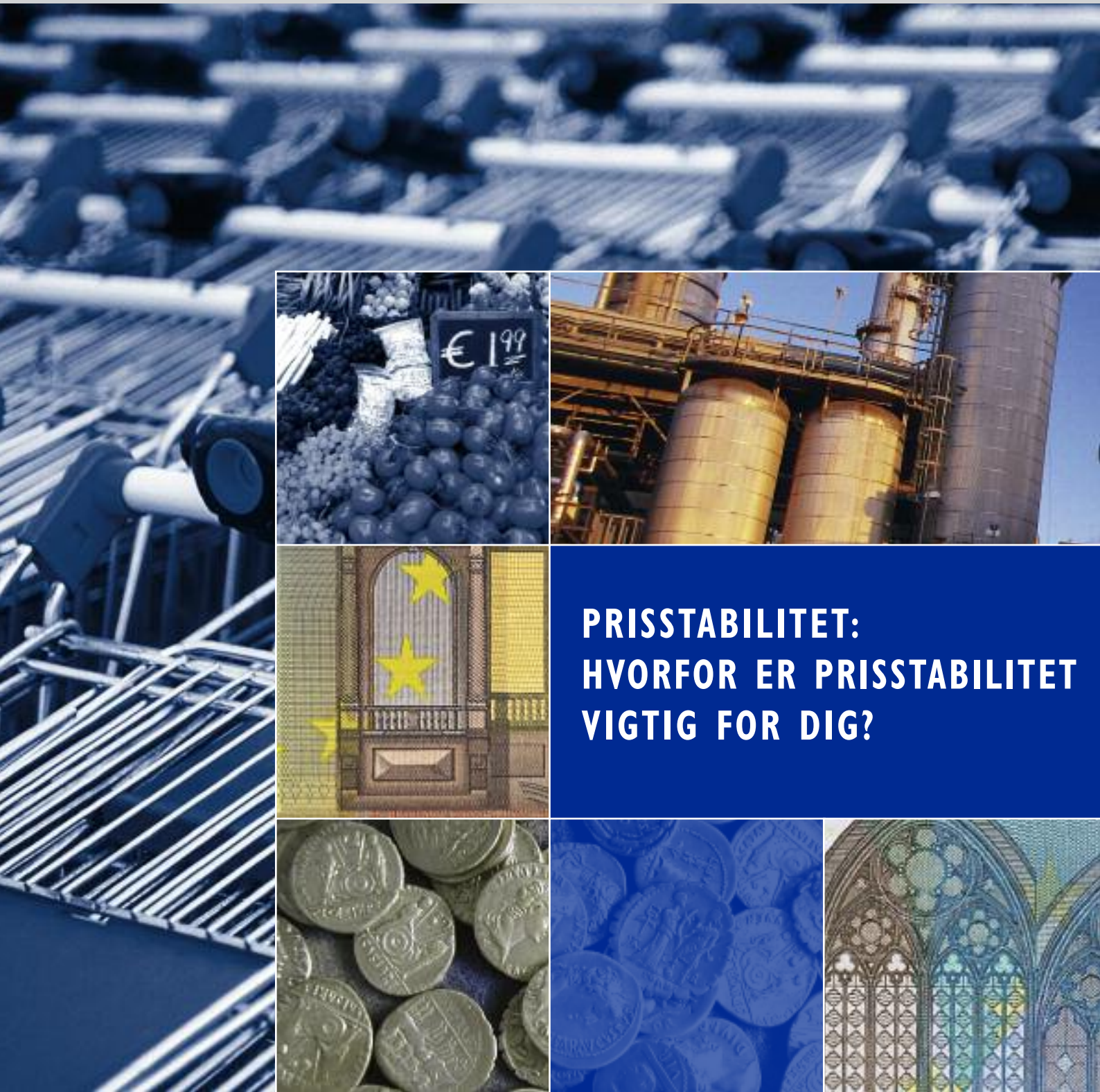
DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET



PRISSTABILITET: HVORFOR ER PRISSTABILITET VIGTIG FOR DIG?

INDHOLDSFORTEGNELSE

1 2 3 4 5

Forord 5

Prisstabilitet: Hvorfor er prisstabilitet vigtig for dig? 6

Sammendrag 6

1 **Kapitel 1**
Indledning 11

2 **Kapitel 2**
Pengenes historie - et kort tilbageblik 15

2.1 Pengenes funktion 16

2.2 Former for penge 18

3 **Kapitel 3**
Prisstabilitet er vigtig 23

3.1 Hvad er prisstabilitet? 24

3.2 Måling af inflation 25

3.3 Fordele ved prisstabilitet 29

BOKSE

3.1 Måling af inflation – et eksempel 26

3.2 Sammenhængen mellem den forventede inflation og renten – den såkaldte "Fisher-effekt" 28

3.3 Hyperinflation 31

3.4 Pengefterspørgsel 32

4 Kapitel 4
Faktorer, der bestemmer prisudviklingen **35**

4.1 Hvad pengepolitik kan og ikke kan – et overblik 36

4.2 Penge og renter – hvordan kan pengepolitik påvirke renterne? 38

4.3 Hvordan påvirker renteændringer forbrugernes og virksomhedernes forbrugsbeslutninger? 38

4.4 Faktorer, der bestemmer prisudviklingen på kort sigt 44

4.5 Faktorer, der bestemmer prisudviklingen på længere sigt 46

BOKSE

4.1 Hvorfor kan centralbanker påvirke de forventede realrenter? "Stive" prisers rolle 39

4.2 Hvordan påvirker ændringer i den samlede efterspørgsel den økonomiske aktivitet og prisudviklingen? 40

4.3 Kvantitetsteorien 47

5 Kapitel 5
ECB's pengepolitik **49**

5.1 Kort historisk gennemgang 50

5.2 De institutionelle rammer 53

5.3 ECB's pengepolitiske strategi 57

5.4 Oversigt over Eurosystemets operationelle rammer 71

BOKSE

5.1 Vejen mod den fælles valuta, euroen 51

5.2 Konvergenskriterier 54

5.3 Indsamling af og karakteristika ved HICP 60

5.4 En sikkerhedsmargin mod deflation 61

5.5 Det mellemlange sigte i ECB's pengepolitik 62

5.6 Realøkonomiske og finansielle indikatorer 64

5.7 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet 66

5.8 Pengemængdemål 67

5.9 ECB's referenceværdi for pengemængdevækst 68

Ordliste **74**

Litteraturfortegnelse **76**

TAKORD

Jeg vil gerne sige tak for de talrige kommentarer og forslag til formulering, som jeg har modtaget fra mine kolleger i ECB. De har gjort denne bog meget bedre. Jeg vil også gerne have lov til at takke medlemmerne af Det Europæiske System af Centralbankers Komite for Ekstern Kommunikation, medlemmerne af ekspertpanelet, kolleger fra ECB's afdeling for Sprogtjenester, afdelingen for Officielle Publikationer og Bibliotek, Presse- og Informationsafdelingen samt H. Ahnert, W. Bier, D. Blenck, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H. J. Klöckers, D. Lindenlaub, A. Lojschova, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, A. Page, H. Pill, C. Pronk, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, D. Schackis, H.J. Schlösser, G. Vitale og C. Zilioli.

Dieter Gerdesmeier

Frankfurt am Main, januar 2011

FORORD

Jean-Claude Trichet

Euroen er møntfod for mere end 330 millioner mennesker i 17 europæiske lande. Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank (ECB) er ansvarlig for den fælles pengepolitik i disse lande, som tilsammen går under betegnelsen euroområdet. Eurosystemet, der består af ECB og de nationale centralbanker i eurolandene, har fået tildelt et klart mandat i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab: Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet i euroområdet. Styrelsesrådet har med andre ord fået til opgave at fastholde euroens købekraft. Mandatet afspejler en bred enighed i samfundet om, at pengepolitikken ved at fastholde prisstabilitet yder et væsentligt bidrag til bæredygtig vækst og økonomisk velstand og samtidig virker jobskabende.

Eurosystemet er uafhængigt i udførelsen af sit mandat. Styrelsesrådet har valgt og offentliggjort en pengepolitisk strategi, der skal sikre prisstabilitet, og i den forbindelse anvendes en række effektive og velfungerende operationelle rammer til at føre den fælles pengepolitik ud i livet. Eurosystemet råder kort sagt over alle de værktøjer og kompetencer, der er nødvendige for at kunne føre en vellykket pengepolitik.

Der gælder dog det samme for ECB som for enhver anden uafhængig institution i et moderne samfund: ECB skal holde tæt kontakt til offentligheden, så borgerne i Europa forstår, hvad ECB står for. Det er derfor vigtigt, at mandatet og politikken forklares for en bred målgruppe. Sigtet med denne bog er at give en grundig, men let tilgængelig forklaring på, hvorfor prisstabilitet er så vigtig for en bæredygtig velfærd, og hvordan ECB's pengepolitik er indrettet for at kunne opfylde dette mandat.

Jean-Claude Trichet

Formand for Den Europæiske Centralbank

PRISSTABILITET: HVORFOR

SAMMENDRAG

I henhold til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab er fastholdelse af prisstabilitet det primære mandat for Eurosystemet, der omfatter Den Europæiske Centralbank (ECB) og de nationale centralbanker i de lande, der har indført euroen. Der er gode økonomiske argumenter for, at dette mandat anses for at være Eurosystemets hovedmål. Det afspejler de erfaringer, som er gjort i tidens løb, og understøttes af økonomisk teori og empirisk forskning, der peger i retning af, at en pengepolitik, der er rettet mod at fastholde prisstabilitet, yder det bedste bidrag til økonomisk velstand, herunder høj økonomisk aktivitet og beskæftigelse.

På grund af den udbredte erkendelse af fordelene ved prisstabilitet er det vigtigt, at alle – og unge mennesker især – forstår, hvor vigtig prisstabilitet er, hvordan der bedst kan opnås prisstabilitet, og hvordan man ved at fastholde stabile priser kan understøtte Den Europæiske Unions overordnede økonomiske mål.

Fordelene ved prisstabilitet eller omkostningerne ved inflation eller deflation er nært forbundet med penge og penges funktion. I kapitel 2 gennemgås derfor penges funktion og historie. Det forklares, hvorfor omkostninger forbundet med udveksling af varer og tjenesteydelser (omkostninger til information, søgning og transport) er meget store i et pengeløst samfund, dvs. i en bytteøkonomi. Det belyses, hvordan penge medvirker til, at varer kan udveksles mere effektivt, og derfor er et gode for alle borgere. Herefter følger en nærmere diskussion af penges rolle og deres tre grundlæggende funktioner: betalingsmiddel, værdiopbevaringsmiddel og regneenhed. De penge, der har været anvendt i forskellige samfund, har været udformet på forskellig vis og har ændret sig i tidens løb. Varepenge, metalpenge og papirpenge er særligt bemærkelsesværdige. De vigtigste milepæle i pengenes historie gennemgås og forklares i korte træk.

ER PRISSTABILITET VIGTIG FOR DIG?

I kapitel 3 fokuseres der nærmere på den vigtige rolle, som prisstabilitet spiller. Det forklares, hvorfor inflation og deflation er økonomiske fænomener, der kan have betydelige negative konsekvenser for samfundsøkonomien. Kapitlet indledes med en definition af begreberne. Inflation defineres som en vedvarende stigning i det generelle prisniveau, der medfører, at pengenes værdi falder, hvorved købekraften forringes. Deflation er betegnelsen for et vedvarende fald i det generelle prisniveau.

Efter et kort afsnit, hvori nogle af problemerne ved at måle inflation belyses, beskrives fordelene ved prisstabilitet. Prisstabilitet understøtter en højere levestandard ved at reducere usikkerheden om den generelle prisudvikling og gør derved prismekanismen mere gennemsigtig. Stabile priser gør det lettere for forbrugerne og virksomhederne at se, hvilke prisændringer der ikke er generelle for alle varer (de såkaldte "relative prisændringer"). Prisstabilitet bidrager endvidere generelt til et positivt økonomisk klima, idet de risikopræmier i renterne, der skyldes inflation, reduceres, det bliver unødvendigt at afdække inflationsrisici, og skattesystemernes og de sociale sikringsordningers skævvridende effekt formindskes. Endelig forebygger prisstabilitet, at der sker en tilfældig omfordeling af formue og indtægter i forbindelse med forringelsen af fx realværdien af nominelle aktiver (opsparing i form af bankindskud, statsobligationer, nominelle lønninger) på grund af inflation. Store forringelser af den reale formue og realindkomsten på grund af høj inflation kan medføre social uro og politisk ustabilitet. Ved at fastholde prisstabilitet er centralbankerne altså medvirkende til at nå nogle mere almene økonomiske mål og bidrager således i det hele taget til politisk stabilitet.

I kapitel 4 fokuseres der på de faktorer, der bestemmer prisudviklingen. Indledningsvis gives et kort overblik over pengepolitikkens rolle og begrænsninger. Derefter forklares det, hvordan en centralbank kan påvirke de korte renter. Centralbanken har monopol på at udstede pengesedler og modtage centralbankindskud. Da pengeinstitutterne har behov for pengesedler til deres kunder og skal opfylde et krav om at deponere et vist minimum af reserver (dvs. et minimumsindestående) i centralbanken, beder de normalt deres centralbank om et lån. Centralbanken kan fastsætte renten på disse lån til pengeinstitutterne. Renten påvirker efterfølgende de øvrige markedsrenter.

Ændringer i markedsrenterne påvirker husholdningernes og virksomhedernes forbrugsbeslutninger og derfor i sidste ende den økonomiske aktivitet og inflationen. Højere renter gør det dyrere at investere og fører ofte til et fald i investeringsaktiviteten. De gør det også normalt mere interessant at spare op og påvirker ofte forbrugsefterspørgslen negativt. Under normale omstændigheder kan man forvente, at en rentestigning fører til et fald i forbruget og i investeringsaktiviteten, hvilket alt andet lige i sidste ende gerne skulle føre til et aftagende inflationspres. Selv om pengepolitik i en vis udstrækning kan påvirke den reale aktivitet, er effekten kun midlertidig, ikke permanent. Pengepolitikkens påvirkning af prisudviklingen og dermed inflationen er dog mere langvarig.

PRISSTABILITET: HVORFOR

I henhold til ECB's strategi baseres de pengepolitiske beslutninger på en omfattende analyse af risici for prisstabiliteten.

Kapitlet indeholder en nærmere gennemgang af de faktorer, der driver inflationsprocessen på kort sigt. Som det belyses ved hjælp af en simpel model, der beskriver det samlede udbud og den samlede efterspørgsel, kan en række økonomiske faktorer føre til bevægelser i prisniveauet på kort sigt. Blandt disse faktorer kan nævnes forbrugs- og investeringsstigninger, stigende underskud på de offentlige budgetter og større nettoeksport. Hertil kommer, at højere produktionsfaktorpriser (fx energipriser) eller lønstigninger, der ikke opvejes af tilsvarende stigninger i produktiviteten, kan føre til stigende inflationspres.

På denne baggrund lægges der særlig vægt på, at pengepolitikken ikke er i stand til helt at styre den kortsigtede prisudvikling. Det forklares dog også, at inflation – i et længerevarende perspektiv – er et monetært fænomen. Det er derfor en kendsgerning, at pengepolitikken ved at modvirke de risici, der knytter sig til prisstabiliteten, kan styre inflationen på mellemlangt til langt sigt.

Det afsluttende kapitel indeholder en kort beskrivelse af ECB's pengepolitik. Efter et nærmere kig på den proces, der har ført til Den Økonomiske og Monetære Union, gennemgås de institutionelle rammer for den fælles pengepolitik, ECB's pengepolitiske strategi og Eurosystemets operationelle rammer. For at præcisere Eurosystemets målsætning om at fastholde prisstabilitet, som den er fastsat i traktaten, gav Styrelsesrådet målsætningen følgende kvantitative definition i 1998: "Prisstabilitet defineres som en år-til-år stigning i HICP (det harmoniserede indeks over forbrugerpriser i euroområdet) på under 2 pct. Prisstabilitet skal fastholdes på mellemlangt sigt".

I maj 2003 gjorde Styrelsesrådet det endvidere klart, at det inden for denne definition tilstræber at holde inflationen under, men "tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt".

ER PRISSTABILITET VIGTIG FOR DIG?

I henhold til ECB's strategi baseres de pengepolitiske beslutninger på en omfattende analyse af de risici, der knytter sig til prisstabiliteten. Analysen foretages ud fra to perspektiver, der anvendes til at vurdere prisudviklingen, og som indbyrdes supplerer hinanden. Hensigten med det første perspektiv er at vurdere inflationsudsigterne på kort til mellemlangt sigt, idet fokus lægges på den realøkonomiske aktivitet og de finansielle forhold i økonomien. Der tages højde for, at prisudviklingen i den tidshorisont, der analyseres, påvirkes kraftigt af samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer, tjenesteydelser og produktionsfaktorer (fx arbejds- og kapitalmarkederne). ECB kalder dette den "økonomiske analyse". Det andet perspektiv, der kaldes den "monetære analyse", tager udgangspunkt i en længere tidshorisont og udnytter den langfristede forbindelse mellem mængden af penge i omløb og priserne. Den monetære analyse tjener primært til – ud fra et mellemlangt til langt perspektiv – at krydstjekke de kort- til mellemlangsigtede data fra den økonomiske analyse.

På baggrund af denne vurdering træffer Styrelsesrådet beslutning om det korte renteniveau, så det sikres, at inflations- og deflationspres imødegås, og at der på mellemlangt sigt fastholdes et stabilt prisniveau.

