dess nationella lagstiftning, inbegripet stadgan för dess nationella centralbank, är förenlig med detta fördrag och ECBS-stadgan.

Artikel 110 (f.d. artikel 108a)

1. För att fullgöra de uppgifter som har anförtrotts ECBS skall ECB i enlighet med bestämmelserna i detta fördrag och på de villkor som anges i ECBS-stadgan

- utfärda förordningar i den utsträckning som behövs för att genomföra de uppgifter som anges i artikel 3.1 första strecksatsen, artiklarna 19.1, 22 eller 25.2 i ECBS-stadgan samt i de fall som skall anges i de rättsakter från rådet som avses i artikel 107.6,
- fatta de beslut som behövs för att fullgöra de uppgifter som har anförtrotts ECBS genom detta fördrag och ECBS-stadgan,
- avge rekommendationer och yttranden.

2. En förordning skall ha allmän giltighet. Den skall till alla delar vara bindande och direkt tillämplig i varje medlemsstat.

Rekommendationer och yttranden skall inte vara bindande.

Ett beslut skall till alla delar vara bindande för dem som det är riktat till.

Artiklarna 253, 254 och 256 skall tillämpas på ECB:s förordningar och beslut.

ECB kan besluta att offentliggöra sina beslut, rekommendationer och yttranden.

3. Inom de gränser och på de villkor som fastställs av rådet enligt förfarandet i artikel 107.6 skall ECB ha rätt att förelägga företag böter eller viten om de inte uppfyller sina förpliktelser enligt ECB:s förordningar och beslut.

Artikel 111 (f.d. artikel 109)

1. Med avvikelse från artikel 300 får rådet genom enhälligt beslut – på rekommendation av ECB eller kommissionen, efter att ha hört ECB för att söka uppnå enighet i överensstämmelse med målet om prisstabilitet och

efter att ha hört Europaparlamentet samt enligt det i punkt 3 angivna förfarandet för beslut om den ordning som nämnts där – ingå formella avtal om ett växelkurssystem för ecun i förhållande till valutor i tredje land. Rådet får, genom beslut med kvalificerad majoritet på rekommendation av ECB eller kommissionen och efter att ha hört ECB för att söka uppnå enighet i överensstämmelse med målet om prisstabilitet, anta, ändra eller upphäva centralkurser för ecun inom växelkurssystemet. Rådets ordförande skall underrätta Europaparlamentet om centralkurser för ecun antas, ändras eller upphävs.

2. I avsaknad av ett växelkurssystem i förhållande till en eller flera valutor i tredje land enligt punkt 1 får rådet genom beslut med kvalificerad majoritet, antingen på rekommendation av kommissionen och efter att ha hört ECB eller på rekommendation av ECB, utarbeta allmänna riktlinjer för valutapolitiken i förhållande till dessa valutor. Dessa allmänna riktlinjer skall inte påverka huvudmålet för ECBS som är att upprätthålla prisstabilitet.

3. Om gemenskapen behöver föra förhandlingar om avtal angående monetära frågor eller växelkursfrågor med en eller flera stater eller internationella organisationer skall rådet, med avvikelse från artikel 300, med kvalificerad majoritet på rekommendation av kommissionen och efter att ha hört ECB besluta om en ordning för förhandlingarna och för hur sådana avtal skall ingås. Denna ordning skall säkerställa att gemenskapen uttrycker en gemensam ståndpunkt. Kommissionen skall i full omfattning medverka vid förhandlingarna.

Avtal som ingås enligt denna punkt skall vara bindande för gemenskapens institutioner, ECB och medlemsstaterna.

4. Om inte annat följer av punkt 1 skall rådet, på förslag av kommissionen och efter att ha hört ECB, med kvalificerad majoritet besluta om gemenskapens ståndpunkt på internationell nivå när det gäller frågor av särskild betydelse för den ekonomiska och monetära unionen och enhälligt besluta om hur denna skall företrädas, med iakttagande av den befogenhetsfördelning som anges i artiklarna 99 och 105.

5. Med förbehåll för gemenskapens befogenheter och gemenskapsavtal om den ekonomiska och monetära unionen, får medlemsstaterna föra förhandlingar i internationella organ och ingå internationella avtal.

Kapitel 3

Institutionella bestämmelser

Artikel 112 (f.d. artikel 109a)

1. ECB-rådet skall bestå av ECB:s direktionsledamöter samt cheferna för de nationella centralbankerna.

2. a) Direktionen skall bestå av ordföranden, vice ordföranden och fyra andra ledamöter.

- b) Ordföranden, vice ordföranden och de övriga direktionsledamöterna skall på rekommendation av rådet, som skall ha hört Europaparlamentet och ECB-rådet, utses genom överenskommelse mellan medlemsstaternas regeringar på stats- eller regeringschefs nivå bland personer vars auktoritet och yrkeserfarenhet inom den finansiella sektorn är allmänt erkända.

Deras mandattid är åtta år; mandatet kan inte förnyas.

Endast medborgare i medlemsstaterna får vara direktionsledamöter.

Artikel 113 (f.d. artikel 109b)

1. Rådets ordförande och en ledamot av kommissionen får delta utan rösträtt i ECB-rådets sammanträden.

Rådets ordförande får lägga fram förslag för behandling i ECB-rådet.

2. ECB:s ordförande skall inbjudas att delta i rådets sammanträden när rådet behandlar frågor som rör mål och uppgifter för ECBS.

3. ECB skall 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. ECB:s ordförande skall lägga fram denna rapport för rådet och Europaparlamentet som kan hålla en allmän debatt på grundval av rapporten.

ECB:s ordförande och övriga direktionsledamöter kan på begäran av Europaparlamentet eller på eget initiativ höras av Europaparlamentets behöriga kommittéer.

Artikel 114 (f.d. artikel 109c)

1. För att främja samordningen av medlemsstaternas politik i den utsträckning som är nödvändig för den inre marknadens funktion upprättas härmed en monetär kommitté med rådgivande ställning.

Denna kommitté skall ha till uppgift att

- följa den monetära och finansiella situationen i medlemsstaterna och inom gemenskapen samt medlemsstaternas allmänna betalningssystem och regelbundet rapportera om detta till rådet och kommissionen,
- på begäran av rådet eller kommissionen eller på eget initiativ avge yttranden till dessa institutioner,
- utan att det påverkar tillämpningen av artikel 207 medverka vid förberedelsen av rådets arbete enligt artiklarna 59, 60, 99.2, 99.3, 99.4, 99.5, 100, 102, 103, 104, 116.2, 117.6, 119, 120, 121.2 och 122.1,
- minst en gång om året granska situationen i fråga om kapitalrörelser och friheten att utföra betalningar mot bakgrund av tillämpningen av detta fördrag och av rådets åtgärder; granskningen skall omfatta alla åtgärder som avser kapitalrörelser och betalningar; kommittén skall rapportera till kommissionen och rådet om resultatet av denna granskning.

Varje medlemsstat och kommissionen skall var för sig utse två medlemmar av Monetära kommittén.

2. När den tredje etappen börjar skall en ekonomisk och finansiell kommitté upprättas. Den monetära kommitté som föreskrivs i punkt 1 skall upplösas.

Ekonomiska och finansiella kommittén skall ha till uppgift att

- på begäran av rådet eller kommissionen eller på eget initiativ avge yttranden till dessa institutioner,
- följa den ekonomiska och finansiella situationen i medlemsstaterna och inom gemenskapen och regelbundet rapportera om detta till rådet och kommissionen, särskilt i fråga om finansiella relationer med tredje land och internationella institutioner,
- utan att det påverkar tillämpningen av artikel 207 medverka vid förberedelsen av rådets arbete enligt artiklarna 59, 60, 99.2, 99.3, 99.4, 99.5, 100, 102, 103, 104, 105.6, 106.2, 107.5, 107.6, 111, 119, 120.2, 120.3, 122.2, 123.4 och 123.5 och utföra andra rådgivande och förberedande uppgifter på uppdrag av rådet,
- minst en gång om året granska situationen i fråga om kapitalrörelser och friheten att utföra betalningar mot bakgrund av tillämpningen av detta fördrag och av rådets åtgärder; granskningen skall omfatta alla åtgärder som avser kapitalrörelser och betalningar; kommittén skall rapportera till kommissionen och rådet om resultatet av denna granskning.

Varje medlemsstat, kommissionen och ECB skall var för sig utse högst två medlemmar av kommittén.

3. Rådet skall med kvalificerad majoritet, på förslag av kommissionen och efter att ha hört ECB och den kommitté som avses i denna artikel fastställa närmare bestämmelser om sammansättningen av Ekonomiska och finansiella kommittén. Rådets ordförande skall underrätta Europaparlamentet om sådana beslut.

4. Utöver de uppgifter som anges i punkt 2 skall kommittén, om och så länge som det finns medlemsstater som omfattas av undantag enligt artiklarna 122 och 123, följa den monetära och finansiella situationen och det allmänna betalningssystemet i dessa medlemsstater och regelbundet rapportera om detta till rådet och kommissionen.

Artikel 115 (f.d. artikel 109d)

I frågor som faller inom tillämpningsområdet för artiklarna 99.4, 104 med undantag av punkt 14, 111, 121, 122, 123.4 och 123.5, kan rådet eller en medlemsstat anmoda kommissionen att lägga fram en rekommendation eller ett förslag, allt efter omständigheterna. Kommissionen skall behandla en sådan begäran och utan dröjsmål förelägga rådet sina slutsatser.

Kapitel 4

Övergångsbestämmelser

Artikel 119 (f.d. artikel 109h)

1. Om en medlemsstat har svårigheter eller allvarligt hotas av svårigheter beträffande sin betalningsbalans antingen som följd av en obalans i betalningsbalansen som helhet eller som följd av beskaffenheten av den valuta som staten förfogar över, och om sådana svårigheter är särskilt ägnade att äventyra den gemensamma marknadens funktion eller det gradvisa genomförandet av den gemensamma handelspolitiken, skall kommissionen genast undersöka situationen i den staten och de åtgärder som staten har vidtagit, eller med anlitande av alla de medel som den förfogar över kan vidta, enligt bestämmelserna i detta fördrag. Kommissionen skall ange åtgärder som den rekommenderar staten att vidta.

Om åtgärder som vidtagits av en medlemsstat eller föreslagits av kommissionen inte visar sig vara tillräckliga för att avlägsna uppkomna eller hotande svårigheter, skall kommissionen efter att ha hört den kommitté som avses i artikel 114 rekommendera rådet att bevilja ömsesidigt bistånd och föreslå lämpliga former för detta.

Kommissionen skall regelbundet underrätta rådet om situationen och dess utveckling.

2. Rådet skall med kvalificerad majoritet besluta om sådant ömsesidigt bistånd; det skall utfärda direktiv eller beslut som anger villkoren för och den närmare utformningen av biståndet. Detta bistånd kan bestå av

- a) ett samordnat uppträdande mot eller inom andra internationella organisationer till vilka medlemsstaterna kan vända sig,
- b) nödvändiga åtgärder för att undvika omläggning av handeln när den stat som befinner sig i svårigheter upprätthåller eller återinför kvantitativa restriktioner gentemot tredje land,
- c) beviljande av begränsade krediter från andra medlemsstater, under förutsättning att dessa ger sitt samtycke.

3. Om ömsesidigt bistånd som kommissionen rekommenderat inte beviljas av rådet eller om beviljat ömsesidigt bistånd och vidtagna åtgärder är otillräckliga, skall kommissionen bemyndiga den stat som befinner sig i svårigheter att vidta skyddsåtgärder för vilka kommissionen skall fastställa villkoren och den närmare utformningen.