INDLEDNING

Når Europas borgere i meningsmålinger bliver spurgt om deres holdning til generelle økonomiske spørgsmål, giver de for det meste udtryk for, at de ønsker at bo et sted, hvor der hverken er inflation eller deflation. Det fremgår af traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, at Eurosystemet har mandat til at fastholde prisstabilitet. Mandatet giver økonomisk set helt klart mening. Det afspejler de erfaringer, der er gjort i tidens løb, og understøttes af økonomisk teori og empirisk forskning, der peger i retning af, at en pengepolitik, der er rettet mod at fastholde prisstabilitet, bedst kan bidrage til økonomisk velstand, herunder høj økonomisk aktivitet og beskæftigelse.

INDLEDNING

1 2 3 4 5

Fordelene ved prisstabilitet eller omkostningerne ved inflation eller deflation er nært forbundet med penge og penges funktion. I kapitel 2 gennemgås derfor penges funktion og historie. Det forklares, hvorfor transaktionsomkostningerne i forbindelse med udvekslingen af varer og tjenesteydelser er meget høje i et pengeløst samfund, dvs. i en bytteøkonomi. Det forklares også, hvordan penge hjælper med til at opnå en mere effektiv udveksling af varer, og derved kommer forbrugerne til gode. Desuden diskuteres penges rolle og grundlæggende funktioner nærmere (afsnit 2.1). Udformningen af de penge, der har været anvendt i forskellige samfund, har ændret sig i tidens løb. De vigtigste trin i pengenes historiske udvikling gennemgås og forklares i korte træk (afsnit 2.2).

I kapitel 3 forklares det, hvorfor prisstabilitet er vigtig. Først defineres begreberne inflation og deflation (afsnit 3.1). Efter et kort afsnit, hvori der fokuseres på en række problemstillinger omkring måling af inflation (afsnit 3.2), beskrives fordelene ved prisstabilitet/ulemperne ved inflation (eller deflation) nærmere i det efterfølgende afsnit (afsnit 3.3).

På grund af den udbredte opfattelse af fordelene ved prisstabilitet er det vigtigt, at alle – og unge mennesker især – forstår, hvor vigtig prisstabilitet er, hvordan der bedst kan opnås prisstabilitet, og hvordan fastholdelse af stabile priser kan understøtte Den Europæiske Unions overordnede økonomiske mål. Denne bog er opdelt i forskellige kapitler. Alle kapitlerne indeholder basisviden, og de kan læses enkeltvis og uafhængigt af hinanden. I kapitel 4 og 5 behandles dog et mere komplekst stof end i bogens øvrige kapitler. For at kunne forstå kapitel 5 fuldt ud er det nødvendigt at have læst kapitel 3 og især kapitel 4 grundigt. De bokse, der er indsat i teksten, indeholder nærmere oplysninger om en række emner.

I kapitel 4 fokuseres der på de faktorer, der bestemmer prisudviklingen. Indledningsvis gives der et kort overblik (afsnit 4.1), hvorefter det undersøges, hvilken indflydelse pengepolitikken har på renterne (afsnit 4.2). Efterfølgende belyses renteændringers påvirkning af husholdningernes og virksomhedernes forbrugsbeslutninger (afsnit 4.3). I det næste afsnit gennemgås de faktorer, der på kort sigt driver inflationsprocessen (afsnit 4.4). Der lægges særlig vægt på, at pengepolitikken alene ikke kan styre prisudviklingen på kort sigt, idet en række økonomiske faktorer kan påvirke inflationsudviklingen på kort sigt. Det anerkendes dog, at pengepolitikken på længere sigt er i stand til at styre inflationen (afsnit 4.5).

Bogens sidste kapitel indeholder en kort beskrivelse af ECB's pengepolitik. Efter et nærmere kig på den proces, der har ført til Den Økonomiske og Monetære Union (afsnit 5.1), omhandler de efterfølgende afsnit de institutionelle rammer for den fælles pengepolitik (afsnit 5.2), ECB's pengepolitiske strategi (afsnit 5.3) og Eurosystemets operationelle rammer (afsnit 5.4).

Ordlisten og litteraturfortegnelsen bag i bogen er ment som en hjælp til at søge efter mere detaljerede oplysninger.

Denne bog er opdelt i forskellige kapitler. Kapitlerne indeholder alle basisviden, og de kan læses enkeltvis og uafhængigt af hinanden.

PENGENES HISTORIE – ET KORT TILBAGEBLIK

2.

Penge er en uundværlig del af en moderne hverdag. Dette kapitel indeholder svar på spørgsmål som: Hvad er penge? Hvorfor har vi brug for penge? Hvorfor accepteres penge? Hvor længe har penge eksisteret?

2.1 forklarer penges funktion.

2.2 giver et overblik over de forskellige varer, der før i tiden har gjort det ud for penge.

PENGENES HISTORIE –

2.1 PENGENES FUNKTION

Pengenes funktion

Hvad er penge? Når vi i dag tænker på penge, tænker vi først og fremmest på rede penge i form af pengesedler og mønter. Sedler og mønter er aktiver, der på grund af deres omsættelighed (også kaldet likviditet) betragtes som penge. Det betyder, at de accepteres som betalingsmiddel, og at de når som helst kan anvendes til at betale med. Uden at sedler og mønters rolle som betalingsmiddel skal anfægtes, skal det nævnes, at der i dag findes en række andre former for meget likvide aktiver, som let kan omsættes til kontanter, eller som meget billigt kan anvendes til at betale med. Dette gælder fx indlån på anfordring og andre former for indskud i pengeinstitutter[1], som derfor indgår som en del af den definition på penge, der ofte omtales som den brede pengemængde.

De forskellige former for penge har ændret sig meget i tidens løb. Papirpenge og bankindskud har ikke altid eksisteret. Derfor kan det være nyttigt at definere penge mere generelt. Penge kan opfattes som en helt speciel vare, der opfylder en række grundlæggende funktioner. De skal bl.a. kunne anvendes som betalingsmiddel, værdiopbevaringsmiddel og regneenhed.

Man får et bedre billede af disse funktioner, hvis man tænker på, hvordan folk handlede med hinanden, inden der var noget, der hed penge. Uden penge var folk nødt til at bytte varer eller tjenesteydelser til andre varer eller tjenesteydelser som led i en byttehandel. Selv om en sådan "bytteøkonomi" giver mulighed for en vis arbejdsdeling, er der praktiske begrænsninger, og ethvert varebytte indebærer store såkaldte "transaktionsomkostninger".

Den største ulempe ved en bytteøkonomi er, at man er nødt til at finde en modpart, der ønsker præcis den samme vare eller tjenesteydelse, som man kan tilbyde, og som kan tilbyde det, man selv ønsker. Med andre ord kræver en vellykket byttehandel et gensidigt sammenfald af behov. En bager, som fx ønsker at bytte sig til en klipning, skal først finde en frisør, der vil acceptere brød i bytte for en klipning. Hvis frisøren derimod ønsker sig et par sko, bliver han nødt til at vente, indtil ejeren af en skoforretning ønsker at bytte sig til en klipning. En sådan bytteøkonomi indebærer store omkostninger; både i forbindelse med at finde den rigtige modpart og i form af ventetid og oplagring.

1 Indlån på anfordring, fx i form af en lønkonto, er midler, der umiddelbart er til rådighed til transaktionsformål. Det bør bemærkes, at elektroniske penge på forudbetalte kort betragtes som indlån på anfordring.

ET KORT TILBAGEBLIK

2.

Penge som betalingsmiddel

For at undgå de ulemper, der er ved en bytteøkonomi, kan man bruge en vare som betalingsmiddel. Denne primitive form for penge kaldes varepenge. Hvis en vare byttes for penge og pengene derefter til en anden vare, kan det ved første øjekast se ud, som om handlen bare er blevet mere kompliceret. I et lidt større perspektiv kommer det dog hurtigt til at stå klart, at anvendelsen af en vare som betalingsmiddel betyder, at processen lettes betydeligt, idet der ikke længere kræves et gensidigt sammenfaldende behov, for at en udveksling af varer og tjenesteydelser kan finde sted. En af forudsætningerne for, at den pågældende vare kan fungere som penge, er selvfølgelig, at den accepteres som betalingsmiddel af alle økonomiske aktører i hele samfundet, enten pr. tradition, som en uformel konvention eller ved lov.

Samtidig skal varer, der anvendes som betalingsmiddel, selvfølgelig have visse særlige egenskaber. Varepenge skal bl.a. være lette at transportere, holdbare, delelige og af en kvalitet, der let kan kontrolleres. I en mere økonomisk forstand bør penge selvfølgelig være en sjælden vare, fordi det kun er sjældne varer, der har en positiv værdi.

Penge som værdiopbevaringsmiddel

Hvis den vare, der anvendes som penge, er værdifast over tid, kan den opbevares i længere perioder. Det betyder endvidere, at det bliver muligt at adskille salgshandlingen fra købshandlingen. Penge har i dette tilfælde en vigtig funktion som værdiopbevaringsmiddel.

Varer, der også tjener som værdiopbevaringsmiddel, er derfor at foretrække frem for varer, der kun er betalingsmiddel. I princippet ville almindelige varer som fx blomster eller tomater kunne bruges som betalingsmiddel. De ville imidlertid ikke kunne bruges som værdiopbevaringsmiddel og er derfor sandsynligvis ikke blevet brugt som penge. Hvis den vare, der bruges som penge, ikke kan bruges som værdiopbevaringsmiddel (hvis den fx i tidens løb taber i værdi), vil folk anvende andre varer eller aktiver, der kan anvendes som værdiopbevaringsmiddel, eller i værste fald gå tilbage til byttehandel.

Penge skal kunne anvendes som betalingsmiddel, værdiopbevaringsmiddel og regneenhed.

Penge som regneenhed

En lige så vigtig funktion er penges funktion som regneenhed, hvilket kan illustreres ved at gå tilbage til eksemplet ovenfor. Selv i en situation, hvor der findes et gensidigt sammenfaldende behov, vil folk stadig skulle finde den nøjagtige bytteværdi mellem fx brød og klipninger eller mellem klipninger og sko. Denne bytteværdi, nemlig det antal brød, som en klipning er værd, kaldes den relative pris eller bytteforholdet. På markedet ville det være nødvendigt at fastsætte den relative pris for hvert par af varer eller tjenesteydelser, og alle involverede parter i varebyttet skulle nødvendigvis være i besiddelse af alle oplysninger om bytteforholdet mellem alle varer. Det er let at vise, at der for to varer kun er én relativ pris, mens der for tre varer kun er tre relative priser (nemlig antal brød pr. klipning, klipninger pr. par sko og brød pr. par sko). Hvis der imidlertid er ti forskellige varer, er der allerede 45 relative priser. Hvis der er 100 varer, er antallet af relative priser 4950.[2] Jo flere varer, der byttes, desto vanskeligere bliver det at indsamle informationer om alle mulige "byttekurser". I en bytteøkonomi har alle deltagere derfor store omkostninger ved at indsamle og huske informationer om bytteforholdet, som stiger disproportionalt med antallet af varer, der kan byttes. Disse resurser kan anvendes mere effektivt på andre måder, hvis en af varerne på markedet kan anvendes som regneenhed (også kaldet "værdimåler"). Værdien af alle varer udtrykkes i et sådant tilfælde i forhold til værdimåleren, og antallet af priser, som forbrugerne skal kende og huske, nedbringes betydeligt.[3]

Det letter derfor transaktionerne meget, hvis alle priser udtrykkes i samme regneenhed. Sagt mere generelt er det ikke kun varepriser, der kan udtrykkes i penge, det kan priser på alle andre aktiver også. Alle økonomiske aktører i en økonomi vil beregne omkostninger, priser, lønninger, indkomst osv. i samme pengeenhed. Som det var tilfældet med ovennævnte funktioner, gælder det også her, at jo mindre stabil og pålidelig pengenes værdi er, desto sværere er det for penge at opfylde denne vigtige funktion. En almindeligt anerkendt regneenhed udgør således en solid baggrund for pris- og omkostningsberegningen, hvorved gennemsigtigheden og pålideligheden øges.

2.2 FORMER FOR PENGE

I tidens løb har de varer, der er blevet anvendt som penge, ændret sig. Der er bred enighed om, at det, der blev disse varers vigtigste funktion, ikke altid var den samme som deres oprindelige formål. Det lader til, at varerne blev valgt som penge, fordi de var lette og bekvemme at lagre, havde stor værdi, men forholdsvis lav vægt, var holdbare og lette at transportere. Varerne var alment efterspurgte og lette at bytte og blev derfor accepteret som penge. Pengenes udvikling afhænger altså af en række faktorer, fx handlens relative betydning og det udviklingstrin, som økonomien befandt sig på.

Varepenge

Mange forskellige varer har i tidens løb været brugt som penge, bl.a. de amerikanske indianeres wampum (perler lavet af skaller), kauri (farvede sneglehuse) i Indien, hvaltænder på Fijiøerne, tobak i de første kolonier i Nordamerika, møllestensformede limsten på øen Yap i Stillehavet og cigaretter og alkohol i Tyskland lige efter anden verdenskrig.

2 Sagt mere generelt er der for n varer $\frac{n \times (n-1)}{2}$ relative priser.

3 Nemlig til n – 1 absolutte priser.

ET KORT TILBAGEBLIK

2.

Mange forskellige varer har i tidens løb været brugt som penge, fx perler lavet af skaller.

Metalpenge

Indførelsen af metalpenge var en af de måder, hvorpå man i oldtiden forsøgte at løse problemerne ved at anvende fordærvelige varer som penge. Det vides ikke præcist, hvor og hvornår metalpenge blev anvendt for første gang. Man ved imidlertid, at metalpenge blev benyttet ca. 2000 f.Kr. i Asien, selv om hverken metallets vægt eller værdi endnu syntes at være standardiseret af datidens herskere. Guld- eller sølvstykker blev anvendt som penge, fordi de var lette at transportere, holdbare og relativt let kunne deles. Dertil kom, at metallet kunne omsmeltes og anvendes til fremstilling af smykker.

Metalmønter

Europæerne var blandt de første til at udvikle standardiserede og officielle metalmønter. Grækerne indførte sølvmønter omkring 700 f.Kr. Ægina (595 f.Kr.), Athen (575 f.Kr.) og Korinth (570 f.Kr.) var de første græske bystater, der prægede deres egne mønter. Sølvindholdet i den athenske drachma, der blev berømt for den sagnomspundne ugle, der var afbildet på den, var stabilt i næsten 400 år. Græske mønter blev derfor anvendt vidt omkring (og blev yderligere udbredt af Aleksander den Store). De er fundet af arkæologer i et område, der geografisk strækker sig fra Spanien til nutidens Indien. Romerne, der før havde anvendt tunge bronzebarrer, de såkaldte aes signatum, som penge, indførte også grækernes nye opfindelse og gik over til officielle mønter. Romerne var de første, der indførte et møntvæsen, der var baseret på både guld og sølv (også kaldet dobbeltmøntfod).

I kejser Neros regeringstid i det første århundrede e.Kr. begyndte indholdet af ædelt metal i mønterne at falde, da den kejserlige møntfabrik i stadig større omfang udskiftede guld og sølv med en legering for på denne måde at finansiere Romerrigets gigantiske underskud. I takt med at mønternes metalværdi faldt, begyndte priserne på varer og tjenesteydelser at stige. Dette efterfulgtes af en generel prisstigning, der kan have været medvirkende til det vestromerske riges fald. Den mere stabile østromerske solidus, der blev indført af Konstantin den Store i det fjerde århundrede e.Kr., bibeholdt sin oprindelige vægt og indhold af ædelt metal indtil midten af det 11. århundrede og fik derved et ry, der gjorde den til den mest betydningsfulde mønt i international handel i mere end 500 år. Græsk-byzantinske mønter blev anvendt som international valuta og er fundet af arkæologer så langt væk som Altai i Mongoliet. I midten af det 11. århundrede brød den byzantinske pengeøkonomi imidlertid sammen og blev erstattet af et nyt system, der varede hele det 12. århundrede, indtil de græsk-romerske mønters historie endeligt afsluttedes med korsriddernes erobring af Konstantinopel i 1204.

Grækerne og romerne havde indført mønter og den tekniske viden om, hvordan de præges, i et enormt geografisk område. I det meste af middelalderen var lokalt fremstillede guld- og sølvmønter det vigtigste betalingsmiddel, selv om kobbermønter stadig oftere blev anvendt. I år 793 e.Kr. reformerede og standardiserede Karl den Store Frankerrigets pengevæsen. Han indførte et møntvæsen, hvor et frankisk sølvpund (408 g) var lig 20 shilling eller 240 pence. Systemet var gældende i Storbritannien og Irland indtil 1971.

Efter Konstantinopels fald indførte de italienske bystater Genova og Firenze i 1252 guldmønter: genoin i Genova og fiorina (eller florin) i Firenze. I det 15. århundrede blev de erstattet af den venetianske ducato (eller dukat).

Kineserne indførte papirpenge omkring år 800 e.Kr. De kunne i flere hundrede år herefter anvendes som betalingsmiddel.

Papirpenge

I kejser Hien Tsungs regeringstid omkring år 800 e.Kr. begyndte kineserne at anvende papirpenge, og det fortsatte i flere hundrede år. De kinesiske papirpenge havde ikke nogen vareværdi og var kun penge pr. kejserligt dekret eller såkaldte autoriserede penge (dvs. penge uden indre værdi). Papirpengene var mest udbredt i Kina omkring år 1000 e.Kr., men blev opgivet omkring år 1500, da samfundet begyndte at falde fra hinanden efter mongolernes erobring af Kina.