Rådet får med kvalificerad majoritet återkalla ett sådant bemyndigande eller ändra villkoren för och den närmare utformningen av skyddsåtgärder.

4. Om inte annat följer av artikel 122.6, skall denna artikel upphöra att gälla när den tredje etappen börjar.

Artikel 120 (f.d. artikel 109i)

1. Om en plötslig kris inträffar i fråga om betalningsbalansen och ett beslut enligt artikel 119.2 inte fattas omedelbart, får den berörda medlemsstaten

av försiktighetsskäl vidta nödvändiga skyddsåtgärder. Sådana åtgärder skall medföra minsta möjliga störningar i den gemensamma marknadens funktion och får inte gå utöver vad som är helt nödvändigt för att avhjälpa de plötsligt uppkomna svårigheterna.

2. Kommissionen och övriga medlemsstater skall underrättas om dessa skyddsåtgärder senast vid den tidpunkt då de träder i kraft. Kommissionen får rekommendera rådet att bevilja ömsesidigt bistånd enligt artikel 119.

3. Rådet får, efter att ha inhämtat yttrande från kommissionen och efter att ha hört den kommitté som avses i artikel 114, med kvalificerad majoritet besluta att den berörda staten skall ändra, skjuta upp eller upphäva skyddsåtgärderna.

4. Om inte annat följer av artikel 122.6, skall denna artikel upphöra att gälla när den tredje etappen börjar.

Artikel 121 (f.d. artikel 109j)

1. Kommissionen och EMI skall rapportera till rådet om hur medlemsstaterna fullgör sina förpliktelser när det gäller att förverkliga den ekonomiska och monetära unionen. Dessa rapporter skall omfatta en granskning av i vilken utsträckning som varje medlemsstats nationella lagstiftning, inklusive stadgan för dess centralbank, är förenlig med artiklarna 108 och 109 i detta fördrag och med ECBS-stadgan. I rapporterna skall också granskas om en hög grad av varaktig konvergens har uppnåtts; detta skall ske genom en analys av i vad mån varje medlemsstat har uppfyllt följande kriterier:

- En hög grad av prisstabilitet; detta skall framgå av att inflationstakten ligger nära den i de (högst tre) medlemsstater som har uppnått de bästa resultaten i fråga om prisstabilitet.
- En hållbar finansiell ställning för den offentliga sektorn; detta skall framgå av att den offentliga sektorns finanser inte uppvisar ett alltför stort underskott enligt bestämmelserna i artikel 104.6.
- Ett iakttagande av det normala fluktuationsutrymmet enligt Europeiska monetära systemets växelkursmekanism under minst två år utan devalvering i förhållande till någon annan medlemsstats valuta.
- En varaktighet i den konvergens som medlemsstaten har uppnått och i dess deltagande i Europeiska monetära systemets växelkursmekanism, såsom det kommer till uttryck i den långfristiga räntenivån.

De fyra kriterier som nämns i denna punkt och de tider under vilka de skall uppfyllas, anges närmare i ett protokoll som är fogat till detta fördrag. Kommissionens och EMI:s rapporter skall också beakta ecuns utveckling, resultaten av marknadsintegrationen, situationen för och utvecklingen av bytesbalansen samt utvecklingen av enhetsarbetskostnader och andra prisindex.

2. På grundval av dessa rapporter skall rådet, genom beslut med kvalificerad majoritet på rekommendation av kommissionen, bedöma

- om varje enskild medlemsstat uppfyller de nödvändiga villkoren för införande av en gemensam valuta,
- om en majoritet av medlemsstaterna uppfyller de nödvändiga villkoren för införande av en gemensam valuta,

och i form av en rekommendation meddela resultaten till rådet som skall sammanträda på stats- eller regeringschefs nivå. Europaparlamentet skall höras och yttra sig till rådet i dess sammansättning på stats- eller regeringschefs nivå.

3. Med beaktande av de rapporter som avses i punkt 1 och det yttrande från Europaparlamentet som avses i punkt 2 skall rådet, som skall sammanträda på stats- eller regeringschefs nivå, med kvalificerad majoritet och senast den 31 december 1996

- på grundval av rådets rekommendationer enligt punkt 2 besluta i frågan om en majoritet av medlemsstaterna uppfyller de nödvändiga villkoren för införande av en gemensam valuta,
- besluta i frågan om det är ändamålsenligt för gemenskapen att gå över till den tredje etappen,

och, om så är fallet,

- fastställa den tidpunkt då den tredje etappen skall börja.

4. Om den tidpunkt då den tredje etappen skall börja inte har fastställts vid utgången av år 1997, skall den tredje etappen börja den 1 januari 1999. Före den 1 juli 1998 skall rådet, som skall sammanträda på stats- och regeringschefs nivå – efter det att det förfarande som anges i punkterna 1 och 2, med undantag av punkt 2 andra strecksatsen, på nytt har iakttagits – med beaktande av de rapporter som avses i punkt 1 och Europaparlamentets yttrande, genom beslut med kvalificerad majoritet och på grundval av rådets rekommendationer enligt punkt 2 bekräfta vilka medlemsstater som uppfyller de nödvändiga villkoren för införande av en gemensam valuta.

Artikel 122 (f.d. artikel 109k)

1. Om tidpunkten har bestämts enligt artikel 121.3, skall rådet på grundval av sina rekommendationer enligt artikel 121.2 med kvalificerad majoritet på rekommendation av kommissionen besluta i frågan om några, och i så fall vilka, medlemsstater som skall ges undantag enligt punkt 3 i den här artikeln. Sådana medlemsstater skall i detta fördrag betecknas som "medlemsstater med undantag".

Om rådet har bekräftat vilka medlemsstater som uppfyller de nödvändiga villkoren för införandet av en gemensam valuta i enlighet med artikel 121.4, skall de medlemsstater som inte uppfyller villkoren ges undantag enligt punkt 3 i den här artikeln. Sådana medlemsstater skall i detta fördrag betecknas som "medlemsstater med undantag".

2. Minst en gång vartannat år, eller på begäran av en medlemsstat med undantag, skall kommissionen och ECB rapportera till rådet enligt förfarandet i artikel 121.1. Efter att ha hört Europaparlamentet och efter

överläggningar i rådet, som skall sammanträda på stats- eller regeringschefs nivå, skall rådet med kvalificerad majoritet på förslag av kommissionen besluta om vilka medlemsstater med undantag som uppfyller de nödvändiga villkoren på grundval av kriterierna i artikel 121.1 samt upphäva de berörda medlemsstaternas undantag.

3. Ett undantag enligt punkt 1 skall innebära att följande artiklar inte skall tillämpas på den berörda medlemsstaten, nämligen artiklarna 104.9, 104.11, 105.1, 105.2, 105.3, 105.5, 106, 110, 111 och 112.2 b. Kapitel IX i ECBS-stadgan innehåller bestämmelser om att en sådan medlemsstat och dess nationella centralbank skall undantas från rättigheter och skyldigheter inom ramen för ECBS.

4. Med "medlemsstater" i artiklarna 105.1, 105.2, 105.3, 106, 110, 111 och 112.2 b avses "medlemsstater utan undantag".

5. Medlemsstater med undantag får inte utöva rösträtt vid beslut av rådet enligt de artiklar i detta fördrag som nämns i punkt 3. I dessa fall skall, med avvikelse från artiklarna 205 och 250.1, som kvalificerad majoritet gälla två tredjedelar av de enligt artikel 205.2 vägda rösterna som avges av företrädarna för medlemsstater utan undantag. Enhällighet mellan dessa medlemsstater fordras för en rättsakt som kräver enhällighet.

6. Artiklarna 119 och 120 skall fortsätta att tillämpas på medlemsstater med undantag.

Artikel 123 (f.d. artikel 109)

1. Omedelbart efter det att beslutet om tidpunkten för början av den tredje etappen har fattats i enlighet med artikel 121.3 eller i förekommande fall omedelbart efter den 1 juli 1998

- skall rådet anta de bestämmelser som avses i artikel 107.6,
- skall regeringarna i medlemsstaterna utan undantag i enlighet med förfarandet i artikel 50 i ECBS-stadgan utse ordföranden, vice ordföranden och de övriga ledamöterna i ECB:s direktion. Om det finns medlemsstater med undantag får antalet ledamöter i direktionen vara lägre än det som anges i artikel 11.1 i ECBS-stadgan, dock skall det under inga omständigheter vara lägre än fyra.

Så snart direktionen har utsetts skall ECBS och ECB upprättas och förbereda sig på att starta sin verksamhet i full omfattning enligt detta fördrag och ECBS-stadgan. De skall utöva sina befogenheter fullt ut från och med den första dagen av den tredje etappen.

2. Så snart ECB har upprättats skall ECB om det behövs, överta EMI:s uppgifter. När ECB har upprättats skall EMI träda i likvidation; närmare bestämmelser om likvidationen finns i stadgan för EMI.

3. Om och så länge som det finns medlemsstater med undantag och utan att det påverkar tillämpningen av artikel 107.3 i detta fördrag, skall det allmänna råd för ECB som avses i artikel 45 i ECBS-stadgan upprättas som ECB:s tredje beslutande organ.

4. Den dag då den tredje etappen börjar skall rådet genom enhälligt beslut av medlemsstaterna utan undantag, på förslag av kommissionen och efter att ha hört ECB, fastställa de omräkningskurser till vilka deras valutor oåterkalleligen skall låsas och den oåterkalleligen låsta kurs till vilken ecun skall ersätta dessa valutor; ecun skall därmed bli en självständig valuta. Denna åtgärd skall inte i sig ändra ecuns externa värde. Rådet skall enligt samma förfarande även vidta de övriga åtgärder som behövs för att snabbt införa ecun som dessa medlemsstaters gemensamma valuta.

5. Om beslut fattas enligt förfarandet i artikel 122.2 om att upphäva ett undantag skall rådet genom enhälligt beslut av medlemsstaterna utan undantag och den berörda medlemsstaten på förslag av kommissionen och efter att ha hört ECB, fastställa den kurs till vilken ecun skall ersätta den berörda medlemsstatens valuta samt vidta de övriga åtgärder som behövs för att införa ecun som enda valuta i den berörda medlemsstaten.

Artikel 124 (f.d. artikel 109m)

1. Fram till början av den tredje etappen skall varje medlemsstat behandla sin valutapolitik som en fråga av gemensamt intresse. Därvid skall medlemsstaterna ta hänsyn till erfarenheterna från samarbetet inom ramen för Europeiska monetära systemet (EMS) och från utvecklingen av ecun samt beakta gällande befogenheter på detta område.

2. Från och med början av den tredje etappen och så länge som någon medlemsstat omfattas av undantag skall punkt 1 tillämpas på den medlemsstatens valutapolitik.

Bilaga 2

Protokoll om stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken

De Höga Fördragslutande Parterna,

som önskar fastställa den stadga för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken som avses i artikel 8 i Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen,

har enats om följande bestämmelser som skall fogas till Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen:

Kapitel I

Bildande av ECBS

Artikel 1

Europeiska centralbankssystemet

1.1 I Europeiska centralbankssystemet (ECBS) och Europeiska centralbanken (ECB) skall upprättas enligt artikel 8 i detta fördrag; de skall fullgöra sina uppgifter och utöva sin verksamhet i enlighet med bestämmelserna i detta fördrag och denna stadga.

1.2 Enligt artikel 107.1 i detta fördrag skall ECBS bestå av ECB och medlemsstaternas centralbanker ("nationella centralbanker"). Institut monétaire luxembourgeois skall vara Luxemburgs centralbank.

Kapitel II

Mål och uppgifter för ECBS

Artikel 2

Mål

Enligt artikel 105.1 i detta fördrag skall huvudmålet för ECBS 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 i fördraget. 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 i fördraget.

Artikel 3 *Uppgifter*

3.1 Enligt artikel 105.2 i detta fördrag skall de grundläggande uppgifterna för ECBS vara att

- utforma och genomföra gemenskapens monetära politik,
- genomföra valutatransaktioner enligt bestämmelserna i artikel 111 i detta fördrag,
- inneha och förvalta medlemsstaternas officiella valutareserver,
- främja väl fungerande betalningssystem.

3.2 Enligt artikel 105.3 i detta fördrag skall artikel 3.1 tredje strecksatsen inte beröra medlemsstaternas regeringars innehav och förvaltning av rörelsemedel i utländsk valuta.

3.3 Enligt artikel 105.5 i detta fördrag skall ECBS medverka till att de behöriga myndigheterna smidigt kan genomföra sin politik när det gäller tillsyn över kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet.

Artikel 4 *Rådgivande funktioner*

Enligt artikel 105.4 i detta fördrag

- a) skall ECB 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 42;
- b) får ECB i frågor inom sitt behörighetsområde avge yttranden till berörda institutioner eller organ inom gemenskapen eller till nationella myndigheter.

Artikel 5 *Insamling av statistiska uppgifter*

5.1 För att utföra ECBS uppgifter skall ECB med de nationella centralbankernas stöd samla in de statistiska uppgifter som behövs, antingen från de behöriga nationella myndigheterna eller direkt från de ekonomiska aktörerna. För detta ändamål skall ECB samarbeta med gemenskapsinstitutioner och gemenskapsorgan, med behöriga myndigheter i medlemsstaterna eller i tredje land samt med internationella organisationer.

5.2 De nationella centralbankerna skall så långt som möjligt utföra de uppgifter som anges i artikel 5.1.

5.3 ECB skall vid behov bidra till harmoniseringen av de regler och den praxis som gäller för insamling, sammanställning och distribution av statistik inom dess behörighetsområde.

5.4 Rådet skall enligt förfarandet i artikel 42 fastställa kretsen av uppgiftsskyldiga fysiska och juridiska personer, sekretessföreskrifter samt lämpliga bestämmelser om genomförande och påföljder.

Artikel 6

Internationellt samarbete

6.1 I fråga om sådant internationellt samarbete som angår de uppgifter som har anförtrotts ECBS, skall ECB bestämma hur ECBS skall företrädas.

6.2 ECB och, med dess godkännande, de nationella centralbankerna får delta i internationella monetära institutioner.

6.3 Artiklarna 6.1 och 6.2 skall inte påverka tillämpningen av artikel 111.4 i detta fördrag.

Kapitel III

ECBS organisation

Artikel 7

Oavhängighet

Enligt artikel 108 i detta fördrag skall varken ECB eller någon nationell centralbank eller någon medlem av deras beslutande organ, då de utövar de befogenheter och fullgör de uppgifter och skyldigheter som har tilldelats dem genom detta fördrag och denna stadga, 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.

Artikel 8

Allmän princip

ECBS skall ledas av ECB:s beslutande organ.

Artikel 9

Europeiska centralbanken

9.1 ECB, som enligt artikel 107.2 i detta fördrag skall vara en juridisk person, skall i varje medlemsstat ha den mest vittgående rättskapacitet som tillerkänns juridiska personer enligt den nationella lagstiftningen; ECB skall särskilt kunna förvärva och avyttra fast och lös egendom samt föra talan inför domstolar och andra myndigheter.

9.2 ECB skall säkerställa att de uppgifter som har tilldelats ECBS enligt artikel 105.2, 105.3 och 105.5 i detta fördrag utförs antingen inom ramen för ECB:s egen verksamhet enligt denna stadga eller genom de nationella centralbankerna enligt artiklarna 12.1 och 14.

9.3 Enligt artikel 107.3 i detta fördrag skall ECB:s beslutande organ vara ECB-rådet och direktionen.

Artikel 10

ECB-rådet

10.1 Enligt artikel 112.1 i detta fördrag skall ECB-rådet bestå av ECB:s direktionsledamöter samt cheferna för de nationella centralbankerna.

10.2 Om inte annat följer av artikel 10.3 skall endast personligen närvarande medlemmar av ECB-rådet ha rösträtt. Med avvikelse från denna regel kan det i den arbetsordning som avses i artikel 12.3 fastställas att medlemmar av ECB-rådet får rösta vid telefonkonferenser. I arbetsordningen skall också föreskrivas att en medlem av ECB-rådet som är förhindrad att rösta under en längre period får utse en ersättare som medlem av ECB-rådet.

Om inte annat följer av artiklarna 10.3 och 11.3 skall varje medlem av ECB-rådet ha en röst. Om inte annat bestäms i denna stadga skall ECB-rådet besluta med enkel majoritet. Vid lika röstetal skall ordföranden ha utslagsröst.

ECB-rådet är beslutfört om minst två tredjedelar av medlemmarna är närvarande. Om ECB-rådet inte är beslutfört får ordföranden kalla till ett extra sammanträde, där beslut kan fattas utan hänsyn till närvaroregeln.

10.3 Vid beslut som fattas enligt artiklarna 28–30, 32, 33, och 51 skall rösterna i ECB-rådet vägas enligt de nationella centralbankernas andelar i ECB:s tecknade kapital. Direktionsledamöternas röstvikt skall vara noll. Ett beslut som kräver kvalificerad majoritet skall antas om det stöds av röster som representerar minst två tredjedelar av ECB:s tecknade kapital och minst hälften av andelsägarna. Om en centralbankschef inte kan närvara, får han utse en ersättare för att avge hans vägda röst.

10.4 Sammanträdena skall vara hemliga. ECB-rådet kan besluta om att offentliggöra resultaten av sina överläggningar.

10.5 ECB-rådet skall sammanträda minst tio gånger om året.

Artikel 11

Direktionen

11.1 Enligt artikel 112.2 a) i detta fördrag skall direktionen bestå av ordföranden, vice ordföranden och fyra andra ledamöter.

Ledamöterna skall utföra sina uppgifter på heltid. De får inte utöva någon annan avlönad eller oavlönad yrkesverksamhet, om inte ECB-rådet undantagsvis ger tillstånd till det.

11.2 Enligt artikel 112.2 b) i detta fördrag skall ordföranden, vice ordföranden och de övriga direktionsledamöterna på rekommendation av rådet, som skall ha hört Europaparlamentet och ECB-rådet, utses genom överenskommelse mellan medlemsstaternas regeringar på stats- eller regeringschefsnivå bland personer vars auktoritet och yrkeserfarenhet inom den finansiella sektorn är allmänt erkända.

Deras mandattid är åtta år; mandatet kan inte förnyas.

Endast medborgare i medlemsstaterna får vara direktionsledamöter.

11.3 Anställningsvillkoren för direktionsledamöterna, särskilt deras löner, pensioner och andra sociala trygghetsförmåner, skall bestämmas i avtal med ECB och fastställas av ECB-rådet på förslag av en kommitté som skall bestå av tre medlemmar utsedda av ECB-rådet och tre medlemmar utsedda av rådet. Direktionsledamöterna skall inte ha rösträtt i de frågor som avses i denna punkt.

11.4 Om en direktionsledamot inte längre uppfyller de krav som ställs för att han skall kunna utföra sina uppgifter eller om han gjort sig skyldig till allvarlig försummelse, får domstolen på begäran av ECB-rådet eller direktionen avsätta honom.

11.5 Varje direktionsledamot som är personligen närvarande skall ha rösträtt och för detta ändamål förfoga över en röst. Om inte något annat har bestämts, skall direktionen besluta med enkel majoritet av de avgivna rösterna. Vid lika röstetal skall ordföranden ha utslagsröst. Närmare bestämmelser om omröstningen skall fastställas i den arbetsordning som avses i artikel 12.3.

11.6 Direktionen skall ansvara för ECB:s löpande verksamhet.

11.7 Vid en vakans i direktionen skall en ny ledamot utses enligt artikel 11.2.

Artikel 12

De beslutande organens ansvarsområden

12.1 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.

12.2 Direktionen skall ansvara för förberedelserna av ECB-rådets sammanträden.

12.3 ECB-rådet skall anta en arbetsordning som fastställer den interna organisationen för ECB och dess beslutande organ.

12.4 ECB-rådet skall utöva de rådgivande funktioner som avses i artikel 4.

12.5 ECB-rådet skall fatta de beslut som avses i artikel 6.

Artikel 13

Ordföranden

13.1 Ordföranden eller i hans frånvaro vice ordföranden skall leda sammanträdena i ECB-rådet och direktionen.

13.2 Utan att det påverkar tillämpningen av artikel 39 skall ordföranden eller den person som han utser företräda ECB utåt.

Artikel 14

De nationella centralbankerna

14.1 Enligt artikel 109 i detta fördrag skall varje medlemsstat senast då ECB upprättas säkerställa att dess nationella lagstiftning, inbegripet stadgan för dess nationella centralbank, är förenlig med detta fördrag och denna stadga.

14.2 I stadgarna för de nationella centralbankerna skall särskilt föreskrivas att ämbetstiden för chefen för en nationell centralbank skall vara minst fem år.

En centralbankschef får avsättas endast om han inte längre uppfyller de krav som ställs för att han skall kunna utföra sina uppgifter eller om han gjort sig skyldig till allvarlig försummelse. Ett beslut om avsättning får överklagas vid domstolen av den berörda centralbankschefen eller ECB-rådet på den grunden att detta fördrag eller någon rättsregel om dess tillämpning har överträtts. En sådan talan skall väckas inom två månader från det att beslutet offentliggjordes eller delgavs den som vill väcka talan eller, i annat fall, från den dag då den senare fick kännedom om beslutet.

14.3 De nationella centralbankerna är en integrerad del av ECBS och skall handla i överensstämmelse med ECB:s riktlinjer och instruktioner. ECB-rådet skall vidta de åtgärder som behövs för att säkerställa att ECB:s riktlinjer och instruktioner följs och skall kräva att all nödvändig information ställs till ECB-rådets förfogande.

14.4 De nationella centralbankerna kan utföra andra uppgifter än de som anges i denna stadga, såvida inte ECB-rådet med en majoritet av två tredjedelar av de avgivna rösterna finner att dessa uppgifter strider mot ECB:s mål och funktioner. Sådana uppgifter skall utföras på de nationella centralbankernas eget ansvar och egen risk och skall inte betraktas som en del av ECBS funktioner.

Artikel 15

Rapporteringskyldighet

15.1 ECB skall minst varje kvartal upprätta och offentliggöra rapporter om ECBS verksamhet.

15.2 En konsoliderad rapport över ECBS finansiella ställning skall offentliggöras varje vecka.

15.3 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.

15.4 De rapporter som avses i denna artikel skall kostnadsfritt ställas till förfogande för intresserade.

Artikel 16

Sedlar

Enligt artikel 106.1 i detta fördrag skall ECB-rådet ha ensamrätt att tillåta sedelutgivning inom gemenskapen. ECB och de nationella centralbankerna får ge ut sedlar. Endast sedlar som ges ut av ECB och de nationella centralbankerna skall vara lagliga betalningsmedel inom gemenskapen.

ECBS skall såvitt möjligt ta hänsyn till gällande praxis när det gäller utgivning och utformning av sedlar.

Kapitel IV

ECBS monetära uppgifter och transaktioner

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

18.1 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.

18.2 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

19.1 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.

19.2 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.