Gældsbeviser

Det var imidlertid svært at handle over store afstande, så længe værdi kun kunne opbevares i form af varer og mønter. De italienske bystater var derfor de første til at indføre gældsbeviser ("gældsbreve" eller "veksler") som betalingsmiddel.

Købmændene tog gældsbeviser med sig på deres rejser for at nedbringe risikoen for at blive bestjålet. Af gældsbeviset fremgik det, hvem der var debitor og kreditor, der var fastsat en betalingsdato, og et beløb i guld eller sølv var angivet. Snart begyndte bankierer at handle med disse gældsbeviser. Første gang en sådan kontrakt omtales er i 1156.

Gældsbeviserne blev fortrinsvis anvendt af italienske købmænd, så møntvæsenet med dobbeltmøntfod var indtil trediveårskrigen det fremherskende. På grund af den økonomiske uro, som krigen medførte, begyndte bl.a. de svenske konger at foretrække papirpenge. Bank of England begyndte i 1694 at udstede papirpenge og den franske Banque Générale fulgte efter i 1716. Indførelsen af autoriserede papirpenge i Europa markerede begyndelsen på en ny ære i pengenes historie. Ansvaret for at oprette og regulere et pengevæsen baseret på autoriserede penge lå stadig hos statsmagten, men andre offentlige eller private institutioner, fx centralbanker og det finansielle system, blev en stadig vigtigere del i den nationale møntfods succes.

Guldfod

Siden indførelsen af autoriserede penge for ca. to århundreder siden har pengevæsenet undergået store forandringer. Papirpenge var – og er stadig – kun gyldigt betalingsmiddel, fordi den kompetente myndighed har lovgivet på området. Papirpenge blev udstedt i faste nationale pengeenheder og havde en klart fastsat nominel værdi. I mange år havde nationalstaterne guldreserver i deres respektive centralbank for at sikre deres penges troværdighed – et system, der er kendt som guldfod. En valuta i form af papirpenge og mønter kunne til en fast kurs indløses til guld. Storbritannien indførte som det første land guldfoden i 1816. Pundets guldindløsningskurs var allerede i 1717 blevet fastsat til 3,811 pund sterling pr. ounce af selveste Isaac Newton.

Ved første verdenskrigs udbrud begyndte mange lande at trykke flere og flere pengesedler for at finansiere udgifterne til krigen. I fx Tyskland steg antallet af pengesedler udstedt af Reichsbank fra 2.593 mio. sedler i 1913 til i alt 92.844.720,7 mia. sedler i omløb den 18. november 1923, hvilket endte med at føre til hyperinflation.[4] Med flere penge i omløb opgav de fleste lande guldindløseligheden, da de nationale guldreserver ikke længere ville kunne indløse den stigende mængde af sedler og mønter i omløb.

4 En nærmere gennemgang findes i Davies (1994, s. 573)

ET KORT TILBAGEBLIK

2.

Bretton Woods-systemet

Storbritannien blev i 1931 nødt til at forlade guldfoden, men systemet blev atter vakt til live i 1944 under den internationale konference i Bretton Woods, New Hampshire, USA. Her blev man enige om en ændret guldfod, det såkaldte Bretton Woods-system. De største lande kunne binde deres valuta til dollaren, og dollaren var indløselig mod guld til en fast kurs på 35 amerikanske dollar pr. ounce. Centralbankerne kunne levere dollar i stedet for deres nationale valutaer og omvendt.

Bretton Woods-systemet brød sammen i 1971, og siden da har pengevæsenet i de største økonomier udelukkende været baseret på autoriserede penge. Desuden har de fleste lande ladet deres valutakurs flyde.

Pengenes udvikling er ikke slut endnu. Der er opstået forskellige former for ikke-fysiske penge, bl.a. "elektroniske" penge ("e-penge"), som dukkede op i 1990'erne. Denne form for penge kan anvendes til at betale for varer og tjenesteydelser på internettet eller ved anvendelse af andre elektroniske medier. Når sælger har modtaget købers tilladelse til, at en betaling kan finde sted, kontakter sælger den udstedende bank, som derefter overfører pengene til sælger. På nuværende tidspunkt findes der forskellige kortbaserede e-pengesystemer i Europa, der oftest drives af finansielle institutioner.

Nationalstaterne havde guldreserver i centralbankerne for at sikre deres valutas troværdighed.

Der er i dag opstået forskellige former for ikke-fysiske penge, bl.a. "elektroniske penge".

PRISSTABILITET ER VIGTIG

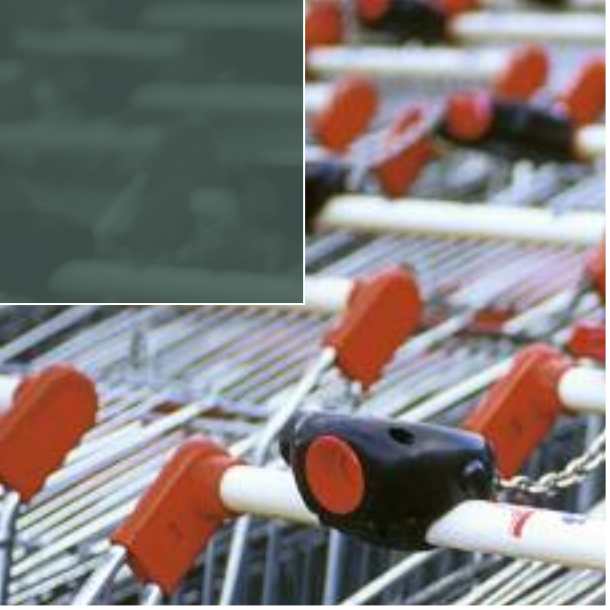
3.

Dette kapitel indeholder svar på spørgsmål som: Hvad er prisstabilitet, inflation og deflation? Hvordan måles inflation? Hvad er forskellen mellem de nominelle renter og det reale afkast? Og hvilke fordele er der ved prisstabilitet? Eller sagt med andre ord: Hvorfor er det vigtigt for centralbanker at sikre et stabilt prisniveau?

3.1 præsenterer nogle centrale samfundsøkonomiske størrelser som inflation, deflation og prisstabilitet.

3.2 sætter fokus på en række problemstillinger omkring måling af inflation.

3.3 giver et overblik over fordelene ved prisstabilitet.



PRISSTABILITET

3.1 Hvad er prisstabilitet?
3.2 Måling af inflation
3.3 Fordele ved prisstabilitet

3.1 HVAD ER PRISSTABILITET?

Inflation og deflation

Inflation og deflation er to centrale økonomiske fænomener, der begge har en række negative konsekvenser for økonomien. Inflation er defineret som en vedvarende stigning i det generelle prisniveau, der har som konsekvens, at pengenes værdi falder, hvorved købekraften forringes.

Deflation defineres ofte som det modsatte af inflation, nemlig som et vedvarende fald i det generelle prisniveau.

Hvis der hverken er tale om inflation eller deflation, siger man, at der er prisstabilitet, dvs. prisniveauet er stabilt. Det er tilfældet, hvis priserne set under ét hverken stiger eller falder over en periode, men forbliver stabile. Hvis man fx med 100 euro kan købe den samme kurv af varer som for fx et og to år siden, er der tale om absolut prisstabilitet.

Bevægelser i prisen på enkelte varer og tjenesteydelser og i det generelle prisniveau

Det er vigtigt at skelne mellem udviklingen i prisen på enkelte varer eller tjenesteydelser på den ene side og udviklingen i det generelle prisniveau på den anden. I en markedsøkonomi er det ganske normalt, at priserne på de enkelte varer og tjenesteydelser hyppigt ændrer sig, selv om prisniveauet samlet set er stabilt. Ændringer i udbuddet af og/eller efterspørgslen efter enkelte varer eller tjenesteydelser fører uundgåeligt til ændringer i deres pris. Fx er prisen på computere og mobiltelefoner faldet betydeligt i de senere år pga. store teknologiske fremskridt. Omvendt steg prisen på olie og andre energiformer fra begyndelsen af 1999 til midten af 2006, dels som følge af usikkerhed om den fremtidige energiforsyning, dels som følge af stigende efterspørgsel efter energi, især fra hurtigt voksende økonomier. I det store hele er inflationen i de fleste industrialiserede lande forblevet lav og stabil. Der kan sagtens være tale om et stabilt prisniveau, selv om prisen på enkelte varer og tjenesteydelser ændrer sig betydeligt, så længe en prisstigning på en vare blot modregnes af et prisfald på en anden vare, så det generelle prisniveau er konstant.

ER VIGTIG

3.

3.2 MÅLING AF INFLATION

Spørgsmål forbundet med målingen

Hvordan kan man måle inflation? I en økonomi findes der millioner af varer med hver sin pris, der hele tiden bevæger sig. Disse bevægelser er i bund og grund en afspejling af ændringer i udbuddet af og efterspørgslen efter enkelte varer og tjenesteydelser og giver således en ide om den "relative knaphed" på de pågældende varer og tjenesteydelser. Det er klart, at det hverken er muligt eller ønskværdigt at medregne alle disse priser, men samtidig er det heller ikke hensigtsmæssigt blot at se på nogle få af dem, eftersom de valgte priser ikke nødvendigvis er repræsentative for det generelle prisniveau.

Forbrugerprisindeks

Til at måle inflationen anvender de fleste lande forbrugerprisindeks[5], som er en enkel metode, der bygger på sund fornuft. I den forbindelse analyseres forbrugernes forbrugsmønster for at afgøre, hvilke varer og tjenesteydelser der typisk indgår i deres forbrug, og som derfor kan betragtes som værende nogenlunde repræsentative for en gennemsnitsforbruger. Det er således ikke kun forbrugernes indkøb af dagligvarer (fx brød og frugt), der medregnes, men også deres køb af varige forbrugsgoder (biler, computere, vaskemaskiner osv.) samt faste udgifter (fx husleje). Ved at sammensætte en sådan "indkøbsseddel" og vægte varerne i forhold til forbrugernes forbrugsmønster fremkommer en såkaldt "varekurv".[6] Hver måned indsamles en række oplysninger om prisen på disse varer i en række forretninger. Efterfølgende er det muligt at sammenligne prisen på varekurven over flere perioder, hvorved der bestemmes en tidsserie for prisindekset. Den årlige inflationstakt kan derefter beregnes ved at udtrykke ændringen i varekurvens nutidspris i procent af prisen på en tilsvarende kurv året før.

Prisudviklingen i varekurven afspejler dog kun prisudviklingen for en gennemsnitsforbruger. Hvis en forbrugers forbrugsmønster afviger markant fra det typiske forbrugsmønster og således fra den varekurv, der danner vægtgrundlaget for prisindekset, kan forbrugeren opleve en ændring i sine leveomkostninger, som adskiller sig fra ændringen i prisindekset. Der vil derfor altid være nogle forbrugere, der oplever en højere inflationstakt for deres egen "varekurv", og andre, der oplever en lavere inflationstakt. En inflation, der måles ved hjælp af et prisindeks, er med andre ord kun et tilnærmet mål for den gennemsnitlige prisudvikling i økonomien. Den svarer ikke nødvendigvis til den prisudvikling, som den enkelte forbruger oplever.

5 Forbrugerprisindekset, som viser prisudviklingen for varer og tjenesteydelser, der indgår i det private forbrug, er ikke det eneste prisindeks, som kan benyttes i en økonomi. Et andet indeks, der er lige så vigtigt for økonomien, er producentprisindekset. Det måler prisudviklingen over flere perioder i producenternes salgspriser.

6 Mere præcist vægtes disse varer i henhold til husholdningernes andel af de samlede forbrugsudgifter. I praksis justeres vægtene i kurven jævnligt for at afspejle ændringer i forbrugernes forbrugsmønster.

BOKS 3.1 MÅLING AF INFLATION – ET EKSEMPEL

Lad os illustrere ovennævnte ved hjælp af et simpelt eksempel. Lad os antage, at en typisk teenager på årsbasis lægger 100 sandwich, 50 sodavand, 10 flasker energidrik og en mountainbike i sin varekurv.

	Antal	Pris (år 1)	Pris (år 2)	Pris (år 3)
Sandwich	100	EUR 1,00	EUR 1,20	EUR 0,90
Sodavand	50	EUR 0,50	EUR 0,40	EUR 0,70
Energidrik	10	EUR 1,50	EUR 1,70	EUR 1,20
Mountainbike	1	EUR 160,00	EUR 173,00	EUR 223,00
Samlet pris for varekurven		EUR 300,00	EUR 330,00	EUR 360,00
Prisindeks		100,00	110,00	120,00

Kurvens samlede pris kan bagefter beregnes ved at gange antal varer med den tilhørende pris og så lægge det hele sammen. Det er nemt at se, at kurvens pris fra år 1 til år 2 er steget fra 300 euro til 330 euro eller med 10 pct. Fra år 1 til år 3 er prisen steget fra 300 euro til 360 euro eller med 20 pct.

En anden måde at udtrykke det på er ved hjælp af et prisindeks. Et prisindeks beregnes ved at dividere prisen på varekurven for en given periode med prisen på varekurven i basisperioden og gange resultatet med 100. I ovenstående tabel er år 1 basisperiode. Prisindekset for år 3 er således:

Prisindeks = (P3 / P1) × 100 = (360 / 300) × 100 = 120

Prisindekset forsøger at beskrive, hvad der sker med prisen på en masse forskellige varer. Som det fremgår af eksemplet, kan prisindekset sagtens stige, selv om prisen på enkelte varer rent faktisk falder.

Problemer forbundet med inflationsmåling

Af forskellige årsager er der en række problemer forbundet med ethvert forsøg på med ét tal at udtrykke, hvor meget det generelle prisniveau er steget (eller faldet).

For det første bliver en gældende varekurv med tiden normalt mindre og mindre repræsentativ, da forbrugerne efterhånden erstatter dyrere varer med billigere. Fx vil højere benzinpriser kunne få nogle forbrugere til at køre mindre i bil og i stedet for købe en større mængde af andre varer. Det betyder, at hvis vægtgrundlaget ikke blev justeret, ville ændringen i prisindekset kunne overvurdere den "sande" prisudvikling en smule. For det andet er det til tider svært at indregne kvalitetsændringer i et prisindeks. Hvis en vares kvalitet med tiden forbedres, og prisen også stiger, skyldes en del af prisstigningen den forbedrede kvalitet. Prisstigninger, der skyldes kvalitetsændringer, betragtes ikke som en årsag til stigende inflation, da de ikke forringer pengenes købekraft. Det er ganske normalt, at kvaliteten ændrer sig med tiden. Nutidens biler er fx meget forskellige fra de biler, der blev produceret i 1970'erne, som tilsvarende adskilte sig kraftigt fra bilerne i 1950'erne. Statistikkontorer bruger masser af tid på at justere for kvalitetsændringer, men sådanne justeringer er i sagens natur svære at beregne. Foruden indregningen af nye modeller af

ER VIGTIG

eksisterende varer (fx nye morgenmadsprodukter) er indregningen af nye varer et vigtigt og svært emne. Det kan fx nævnes, at der uundgåeligt gik noget tid, fra DVD-afspillere kom på markedet, til de kom med i prisstatistikkerne, da der først skulle indhentes oplysninger om markedsandel, vigtigste distributionskanaler og mest populære mærker. Men hvis det tager for lang tid, før nye varer indregnes i prisindekset, formår prisindekset ikke fuldt ud at afspejle de faktiske gennemsnitlige ændringer i det generelle prisniveau, som forbrugerne oplever.

En række ældre økonomiske undersøgelser har påvist, at der eksisterer en lille, men positiv skævhed (også kaldet "bias") i målingen af nationale forbrugerprisindeks, hvilket tyder på, at en målt inflationstakt på fx under ½ procentpoint faktisk kan være lig "ægte" (eller absolut) prisstabilitet. For euroområdet (dvs. alle de EU-lande, der har indført euroen som møntfod) findes der ikke noget præcist skøn for denne type målefejl. Det må dog forventes, at størrelsen af en sådan skævhed er ret lille. Der er to årsager hertil: For det første er det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) – som er det harmoniserede forbrugerprisindeks for alle eurolande – et forholdsvis nyt begreb. For det andet har Eurostat, der er Europa-Kommissionens kontor med ansvar for forbrugerprisstatistik på EU-plan, forsøgt at undgå målefejl i HICP ved at fastsætte passende statistiske standarder.

Nominelle og reale variabler

I tilfælde af inflation kan man som forklaret ovenfor købe færre og færre varer for en given sum penge. Det er det samme som at sige, at pengenes værdi falder, eller at pengenes købekraft forringes. Denne iagttagelse bringer os til et andet centralt økonomisk punkt: forskellen mellem nominelle og reale variabler. En nominel variabel måles i løbende priser. Disse variabler ændrer sig normalt i takt med prisniveauet og således i takt med inflationen. Der er med andre ord ikke taget hensyn til inflationseffekten. Derimod måles reale variabler, fx realindkomst og realløn, i faste priser, dvs. priser, hvor inflationseffekten er blevet trukket fra eller "fjernet".

Lad os antage, at en lønmodtager får en nominel lønstigning på 3 pct. (dvs. i penge) pr. år. Det er fx tilfældet, hvis hans månedsløn stiger fra 2.000 euro til 2.060 euro. Hvis vi endvidere antager, at det generelle prisniveau stiger med 1,5 pct. i samme periode, hvilket er det samme som at sige, at inflationstakten er 1,5 pct. om året, så stiger lønmodtagerens realløn med: $((103 / 101{,}5) - 1) \times 100 \approx 1{,}48$ pct. (eller tilnærmet: 3 pct. – 1,5 pct. = 1,5 pct.). Det betyder, at jo højere inflationstakten er ved en given nominel lønstigning, desto færre varer kan lønmodtageren købe.