Artikel 20

Andra instrument för monetär styrning

ECB-rådet får med en majoritet av två tredjedelar av de avgivna rösterna besluta om tillämpning av sådana andra operativa metoder för monetär styrning som ECB-rådet med beaktande av artikel 2 anser ändamålsenliga.

Rådet skall enligt förfarandet i artikel 42 fastställa tillämpningsområdet för sådana metoder, om de innebär förpliktelser för tredje man.

Artikel 21

Transaktioner med offentliga organisationer

21.1 Enligt artikel 101 i detta fördrag är det förbjudet för ECB och de nationella centralbankerna att ge gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i medlemsstaterna rätt att övertrassera sina konton eller att ge dem andra former av krediter; detsamma gäller ECB:s och de nationella centralbankernas förvärv av skuldförbindelser direkt från dem.

21.2 ECB och de nationella centralbankerna får fungera som fiskala ombud för de enheter som avses i artikel 21.1

21.3 Bestämmelserna i denna artikel skall inte gälla offentligt ägda kreditinstitut; dessa skall behandlas av de nationella centralbankerna och ECB på samma sätt som privata kreditinstitut vad gäller tillförseln av centralbanksreserver.

Artikel 22

Clearing- och betalningssystem

ECB och de nationella centralbankerna får ställa anordningar till förfogande och ECB får utfärda förordningar för att säkerställa effektiva och sunda clearing- och betalningssystem inom gemenskapen och i förbindelser med tredje land.

Artikel 23

Externa transaktioner

ECB och de nationella centralbankerna får

- upprätta förbindelser med centralbanker och finansinstitut i andra länder och vid behov med internationella organisationer,
- köpa och sälja, för omgående leverans eller på termin, alla slags valutatillgångar och ädelmetaller; begreppet "valutatillgång" skall omfatta värdepapper och alla andra tillgångar oberoende av form, som är utställda i något lands valuta eller i beräkningsenheter,
- inneha och förvalta de tillgångar som avses i denna artikel,
- utföra alla slags banktransaktioner med tredje land och internationella organisationer, inklusive upplåning och utlåning.

Artikel 24

Andra transaktioner

Utöver de transaktioner som följer av deras uppgifter får ECB och de nationella centralbankerna utföra transaktioner för egna administrativa ändamål eller för sin personal.

Kapitel V

Tillsyn

Artikel 25

Tillsyn

25.1 ECB kan ge råd till och konsulteras av rådet, kommissionen och medlemsstaternas behöriga myndigheter om räckvidden och genomförandet av sådan gemenskapslagstiftning som avser tillsynen över kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet.

25.2 I enlighet med beslut av rådet enligt artikel 105.6 i detta fördrag får ECB utföra särskilda uppgifter i samband med tillsynen över kreditinstitut och andra finansinstitut med undantag av försäkringsföretag.

Kapitel VI

Finansiella bestämmelser för ECBS

Artikel 26

Räkenskaper

26.1 ECB:s och de nationella centralbankernas räkenskapsår skall börja den 1 januari och sluta den 31 december.

26.2 ECB:s årsbokslut skall upprättas av direktionen i enlighet med de principer som fastställs av ECB-rådet. Bokslutet skall godkännas av ECB-rådet och därefter offentliggöras.

26.3 För analytiska och operativa ändamål skall direktionen upprätta en konsoliderad balansräkning för ECBS, som skall omfatta sådana tillgångar och skulder hos de nationella centralbankerna som hänför sig till ECBS.

26.4 För tillämpningen av denna artikel skall ECB-rådet fastställa de regler som behövs för att standardisera bokföring och rapportering av de nationella centralbankernas transaktioner.

Artikel 27

Revision

27.1 ECB:s och de nationella centralbankernas räkenskaper skall granskas av oavhängiga externa revisorer som ECB-rådet har rekommenderat och rådet godkänt. Revisorerna skall ha befogenhet att granska alla räkenskapshandlingar och konton hos ECB och de nationella centralbankerna samt att få alla uppgifter om deras transaktioner.

27.2 Artikel 248 i detta fördrag skall endast tillämpas vid granskning av effektiviteten i ECB:s förvaltning.

Artikel 28

ECB:s kapital

28.1 När ECB inleder sin verksamhet skall dess kapital vara 5 miljarder ecu. Kapitalet kan ökas genom beslut av ECB-rådet med kvalificerad majoritet enligt artikel 10.3, inom de gränser och på de villkor som fastställs av rådet enligt förfarandet i artikel 42.

28.2 De nationella centralbankerna skall vara de enda tecknarna och innehavarna av kapital i ECB. Teckningen av kapital skall ske enligt den fördelningsnyckel som fastställs enligt artikel 29.

28.3 ECB-rådet skall med kvalificerad majoritet enligt artikel 10.3 bestämma i vilken omfattning och form som kapitalet skall betalas in.

28.4 Om inte annat följer av artikel 28.5 får centralbankernas andelar i ECB:s tecknade kapital inte överlåtas, pantsätts eller utmätas.

28.5 Om den fördelningsnyckel som avses i artikel 29 ändras, skall de nationella centralbankerna överlåta kapitalandelar till varandra i den omfattning som behövs för att säkerställa att fördelningen av kapitalandelar motsvarar den ändrade nyckeln. ECB-rådet skall fastställa villkoren för sådana överlåtelser.

Artikel 29

Fördelningsnyckel för teckningen av kapital

29.1 När ECBS och ECB har upprättats enligt förfarandet i artikel 123.1 i detta fördrag skall fördelningsnyckeln för teckning av ECB:s kapital fastställas. Varje nationell centralbank skall tilldelas en vikt i denna nyckel som motsvarar summan av

- 50 % av den berörda medlemsstatens andel av gemenskapens befolkning näst sista året före upprättandet av ECBS,
- 50 % av den berörda medlemsstatens andel av gemenskapens bruttonationalprodukt till marknadspris under de senaste fem åren före näst sista året före upprättandet av ECBS.

Procentsatserna skall avrundas uppåt till närmaste multipel av 0,05 procentenheter.

29.2 Det statistiska underlag som skall användas för tillämpningen av denna artikel skall ställas till förfogande av kommissionen enligt de regler som rådet antar enligt förfarandet i artikel 42.

29.3 De vikter som tilldelas de nationella centralbankerna skall ändras vart femte år efter upprättandet av ECBS; därvid skall bestämmelserna i artikel 29.1 tillämpas. Den ändrade fördelningsnyckeln skall tillämpas från och med den första dagen i det närmast följande året.

29.4 ECB-rådet skall vidta alla övriga åtgärder som behövs för tillämpningen av denna artikel.

Artikel 30

Överföring av reservtillgångar till ECB

30.1 Utan att det påverkar tillämpningen av artikel 28 skall de nationella centralbankerna upp till ett belopp som motsvarar 50 miljarder ecu förse ECB med reservtillgångar, som dock inte får bestå av medlemsstaternas valutor, ecu, IMF-reservpositioner eller SDR. ECB-rådet skall besluta om vilken andel som skall betalas in till ECB i samband med dess upprättande och vilka belopp som skall betalas in vid senare tidpunkter. ECB skall ha obegränsad rätt att inneha och förvalta de reservtillgångar som överförs till ECB och att använda dem för de ändamål som anges i denna stadga.

30.2 Bidraget från varje nationell centralbank skall fastställas i förhållande till bankens andel i ECB:s tecknade kapital.

30.3 ECB skall kreditera varje nationell centralbank med en fordran som motsvarar dess bidrag. ECB-rådet skall fastställa denomineringen och avkastningen för sådana fordringar.

30.4 ECB kan kräva inbetalning av valutareserver enligt artikel 30.2 utöver det i artikel 30.1 fastställda beloppet, inom de gränser och på de villkor som fastställs av rådet enligt förfarandet i artikel 42.

30.5 ECB får inneha och förvalta IMF-reservpositioner och SDR samt bestämma att sådana tillgångar skall läggas samman.

30.6 ECB-rådet skall vidta alla övriga åtgärder som behövs för tillämpningen av denna artikel.

Artikel 31

De nationella centralbankernas innehav av reservtillgångar

31.1 De nationella centralbankerna skall ha rätt att utföra transaktioner för att uppfylla sina förpliktelser mot internationella organisationer i enlighet med artikel 23.

31.2 Alla övriga transaktioner i sådana valutareserver som kvarstår i de nationella centralbankerna efter de överföringar som avses i artikel 30 samt medlemsstaternas transaktioner med rörelsemedel i utländsk valuta skall över en bestämd gräns, som skall fastställas i enlighet med artikel 31.3, godkännas av ECB för att säkerställa överensstämmelse med gemenskapens penning- och valutapolitik.

31.3 ECB-rådet skall utfärda riktlinjer för att underlätta sådana transaktioner.

Artikel 32

Fördelning av de nationella centralbankernas monetära inkomster

32.1 Inkomsterna för de nationella centralbankerna då de fullgör monetära uppgifter för ECBS (härefter kallade "monetära inkomster") skall fördelas vid utgången av varje räkenskapsår i enlighet med bestämmelserna i denna artikel.

32.2 Om inte annat följer av artikel 32.3 skall summan av de monetära inkomsterna för varje nationell centralbank vara lika med centralbankens årliga inkomster av de tillgångar som den innehar som motvärden till sedlar i omlopp och till inlåning från kreditinstitut. Dessa tillgångar skall reserveras av de nationella centralbankerna i enlighet med riktlinjer som ECB-rådet skall fastställa.

32.3 Om ECB-rådet efter den tredje etappens början finner att det på grund av de nationella centralbankernas balansräkningsstrukturer inte är möjligt att tillämpa artikel 32.2, kan ECB-rådet med kvalificerad majoritet och med avvikelse från artikel 32.2 besluta om att de monetära inkomsterna skall beräknas enligt någon annan metod under en tid av högst 5 år.

32.4 Varje nationell centralbanks monetära inkomster skall minskas med ett belopp som motsvarar centralbankens räntebetalningar till följd av förpliktelser på grund av inlåning från kreditinstituten enligt artikel 19.

ECB-rådet kan besluta att de nationella centralbankerna skall ersättas för kostnader i samband med sedelutgivning eller i undantagsfall för särskilda förluster till följd av monetära transaktioner som företagits för ECBS. Ersättning skall lämnas i den form som ECB-rådet finner lämplig; sådana belopp får avräknas från de nationella centralbankernas monetära inkomster.

32.5 Summan av de nationella centralbankernas monetära inkomster skall fördelas på de nationella centralbankerna i förhållande till deras inbetalda andelar av ECB:s kapital, om inte annat följer av beslut som ECB-rådet fattar enligt artikel 33.2.

32.6 Avräkning och betalning av saldona från fördelningen av de monetära inkomsterna skall utföras av ECB enligt ECB-rådets riktlinjer.

32.7 ECB-rådet skall vidta alla övriga åtgärder som behövs för tillämpningen av denna artikel.

Artikel 33

Fördelning av ECB:s resultat

33.1 ECB:s nettovinst skall fördelas på följande sätt:

- a) Ett belopp som ECB-rådet bestämmer och som inte får överstiga 20 % av nettovinsten skall avsättas till den allmänna reservfonden inom en gräns som motsvarar 100 % av kapitalet.
- b) Återstoden skall fördelas mellan ECB:s andelsägare i förhållande till deras inbetalda andelar.

33.2 Vid förlust för ECB kan underskottet avräknas mot ECB:s allmänna reservfond och – om det behövs och efter beslut av ECB-rådet – mot de monetära inkomsterna för det ifrågavarande räkenskapsåret i förhållande till och upp till de belopp som fördelas på de nationella centralbankerna enligt artikel 32.5.

Kapitel VII

Allmänna bestämmelser

Artikel 34

Rättsakter

34.1 I enlighet med artikel 110 i detta fördrag skall ECB

- utfärda förordningar i den utsträckning som behövs för att genomföra de uppgifter som anges i artikel 3.1 första strecksatsen, artiklarna 19.1, 22 eller 25.2 samt i de fall som skall anges i de rättsakter från rådet som avses i artikel 42,
- fatta de beslut som behövs för att fullgöra de uppgifter som har anförtrotts ECBS genom detta fördrag och denna stadga,
- avge rekommendationer och yttranden.

34.2 En förordning skall ha allmän giltighet. Den skall till alla delar vara bindande och direkt tillämplig i varje medlemsstat.

Rekommendationer och yttranden skall inte vara bindande.

Ett beslut skall till alla delar vara bindande för dem som det är riktat till.

Artiklarna 253, 254 och 256 i detta fördrag skall tillämpas på ECB:s förordningar och beslut.

ECB kan besluta om att offentliggöra sina beslut, rekommendationer och yttranden.

34.3 Inom de gränser och på de villkor som fastställs av rådet enligt förfarandet i artikel 42 skall ECB ha rätt att förelägga företag böter eller viten om de inte uppfyller sina förpliktelser enligt ECB:s förordningar och beslut.

Artikel 35

Domstolskontroll m.m.

35.1 ECB:s åtgärder eller underlåtenhet att handla skall prövas eller tolkas av domstolen i de fall och på de villkor som fastställts i detta fördrag. ECB kan väcka talan i de fall och på de villkor som fastställts i detta fördrag.

35.2 Tvister mellan ECB å ena sidan och dess borgenärer, gäldenärer eller andra personer å den andra skall avgöras av de behöriga nationella domstolarna, utom när domstolen är behörig.

35.3 ECB skall ansvara enligt artikel 288 i detta fördrag. De nationella centralbankerna skall ansvara enligt sin nationella lagstiftning.

35.4 Domstolen skall vara behörig att träffa avgöranden med stöd av en skiljedomsklausul i ett offentligt eller privaträttsligt avtal som har ingåtts av ECB eller för dess räkning.

35.5 Beslut av ECB om att väcka talan vid domstolen skall fattas av ECB-rådet.

35.6 Domstolen skall vara behörig att avgöra tvister om en nationell centralbanks fullgörande av sina förpliktelser enligt denna stadga. Om ECB anser att en nationell centralbank har underlåtit att fullgöra en förpliktelse enligt denna stadga, skall ECB avge ett motiverat yttrande i ärendet efter att ha gett den berörda nationella centralbanken tillfälle att framföra sina synpunkter. Om den berörda nationella centralbanken inte rättar sig efter yttrandet inom den tid som ECB bestämmer, kan ECB väcka talan vid domstolen.

Artikel 36

Personal

36.1 ECB-rådet skall på förslag av direktionen fastställa anställningsvillkoren för ECB:s personal.

36.2 Domstolen skall vara behörig att avgöra alla tvister mellan ECB och dess anställda inom de gränser och på de villkor som följer av anställningsvillkoren.

Artikel 37

Säte

Före utgången av år 1992 skall medlemsstaternas regeringar på stats- eller regeringschefsnivå i samförstånd besluta om var ECB skall ha sitt säte.

Artikel 38

Sekretess

38.1 Ledamöterna av de beslutande organen och personalen i ECB och de nationella centralbankerna skall även sedan deras uppdrag har upphört vara förpliktade att inte lämna ut upplysningar som omfattas av tystnadsplikt.

38.2 För personer som har tillgång till uppgifter som enligt gemenskapsföreskrifter omfattas av tystnadsplikt skall de föreskrifterna gälla.

Artikel 39

Firmatecknare

ECB blir rättsligt bunden gentemot tredje man genom ordföranden eller två direktionsledamöter eller genom underskrift av två medlemmar av ECB:s personal som ordföranden har bemyndigat att teckna ECB:s firma.

Artikel 40*

Immunitet och privilegier

ECB skall, på de villkor som anges i protokollet om Europeiska gemenskapernas immunitet och privilegier, inom medlemsstaternas territorier åtnjuta den immunitet och de privilegier som krävs för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter.

Kapitel VIII

Stadgeändringar och tilläggsföreskrifter

Artikel 41

Förenklat ändringsförfarande

41.1 Enligt artikel 107.5 i detta fördrag kan rådet ändra artiklarna 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1 a) och 36 i denna stadga, antingen genom beslut med kvalificerad majoritet på rekommendation av ECB och efter att ha hört kommissionen eller genom enhälligt beslut på förslag av kommissionen och efter att ha hört ECB. I båda fallen krävs Europaparlamentets samtycke.

41.2 En rekommendation av ECB enligt denna artikel kräver ett enhälligt beslut av ECB-rådet.

Artikel 42

Tilläggsföreskrifter

Enligt artikel 107.6 i detta fördrag skall rådet omedelbart efter beslutet om tidpunkten för början av den tredje etappen, antingen på förslag av kommissionen och efter att ha hört Europaparlamentet och ECB eller på rekommendation av ECB och efter att ha hört Europaparlamentet och

* Ändrad genom artikel 6 III 4 i Amsterdamfördraget.

kommissionen, med kvalificerad majoritet anta de bestämmelser som avses i artiklarna 4, 5.4, 19.2, 20. 28.1, 29.2, 30.4 och 34.3 i denna stadga.

Kapitel IX

Övergångsbestämmelser och andra bestämmelser om ECBS

Artikel 43

Allmänna bestämmelser

43.1 Ett undantag enligt artikel 122.1 i detta fördrag skall medföra att den berörda medlemsstaten inte får några rättigheter eller skyldigheter enligt följande artiklar i denna stadga: 3, 6, 9.2, 12.1, 14.3, 16, 18, 19, 20, 22, 23, 26.2, 27, 30, 31, 32, 33, 34, 50 och 52.

43.2 Centralbankerna i medlemsstater med undantag enligt artikel 122.1 i detta fördrag skall behålla sina befogenheter på den monetära politikens område enligt nationell lagstiftning.

43.3 Enligt artikel 122.4 i detta fördrag skall med "medlemsstater" avses "medlemsstater utan undantag" i följande artiklar i denna stadga: 3, 11.2, 19, 34.2 och 50.

43.4 Med "nationella centralbanker" skall avses "centralbanker i medlemsstater utan undantag" i följande artiklar i denna stadga: 9.2, 10.1, 10.3, 12.1, 16, 17, 18, 22, 23, 27, 30, 31, 32, 33.2 och 52.

43.5 Med "andelsägare" skall i artiklarna 10.3 och 33.1 avses "centralbanker i medlemsstater utan undantag".

43.6 Med "ECB:s tecknade kapital" skall i artiklarna 10.3 och 30.2 avses "ECB:s kapital tecknat av centralbankerna i medlemsstater utan undantag".

Artikel 44

Övergångsuppgifter för ECB

ECB skall överta de av EMI:s uppgifter som till följd av undantag för en eller flera medlemsstater fortfarande måste utföras under den tredje etappen.

ECB skall ge råd under förberedelserna för att upphäva de undantag som avses i artikel 122 i detta fördrag.

Artikel 45

ECB:s allmänna råd

45.1 Utan att det påverkar tillämpningen av artikel 107.3 i detta fördrag skall det allmänna rådet inrättas som ECB:s tredje beslutande organ.

45.2 Det allmänna rådet skall bestå av ECB:s ordförande och vice ordförande samt cheferna för de nationella centralbankerna. Övriga direktionsledamöter får delta utan rösträtt i det allmänna rådets sammanträden.

45.3 Det allmänna rådets ansvarsområden anges uttömmande i artikel 47 i denna stadga.

Artikel 46

Det allmänna rådets arbetsordning

46.1 ECB:s ordförande eller, i hans frånvaro, vice ordförande skall leda sammanträdena i det allmänna rådet.

46.2 Rådets ordförande och en ledamot av kommissionen får delta utan rösträtt i det allmänna rådets sammanträden.

46.3 Ordföranden skall förbereda det allmänna rådets sammanträden.

46.4 Med avvikelse från artikel 12.3 skall det allmänna rådet anta sin egen arbetsordning.

46.5 Det allmänna rådets sekretariat skall tillhandahållas av ECB.

Artikel 47

Det allmänna rådets ansvarsområden

47.1 Det allmänna rådet skall

- utföra de uppgifter som avses i artikel 44,
- medverka till att fullgöra de rådgivande funktioner som avses i artiklarna 4 och 25.1.

47.2 Det allmänna rådet skall medverka till

- att samla in statistiska uppgifter enligt artikel 5,
- ECB:s rapporteringsverksamhet enligt artikel 15,
- att införa de regler som enligt artikel 26.4 behövs för tillämpningen av artikel 26,
- att vidta alla övriga åtgärder som enligt artikel 29.4 behövs för tillämpningen av artikel 29,
- att fastställa anställningsvillkoren för ECB:s personal enligt artikel 36.

47.3 Det allmänna rådet skall bidra till de nödvändiga förberedelserna för att enligt bestämmelserna i artikel 123.5 i detta fördrag oåterkalleligen låsa växelkurserna för valutorna i medlemsstater med undantag i förhållande till valutorna eller den gemensamma valutan i medlemsstater utan undantag.

47.4 Det allmänna rådet skall underrättas av ECBS ordförande om ECB-rådets beslut.

Artikel 48

Övergångsbestämmelser för ECB:s kapital

Enligt artikel 29.1 skall varje nationell centralbank tilldelas en vikt i fördelningsnyckeln för teckning av ECB:s kapital. Med avvikelse från artikel 28.3 skall centralbankerna i medlemsstater med undantag inte betala in sitt tecknade kapital, såvida inte det allmänna rådet med en majoritet av minst

två tredjedelar av ECB:s tecknade kapital och minst hälften av andelsägarna beslutar att en minimiprocentsats skall betalas in som bidrag till ECB:s driftkostnader.

Artikel 49

Uppskjuten betalning av kapital, reserver och avsättningar i ECB

49.1 Centralbanken i en medlemsstat vars undantag har upphävts skall betala in sin tecknade andel av ECB:s kapital i samma omfattning som centralbankerna i andra medlemsstater utan undantag och till ECB föra över reservtillgångar enligt artikel 30.1. Det belopp som skall föras över skall beräknas genom multiplikation av värdet av de reservtillgångar uttryckt i ecu efter omräkning till den aktuella växelkursen som redan har förts över till ECB enligt artikel 30.1, med kvoten mellan antalet andelar som har tecknats av den berörda nationella centralbanken och antalet andelar som redan har betalats in av de andra nationella centralbankerna.

49.2 Utöver den betalning som skall göras enligt artikel 49.1 skall den berörda centralbanken bidra till ECB:s reserver, till sådana avsättningar som är likvärdiga med reserver samt till de belopp som återstår att tillföra reserverna och avsättningarna enligt saldot för resultaträkningen per den 31 december året innan undantaget upphävdes. Bidragsbeloppet skall beräknas genom multiplikation av summan av reserverna, enligt definitionen ovan och enligt ECB:s godkända balansräkning, med den faktor som anger förhållandet mellan antalet andelar som har tecknats av den berörda centralbanken och antalet andelar som redan har betalats in av de andra centralbankerna.