Det er også vigtigt at skelne mellem den nominelle rente og realrenten (se også boks 3.2). Det kan illustreres med et eksempel. Lad os antage, at man køber en statsobligation med en løbetid på et år til pålydende værdi, som på de 12 måneder forrentes med 4 pct. Hvis man har betalt 100 euro, får man efter et år 104 euro tilbage. Obligationen forrentes således med en nominel rente på 4 pct. Husk på, at der er tale om den nominelle rente, medmindre andet er angivet.

Lad os nu antage, at inflationstakten i den pågældende 12 måneders periode er 1,5 pct. Det svarer til at sige, at varekurven i dag koster 100 euro, og at den om et år vil koste 101,5 euro. Hvis man køber en obligation med en nominel rente på 4 pct. til 100 euro, sælger den et år senere for 104

BOKS 3.2 SAMMENHÆNGEN MELLEM DEN FORVENTEDE INFLATION OG RENTEN – DEN SÅKALDTE "FISHER-EFFEKT"

Økonomer kalder den rente, hvormed et bankindskud (eller en normal statsobligation) forrentes, for den nominelle rente. Realrenten er udtryk for den ændring i købekraften, som man opnår ved at placere sine penge i fx statsobligationer. Sammenhængen mellem disse tre variabler kan skrives som:

$$r = i - \pi$$

hvor i er den nominelle rente, r er realrenten og π er inflationstakten.[7]

Det fremgår heraf, at realrenten er lig forskellen mellem den nominelle rente og inflationstakten. Flytter vi rundt på ligningen, er det nemt at se, at den nominelle rente er lig summen af realrenten og inflationstakten:

$$i = r + \pi$$

Hvad kan vi så udlede af denne ligning om, hvad der bestemmer den nominelle rente?

Når en låntager (fx en person, der ønsker at købe en ny bil) og en långiver (fx et pengeinstitut) aftaler en nominel rente, ved de ikke med sikkerhed, hvordan inflationstakten bliver i låneperioden. Det er derfor vigtigt at skelne mellem to forskellige former for realrente: den realrente, som låntager og långiver forventer ved låneaftalens indgåelse, og som kaldes for den forventede realrente (r^*), og så den realiserede realrente, som kaldes for den faktiske realrente (r).

Selv om låntager og långiver ikke med 100 pct. sikkerhed kan forudsige størrelsen af den fremtidige inflation, synes det ret sandsynligt, at de har nogle forventninger til den. Lad π betegne den faktiske inflation og π^e den forventede inflation. Den forventede realrente er $i - \pi^e$, og den faktiske realrente er $i - \pi$. De to renter er forskellige, når den faktiske inflation er forskellig fra den forventede inflation. Naturligvis kan der ved fastsættelsen af den nominelle rente ikke tages højde for den fremtidige, faktiske inflation, da den ikke er kendt på det tidspunkt, hvor den nominelle rente fastsættes. Ved fastsættelsen af den nominelle rente kan der kun tages højde for den forventede inflation.

$$i = r^* + p_e$$

Denne ligning kaldes for Fisher-ligningen efter den amerikanske økonom Irving Fisher (1867-1947). Ifølge ligningen kan der være to årsager til, at den nominelle rente ændrer sig; enten fordi den forventede realrente (r^*) ændrer sig, eller fordi den forventede inflation (π^e) ændrer sig. Nærmere bestemt udtrykker ligningen, at en ændring **i** den forventede inflation π^e ved en given forventet realrente vil føre til en tilsvarende ændring i den nominelle rente i. Dette én-til-én forhold mellem den forventede inflationstakt og den nominelle rente kaldes for "Fisher-effekten", dvs. højere inflation fører til højere nominel rente.

En høj nominel rente på et bankindskud eller en statsobligation kan derfor blot afspejle høje inflationsforventninger og behøver ikke nødvendigvis signalere, at realrenten på denne placering forventes at være høj. Dette er et centralt begreb for alle, der låner eller udlåner penge.

Det skal også bemærkes, at renten under visse omstændigheder kan indeholde risikopræmier, normalt inflations-, valutakurs- og standardrisikopræmier.

7 Der er tale om en tilnærmelse, som kun er nogenlunde nøjagtig, så længe værdierne r, i og π er forholdsvis små. Det kan påvises, at $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ eller $r = i - \pi - r \times \pi$. Ved lave værdier for r og π, bliver ledet $r \times \pi$ forsvindende lille, og derfor anvendes tilnærmelsen $r = i - \pi$.

euro og derefter køber en varekurv til 101,5 euro, så er der 2,5 euro tilbage. Efter indregning af inflationstakten har obligationen på 100 euro således givet et faktisk afkast på 2,5 euro, hvilket er det samme som at sige, at realrenten er omkring 2,5 pct. Det er således klart, at hvis inflationen er positiv, så er realrenten lavere end den nominelle rente.

3.3 FORDELE VED PRISSTABILITET

Prisstabilitet bidrager til højere levestandard ved at ...

Ovenstående giver et godt indblik i, hvorfor inflation og deflation almindeligvis er uønskede fænomener. Der er betydelige ulemper og omkostninger forbundet med inflation og deflation. Prisstabilitet forhindrer disse omkostninger i at opstå og medfører store fordele for alle. Der er adskillige måder, hvorpå et stabilt prisniveau bidrager til at opnå høj økonomisk velstand, fx i form af høj beskæftigelse.

... mindske usikkerheden om den generelle prisudvikling og derved gøre de relative priser mere gennemsigtige ...

Et stabilt prisniveau gør det nemmere for forbrugerne at opdage en ændring i prisen på en vare i forhold til prisen på andre varer (dvs. ændringer i den relative pris), da sådanne prisændringer ikke er skjult af udsving i det generelle prisniveau. Lad os fx antage, at prisen på en bestemt vare stiger med 3 pct. Hvis det generelle prisniveau er stabilt, ved forbrugerne, at varens relative pris er steget, og de kan derfor beslutte at købe mindre af den. Hvis inflationen imidlertid er høj og varierende, er det besværligere at finde den relative pris, som sågar kan være faldet. I en sådan situation ville forbrugerne være bedre stillet, hvis de købte forholdsvis mere af den vare, der "kun" var steget med 3 pct.

I tilfælde af et faldende prisniveau, dvs. deflation, er forbrugerne måske ikke opmærksomme på, at et fald i prisen på en enkelt vare blot afspejler den generelle prisudvikling og ikke et fald i varens relative pris. Som følge heraf kan forbrugerne fejlagtigt købe for meget af den pågældende vare.

Hvis prisniveauet er stabilt, løber virksomheder og forbrugere således ikke nogen risiko for at fejlfortolke ændringer i det generelle prisniveau, efterhånden som de relative priser ændrer sig, og de kan træffe mere velbegrundede forbrugs- og investeringsbeslutninger.

Usikkerhed om inflationstakten kan også få virksomheder til at træffe de forkerte beslutninger vedrørende arbejdskraften. Det kan illustreres med et eksempel. Lad os antage, at en virksomhed i en situation med høj inflation fejlfortolker en stigning på 5 pct. i markedsprisen på dets varer som et fald i den relative pris, da virksomheden ikke er klar over, at inflationstakten for nylig er faldet fra 6 pct. til 4 pct. Virksomheden kan som følge heraf beslutte at investere mindre og afskedige folk for at mindske produktionskapaciteten, eftersom den ellers vil kunne forvente at få et tab som følge af det opfattede fald i den relative pris på virksomhedens varer. I sidste ende vil det imidlertid være en forkert beslutning, da medarbejdernes nominelle lønninger som følge af lavere inflation kan gå hen og muligvis stige mindre, end virksomheden har antaget. Økonomer kalder dette for "ineffektiv allokering" af resurser. Kort sagt indikerer det, at resurser (kapital, arbejdskraft osv.) er blevet spildt, da nogle medarbejdere er blevet afskediget på grund af en ustabil prisudvikling.

Prisstabilitet gør det nemmere for forbrugerne at opdage en ændring i prisen på en vare.

PRISSTABILITET

Vedvarende prisstabilitet øger effektiviteten i økonomien og dermed husholdningernes velstand.

Et tilsvarende spild af resurser finder sted, hvis lønmodtagerne og fagforeningerne er usikre på størrelsen af den fremtidige inflation og derfor kræver forholdsvis høje nominelle lønstigninger for at undgå, at en høj fremtidig inflation fører til betydelige fald i reallønnen. Hvis virksomhederne i en sådan situation har lavere inflationsforventninger end lønmodtagerne/fagforeningerne, vil de betragte en given nominel lønstigning som en forholdsvis høj reallønsstigning og kan derfor mindske deres arbejdsstyrke eller i det mindste ansætte færre folk, end de normalt ville have gjort i en situation uden den "opfattede" reallønsstigning.

Prisstabilitet mindsker inflationsusikkerheden og hjælper således med at forhindre den ineffektive anvendelse af resurser. Ved at hjælpe markedet med at lede resurserne derhen, hvor de bruges mest produktivt, medfører vedvarende prisstabilitet en forøgelse af effektiviteten i økonomien og således husholdningernes velstand.

... mindske inflationsrisikopræmier i renterne ...

Långivere vil, hvis de kan være sikre på, at det fremtidige prisniveau forbliver stabilt, ikke kræve et merafkast (en såkaldt "inflationsrisikopræmie") for at kompensere for den inflationsrisiko, der er forbundet med at besidde nominelle aktiver i en længere periode (en nærmere forklaring findes i boks 3.2). Ved at mindske inflationsrisikopræmien og derved den nominelle rente er prisstabilitet med til at effektivisere kapitalmarkedernes resurseanvendelse og bidrager derfor til, at investorernes lyst til at investere øges, hvilket skaber arbejdspladser og økonomisk velstand.

... undgå unødvendige forsøg på værdisikring ...

En troværdig fastholdelse af prisstabilitet gør det også mindre sandsynligt, at enkeltpersoner og virksomheder omallokerer produktive resurser for at værdisikre sig mod inflation eller deflation, fx ved at indeksere nominelle kontrakter i forhold til prisstigningstakten. Da fuldstændig indeksering ikke er mulig eller for dyr, er der i en situation med høj inflation en tilskyndelse til at opbygge lagre af fysiske varer, eftersom de under sådanne omstændigheder bevarer deres værdi bedre end penge eller visse finansielle aktiver. Imidlertid er en overdreven ophobning af varer tydeligvis ikke nogen effektiv investeringsbeslutning og forhindrer økonomisk vækst og reallønsvækst.

... mindske skævvridningen fra skattesystemet og de sociale sikringsordninger ...

Skattesystemet og de sociale sikringsordninger kan skabe incitamenter, der kan skævvride opsparings- og investeringsadfærden. I mange tilfælde er inflation eller deflation med til at forværre disse skævvridninger, da skattesystemer normalt ikke indeholder mulighed for at indeksere skattesatser og socialsikringsbidrag i forhold til inflationstakten. Fx kan lønstigninger, der har til formål at kompensere lønmodtagerne for inflationsudviklingen (fx automatisk dyrtidsregulering), resultere i, at lønmodtagerne skal betale en højere skattesats. Prisstabilitet mindsker denne skævvridning, der er forbundet med effekten fra en inflationær eller deflationær udvikling, fra skattesystemet og de sociale sikringsordninger.

ER VIGTIG

3.

BOKS 3.3 HYPERINFLATION

En situation, hvor inflationstakten er meget høj og/eller stiger konstant og til sidst løber løbsk, kaldes for "hyperinflation". Samfundsmæssigt er hyperinflation et yderst ødelæggende fænomen, som har vidtrækkende konsekvenser for enkeltpersoner og for samfundet som helhed. Selv om der ikke er nogen almindeligt accepteret definition på hyperinflation, er de fleste økonomer enige om, at der er tale om hyperinflation, når inflationstakten er på 50 pct. eller mere pr. måned.

I det 20. århundrede har verden oplevet adskillige perioder med hyperinflation eller meget høj inflation. Nedenfor ses eksempler på lande, der har oplevet sådanne høje inflationstakter, og de tilhørende tal for det pågældende år.

1922	**Tyskland**	**5.000 pct.**
1985	**Bolivia**	**over 10.000 pct.**
1989	**Argentina**	**3.100 pct.**
1990	**Peru**	**7.500 pct.**
1993	**Brasilien**	**2.100 pct.**
1993	**Ukraine**	**5.000 pct.**

Konsekvenserne af hyperinflation kan nemt illustreres. En inflationstakt på 50 pct. om måneden betyder, at prisniveauet på et år stiger mere end 100 gange, og at det på tre år stiger mere end to millioner gange. Der er ingen tvivl om, at en så høj inflationstakt udgør en stor byrde for et samfund.

I Tyskland opstod der hyperinflation efter første verdenskrig. Den toppede i 1923 og havde katastrofale økonomiske, sociale og – det kan der ikke herske tvivl om – politiske konsekvenser.

Mange mennesker mistede deres opsparing, hvilket førte til betydelige formuetab for store dele af befolkningen. Opfattelsen af, at prisniveauet hele tiden steg, satte gang i en ond cirkel. Folk efterspurgte naturligvis højere løn i forventning om et højere fremtidigt prisniveau. Disse forventninger blev til virkelighed, da højere lønninger førte til stigende produktionsomkostninger, som så førte til højere priser. Da pengene tabte deres værdi, begyndte folk at bruge dem hurtigere og hurtigere.

Regeringen reagerede på pengenes faldende værdi ved at trykke flere og flere nuller på sedlerne, men med tiden blev det umuligt at følge med det eksploderende prisniveau. Til sidst blev disse hyperinflationsomkostninger ubærlige. Med tiden mistede pengene fuldstændig deres rolle som værdiopbevaringsmiddel, regneenhed og betalingsmiddel. Byttehandel blev mere normalt, og uofficielle betalingsmidler, fx cigaretter hvis værdi ikke blev påvirket af inflationen, begyndte at erstatte de officielle pengesedler.

... styrke fordelene ved kontantbeholdninger ...

Inflation kan betragtes som en skjult skat på kontantbeholdninger. Det betyder med andre ord, at folk med kontantbeholdninger (eller bankindskud, der ikke forrentes til markedsrenten) oplever et fald i deres reale pengebeholdning og således et fald i deres faktiske finansielle formue, når prisniveauet stiger. Det svarer til, at en del af deres penge er blevet beskattet. Så jo højere forventet inflationstakt (og således højere nominel rente – se boks 3.2), desto lavere er husholdningernes efterspørgsel efter kontanter (boks 3.4 viser, hvorfor højere nominelle renter fører til et fald i efterspørgslen efter (ikke-forrentede) penge). Det sker også, selv om der ikke er usikkerhed om inflationen, dvs. når inflationen er fuldt ud forudset. Følgelig må folk, hvis de ligger inde med mindre kontantbeholdninger, oftere ned i banken for at hæve penge. Besværet og omkostningerne forbundet med mindre kontantbeholdninger benævnes ofte i overført betydning "sålelæderomkostninger", fordi turen i banken slider hurtigere på borgernes sko. Mere generelt kan man sige, at en mindsket kontantbeholdning fører til højere transaktionsomkostninger.

BOKS 3.4 PENGEEFTERSPØRGSEL

Fordi penge er så likvide, gør de det nemmere for indehaveren at gennemføre transaktioner. Ellers ville folk helt klart ikke have nogen grund til at ligge inde med rede penge, der ikke forrentes. Når folk ligger inde med kontanter, er de underlagt de såkaldte alternativomkostninger, da alternative investeringsmuligheder giver en positiv forrentning, som de går glip af. Derfor har en højere forventet inflation og således en højere nominel rente (se boks 3.2) oftere negative konsekvenser for pengeefterspørgslen.

Lad os forestille os en situation, hvor den korte markedsrente for bankindskud eller statsobligationer kun er 2 pct. I dette tilfælde betyder en kontantbeholdning på 1.000 euro, at man mister 20 euro om året. Renten på alternative investeringsmuligheder svarer til alternativomkostningerne ved at besidde kontanter.

Lad os nu antage, at den nominelle rente stiger på grund af højere inflation, og at indskuddet på ens bankkonto forrentes med 10 pct. i stedet for 2 pct. Hvis man stadig ligger inde med 1.000 euro i kontanter, vil alternativomkostningerne beløbe sig til 100 euro om året eller ca. 2 euro pr. uge. I dette tilfælde bør man overveje at mindske sin kontantbeholdning med fx 500 euro, hvorved renteindtægterne forøges med ca. 1 euro pr. uge eller 50 euro om året. Det betyder med andre ord, at jo højere rente, desto lavere er efterspørgslen efter rede penge. Økonomer siger, at efterspørgslen efter penge er "renteelastisk".

ER VIGTIG

3.

... forhindre den vilkårlige omfordeling af formue og indkomst ...

Prisstabilitet forhindrer de betydelige økonomiske, sociale og politiske problemer forbundet med den vilkårlige omfordeling af formue og indtægter, der opleves i perioder med inflation og deflation, i at opstå. Dette gælder især, hvis det er svært at forudse ændringer i prisniveauet, og for grupper i samfundet, der har problemer med at værdisikre deres formuer og indkomster mod inflation. Hvis der fx kommer en uventet stigning i inflationen, vil alle, der har nominelle fordringer i form af fx langfristede lønaftaler, bankindskud eller statsobligationer, opleve et tab i disse fordringers faktiske værdi. Der sker så en vilkårlig formueoverførsel fra långiver (eller opsparer) til låntager, fordi långiver kan købe færre varer for de penge, som lånet i sidste ende tilbagebetales med, end der blev forventet ved låneaftalens indgåelse.