Artikel 50

Första valet av direktionsledamöter

När ECB:s direktion upprättas skall ordföranden, vice ordföranden och de övriga direktionsledamöterna utses genom överenskommelse mellan medlemsstaternas regeringar på stats- eller regeringschefs nivå på rekommendation av rådet och sedan Europaparlamentet och EMI:s råd har hörts. Direktionens ordförande skall utses för åtta år. Med avvikelse från artikel 11.2 skall vice ordföranden utses för fyra år och de övriga direktionsledamöterna för tider mellan fem och åtta år. Mandaten kan inte förnyas. Antalet direktionsledamöter kan vara lägre än vad som sägs i artikel 11.1, men får inte i något fall understiga fyra.

Artikel 51

Avvikelse från artikel 32

51.1 Om ECB-rådet efter början av den tredje etappen finner att tillämpningen av artikel 32 medför väsentliga ändringar i de nationella centralbankernas relativa inkomstlägen, skall storleken på de inkomster som skall fördelas enligt artikel 32 minskas med en enhetlig procentsats som inte får överstiga 60 % under första räkenskapsåret efter början av den tredje etappen och som för varje följande räkenskapsår skall sättas ned med minst 12 procentenheter.

51.2 Artikel 51.1 skall inte tillämpas under mer än fem räkenskapsår efter början av den tredje etappen.

Artikel 52

Växling av sedlar i gemenskapsvalutor

Efter den oåterkalleliga låsningen av växelkurserna skall ECB-rådet vidta de åtgärder som behövs för att säkerställa att sedlar utställda i valutor med oåterkalleligen låsta växelkurser växlas av de nationella centralbankerna till parivärdet.

Artikel 53

Övergångsbestämmelsernas tillämplighet

Artiklarna 43–48 skall tillämpas så länge det finns medlemsstater med undantag.

Ordlista

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

Allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken (Broad Economic Policy Guidelines): antas en gång om året av **EU-rådet** för att fastställa ramen för den ekonomiska politikens mål och inriktning i **medlemsstaterna** och i Europeiska gemenskapen.

Allmänna rådet (General Council): ett av **Europeiska centralbankens (ECB)** beslutande organ. Det består av ECB:s ordförande och vice ordförande samt centralbankscheferna i samtliga 15 EU-länder.

Ansvarighet (accountability): principen att en institution med beslutanderätt skall kunna hållas ansvarig för sitt agerande.

Centralbankens oberoende (central bank independence): principen om centralbankens oberoende fastställs både i artikel 108 (f.d. artikel 107) i **fördraget** och i artikel 7 i stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken. När **Europeiska centralbanken (ECB)** och de nationella centralbankerna utövar de befogenheter och fullgör de uppgifter och skyldigheter som har tilldelats dem får varken de eller någon medlem av 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 inte söka påverka medlemmarna av ECB:s eller de nationella centralbankernas beslutande organ.

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 på 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 mellan stats- eller regeringscheferna i de **medlemsstater** som har infört **euron**.

ECB: se **Europeiska centralbanken**.

ECB-rådet (Governing Council): ett av **Europeiska centralbankens (ECB)** beslutande organ. Det består av alla ledamöter i ECB:s **direktion** och centralbankscheferna i de **medlemsstater** som har infört **euron**.

ECBS: se **Europeiska centralbankssystemet**.

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-länderna. Ecus värde beräknades som ett vägt medelvärde av de ingående valutorna. Den officiella ecun fungerade som räkneenhet för **ERM** och som en reservtillgång för centralbankerna.

Effektiva (nominella/reala) växelkurser (effective exchange rates [nominal/real]): nominella effektiva växelkurser är ett vägt medelvärde av ett antal bilaterala växelkurser. **Europeiska centralbanken (ECB)** beräknar **eurons** nominella effektiva växelkurs som ett geometriskt vägt medelvärde av eurons växelkurser gentemot valutorna i 13 av **euroområdet** handelspartner. Vikterna motsvarar de respektive ländernas andelar av euroområdets handel. Reala effektiva växelkurser är nominella effektiva växelkurser som justerats för skillnaderna mellan utländska och inhemska priser och kostnader. De är alltså ett mått på ett lands pris- och kostnadsmässiga konkurrenskraft. Eurons reala effektiva växelkurs beräknas med hjälp av konsumentprisindex (t.ex. det **harmoniserade indexet för konsumentpriser [HIKP]** för euroområdet och övriga **medlemsstater** i EU).

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. Den ena av dessa skall väljas bland högre tjänstemän från respektive lands förvaltning och den andra bland högre tjänstemän från respektive lands centralbank. I artikel 114.2 i **fördraget** finns en förteckning över Ekonomiska och finansiella kommitténs uppgifter, som bl.a. är att följa den ekonomiska och finansiella situationen i medlemsstaterna och inom gemenskapen.

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.

EMI: se **Europeiska monetära institutet**.

EMS: se **Europeiska monetära systemet**.

ENS 95: se **Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995**.

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 i euro utan säkerhet som inrapporterats av en panel av banker.

ERM (exchange rate mechanism): **Europeiska monetära systemets** växelkurs- och interventionsmekanism fastställde de deltagande valutornas växelkurser som centralkurser mot **ecun**. Dessa användes till 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 på överenskommelse mellan alla länder som deltog i ERM. ERM upphörde i och med starten av etapp tre av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** då **ERM II** upprättades.

ERM II: den växelkursmekanism som utgör ramen för det valutapolitiska samarbetet mellan **euroområdet** och de EU-länder som inte deltar i euroområdet fr.o.m. starten av etapp tre av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)**. Deltagandet 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 euroområdet som deltar i ERM II 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**.

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 1–12 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. Euron har ersatt **ecun**, som är den beteckning som används i **fördraget**.

Euroområdet (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 ansvar av **ECB-rådet**.

Europaparlamentet (European Parliament): består av 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** 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 enligt stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken eller via de nationella centralbankerna.

Europeiska centralbankssystemet (ECBS) (European System of Central Banks [ESCB]): ECBS består av **Europeiska centralbanken (ECB)** och de nationella centralbankerna i alla 15 **medlemsstater**. Förutom medlemmarna i **Eurosystemet** omfattar det alltså även centralbankerna i de medlemsstater som ännu inte har infört **euron**.

Europeiska kommissionen (Europeiska gemenskapernas kommission) (European Commission): den institution inom Europeiska gemenskapen som ser till att **fördragets** bestämmelser tillämpas. Kommissionen utvecklar gemenskapspolitik på olika områden, lägger fram förslag till rättsakter och utövar befogenheter inom vissa områden. På det ekonomisk-politiska området lägger kommissionen fram rekommendationer om allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken inom gemenskapen och rapporterar till **EU-rådet** om den ekonomiska utvecklingen och politiken. Den 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 ERM II upprättades.

Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995 (ENS 95) (European System of Accounts 1995 [ESA 95]): ett system med enhetliga statistiska definitioner och klassificeringar som syftar till att ge en harmoniserad kvantitativ beskrivning av **medlemsstaternas** ekonomier. ENS är gemenskapens version av Förenta nationernas System of National Accounts. ENS 95 är den senaste versionen av det europeiska systemet och började användas 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 att ta fram gemenskapsstatistik. Kontoret samlar in och gör systematiska bearbetningar av uppgifter som främst kommer från de nationella myndigheterna inom ramen för gemenskapens omfattande femåriga statistikprogram.

Eurosystemet (Eurosystem): består av **Europeiska centralbanken (ECB)** och centralbankerna i de **medlemsstater** som har infört **euron** under etapp tre av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** (se även **euroområdet**). För närvarande ingår tolv nationella centralbanker i Eurosystemet. Eurosystemet styrs av **ECB-rådet** och ECB:s **direktion**.

Eurosystemets framtidsbedömningar (Eurosystem staff projections): resultaten av beräkningar som görs av **Eurosystemets** interna experter för att bedöma den möjliga framtida makroekonomiska utvecklingen i **euroområdet**. Framtidsbedömningarna för euroområdet görs så att de är förenliga med de enskilda ländernas prognoser. Framtidsbedömningarna ingår i den andra pelaren i **Europeiska centralbankens (ECB)** penningpolitiska strategi och utgör ett av underlagen för **ECB-rådets** bedömning av hoten mot **prisstabiliteten**.

EU-rådet (Europeiska unionens råd) (EU Council): en av Europeiska gemenskapens institutioner. EU-rådet består av företrädare för **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**).

Finansmarknad (financial markets): marknad på vilken de som har ett överskott av medel lånar ut till dem som har ett 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) upprättades Europeiska ekonomiska gemenskapen (EEG), numera Europeiska gemenskapen (EG). 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 Europeiska unionen. När Nicefördraget, som avslutade regeringskonferensen 2000 och undertecknades den 26 februari 2001, väl har ratificerats och trätt i kraft kommer det att medföra ytterligare ändringar av Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen och Fördraget om Europeiska unionen.

Förfarandet vid alltför stora underskott (excessive deficit procedure): det förfarande som fastställdes i artikel 104 i **fördraget** och vidareutvecklades i protokoll 20 om förfarandet vid alltför stora underskott. Enligt artikel 104 måste **medlemsstaterna** iakttä budgetdisciplin. I samma artikel fastställs vilka villkor som måste råda för att budgetsaldot skall kunna anses vara tillfredsställande och vilka åtgärder som skall vidtas om dessa villkor inte uppfylls. I synnerhet fastställs där de budgetära **konvergenskriterierna** (**underskottskvoten** och **skuldkvoten**), förfarandet före och efter ett beslut av **EU-rådet** om att en medlemsstat har ett alltför stort underskott, och ytterligare åtgärder som skall vidtas om det alltför stora underskottet kvarstår. I **stabilitets- och tillväxtpakten** finns andra bestämmelser som syftar till att förtydliga och påskynda tillämpningen av förfarandet vid alltför stora underskott.

Harmoniserade långa räntor (harmonised long-term interest rates): Enligt protokoll nr 21 om de **konvergenskriterier** som fastställs i artikel 121 (f.d. artikel 109j) i **fördraget** skall konvergensten i räntesatserna mätas på grundval av räntorna på långfristiga statsobligationer eller jämförbara statspapper med beaktande av skillnader i nationella definitioner. **Europeiska monetära institutet (EMI)** utförde det begreppsmässiga arbetet för att harmonisera statistiken över de långa räntorna och samlade in uppgifter från de nationella centralbankerna för **Europeiska kommissionens (Eurostat)** räkning. Denna uppgift har övertagits av **Europeiska centralbanken (ECB)**.

Harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP) (Harmonised Index of Consumer Prices [HICP]): HIKP har konstruerats av Europeiska kommissionen (Eurostat) i nära samarbete med de nationella statistikmyndigheterna och **Europeiska monetära institutet (EMI)** och senare **Europeiska centralbanken (ECB)**. HIKP är det mått på priser som ECB använder för sin kvantitativa definition av **prisstabilitet**.

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** och de löper på två veckor.

Inflationsmål (inflation targeting): en penningpolitisk strategi som syftar till att upprätthålla **prisstabilitet** genom att fokusera på inflationsprognosernas avvikelser från ett offentliggjort inflationsmål.

Inlåning med avtalad löptid (deposits with an agreed maturity): huvudsakligen tidsbunden inlåning som, beroende på nationell praxis, antingen inte kan disponeras före löptidens utgång eller kan disponeras endast 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 omfattar huvudsakligen sådan avistainlåning som helt kan överlåtas (med check e.d.). 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 **M3**).

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

Investering (investment): fast bruttoinvestering enligt definitionen i **Europeiska nationalräkenskapsystemet 1995 (ENS 95)**.

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 **kassakravprocenten** för respektive kategori poster i **kassakravsbasen** multipliceras

med summan av dessa poster i institutets balansräkning. Instituterna får vidare göra ett generellt avdrag från sitt kassakrav.