Skulle der uventet opstå deflation, kan folk, der har nominelle fordringer, få en gevinst, da den faktiske værdi af deres fordringer (fx løn og bankindskud) stiger. I en situation med deflation er låntagere imidlertid ofte ikke i stand til at betale tilbage på deres gæld og kan sågar gå konkurs. Dette kan skade samfundet som helhed, men især skade de mennesker, der har fordringer, og de, der arbejder for konkursramte virksomheder.

Det er typisk de fattigste grupper i samfundet, der lider mest i en situation med inflation eller deflation, da de kun har begrænsede muligheder for at værdisikre sig i en sådan situation. Stabile priser bidrager således til at sikre social samhørighed og stabilitet. Man har flere gange i det 20. århundrede set, at en højere inflationstakt ofte medfører social uro og politisk ustabilitet, da de grupper, der lider tab på grund af inflationen, føler sig snydt, hvis den (uventede) inflation "beskatter" en stor del af deres opsparing.

... bidrage til finansiel stabilitet

Pludselige ændringer i aktivers værdi som følge af uventede ændringer i inflationstakten kan underminere et pengeinstituts soliditet. Lad os fx antage, at et pengeinstitut udbyder lån med fast rente og lang løbetid, der finansieres ved hjælp af kortfristede indskud. Hvis inflationen uventet stiger, vil det medføre et fald i aktivernes faktiske værdi. Efterfølgende kan pengeinstituttet få solvensproblemer, der kunne føre til en ugunstig kædereaktion. Hvis pengepolitikken fastholder et stabilt prisniveau, undgås inflationære eller deflationære stød til de nominelle aktivers faktiske værdi, hvorved den finansielle stabilitet også fremmes.

Ved at fastholde prisstabilitet bidrager centralbankerne til at fremme mere almene økonomiske mål

Alle disse argumenter tyder på, at en centralbank, der fastholder prisstabilitet, kraftigt medvirker til at nå de mere overordnede økonomiske mål såsom højere levestandard, et højt og mere stabilt økonomisk aktivitetsniveau samt et højt beskæftigelsesniveau. Denne konklusion understøttes af økonomiske data, der for en lang række lande, metoder og perioder viser, at økonomier med lav inflation på langt sigt synes at have en højere gennemsnitlig realvækst.

På langt sigt synes økonomier med lav inflation at have en højere gennemsnitlig realvækst.

FAKTORER, DER BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN

4.

Dette kapitel indeholder svar på spørgsmål som: Hvad bestemmer det generelle prisniveau? Hvilke faktorer styrer inflationen? Hvordan kan en centralbank eller rettere pengepolitikken sikre prisstabilitet? Hvilken rolle spiller finanspolitikken? Bør pengepolitik fokusere direkte på at fremme realvækst eller mindske ledigheden? Sagt med andre ord: Hvad kan man opnå, og hvad kan man ikke opnå med pengepolitik?

4.1 giver et kort overblik over, hvad pengepolitik kan og ikke kan.

4.2 ser på, hvordan pengepolitik kan påvirke renterne.

4.3 belyser renteændringers påvirkning af husholdningers og virksomheders forbrugsbeslutninger.

4.4 gennemgår de faktorer, der styrer prisudviklingen på kort sigt.

4.5 belyser de faktorer, der styrer prisudviklingen på mellemlangt til langt sigt, og det forklares, hvordan pengepolitikken over en sådan tidshorisont kan påvirke priserne ved hjælp af passende redskaber. Inflationstendenser styres således af pengepolitikken.

FAKTORER, DER

1 2 3 4 5

4.1 Hvad pengepolitik kan og ikke kan – et overblik

4.2 Penge og renter – hvordan kan pengepolitik påvirke renterne?

4.3 Hvordan påvirker renteændringer forbrugernes og virksomhedernes forbrugsbeslutninger?

4.4 Faktorer, der bestemmer prisudviklingen på kort sigt

4.5 Faktorer, der bestemmer prisudviklingen på længere sigt

4.1 HVAD PENGEPOLITIK KAN OG IKKE KAN – ET OVERBLIK

Hvordan kan pengepolitikken påvirke prisniveauet? Dette spørgsmål omhandler det, som økonomer normalt kalder for "transmissionsmekanismen", som er den proces, hvorigennem en centralbanks pengepolitiske beslutninger overføres til økonomien og i sidste ende til priserne. Selv om der i al væsentlighed er tale om en proces, der er yderst kompleks, som hele tiden ændrer sig, og som ikke er ens i forskellige økonomier, og det i en sådan grad, at man fortsat ikke kender den til bunds, så har man alligevel en god forståelse for dens grundlæggende natur. Den måde, hvorpå pengepolitikken påvirker økonomien, kan forklares således: Centralbanken er den eneste udsteder af pengesedler og bankreserver, dvs. centralbanken har monopol på at udstede den såkaldte "pengebase". I kraft af dette monopol er centralbanken i stand til at påvirke forholdene på pengemarkedet og derved styre den korte rente.

På kort sigt kan centralbanken påvirke den realøkonomiske udvikling

På kort sigt sætter centralbankens ændring af pengemarkedsrenten (dvs. den korte rente) en række mekanismer i gang, hovedsagelig fordi ændringen påvirker husholdningernes og virksomhedernes investerings- og opsparingsbeslutninger. En højere rente vil fx alt andet lige gøre det mindre attraktivt for husholdningerne og virksomhederne at optage lån til at finansiere deres forbrug eller investeringer. Samtidig bliver det mere attraktivt for husholdningerne at spare deres nuværende indkomst op i stedet for at forbruge den. Endelig kan ændringer i den officielle rente også påvirke kapitaludbuddet. Denne udvikling kan efterfølgende og med nogen forsinkelse påvirke udviklingen i reale økonomiske variabler, fx produktionen.

På langt sigt vil en ændring i pengemængden påvirke det generelle prisniveau ...

De dynamiske processer beskrevet ovenfor inddrager en række forskellige mekanismer og handlinger, som foretages af forskellige økonomiske aktører på forskellige tidspunkter i processerne. Desuden kan omfanget og styrken af de forskellige effekter variere alt efter de økonomiske konjunkturer. Som følge heraf tager det normalt betydelig tid, før ændringer i pengepolitikken slår igennem på prisudviklingen. Blandt økonomer er der imidlertid udbredt enighed om, at en centralbankbestemt ændring i pengemængden (alt andet lige) på langt sigt, dvs. efter at hele økonomien har tilpasset sig, kun vil blive afspejlet i en ændring i det generelle prisniveau, og at den således ikke vil føre til permanente ændringer i reale variabler, fx i den faktiske produktion eller i ledigheden. En centralbankbestemt ændring i pengemængden svarer i

BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN

sidste ende til en ændring i regneenheden (og således i det generelle prisniveau), hvilket efterlader alle øvrige variabler konstante. Det svarer til, at en ændring i standardenheden for opmåling af afstand (fx ved at gå fra kilometer til mil) ikke vil ændre den fysiske afstand mellem to punkter.

... men ikke den samlede realindkomst eller beskæftigelsen

Det generelle princip om, at penge på langt sigt er neutrale, ligger til grund for al almindelig makroøkonomisk tænkning og teori. Som nævnt ovenfor har en pengepolitik, der troværdigt fastholder et stabilt prisniveau, en yderst positiv indvirkning på velstanden og den realøkonomiske aktivitet. Bortset fra denne positive følge af prisstabilitet bestemmes realindkomsten og beskæftigelsesniveauet på langt sigt i sidste ende af reale (udbuds-)faktorer og kan ikke stimuleres med en lempelig pengepolitik.[8]

De vigtigste faktorer, der på langt sigt bestemmer beskæftigelsen og realindkomsten, er teknologiske fremskridt, befolkningstilvækst og alle aspekter vedrørende økonomiens institutionelle rammer (især ejendomsret, skattepolitik, socialpolitik og andre bestemmelser, der vedrører markedernes fleksibilitet og incitamenter til at udbyde arbejdskraft og kapital og til at investere i arbejdskraften).

Inflation er grundlæggende et monetært fænomen

Inflation er et monetært fænomen. Langvarige perioder med høj inflation er typisk forbundet med kraftig vækst i pengemængden (se nedenstående figur), hvilket en række empiriske undersøgelser også har bekræftet. Selv om andre faktorer (fx variationer i den samlede efterspørgsel, teknologiske ændringer og råvareprisstød) på kort sigt kan påvirke prisudviklingen, kan effekten modvirkes med tiden ved at tilpasse pengepolitikken. Centralbankerne kan således styre de langfristede tendenser i prisudviklingen eller inflationen.

Der er i denne korte gennemgang blevet nævnt en række punkter, der kræver en nærmere forklaring. Da inflation er et monetært fænomen, vil vi nærmere uddybe, hvorledes pengepolitikken påvirker økonomien og i sidste ende prisniveauet. Det gøres bedst i tre skridt.

I afsnit 4.2 drøftes det, hvorfor og hvordan pengepolitik kan påvirke renten. Efterfølgende belyses det i afsnit 4.3, hvordan ændringer i renten kan påvirke forbrugernes og virksomhedernes forbrugsbeslutninger. Til sidst analyseres det, hvordan disse ændringer i den samlede efterspørgsel påvirker prisudviklingen. I den forbindelse diskuteres også andre faktorer, dvs. ikke-monetære og reale faktorer, der

En pengepolitik, der på troværdig vis fastholder et stabilt prisniveau, har en meget positiv indvirkning på velstanden.

8 Udbudsfaktorer er faktorer, der styrer udbuddet af varer og tjenesteydelser i en økonomi, især mængden og kvaliteten af kapital og arbejdskraft såvel som teknologiske fremskridt og udformningen af strukturpolitikker.

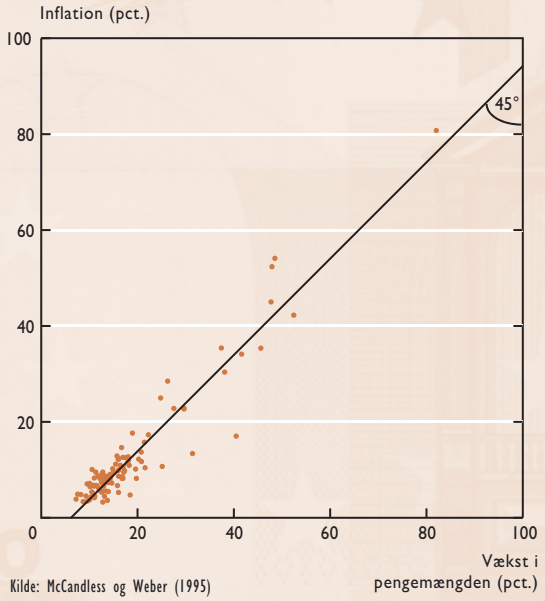
på kort sigt kan påvirke prisudviklingen. Det kan være en fordel at forstå det samlede (eller aggregerede) udbud af og den samlede efterspørgsel efter varer i en økonomi (se boks 4.2) og at skelne mellem effekter på kort sigt og på langt sigt (se afsnit 4.4 og 4.5).

4.2 PENGE OG RENTER – HVORDAN KAN PENGEPOLITIK PÅVIRKE RENTERNE?

En centralbank kan bestemme den korte nominelle rente, som pengeinstitutterne skal betale, hvis de ønsker at låne likviditet (penge) af centralbanken. Og pengeinstitutterne er nødt til at låne penge af centralbanken, da de har behov for pengesedler til deres kunder og til at opfylde reservekravet i form af tvungne indskud i centralbanken.

FIGUR PENGE OG INFLATION

Gennemsnitlig, årlig vækst i M2 og i forbrugerpriserne i perioden 1960-90 i 110 lande



Kilde: McCandless og Weber (1995)

Da det som tidligere nævnt kun er centralbanker, der kan udstede pengesedler (og bankreserver), kan de fastsætte den pengepolitiske rente, dvs. den korte nominelle rente, som udlån til pengeinstitutterne forrentes med. Forventningerne omkring den fremtidige udvikling i den politisk bestemte rente påvirker så en lang række langfristede pengeinstitut- og markedsrenter.

4.3 HVORDAN PÅVIRKER RENTEÆNDRINGER FORBRUGERNES OG VIRKSOMHEDERNES FORBRUGSBESLUTNINGER?

For den enkelte husholdning gør en højere realrente det mere attraktivt at spare op, da forrentningen på opsparingen udtrykt i fremtidigt forbrug er højere. Derfor fører højere realrente typisk til et fald i forbruget og en stigning i opsparingen. For en virksomhed vil en højere realrente gøre investeringer mindre interessante (forudsat at alle andre variabler er konstante), da færre af de mulige investeringsprojekter vil give et afkast, der er stort nok til at dække de højere kapitalomkostninger.

Samlet set vil en rentestigning gøre forbrug nu og her mindre attraktivt for husholdningerne og virke hæmmende på virksomhedernes investeringslyst. Påvirkningen af husholdningerne og virksomhederne viser, at en pengepolitisk bestemt stigning i realrenten fører til et fald i det samlede forbrug (forudsat at alle andre variabler er konstante). Økonomer siger, at en sådan politisk bestemt stigning medfører et fald i den samlede efterspørgsel. Den betegnes ofte som en "stramning" af pengepolitikken.

Det er vigtigt at forstå, at der er tidsforskydninger indbygget i processen. Det kan nemt tage måneder

BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN

4.

for en virksomhed at planlægge nye investeringer. Investeringer i fx en ny bygning eller indkøb af specialudstyr kan sågar tage flere år. Det tager også tid, før boliginvesteringerne reagerer på ændringer i renteniveauet. Ligeledes vil mange forbrugere ikke med det samme reagere på en ændring i renteniveauet og ændre deres forbrugsbeslutninger. Der er udbredt enighed om, at pengepolitikkens samlede transmissionsmekanisme tager tid. Derfor kan pengepolitik ikke bruges til at styre den samlede efterspørgsel efter varer og tjenesteydelser på kort sigt. Der er med andre ord tale om en betydelig tidsforskydning, før ændringer i pengepolitikken slår igennem på økonomien.

BOKS 4.1 HVORFOR KAN CENTRALBANKER PÅVIRKE DE FORVENTEDE REALRENTER? "STIVE" PRISERS ROLLE

I boks 3.2 forklares det, at den forventede realrente er det faktiske afkast, som en investering i et finansielt aktiv forventes at give. Den forventede realrente er lig den nominelle rente fratrukket den forventede inflation i den løbetidsperiode, hvor renten gælder. Pengepolitikkens påvirkning af den korte realrente skyldes to forhold: Pengepolitikken styrer den korte nominelle rente, og priserne er stive på kort sigt.

Hvad betyder "prisstivhed"? Empiriske undersøgelser har vist, at de fleste priser ligger fast i nogen tid; meget ofte ændrer virksomhederne ikke med det samme deres priser som svar på ændringer i udbud og efterspørgsel. I virkeligheden justeres visse priser meget ofte (fx benzinpriserne), mens andre priser kun justeres en gang om måneden eller en gang om året. Det kan der være forskellige grunde til. For det første fastsættes priser nogle gange i kontrakter med lang løbetid mellem virksomheder og kunder for at mindske den usikkerhed og de omkostninger, der er forbundet med hyppige forhandlinger. For det andet kan virksomhederne vælge at fastholde priserne for ikke at irritere deres faste kunder med hyppige prisændringer. For det tredje er visse priser stive på grund af den måde, hvorpå markederne er skruet sammen. Når en virksomhed først har trykt og udsendt et katalog eller en prisliste, er det dyrt at ændre priserne. Endelig koster det også penge at beregne nye priser. På langt sigt tilpasser priserne sig dog til den nye udbuds- og efterspørgselssituation. Priserne er med andre ord fuldstændig fleksible på langt sigt.[9]

Lad os nu forestille os, at centralbanken øger pengemængden. Den trykker fx nye pengesedler og køber statsobligationer. Folk er kun interesserede i at have en større kontantbeholdning og mindske deres beholdning af obligationer, hvis afkastet på obligationerne, dvs. forrentningen, falder. Hvis centralbanken således øger pengemængden, er den nominelle rente nødt til at falde for at få folk til at øge deres kontantbeholdning. Og eftersom priserne er stive på kort sigt, indebærer det, at inflationsforventningerne på kort sigt forbliver stort set uændrede. Resultatet bliver, at en ændring i den korte nominelle rente fører til en ændring i den forventede realrente (se også boks 3.2). Derfor kan pengepolitikken påvirke den forventede realrente på instrumenter med kort løbetid.

9 Eneste undtagelse er administrativt fastsatte priser (dvs. priser reguleret af det offentlige), der kun kan forventes at ændre sig langsomt.

FAKTORER, DER

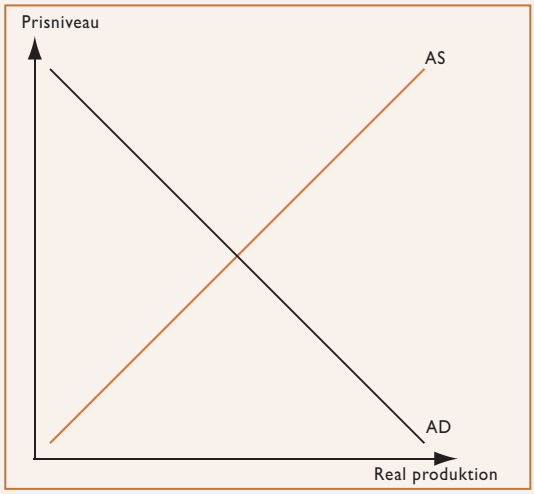
BOKS 4.2 HVORDAN PÅVIRKER ÆNDRINGER I DEN SAMLEDE EFTERSPØRGSEL DEN ØKONOMISKE AKTIVITET OG PRISUDVIKLINGEN?