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

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

Konsoliderad balansräkning för MFI-sektorn (consolidated MFI balance sheet): den konsoliderade balansräkningen för sektorn **monetära finansinstitut (MFI)** tas fram genom nettning av tillgodohavandena (t.ex. lån mellan monetära finansinstitut och penningmarknadsfonders inlåning hos monetära finansinstitut) mellan enskilda institut i den aggregerade balansräkningen för MFI-sektorn. Den ger information om MFI-sektorns tillgångar och skulder i förhållande till hemmahörande i **eurområdet** som inte ingår i denna sektor (den **offentliga sektorn** och andra hemmahörande i eurområdet) och i förhållande till hemmahörande utanför eurområdet. Den konsoliderade balansräkningen är den viktigaste statistiska källan vid beräkningen av **penningmängdsmått** och ligger till grund för den regelbundna analysen av motposterna i **M3**.

Konvergenskriterier (convergence criteria): de kriterier som fastställdes i artikel 121.1 i fördraget (och vidareutvecklades i protokoll nr 21). På grundval av dessa kriterier görs en bedömning av om ett land kan delta i **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)**. Kriterierna handlar om ett lands resultat i fråga om **prisstabilitet**, offentliga finanser, växelkurser och långa räntor. De handlar också om förenligheten mellan nationell lagstiftning, inbegripet stadgarna för de nationella centralbankerna, och såväl fördraget som stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken. I rapporter som **Europeiska kommissionen** och **EMI** sammanställde 1998 enligt fördragsartikel 121.1 granskades huruvida varje enskild **medlemsstat** hade uppnått en hög grad av varaktig konvergens på grundval av dessa kriterier.

Kreditgivning till hemmahörande i eurområdet (credit to euro area residents): ett brett mått på den finansiering som **monetära finansinstitut (MFI)** tillhandahåller övriga hemmahörande i eurområdet (däribland den **offentliga sektorn** och den privata sektorn). I kreditgivningen ingår monetära finansinstituts **lån till hemmahörande i eurområdet** och monetära finansinstituts innehav av värdepapper utgivna av hemmahörande i **eurområdet**. Detta innehav omfattar aktier, andelar och skuldförbindelser, inbegripet penningmarknadsinstrument. Eftersom värdepapper kan betraktas som en alternativ finansieringskälla till lån, och eftersom vissa lån kan värdepapperiseras, ger denna definition mer rättvisande information om den totala finansiering som tillhandahålls ekonomin av MFI-sektorn än en snäv definition som endast omfattar lån.

Kreditinstitut (credit institution): ett 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. Enligt denna definition är ett kreditinstitut a) ett företag vars verksamhet består i att från allmänheten ta emot insättningar eller andra återbetalbara medel och att bevilja krediter för egen räkning, eller b) ett institut för elektroniska pengar i enlighet med Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/46/EG av den 18 september 2000 om rätten att starta och driva affärsverksamhet i institut för elektroniska pengar samt om tillsyn av sådan verksamhet.

Ledande indikatorer (leading indicators): ekonomiska variabler som förutser eller ger värdefull information om den framtida utvecklingen för 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 de löper 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**.

Marknad för räntebärande värdepapper (debt securities market): den marknad på vilken långfristiga skuldförbindelser emitteras, köps och säljs. En skuldförbindelse utgör en förbindelse att göra regelbundna betalningar under en bestämd tidsperiod.

Medlemsstat (Member State): ett land som är medlem i Europeiska unionen.

Monetära finansinstitut (MFI) (Monetary Financial Institutions): de finansinstitut som bildar den penningkapande sektorn i **euroområdet**. Häri ingår centralbanker, 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 andra parten i en finansiell transaktion (t.ex. alla parter som genomför transaktioner med en centralbank).

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

Obligationsmarknad (bond market): den marknad på vilken långfristiga skuldförbindelser emitteras, köps och säljs. Se **marknad för räntebärande värdepapper.**

Offentlig sektor (general government): enligt definitionen i **Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995 (ENS 95)** består den offentliga sektorn 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 och inte reala variabler. Förändringar i penningutbudet har därför inga långsiktiga effekter på variabler som den reala produktionen, arbetslösheten eller realräntorna.

Penningefterfrågan (monetary 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 och avkastningen på 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.

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

Penningmängdsmått (monetary aggregates): kan definieras som summan av **utelöpande sedlar och mynt** plus de **monetära finansinstitutens**

vissa utestående skulder som snabbt kan omsättas i kontanter (eller är likvida i bred bemärkelse). Det snäva penningmängdsmåttet **M1** har av **Eurosystemet** definierats som utelöpande sedlar och mynt plus **inlåning över natten** från hemmahörande i **euroområdet** (utom staten) hos monetära finansinstitut i euroområdet. Penningmängdsmåttet **M2** omfattar M1 plus **inlåning med en avtalad löptid** upp till två år samt **inlåning med en uppsägningstid** upp till tre månader. Det breda penningmängdsmåttet **M3** omfattar M2 plus **repoavtal**, andelar i penningmarknadsfonder, penningmarknadsinstrument och skuldförbindelser med en löptid upp till två år. **ECB-rådet** har tillkännagivit ett referensvärde för tillväxten i M3 (se även **referensvärde för penningmängdstillväxten**).

Prisstabilitet (price stability): att upprätthålla prisstabilitet är **Europeiska centralbankens (ECB)** huvudmål. **ECB-rådet** har offentliggjort 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 ökning i det **harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP)** för **euroområdet** på mindre än 2 %. ECB-rådet har tillkännagivit att prisstabilitet enligt denna definition skall upprätthållas på medellång sikt. Definitionen sätter en övre gräns för den uppmätta inflationstakten. Samtidigt markerar användningen av ordet ”ökning” att deflation, dvs. en långvarig nedgång i HIKP-nivån, inte anses vara förenlig med prisstabilitet.

Produktionsgap (output gap): skillnaden mellan den faktiska och den potentiella produktionen i en ekonomi, uttryckt i procent av den potentiella produktionen. Ökningstakten för den potentiella produktionen kan betraktas som den tillväxttakt för den reala produktionen som kan upprätthållas på medellång till lång sikt. Denna kan i praktiken motsvara den trendmässiga tillväxttakten i ekonomin. Det är mycket svårt att i realtid uppskatta den potentiella produktionen och därmed även produktionsgapet.

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

Referensvärde för de offentliga finanserna (reference value for the fiscal position): i protokoll nr 20 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**).

Referensvärde för penningmängdstillväxten (reference value for monetary growth): **ECB-rådet** tillskriver penningmängden en framträdande roll i den gemensamma penningpolitiken, vilket innebär att **penningmängdsmåtten** och deras motposter nog analyseras för den information de kan ge om den framtida prisutvecklingen. Detta signaleras genom tillkännagivandet av ett referensvärde för tillväxten i penningmängdsmåttet **M3**. Referensvärdet beräknas på ett sätt som är förenligt med och bidrar till uppnåendet av **prisstabilitet** 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-tillväxten från referensvärdet är normalt ett tecken på hot mot prisstabiliteten på medellång sikt.

Relativt arbetskraftstal (labour force participation rate): arbetskraftens andel av den totala befolkningen i arbetsför ålder. Befolkningen i arbetsför ålder är 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, bortsett från att säljaren i detta fall inte behåller äganderätten till värdepapperen. **Eurosystemet** använder repoavtal med fast löptid i sina **reverserade transaktioner**. Repor ingår i **M3** om säljaren är ett **monetärt finansinstitut (MFI)** och **motparten** ett icke-monetärt finansinstitut hemmahörande i **eurområdet**. Enligt ECB:s förordning angående en konsoliderad balansräkning för sektorn för monetära finansinstitut (ECB/1998/16) klassificeras **repor** som inlåning eftersom de inte kan överlätas. Repor ingår emellertid inte i M2, eftersom de lättare kan bytas ut mot kortfristiga värdepapper än mot **inlåning med avtalad löptid** eller **inlåning med uppsägningstid**. Repor används främst på den institutionella marknaden, medan traditionell bankinlåning i huvudsak omfattar hushållssektorn.

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

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.

Skuldkvot (debt ratio): ett av **konvergenskriterierna** i 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**. Den offentliga sektorn definieras i **Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995 (ENS 95)**.

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. Pakten är avsedd att säkra sunda offentliga finanser i etapp tre av **Ekonomiska och monetära unionen (EMU)** för att skapa bättre förutsättningar för **pristabilitet** och en stark varaktig tillväxt som främjar skapandet av sysselsättning. 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 och 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 **stabilitetsprogram**, medan länder som inte deltar skall fortsätta att lägga fram konvergensprogram.

Stabilitetsprogram (stability programmes): **Medlemsstater** som har infört den gemensamma valutan måste 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. Stabilitetsprogrammen 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 ger en tillräcklig säkerhetsmarginal för att säkerställa att det inte uppstår ett alltför stort underskott. Länder som ännu inte har infört euron måste enligt **stabilitets- och tillväxtpakten** lägga fram årliga konvergensprogram.

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

Styrräntor (key ECB interest rates): de 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 anbuds förfaranden med fast ränta och den lägsta anbuds räntan i anbuds förfaranden med rörlig ränta), räntan på **utlåningsfaciliteten** och räntan på **inlåningsfaciliteten**.

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

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

Säkerhet (collateral): tillgångar som ställs som garanti för att lån kommer att återbetalas (t.ex. lån som centralbankerna beviljar **kreditinstitut**), samt tillgångar som kreditinstituten säljer till centralbankerna i samband med **repoavtal**.

Target-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System): ett betalningssystem som består av system för bruttoavveckling i realtid (RTGS) i EU:s 15 **medlemsstater** och **Europeiska centralbankens (ECB)** 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): den process genom vilken penningpolitiska beslut påverkar ekonomin i allmänhet och prisivån i synnerhet. Den består av flera olika komplexa och ofta inbördes relaterade transmissionskanaler.

Tvåpelarsstrategi (two-pillar strategy): **Europeiska centralbankens (ECB)** penningpolitiska strategi vilar på den kvantitativa definitionen av **prisstabilitet** och två analysramar (pelare) för bedömning av hoten mot prisstabiliteten. I den första pelaren ges penningmängden en framträdande roll och penningmängds- och kreditutvecklingen analyseras noga för den information den kan ge. Den första pelaren omfattar ett referensvärde för penningmängdstillväxten och ett antal modeller där penningmängds- och kreditutvecklingen utgör underlag för beräkningen av prisutvecklingen. Den andra pelaren består av analyser av en lång rad andra ekonomiska och finansiella variabler. Den omfattar olika modeller där kostnadstryck och förhållandet mellan utbud och efterfrågan på varu-, tjänste- och arbetsmarknaderna avgör prisutvecklingen.

Underskottskvot (deficit ratio): ett av **konvergenskriterierna**. 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 marknadspris. Det offentliga underskottet definieras i protokoll 20 (om **förfarandet vid alltför stora underskott**) som den **offentliga sektorns** nettoupplåning. Den offentliga sektorn definieras i **Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995 (ENS 95)**.

Uppfyllandeperiod (maintenance period): den period för vilken **kreditinstitutens** uppfyllande av **kassakraven** beräknas. Uppfyllandeperioden för **Eurosystemets** kassakrav är en månad. Den börjar den 24 kalenderdagen i varje månad och slutar den 23 kalenderdagen i påföljande månad.