Hvordan ændringer i den samlede efterspørgsel påvirker prisudviklingen, kan nemt illustreres med en simpel model, der fokuserer på det samlede udbud og den samlede efterspørgsel i hele økonomien. I denne sammenhæng har vi forenklet analysen noget. Samtidig understøtter vi vores argumenter med figurer. Modellen forsøger dybest set at beskrive sammenhængen mellem på den ene side den faktiske mængde varer og tjenesteydelser, der udbydes og efterspørges i en økonomi, og på den anden side det generelle prisniveau.

Samlet udbud og efterspørgsel – kortsigtet ligevægt

Nedenstående figur illustrerer det samlede udbud (AS) og den samlede efterspørgsel (AD) med prisniveauet (den lodrette akse) og den reale produktion (den vandrette akse).

FIGUR 1 SAMLET EFTERSPØRGSEL OG SAMLET UDBUD PÅ KORT SIGT



Samlet efterspørgsel og prisniveau

For at forstå hældningen på kurven for den samlede efterspørgsel (AD-kurven) er vi nødt til at analysere, hvad der sker med de reale forbrugsbeslutninger, når prisniveauet ændrer sig, idet det antages, at alle andre økonomiske variabler er konstante. Det kan påvises, at den samlede efterspørgselskurve er aftagende. En måde at anskue det på er ved at se det i form af udbud og efterspørgsel efter reale pengebeholdninger. Hvis priserne stiger, men den nominelle pengemængde er givet, vil folk opleve et fald i den reale pengebeholdning, hvilket medfører lavere efterspørgsel efter varer og tjenesteydelser. Omvendt gælder, at hvis prisniveauet falder, stiger den reale pengebeholdning, hvilket medfører større efterspørgsel efter varer og tjenesteydelser.

Samlet udbud og prisniveau på kort sigt

Det samlede udbud vil sige virksomhedernes udbud af varer og tjenesteydelser. Det er nødvendigt først at forstå, hvordan det generelle prisniveau hænger sammen med den samlede produktion på kort sigt, idet vi antager, at alle andre faktorer (produktionsteknologi, nominelle lønninger osv.) er konstante. Hvordan påvirker en ændring i prisniveauet virksomhedernes reale produktion? Kort sagt fører et højere prisniveau til et fald i reallønnen ved en given nominel løn. En lavere realløn gør det mere rentabelt for virksomhederne at ansætte flere folk og øge produktionen. Reallønnen er med andre ord afgørende for beskæftigelsen.

BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN

4.

Når priserne stiger, vil virksomhederne, hvis alle andre faktorer, fx produktionsteknologi og nominelle lønninger, er konstante, ansætte flere folk og øge produktionen. Den samlede udbudskurve på kort sigt er derfor stigende.

Skæringspunktet mellem de to kurver bestemmer det, som økonomer kalder for "ligevægtspunktet". Ligevægtsbegrebet er et helt centralt begreb inden for samfundsøkonomi. Det skyldes, at der i dette punkt er sammenfald mellem udbuds- og efterspørgselssidens interesser, og der er derfor ingen tendens til yderligere ændring. I dette tilfælde bestemmer ligevægtspunktet samtidig det gældende prisniveau og den reale produktion i økonomien.

Hvad sker der i en økonomi, hvis der ikke er ligevægt mellem udbud og efterspørgsel? Lad os antage, at prisniveauet i en økonomi er højere end i ligevægtspunktet. I en sådan situation er det samlede udbud for stort og den samlede efterspørgsel for lav i forhold til ligevægtspunktet. Hvad betyder det? Hvis prisniveauet ligger over ligevægtspunktet, ønsker forbrugerne at købe mindre, end producenterne ønsker at sælge. Nogle leverandører vil derfor sænke deres priser, hvilket igen fører til en stigning i den samlede efterspørgsel. Samtidig får de lavere priser reallønnen til at stige (da de nominelle lønninger på kort sigt er fastlåste), og da reallønnen udgør en omkostningsfaktor for virksomhederne, fører det til, at virksomhederne skærer ned på produktionen, og at de vil være tilbøjelige til at sænke det samlede udbud. Processen fortsætter, indtil et nyt ligevægtspunkt er fundet, dvs. en situation, hvor der ved en given pris og produktion udbydes og efterspørges den samme mængde.

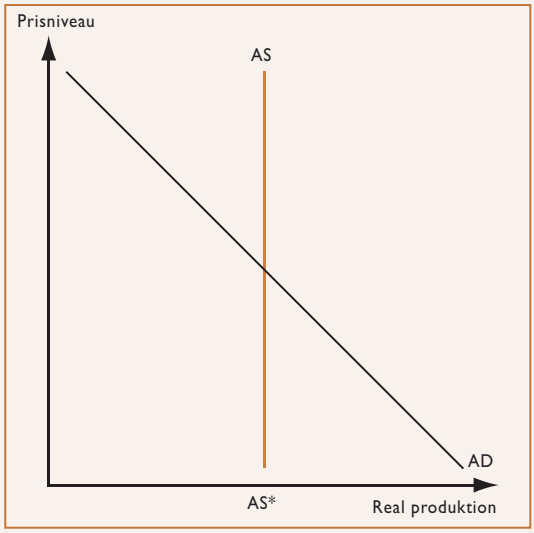
Samlet udbud på langt sigt

Hvorfor taler vi om udbudskurven på kort sigt? De højere prisers positive indvirkning på den reale produktion varer kun så længe, de nominelle lønninger og således også de reale lønninger er konstante. I virkelighedens verden er de nominelle lønninger normalt fastlåst i op til et år og i visse tilfælde op til to år. Hvis lønmodtagerne eller fagforeningerne ikke accepterer den lavere realløn, der skyldes den højere inflation, vil de ved de næste lønforhandlinger kræve kompensation i form af højere løn. Hvis reallønnen vender tilbage til det niveau, som den havde inden stigningen i prisniveauet (og hvis produktionsteknologien er konstant), vil det ikke længere være indbringende for virksomhederne at fastholde produktionen og beskæftigelsen på det højere niveau, og de vil derfor foretage nedskæringer i produktionen og arbejdsstyrken. Med andre ord vil beskæftigelsen og produktionen, hvis en højere inflation ikke på langt sigt kan sænke reallønnen, også være uafhængig af prisudviklingen på langt sigt. Det betyder, at den samlede udbudskurve (AS-kurven) på langt sigt er lodret.

FAKTORER, DER

Langsigtet ligevægt

FIGUR 2 SAMLET EFTERSPØRGSEL OG SAMLET UDBUD PÅ LANGT SIGT



Økonomer kalder skæringspunktet mellem AS-kurven og den vandrette akse (se **AS*** i figur 2) for den naturlige produktion. Den naturlige produktion repræsenterer værdien af varer og tjenesteydelser til forbrug, når alle økonomiens resurser bruges fuldt ud ved en given teknologi og struktursituation (fx arbejdsmarkedsforhold, skattesystem, sociale sikringsordninger osv.).

Indtil nu har vi kun set på bevægelser langs kurverne, hvor alle faktorer med undtagelse af priserne og den reale produktion har været konstante. Vi vil nu se på, hvad der sker, når der sker ændringer i de øvrige faktorer. Kort sagt fører sådanne ændringer til, at kurverne forskyder sig til højre eller venstre.

Faktorer, der påvirker det samlede udbud og den samlede efterspørgsel

I henhold til den simple model, som vi indtil videre har brugt, bestemmes ligevægten mellem pris og realindkomst af samspillet mellem det samlede udbud og den samlede efterspørgsel. Men hvilken rolle spiller de faktorer, der fører til forskydninger i de to kurver?

De faktorer, der fører til en stigning i den samlede efterspørgsel (AD-kurven forskydes mod højre), omfatter en stigning i de offentlige udgifter, en nedsættelse af skatterne, en valutadevaluering og en stigning i den faktiske formue (som følge af fx højere aktiekurser og ejendomspriser), som så fører til en stigning i det private forbrug og i investeringerne.

Det private forbrug og investeringerne kan også blive trukket af forventningerne. Hvis virksomhederne fx forventer stigende indtjening i fremtiden, vil de være tilbøjelige til at øge investeringsudgifterne. Tilsvarende vil husholdningerne øge deres forbrug, hvis de forventer en stigning i reallønnen som følge af højere forventet arbejdsproduktivitet. Af den grund er der normalt sammenhæng mellem en forbedring i forbruger- og investortilliden og en stigning i den samlede efterspørgsel.

For så vidt angår pengepolitikkens indvirkning, kan man se, at en forøgelse af pengemængden og det efterfølgende fald i realrenten vil få det samlede udbud til at stige, hvorved udbudskurven forskydes mod højre.[10]

BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN

4.

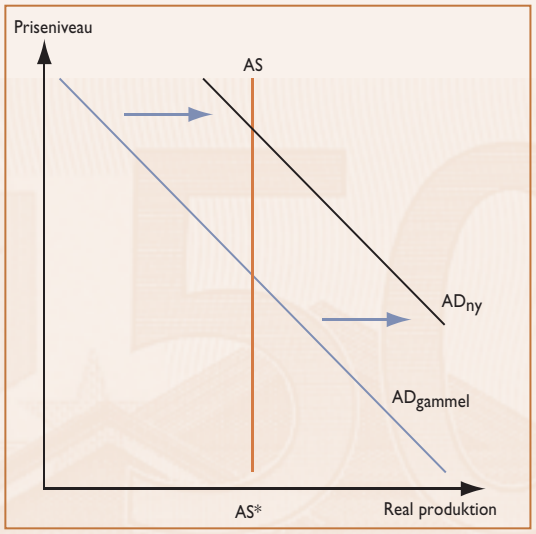
Hvis disse variabler ændrer sig i modsat retning, vil den samlede efterspørgsel falde (AD-kurven forskydes mod venstre).

Hvad angår det samlede udbud, kan man se, at en stigning i prisen på produktionsfaktorer, fx lønninger, eller en stigning i olieprisen vil føre til, at AS-kurven forskydes mod venstre. Omvendt vil teknologiske fremskridt eller en stigning i produktiviteten forskyde AS-kurven mod højre, da en sådan udvikling muliggør en større produktion til samme pris ved en given arbejdsstyrke.

Det fremgår, at ændringer i det generelle prisniveau kan forårsages af forskydninger i enten AS-kurven, AD-kurven eller begge. Hvis fx alle andre faktorer er konstante, vil et fald i det samlede udbud (AS-kurven forskydes mod venstre) blive efterfulgt af et fald i den reale produktion og en stigning i priserne på kort sigt, hvorimod en stigning i efterspørgslen (AD-kurven forskydes mod højre) på langt sigt vil give sig udslag i en stigning i den reale aktivitet og højere priser.

Modellen viser, at den samlede efterspørgselsadfærd er afgørende for bestemmelsen af det generelle prisniveau, som gælder for en økonomi på langt sigt. Hvis AS-kurven er lodret, vil ændringer i den samlede efterspørgsel påvirke prisniveauet, men ikke produktionen. Hvis fx pengeudbuddet stiger, vil AD-kurven forskydes mod højre, og økonomien vil således på langt sigt forskydes mod det nye ligevægtspunkt, hvor den reale produktion har været uændret, men priserne er steget.

FIGUR 3 **FORSKYDNINGER I DEN SAMLEDE EFTERSPØRGSEL OG DET SAMLEDE UDBUD PÅ LANGT SIGT**



Som allerede nævnt defineres inflation som en vedvarende stigning i det generelle prisniveau. Derfor kan der kun opstå inflation, hvis den samlede efterspørgsel fortsætter med at stige over et tidsrum. Det er kun muligt, hvis centralbanken muliggør en sådan udvikling ved at fastholde en lav rente og en høj pengevækst.

10 Økonomer udtrykker ofte et fald i pengeefterspørgslen som en stigning i pengemængdens omløbshastighed. Omløbshastigheden kan defineres som den hastighed, hvormed penge overdrages fra indehaver til indehaver, og fastsætter således, hvor mange penge der skal til for at holde et bestemt transaktionsniveau. De to fænomener skal opfattes som forskellige sider af samme sag. Hvis folk ligger inde med færre kontanter, vil den eksisterende pengemængde ved et givent konstant pengeudbud nødvendigvis skulle skifte hænder oftere og således cirkulere mere. Det svarer til en højere omløbshastighed. Vi vender tilbage til dette emne senere.

4.4 FAKTORER, DER BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN PÅ KORT SIGT

I det efterfølgende vil vi se på en række faktorer, der bestemmer prisudviklingen på kort sigt. Som det fremgår af boks 4.2, kan inflation (forstået som en vedvarende stigning i det generelle prisniveau) skyldes to forhold. Det generelle prisniveau stiger, hvis enten den samlede efterspørgsel stiger, eller det samlede udbud falder. Der kan med andre ord opstå et inflationspres, hvis der sker ændringer (økonomer taler ofte om "stød", hvis der opstår uventede ændringer i den økonomiske situation), der får forbrugerne til at øge deres forbrug eller får virksomhederne til at sænke deres produktion. I den økonomiske litteratur benævnes det første tilfælde, hvor efterspørgslen stiger og fører til inflation, ofte "efterspørgselsinflation". Det andet tilfælde, hvor produktionsomkostningerne stiger og fører til et fald i udbuddet, hvilket ligeledes fører til inflation, benævnes ofte "omkostningsinflation". Det modsatte sker, dvs. der opstår et deflationært pres, hvis den samlede efterspørgsel falder, eller det samlede udbud stiger. Det er ofte nødvendigt at lade pengepolitikken reagere på en sådan udvikling for at sikre prisstabilitet. I tilfælde af inflationspres vil centralbanken normalt øge (real-)renten for at undgå, at presset resulterer i en mere vedvarende afvigelse fra målet om prisstabilitet.

Prisstigninger, der opstår pga. en stigning i den samlede efterspørgsel, kan skyldes alle faktorer, der får den samlede efterspørgsel til at stige, men den vigtigste af disse faktorer, når man ser bort fra pengepolitikken (stigninger i pengemængden), er stigninger i det offentlige forbrug, en faldende valutakurs og et øget efterspørgselspres fra resten af verden efter indenlandske varer og tjenesteydelser (stigende eksport). Ændringer i den samlede efterspørgsel kan også skyldes stigende tillid. Det er fx sandsynligt, at virksomhederne vil investere mere, hvis de kan forvente en større fremtidig indtjening. Ændringer i den samlede efterspørgsel vil normalt føre til en stigning i prisniveauet og en midlertidig stigning i den samlede produktion (se boks 4.2).

Hvad er det præcist for faktorer, der fører til et fald i det samlede udbud og således til højere priser på kort sigt? De væsentligste årsager til, at det samlede udbud falder, er et fald i produktiviteten, en stigning i produktionsomkostningerne (fx en stigning i reallønnen eller i råvarepriserne, især olie) og en højere selskabsskat, som statsmagten fastsætter. Hvis alle andre faktorer er konstante, betyder det, at jo højere produktionsomkostninger, desto færre varer kan der produceres for en given sum penge.

Hvis lønningerne eller råvarepriserne, fx oliepriserne, stiger, er virksomhederne ved et givent prisniveau nødt til at skære i medarbejderstaben og i produktionen. Da dette skyldes virkninger på udbudssiden, kaldes den efterfølgende inflation ofte for "omkostningsinflation".

Forskellige forhold kan få prisen på produktionsfaktorer til at stige. Det gælder bl.a., hvis udbuddet af råvarer, fx olie, er mindre end forventet, eller hvis efterspørgslen efter råvarer stiger på verdensplan.

BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN

4.

Stigninger i reallønnen (som ikke modsvares af tilsvarende stigninger i produktiviteten) fører også til et fald i det samlede udbud og lavere beskæftigelse. Sådanne lønstigninger kan skyldes et fald i den samlede arbejdsstyrke, som igen kan skyldes et regeringsindgreb, som har til formål at sænke incitamentet til at arbejde (fx højere beskatning af lønindtægt). En styrkelse af fagforeningernes indflydelse kan også føre til højere realløn.

Hvis ovennævnte faktorer trækker i den modsatte retning, vil det samlede udbud stige. Fx vil en stigning i produktiviteten (fx som følge af ny teknologi) alt andet lige føre til lavere priser og øget beskæftigelse på kort sigt, da det kan betale sig at ansætte folk til en given løn. Men hvis reallønnen stiger i takt med produktiviteten, forbliver beskæftigelsen uændret.