Utelöpande sedlar och mynt (currency in circulation): sedlar och mynt som normalt används vid betalningar. Häri ingår sedlar utgivna av **Euro-**

systemet och mynt utgivna av vissa nationella centralbanker i Eurosystemet och staten. De utelöpande sedlar och mynt som ingår i **M3** beräknas netto, dvs. de avser endast utelöpande sedlar och mynt som innehas utanför **MFI**-sektorn enligt den **konsoliderade balansräkningen för MFI-sektorn** (vilket innebär att utgivna sedlar och mynt som innehas av monetära finansinstitut har avräknats). Utelöpande sedlar och mynt omfattar inte centralbankernas eget innehav av sedlar (eftersom dessa inte är utgivna) eller jubileumsmynt som normalt inte används vid betalningar.

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**) 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 **prisstabilitet** genom att fokusera på en stabil (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 centralbankens initiativ på finansmarknaderna och som omfattar någon 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.

Litteratur

Kapitel 1

Officiella ECB-publikationer

ECB (1999), Eurosystemet och Europeiska centralbankssystemet (ECBS).
Månadsrapport. Januari.

ECB (1999), Europeiska centralbankssystemets institutionella struktur.
Månadsrapport. Juli.

ECB (2000), *Årsrapport 1999*. April.

ECB (2000), *Konvergensrapport 2000*. Maj.

Övriga dokument

EMI (1998), *Konvergensrapport 1998*. Mars.

Padoa-Schioppa, T. (1994), *The road to Monetary Union in Europe: the Emperor, the Kings, and the Genies*. Oxford University Press.

Zilioli, C. and M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (first part). *Euredia*, issue 2, s. 187–230.

Zilioli, C. and M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (second and third part). *Euredia*, issue 3, s. 307–364.

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), 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 på senare tid. *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), *TARGET Annual Report*. Maj.

ECB (2001), Financing and financial investment of the non-financial sectors in the euro area. *Månadsrapport*. Maj.

Övriga dokument

Europeiska kommissionen (1990), One Market, One Money. *European Economy*, special edition, No. 1.

Fabiani, S. and R. Mestre (2000), Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment. *ECB Working Paper No. 17*. Mars.

Layard, P.R.G., S. Nickell and R. Jackman (1991), *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford University Press.

Noyer, C. (1998), The euro in the global financial market. *Economic and Financial Review*, vol. 5, s. 167–175.

Roseveare, D. m.fl. (1996), Ageing populations, pension systems and government budgets: Simulations for 20 OECD countries. *OECD Economics Department Working Paper No. 168*.

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), *Krav på 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), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*. Juni.
- Övriga dokument
- Brand, C. and N. Cassola (2000), A money demand system for euro area M3. *ECB Working Paper No. 39*. November.
- Calza, A., A. Jung and L. Stracca (2000), An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area. *Review of World Economics*, vol. 136, s. 680–701.
- Calza, A., C. Gartner and J. Sousa (2001), Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area. *ECB Working Paper No. 55*. April.
- Coenen, G. and J.-L. Vega (1999), The demand for M3 in the euro area. *ECB Working Paper No. 6*. September.
- Duisenberg, W. (2000), *From the EMI to the ECB*. Tal vid Banque de Frances tvåhundraårssymposium i Paris 30 maj 2000.
- Domingo-Solans, E. (2000), *Monetary policy under inflation targeting*. Anförande vid den chilenska centralbankens fjärde årliga konferens i Santiago de Chile.
- ECB och Center for Financial Studies vid Johann Wolfgang Goethe-universitetet i Frankfurt (1999), *Monetary policy-making under uncertainty*. Konferens i Frankfurt am Main 3–4 december 1999.
- ECB (2001), *Why price stability?* (ECB:s första centralbankskonferens). Frankfurt am Main.
- ECB (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (konferenspublikation). Frankfurt am Main.
- Fagan, G., J. Henry and R. Mestre (2000), An area-wide model (AWM) for the euro area. *ECB Working Paper No. 42*. December.

- 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., V. Gaspar, I. Angeloni, and O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*.
- Nicoletti-Altamari, S. (2001), Does money lead inflation in the euro area? *ECB Working Paper No. 63*. Maj.
- Stracca, L. (2001), The functional form of the demand for euro area M1. *ECB Working Paper No. 51*. Mars.
- Winkler, B. (2000), Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making. *ECB Working Paper No. 26*. Augusti.

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 (2000), *Den gemensamma penningpolitiken i etapp tre: Allmän dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden*. November.
- ECB (2001), The collateral framework of the Eurosystem. *Månadsrapport*. April.

Övriga dokument

- Bindseil, U. and F. Seitz (2001), The supply and demand for Eurosystem deposits the first 18 months. *ECB Working Paper No. 44*. Februari.
- Blenck, D. (2000), *Main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem*. Anförande vid ECB:s konferens om Eurosystemets styrsystem och finansmarknaderna i Frankfurt am Main 5–6 maj 2000. www.ecb.int.
- Blinder, A. S. (1998), *Central banking in theory and practice*. MIT Press.

Borio, C. (1997), Monetary policy operating procedures in industrial countries, *Implementation and tactics of monetary policy*. BIS Conference Papers, No. 3, s. 286–368.

EMI (1997), *Den gemensamma penningpolitiken i etapp tre: Specificering av styrsystemet*. Januari.

Hämäläinen, S. (2000), *The operational framework of the Eurosystem*, anförande vid ECB:s konferens om Eurosystemets styrsystem och finansmarknaderna i Frankfurt am Main 5–6 maj 2000. www.ecb.int.

Manna, M., H. Pill and 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

ECB (2000), Penningpolitiska beslut inom ramen för Eurosystemets strategi. *Årsrapport 1999*, kapitel 1.

ECB (2001), Översikt: penningpolitiska beslut under 2000. *Årsrapport 2000*, kapitel 1.

Övriga dokument

Duisenberg, W.F. (1998, 1999 och 2000), inledningsanföranden vid utfrågningen inför Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor 8 december 1998, 18 januari 1999, 19 april 1999, 29 november 1999, 20 mars 2000, 20 juni 2000, 12 september 2000 och 23 november 2000.

Issing, O. (2000), The ECB's monetary policy: experience after the first year. *Journal for Policy Modelling*, vol. 22(3), s. 325–343.

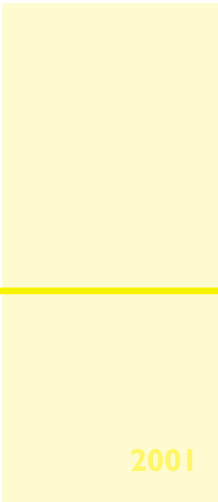
Issing, O. (2001), The euro – the experience of the past 2 years. *Journal of Asian Economics*, vol. 12, s. 1–20.

Register

Aktiemarknad	29–30, 125
Allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken	20, 41, 125
Allmänna rådet	125
Ansvarighet	12, 38, 55–56, 125
Bilateral centralkurs	127
Centralbankens oberoende	11–12, 55, 125
Derivatmarknad	27, 125
Direkt köp/försäljning av värdepapper	67–68, 125
Direktionen	11, 125
ECB-rådet	10–11, 38, 40–46, 126
Ecu (European Currency Unit)	126
Effektiva växelkurser	126
Ekofin-rådet	12, 41, 129
Ekonomiska och finansiella kommittén	98–99, 126
Ekonomiska och monetära unionen (EMU)	7, 126
EONIA (euro overnight index average)	26, 64, 127
Ett steg av EMU	7–8, 17, 19, 23, 27, 48, 59, 62, 70, 79–80, 127
EURIBOR (euro interbank offered rate)	26, 127
Euro	9–10, 127
Euroområdet	9, 13–35, 127
Europaparlamentet	12, 56–57, 128
Europeiska centralbanken (ECB)	7, 9–12, 128
Europeiska centralbankssystemet (ECBS)	9–10, 128
Europeiska ekonomiska gemenskapen (EEG)	128, 130
Europeiska kommissionen	12, 20, 39–40, 52, 128
Europeiska monetära institutet (EMI)	40, 128
Europeiska monetära systemet (EMS)	49, 128
Europeiska nationalräkenskapssystemet 1995 (ENS 95)	127
Eurostat	39–40, 52, 129
Eurosystemet	9–10, 129
Eurosystemets framtidsbedömningar	53–54, 129
EU-rådet	12, 19–20, 41, 129
Finansmarknad	22–29, 38, 51, 64, 82, 86, 130
Finjusterande transaktion	65, 67–68, 75, 130
Fördraget	7, 9–12, 19–20, 37–38, 41, 56–57, 60, 87–104, 130
Förfarandet vid alltför stora underskott	19, 92–93, 130
Harmoniserade långa räntor	130

Harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP)	38–40, 52, 82, 131
Huvudsaklig refinansieringstransaktion	42, 61–67, 72–85, 131
Inflationsmål	48–49, 57, 131
Inlåning med avtalad löptid	32–33, 131
Inlåning med uppsägningstid	32–33, 131
Inlåning över natten	32–33, 61, 69, 131
Inlåningsfacilitet	61–65, 72–75, 81, 85, 131
Investering	17, 24, 43–44, 131
Kassakrav	63, 65, 69–72, 131
Kassakravsbas	69–71, 132
Kassakravsprocent	69–71, 132
Konsoliderad balansräkning för MFI-sektorn	31, 132
Konvergenskriterier	10, 132
Kreditgivning	23, 25, 43, 47, 80–81, 85, 132
Kreditinstitut	22–23, 30–31, 60, 63, 69, 76, 133
Ledande indikatorer	43, 47, 54, 133
Långfristig refinansieringstransaktion	65–67, 74–78, 133
M1	32, 49, 81, 83, 133
M2	32, 133
M3	32–33, 46–50, 80–81, 83, 85, 133
Marknad för räntebärande värdepapper	27–28, 133
Medlemsstat	9–12, 17–20, 40, 63–64, 68, 133
Monetär bas	59
Monetära finansinstitut (MFI)	23–35, 133
Motpart	63, 134
Nominella effektiva växelkurser	21–22, 134
Obligationsmarknad	28, 134
Offentlig sektor	14, 17–20, 24–25, 27, 132
Option	26, 134
Pengars neutralitet	41, 134
Penningefterfrågan	47–50, 134
Penningmarknad	23–27, 30–34, 42, 45, 59–80, 134
Penningmängdsmål	48–49, 57, 134
Penningmängdsmått	32–33, 42, 44, 47, 49, 54, 80–82, 85, 134
Prisstabilitet	7, 9–13, 17, 19–20, 37–59, 79–86, 135
Produktionsgap	135
Reala effektiva växelkurser	21–22, 135
Referensvärde för de offentliga finanserna	19, 135
Referensvärde för penningmängdstillväxten	47–50, 79–85, 135
Relativt arbetskraftstal	14, 16, 136

Repa	136
Repoavtal	32–33, 61, 63, 68–70, 136
Reverserad transaktion	61–62, 67–68, 136
Räntetermin	26, 136
Skuldkvot	18, 136
Stabilitets- och tillväxtpakten	17, 19, 136
Stabilitetsprogram	19, 135
Standardiserat anbudsförfarande	65–68, 137
Styrräntor	62–65, 84–86, 137
Stående facilitet	65, 75, 137
Swap	26–27, 62, 67–68, 75, 137
Säkerhet	61, 63, 138
Target	23, 26, 138
Termin	26–27, 138
Transmissionsmekanism	37, 41–44, 46–47, 54–55, 60, 138
Tvåpelarsstrategi	37–58, 138
Underskottskvot	18–19, 138
Uppfyllandeperiod	70–77, 138
Utelöpande sedlar och mynt	32–33, 138
Utlåningsfacilitet	61–65, 72–75, 81, 85, 137, 139
Valutaswap	62, 67–68, 75, 139
Växelkursmål	48, 139
Öppen marknadsoperation	59–74, 78, 139
Öppenhet	31, 37–38, 55–57, 60



EUROPEISKA CENTRALBANKEN