Den forventede inflations rolle

Når virksomhederne og medarbejderne forhandler løn, og når virksomhederne fastsætter deres priser, overvejer de ofte, hvilket inflationsniveau der vil være gældende i en fremtidig periode, fx det kommende år. Den forventede inflation har betydning for de igangværende lønforhandlinger, da fremtidige prisstigninger vil reducere den mængde varer og tjenesteydelser, som en given nominel løn kan købe. Hvis inflationen således forventes at blive høj, kan det få medarbejderne til at kræve større nominelle lønstigninger under lønforhandlingerne. Virksomhedernes omkostninger stiger, hvis lønaftalerne baseres på disse forventninger, og disse omkostninger kan så væltes over på kunderne i form af højere priser. Det samme gælder for virksomhedernes prisfastsættelse. Da mange priser er konstante i en given periode (fx en måned eller et år, se boks 4.1), kan virksomheder, der havde planlagt at udsende en ny prisliste, hæve deres egne priser med det samme, hvis de forventer stigninger i det generelle prisniveau og i lønningerne i fremtiden. Hvis folk forventer inflation i fremtiden, kan deres adfærd altså føre til inflation allerede i dag. Det er altså endnu en grund til, at det er vigtigt, at pengepolitikkens mål om at fastholde prisstabilitet er troværdigt – nemlig for at stabilisere de langfristede inflationsforventninger på et så lavt niveau, at det er i overensstemmelse med definitionen på prisstabilitet.

Alt i alt er der en lang række faktorer og stød, der på kort sigt kan påvirke prisniveauet. Bl.a. kan nævnes udviklingen i den samlede efterspørgsel og dens forskellige bestanddele, herunder den finanspolitiske udvikling. Andre ændringer vedrører ændringer i produktionsfaktorpriserne, omkostningsniveauet og produktiviteten, i valutakursen og i verdensøkonomien. Alle disse faktorer kan påvirke den reale økonomiske aktivitet og de reale priser på kort sigt. Men hvad med på længere sigt?

Det bringer os videre til en anden vigtig samfundsøkonomisk skelnen. Økonomer skelner normalt mellem det korte og det lange sigte (se også boks 4.2).

En stigning i udlandets efterspørgsel efter indenlandske varer og tjenesteydelser vil kunne påvirke det nuværende forbrug og investeringsniveau.

4.5 FAKTORER, DER BESTEMMER PRISUDVIKLINGEN PÅ LÆNGERE SIGT

Hvilken relativ betydning har disse faktorer for inflationen på længere sigt? Eller sagt med andre ord: Er de alle lige vigtige, for så vidt angår inflationstendenserne? Svaret er nej. Som det fremgår af nedenstående, spiller pengepolitik her en afgørende rolle.

Som tidligere nævnt går der mellem et og tre år, fra pengepolitikken ændres, til den påvirker priserne. Det betyder, at pengepolitik ikke på kort sigt kan forhindre, at stød eller en uventet realøkonomisk udvikling i en vis udstrækning påvirker prisstigningstakten. Der er imidlertid udbredt enighed blandt økonomer om, at pengepolitik kan styre prisudviklingen på langt sigt og således også inflationstendenserne, dvs. ændringen i prisniveauet, når økonomien fuldt ud har absorberet de kortfristede udsving.

På langt sigt er priserne fleksible og kan reagere fuldt ud på ændringer i udbud og efterspørgsel. På kort sigt er mange priser imidlertid stive og vil forblive på deres nuværende niveau i nogen tid (se boks 4.1).

Hvordan påvirker denne skelnen vores resultater? Uden at gå for meget i dybden kan det forklares ved, at produktionen ikke er afhængig af prisniveauet på langt sigt. Produktionsmængden bestemmes af det eksisterende kapitalapparat, af den arbejdsstyrke, der står til rådighed og arbejdsstyrkens uddannelsesniveau, af strukturpolitikker, der påvirker incitamenter til at arbejde og investere, og af enhver teknologisk udvikling på produktionsområdet. Med andre ord afhænger det langsigtede produktionsniveau af en række reale udbudsfaktorer. Disse faktorer bestemmer den samlede udbudskurves (AS-kurvens) nøjagtige placering.

Den anden kurve, der bestemmer økonomiens ligevægtspunkt, er den samlede efterspørgselskurve (AD-kurven). Som vi har set, kan en række faktorer føre til stigninger i den samlede efterspørgsel. Bl.a. kan nævnes en stigning i det offentlige forbrug, en stigning i udlandets efterspørgsel efter indenlandske varer og tjenesteydelser og stigende forventninger til den fremtidige udvikling i produktiviteten, hvilket kunne påvirke det nuværende forbrug og investeringsniveauet. Selv om mange af disse faktorer kan stige selv i en langvarig periode, kan en vedvarende stigning i det generelle prisniveau på langt sigt dog kun blive trukket af en vedvarende lempelig pengepolitik. Dette fremhæves ofte, bl.a. i det berømte udsagn: "Inflation er altid og overalt et monetært fænomen". En række empiriske undersøgelser underbygger således denne hypotese. En inflationær proces på langt sigt skyldes derfor grundlæggende en vedvarende stigning i pengemængden, hvilket svarer til en vedvarende lempelig pengepolitik.

I et langsigtet perspektiv er det således pengepolitikken, der bestemmer, om inflationen får lov til at stige eller skal forblive lav. Med andre ord kan en

centralbank, der styrer pengeudbuddet og den korte rente, styre inflationen på langt sigt. Hvis en centralbank fastholder en for lav kort rente og øger pengeudbuddet for meget, vil prisniveauet i sidste ende også stige. Resultatet beskrives i den grundlæggende økonomiske teori, der nærmere beskriver sammenhængen mellem penge og priser; nemlig kvantitetsteorien (se boks 4.3).

BOKS 4.3 KVANTITETSTEORIEN

Ifølge en ligning, der er almindelig kendt som kvantitetsligningen, svarer en ændring i pengemængden (**ΔM**) i en økonomi til en ændring i det nominelle transaktionsniveau (tilnærmet ved hjælp af en ændring i mængden af reale transaktioner (**ΔYR**) plus en ændring i prisniveauet (**ΔP**)) minus en ændring i omløbshastigheden (**ΔV**). Omløbshastigheden kan defineres som den hastighed, hvormed penge overføres mellem forskellige pengeindehavere, og den fastsætter således, hvor mange penge der skal til for at holde et bestemt nominelt transaktionsniveau.[11] På ligningsform:

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

Denne ligning er en såkaldt identitet, dvs. den er sand for alle tilladte værdier af variablerne. Den indeholder derfor ikke nogen oplysninger om årsagssammenhæng. En form for årsagssammenhæng kan kun udledes, hvis yderligere antagelser om, hvad der bestemmer variablerne, tages med i betragtningen. Det er især de følgende to antagelser, der transformerer kvantitetsligningen til kvantitetsteorien. For det første kan produktionen på langt sigt anses som værende bestemt af reale faktorer, fx samfundets produktionsmuligheder, smag og præferencer. For det andet anses omløbshastigheden på langt sigt for at være bestemt af betalingsmetoder, finansielle og økonomiske ordninger for effektive transaktioner samt omkostninger og afkast opnået ved at ligge inde med rede penge i stedet for at sætte dem i andre aktiver. Deraf følger, at pengemængden, der bestemmes af de pengepolitiske myndigheder, på langt sigt er bundet til prisniveauet. På langt sigt bestemmes prisniveauet med andre ord direkte af ændringer i pengemængden, og det bevæger sig proportionalt med pengemængden.

Det betyder således, at den institution, der bestemmer pengemængden, nemlig centralbanken, i sidste ende er ansvarlig for de langfristede inflationstendenser.

11 Dette afspejler den kendsgerning, at produktet af ligningens venstre side er lig den anvendte pengemængde, mens højre side afspejler transaktionernes værdi.

5. ECB'S PENGEPOLITIK

Dette kapitel indeholder svar på spørgsmål som: Hvordan opstod Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)? Hvem er ansvarlig for den fælles pengepolitik i euroområdet? Hvad er Eurosystemets målsætning? Hvordan forsøger Eurosystemet at opfylde sit mandat?

5.1 indeholder en kort historisk gennemgang

5.2 beskriver de institutionelle rammer nærmere

5.3 sætter fokus på ECB's pengepolitiske strategi

5.4 belyser Eurosystemets operationelle rammer

ECB'S

5.1 Kort historisk gennemgang
5.2 De institutionelle rammer
5.3 ECB's pengepolitiske strategi
5.4 Oversigt over Eurosystemets operationelle rammer

5.1 KORT HISTORISK GENNEMGANG

Historie – Den Økonomiske og Monetære Unions tre faser

Ideen om, at Europa bør have et fælles, samlet og stabilt pengevæsen, har rødder langt tilbage i tiden (se boks 5.1). Efter et mislykket forsøg i begyndelsen af 1970'erne blev integrationsprocessen endegyldigt sat i gang i juni 1988, da Det Europæiske Råd bekræftede målet om gradvist at skabe en økonomisk og monetær union. Der blev nedsat en komité med den daværende formand for Europa-Kommissionen, Jacques Delors, i spidsen, som skulle undersøge og komme med konkrete forslag til, hvordan denne union kunne gennemføres. I sin rapport (den såkaldte "Delors-rapport"), som blev fremlagt i april 1989, anbefalede komiteen, at Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) skulle indføres i tre adskilte, men fremadskridende faser.

Første fase af ØMU

Efter fremlæggelsen af Delors-rapporten besluttede Det Europæiske Råd i juni 1989, at første fase af ØMU skulle indledes den 1. juli 1990. Samtidig fik komiteen af centralbankchefer fra Det Europæiske Økonomiske Fællesskabs medlemslande (Centralbankchefkomiteen), som havde spillet en stadig større rolle i det monetære samarbejde, siden den blev nedsat i 1964, udvidet sine arbejdsområder.

Det var nødvendigt at ændre traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (den såkaldte Rom-traktat) for at oprette de institutionelle rammer, der var nødvendige for at kunne gennemføre anden og tredje fase. Derfor blev der i 1991 afholdt en regeringskonference om ØMU parallelt med regeringskonferencen om den politiske union. Centralbankchefkomiteen fremlagde her et udkast til statutten for ESCB og ECB. Forhandlingerne mundede ud i traktaten om Den Europæiske Union, som blev indgået i december 1991 og underskrevet i Maastricht den 7. februar 1992. På grund af forsinkelser i ratifikationsprocessen trådte den imidlertid først i kraft den 1. november 1993.

PENGEPOLITIK

5.

BOKS 5.1 VEJEN MOD DEN FÆLLES VALUTA, EUROEN

1962 Europa-Kommissionen fremsætter sit første forslag (det såkaldte Marjolin-memorandum) til en økonomisk og monetær union.

Maj **1964** Der nedsættes en komite af centralbankchefer fra medlemslandene i Det Europæiske Økonomiske Fællesskab (EØF), som skal institutionalisere samarbejdet mellem centralbankerne i EØF.

1970 Werner-rapporten opstiller en plan for realiseringen af en økonomisk og monetær union i Fællesskabet senest i 1980.

April **1972** Der indføres et system ("valutaslangen"), som skal føre til en gradvis indsnævring af grænserne for udsving mellem EØF-landenes valutaer.

April **1973** Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde (FECOM) oprettes for at sikre, at valutaslangen fungerer efter hensigten.

Marts **1979** Det Europæiske Monetære System (EMS) dannes.

Feb. **1986** Den Europæiske Fællesakt underskrives.

Juni **1988** Det Europæiske Råd giver et ekspertudvalg med Jacques Delors som formand ("Delors-udvalget") mandat til at fremsætte forslag til gennemførelsen af ØMU.

Maj **1989** "Delors-rapporten" forelægges Det Europæiske Råd.

Juni Det Europæiske Råd vedtager at gennemføre ØMU i tre faser.

Juli **1990** Første fase af ØMU indledes.

December Der indledes en regeringskonference, som skal forberede anden og tredje fase af ØMU.

Feb. **1992** Traktaten om Den Europæiske Union ("Maastricht-traktaten") underskrives.

Okt. **1993** Frankfurt am Main vælges som hjemsted for Det Europæiske Monetære Institut (EMI) og ECB, og der udpeges en formand for EMI.

November Traktaten om Den Europæiske Union træder i kraft.

December Alexandre Lamfalussy udnævnes til formand for EMI, der etableres pr. 1. januar 1994.

Jan. **1994** Anden fase af ØMU og arbejdet i EMI indledes.

Dec. **1995** Det Europæiske Råd i Madrid vedtager navnet på den fælles valuta, og der opstilles en tidsplan for indførelse af euroen og overgangen til eurosedler og -mønter.

Dec. **1996** EMI forelægger Det Europæiske Råd prøveeksemplarer af eurosedler.

Juni **1997** Det Europæiske Råd vedtager "stabilitets- og vækstpagten".

Maj **1998** Belgien, Tyskland, Spanien, Frankrig, Irland, Italien, Luxembourg, Holland, Østrig, Portugal og Finland anses for at opfylde de nødvendige betingelser for at indføre euroen som fælles valuta. Medlemmerne af ECB's direktion udnævnes.

Juni ECB og ESCB oprettes.

Oktober ECB bekendtgør strategien og de operationelle rammer for den fælles pengepolitik, som den vil føre fra januar 1999.

Jan. **1999** Tredje fase af ØMU indledes. Euroen bliver fælles valuta for euroområdet. Omregningskurserne fastlåses uigenkaldeligt for de deltagende medlemslandes tidligere nationale valutaer. Der føres fælles pengepolitik for euroområdet.

Jan. **2001** Grækenland indtræder i eurosamarbejdet som det 12. EU-land.

Jan. **2002** Overgangen til eurosedler og -mønter: Eurosedler og -mønter indføres og bliver det eneste lovlige betalingsmiddel i euroområdet fra udgangen af februar 2002.

Maj **2004** De nationale centralbanker i de 10 nye medlemslande indtræder i ESCB.

Jan. **2007** Bulgarien og Rumænien bliver medlem af EU, som herefter har 27 medlemslande. De to landes centralbanker bliver samtidig en del af ESCB. Slovenien bliver det 13. land, der indtræder i eurosamarbejdet.

Jan. **2008** Cypern og Malta indtræder i eurosamarbejdet. Euroområdet består herefter af 15 lande.

Jan. **2009** Slovakiet indtræder i eurosamarbejdet. Antallet af medlemslande i euroområdet er herefter 16.

Jan. **2011** Estland indtræder i eurosamarbejdet. Antallet af medlemslande i euroområdet er herefter 17.

I december 1996 blev det valgte design for eurosedlerne præsenteret.

Anden fase af ØMU: oprettelse af EMI og ECB

Oprettelsen af Det Europæiske Monetære Institut (EMI) den 1. januar 1994 markerede indledningen af ØMU'ens anden fase, og samtidig opløstes Centralbankchefkomiteen. EMI's midlertidige eksistens afspejlede også den monetære integration inden for Fællesskabet. EMI var hverken ansvarlig for at føre pengepolitik i Den Europæiske Union (det var stadig helt og holdent de nationale myndigheders ansvar) eller bemyndiget til at intervenere på valutamarkederne.

EMI's to hovedopgaver var for det første at styrke samarbejdet mellem de nationale centralbanker og samordningen af pengepolitikken og for det andet at træffe de nødvendige forberedelser til at oprette Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB), føre en fælles pengepolitik og indføre en fælles valuta i tredje fase.

Det Europæiske Råd besluttede i december 1995 på sit møde i Madrid, at den europæiske valutaenhed, der skulle indføres ved indledningen af tredje fase, skulle benævnes "euro". Rådet bekræftede samtidig, at tredje fase af ØMU skulle indledes den 1. januar 1999. Tidsplanen for overgangen til euroen blev bekendtgjort. Denne plan var hovedsagelig baseret på et oplæg fra EMI. EMI fik samtidig til opgave at udføre det forberedende arbejde med hensyn til de forbindelser, der i fremtiden skulle oprettes mellem euroområdet og de øvrige EU-lande på det monetære område og valutakursområdet. I december 1996 forelagde EMI en rapport for Det Europæiske Råd. Rapporten dannede grundlag for Det Europæiske Råds resolution om principperne for og hovedelementerne i det nye valutakurssamarbejde (ERM2), der blev vedtaget i juni 1997.

I december 1996 forelagde EMI ligeledes de valgte design for eurosedlerne, der skulle sættes i omløb den 1. januar 2002, for Det Europæiske Råd og senere for offentligheden.

For at supplere og præcisere traktatens bestemmelser om ØMU vedtog Det Europæiske Råd i juni 1997 stabilitets- og vækstpagten for at sikre budgetdisciplin i henhold til ØMU. Pagten og de tilhørende forpligtelser blev uddybet i en deklaration fra Rådet i maj 1998.

Den 2. maj 1998 besluttede Rådet for Den Europæiske Union (Rådet) i dets sammensætning af stats- og regeringschefer, at 11 medlemslande (Belgien, Tyskland, Spanien, Frankrig, Irland, Italien, Luxembourg, Holland, Østrig, Portugal og Finland) opfyldte de nødvendige betingelser for at kunne indføre den fælles valuta den 1. januar 1999.

Samtidig vedtog finansministrene og centralbankcheferne i de medlemslande, der indførte den fælles mønt, Europa-Kommissionen og EMI, at de centralkurser, der var gældende i det første valutakurssamarbejde (ERM) for de deltagende medlemslandes valutaer, skulle anvendes til at fastlægge de uigenkaldeligt fastlåste omregningskurser for euroen.

Den 25. maj 1998 udnævnte regeringerne i de 11 deltagende medlemslande officielt formanden, næstformanden og de fire menige medlemmer af ECB's direktion. Udnævnelsen havde virkning fra den 1. juni 1998 og markerede oprettelsen af ECB. EMI havde hermed fuldført sine opgaver. I overensstemmelse med artikel 123 i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab trådte EMI i likvidation. EMI havde i god tid afsluttet alle de forberedende opgaver, som instituttet var blevet pålagt,

og ECB anvendte resten af 1998 til den endelige afprøvning af systemer og procedurer.

Tredje fase af ØMU: uigenkaldelig fastlåsning af valutakurserne

Den 1. januar 1999 indledtes tredje og sidste fase af ØMU med den uigenkaldelige fastlåsning af valutakurserne for valutaerne i de 11 medlemslande, der havde deltaget i Den Monetære Union fra starten, samt gennemførelsen af en fælles pengepolitik, som ECB er ansvarlig for. Antallet af deltagende medlemslande steg til 12 den 1. januar 2001, da Grækenland gik over til tredje fase af ØMU efter Rådets beslutning af 19. juni 2000, hvoraf det fremgik, at Grækenland opfyldte konvergenskriterierne. I januar 2007 steg antallet af deltagerlande til 13, da Slovenien gik over til tredje fase af ØMU. Som følge af Rådets beslutning om at ophæve Cyperns og Maltas dispensation den 10. juli 2007, indtrådte de to lande i Eurosystemet den 1. januar 2008. Den 1. januar 2009 blev Slovakiet det 16. land i euroområdet. Slovakiets indtræden i eurosamarbejdet skete på baggrund af Rådets beslutning af 8. juli 2008, hvori det blev anerkendt, at Slovakiet havde opfyldt konvergenskriterierne. Den 1. januar 2011 indtrådte Estland som det 17. EU-land i eurosamarbejdet på baggrund af Rådets beslutning af 13. juli 2010, hvori det blev anerkendt, at Estland havde opfyldt konvergenskriterierne.

5.2 DE INSTITUTIONELLE RAMMER

Det Europæiske System af Centralbanker

ECB blev etableret pr. 1. juni 1998 og er således en af de yngste centralbanker i verden. Den har dog arvet troværdighed og ekspertise fra alle euroområdets nationale centralbanker, som sammen med ECB gennemfører pengepolitikken for euroområdet.

Retsgrundlaget for ECB og Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) er traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. I henhold til traktaten består ESCB af ECB og de nationale centralbanker i alle EU's medlemslande (27 siden den 1. januar 2007). Statutten for ESCB og ECB er knyttet til traktaten som protokol.

ESCB's mandat

Det fastslås i traktaten, at "hovedmålet for ESCB er at fastholde prisstabilitet", og at ESCB "uden at målsætningen om prisstabilitet derved berøres, støtter [...] de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet med henblik på at bidrage til gennemførelsen af Fællesskabets mål som fastsat i artikel 2". I traktatens artikel 2 anføres bl.a. følgende som Fællesskabets mål: "et højt beskæftigelsesniveau [...], en bæredygtig og ikke-inflationær vækst, høj konkurrenceevne og en høj grad af konvergens med hensyn til de økonomiske resultater". Der er således i traktaten opstillet en klar rangorden af mål, hvor prisstabilitet tillægges overordnet betydning. Ved at lade ECB's pengepolitik fokusere på dette primære mål fastslås det tydeligt i traktaten, at sikring af prisstabilitet er den måde, pengepolitikken bedst kan være med til at skabe gunstige økonomiske forhold og et højt beskæftigelsesniveau.

Eurosystemet

De nationale centralbanker i euroområdet og ECB udgør tilsammen Eurosystemet. Styrelsesrådet har valgt dette navn som betegnelse for den ordning, hvorved ESCB udfører sine opgaver i euroområdet. Så længe der er EU-lande, der endnu ikke har indført euroen, er det nødvendigt at skelne mellem Eurosystemet og ESCB. De nationale centralbanker i de EU-lande, som ikke har indført euroen, deltager ikke i beslutningstagningen vedrørende den fælles pengepolitik for euroområdet, og fører en selvstændig pengepolitik. Disse lande kan indføre euroen på et senere tidspunkt, men først når de har opfyldt konvergenskriterierne (nærmere beskrevet i boks 5.2).

... og dets grundlæggende opgaver ...

Eurosystemets grundlæggende opgaver er:

- at udforme og gennemføre euroområdets pengepolitik
- at foretage transaktioner i udenlandsk valuta og at besidde og forvalte eurolandenes officielle valutareserver
- at fremme betalingssystemernes smidige funktion.

BOKS 5.2 KONVERGENSKRITERIER

Betingelserne for at kunne indføre euroen er opstillet i traktatens artikel 121 og i den protokol om konvergenskriterierne, der er knyttet som bilag til traktaten, og som der henvises til i artikel 121. Når det skal vurderes, om et medlemsland har opnået en høj grad af vedvarende konvergens, anvendes fire kriterier: prisstabilitet, en sund budgetstilling, valutakursstabilitet og konvergerende renter.

I henhold til traktatens artikel 121, stk. 1, første led, skal der opnås "en høj grad af prisstabilitet; dette vil fremgå af en inflationstakt, som ligger tæt op ad inflationstakten i de højst tre medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet". Artikel 1 i protokollen bestemmer desuden, at "kriteriet vedrørende prisstabilitet [...] betyder, at en medlemsstat har en holdbar prisudvikling og en gennemsnitlig inflationstakt, som betragtet i en periode på et år før undersøgelsen ikke overstiger inflationstakten i de højst tre medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mere end 1,5 procentpoint. Inflationen måles ved hjælp af forbrugerprisindekset på et sammenligneligt grundlag, der tager hensyn til forskelle i nationale definitioner".

I henhold til traktatens artikel 121, stk. 1, andet led, skal der opnås "holdbare offentlige finanser", hvilket vil "fremgå af, at medlemsstaten har opnået en offentlig budgetstilling, der ikke udviser et uforholdsmæssigt stort underskud som fastslået i artikel 104, stk. 6". Artikel 2 i protokollen fastsætter desuden, at dette kriterium "betyder, at medlemsstaten på tidspunktet for undersøgelsen ikke er omfattet af en rådsafgørelse som omhandlet i traktatens artikel 104, stk. 6, om, at den pågældende medlemsstat har et uforholdsmæssigt stort underskud".

I henhold til traktatens artikel 104, stk. 1, skal medlemslandene "undgå uforholdsmæssigt store offentlige underskud". Kommissionen undersøger ud fra følgende kriterier, om budgetdisciplinen overholdes:

"a) hvorvidt den procentdel, som det forventede eller faktiske offentlige underskud udgør af

bruttonationalproduktet (BNP), overstiger en given referenceværdi (defineret i protokollen om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som 3 pct. af BNP), medmindre:

- denne procentdel er faldet væsentligt og vedvarende og har nået et niveau, der ligger tæt på referenceværdien
- eller overskridelsen af referenceværdien kun er exceptionel og midlertidig, og nævnte procentdel fortsat ligger tæt på referenceværdien

b) hvorvidt den procentdel, som den offentlige gæld udgør af bruttonationalproduktet (BNP), overstiger en given referenceværdi (defineret i protokollen om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som 60 pct. af BNP), medmindre denne procentdel mindskes tilstrækkeligt og nærmer sig referenceværdien med en tilfredsstillende hastighed".

I traktatens artikel 121, stk. 1, tredje led, kræves "overholdelse af de normale udsvingsmargener i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme i mindst to år uden devaluering over for andre medlemsstaters valutaer". Desuden fastsættes følgende i protokollens artikel 3: "Kriteriet vedrørende deltagelse i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme [...] betyder, at en medlemsstat har overholdt de normale udsvingsmargener i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme uden alvorlige spændinger i mindst de seneste to år før undersøgelsen. Medlemsstaten må især ikke i samme periode på eget initiativ have devalueret sin valutas bilaterale centralkurs over for en anden medlemsstats valuta".

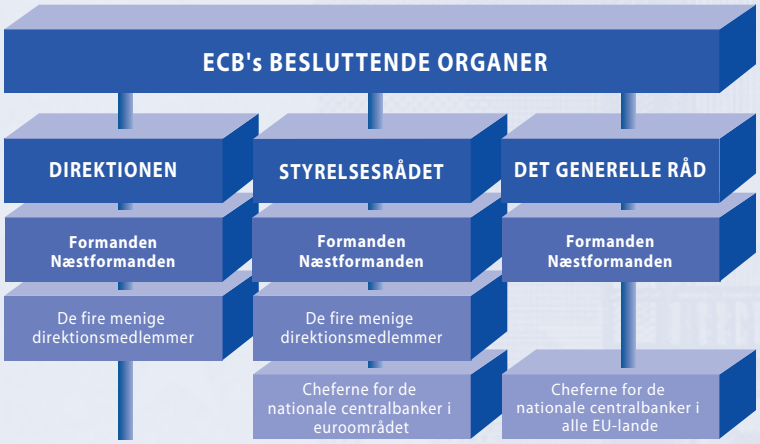
I traktatens artikel 121, stk. 1, fjerde led, stilles krav om "den varige karakter af den konvergens, medlemsstaten har opnået, samt af dens deltagelse i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme, som afspejlet i de langfristede rentesatser". Desuden fastsættes følgende i protokollens artikel 4: "Kriteriet vedrørende konvergens i rentesatserne [...] betyder, at en medlemsstat over en periode på et år før undersøgelsen har haft en gennemsnitlig langfristet nominel rentesats, som ikke overstiger den tilsvarende rentesats i de højst tre medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mere end 2 procentpoint. Rentesatserne måles på grundlag af langfristede statsobligationer eller tilsvarende værdipapirer, idet der tages hensyn til forskelle i nationale definitioner".

Ud over disse økonomiske krav kræver konvergenskriterierne også, at der er juridisk konvergens, for at sikre, at den nationale lovgivning, herunder de nationale centralbanklove, er forenelig med både traktaten og statutten for ESCB og ECB. Traktaten indeholder krav om, at ECB og Kommissionen aflægger beretning til Rådet for Den Europæiske Union mindst en gang hvert andet år eller på anmodning fra et medlemsland med dispensation om medlemslandenes opfyldelse af konvergenskriterierne. På grundlag af de konvergensrapporter, som ECB og Kommissionen hver især forelægger Rådet, kan Rådet i dets sammensætning af stats- og regeringschefer og efter høring af Europa-Parlamentet træffe afgørelse om, hvorvidt et medlemsland har opfyldt kriterierne, og lade det indtræde i euroområdet. Siden indledningen af tredje fase har ECB udarbejdet adskillige konvergensrapporter.

Andre opgaver er:

- at bemyndige udstedelse af pengesedler i euroområdet
- at afgive udtalelse og rådgive om forslag til fællesskabsretsakter og forslag til nationale retsforskrifter
- at indsamle de nødvendige statistiske informationer enten fra nationale myndigheder eller direkte fra økonomiske enheder, fx finansielle institutioner
- at bidrage til, at de kompetente myndigheders politikker vedrørende tilsynet med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet gennemføres uden problemer.

FIGUR ECB'S BESLUTTENDE ORGANER



Kilde: Den Europæiske Centralbank: The monetary policy of the ECB, 2004, s. 10.

Styrelsesrådet

ECB's øverste besluttende organ er Styrelsesrådet, der består af de seks medlemmer af ECB's direktion og af cheferne for de nationale centralbanker i euroområdet. Formanden for ECB er formand for både Styrelsesrådet og Direktionen (se også nedenstående figur).

Styrelsesrådets vigtigste opgave er at udforme pengepolitikken for euroområdet. Nærmere bestemt har det beføjelse til at fastsætte den rente, hvortil pengeinstitutterne kan låne likviditet (penge) af Eurosystemet. Styrelsesrådet kan således indirekte påvirke renterne i hele euroområdet, herunder pengeinstitutternes udlåns- og indlånsrenter. Styrelsesrådet opfylder sine forpligtelser ved at vedtage retningslinjer og træffe beslutninger.

Direktionen

ECB's andet besluttende organ er Direktionen, der består af formanden, næstformanden og fire menige medlemmer. De er alle udnævnt efter fælles overenskomst mellem stats- og regeringscheferne i de lande, der udgør euroområdet. Direktionen er ansvarlig for at gennemføre den pengepolitik, som Styrelsesrådet udformer, og giver de nationale centralbanker de nødvendige instrukser i dette øjemed. Den forbereder desuden Styrelsesrådets møder og leder ECB's daglige arbejde.

PENGEPOLITIK

5.

Det Generelle Råd

ECB's tredje besluttende organ er Det Generelle Råd, der består af ECB's formand og næstformand og cheferne for de 27 nationale centralbanker i EU-landene. Det Generelle Råd er ikke ansvarlig for de pengepolitiske beslutninger i euroområdet, men bidrager til koordineringen af pengepolitikken i de medlemslande, som endnu ikke har indført euroen, og til forberedelserne af den eventuelle udvidelse af euroområdet.

Uafhængighed

Der er gode grunde til, at opgaven med at fastholde prisstabilitet er blevet overdraget til en uafhængig centralbank, som ikke er underlagt et eventuelt politisk pres. I overensstemmelse med bestemmelserne i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab har Eurosystemet fuld uafhængighed i udførelsen af sine opgaver. Hverken ECB, de nationale centralbanker i Eurosystemet eller medlemmerne af deres besluttende organer må søge eller modtage instrukser fra andre organer. Fællesskabets institutioner og organer og medlemslandenes regeringer forpligter sig til at respektere dette princip og til ikke at søge at øve indflydelse på medlemmerne af ECB's eller de nationale centralbankers besluttende organer. Eurosystemet må heller ikke yde lån til fællesskabsorganer eller nationale offentlige enheder. Herved opnås en yderligere beskyttelse mod politisk indblanding. Eurosystemet råder over alle de værktøjer og kompetencer, der er nødvendige for at kunne føre en vellykket pengepolitik. Medlemmerne af ECB's besluttende organer har lange embedsperioder og kan kun afskediges, hvis de begår en alvorlig forseelse eller ikke er i stand til at udføre deres opgaver. ECB har sit eget budget, der er uafhængigt af Det Europæiske Fællesskabs budget. Herved holdes ECB's drift adskilt fra Fællesskabets finansielle interesser.

ECB's kapital

ECB's kapital kommer ikke fra Det Europæiske Fællesskab, men er tegnet og indbetalt af de nationale centralbanker. Hvor meget den enkelte nationale centralbank skal indskyde af kapital, afhænger af, hvor stor en andel det pågældende medlemslands bruttonationalprodukt (BNP) udgør af Den Europæiske Unions BNP.

5.3 ECBs PENGEPOLITISKE STRATEGI

GENERELLE PRINCIPPER

Det pengepolitiske mandat og den pengepolitiske opgave

Som tidligere omtalt står der i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, at Eurosystemets primære mål er at fastholde prisstabilitet i euroområdet. Den konkrete formulering i traktaten lyder: "Hovedmålet for ESCB er at fastholde prisstabilitet".

Den opgave, som ECB skal løse, kan beskrives således: Styrelsesrådet skal påvirke forholdene på pengemarkedet og herved niveauet for den korte rente for at sikre, at der fastholdes et stabilt prisniveau på mellemlangt sigt. Der gøres i det nedenstående rede for nogle af de vigtigste principper for en vellykket pengepolitik.

Pengepolitik bør skabe en fast forankring af inflationsforventningerne ...

For det første er pengepolitik betydeligt mere effektiv, hvis den skaber en fast forankring af inflationsforventningerne (se også afsnit 3.3). I denne henseende bør centralbankerne formulere deres mål samt uddybe og fastholde dem ved en konsekvent og systematisk metode til at føre

Pengepolitikken skal være fremadskuende ...

pengepolitik samt kommunikere klart og åbent. Dette er helt afgørende, hvis man vil opnå en høj troværdighed, som er en nødvendig forudsætning for at kunne påvirke forventningerne hos de økonomiske aktører.

... den skal være fremadskuende ...

For det andet medfører forsinkelserne i transmissionsmekanismen (se afsnit 4.3), at ændringer i pengepolitikken i dag først påvirker prisniveauet flere kvartaler eller år senere. Det betyder, at centralbankerne er nødt til at vurdere, hvilken pengepolitisk stilling der kræves for at fastholde prisstabilitet i fremtiden, dvs. efter at transmissionsmekanismen er tilendebragt. På denne måde er pengepolitikken nødt til at være fremadskuende.

... den skal fokusere på det mellemlange sigte ...

Da det på grund af transmissionsforsinkelsen ikke er muligt ved udformningen af pengepolitikken at modvirke uventede prisstød (fx som følge af ændringer i internationale varepriser eller afgiftsændringer) på kort sigt, er en vis volatilitet i inflationen uundgåelig (se også afsnit 4.4). Endvidere er der på grund af den pengepolitiske transmissionsmekanismes kompleksitet altid stor usikkerhed med hensyn til virkningerne af økonomiske stød og af pengepolitikken. Derfor bør pengepolitikken have et mellemlangt sigte for at undgå, at den ikke bliver for aktivistisk, og at realøkonomien ikke udsættes for unødvendig volatilitet.

... og den skal være bredt funderet

Endelig må ECB som enhver anden centralbank leve med en betydelig usikkerhed med hensyn til pålideligheden af økonomiske indikatorer, euroområdets økonomiske struktur og den pengepolitiske transmissionsmekanisme for blot at nævne nogle eksempler. En vellykket pengepolitik skal derfor være bredt funderet og tage højde for alle relevante informationer for at få klarlagt de faktorer, der ligger bag den økonomiske udvikling, og pengepolitikken kan ikke være afhængig af et mindre antal indikatorer eller en enkelt model af økonomien.

Strategiens rolle: omfattende rammer for pengepolitiske beslutninger

ECB har vedtaget og bekendtgjort en pengepolitisk strategi, som sikrer en sammenhængende og systematisk tilgang til pengepolitiske beslutninger. Strategien er en virkeliggørelse af ovennævnte generelle principper, hvorved centralbanken kan udføre sine opgaver. Formålet er at skabe omfattende rammer, inden for hvilke der kan træffes beslutninger om et passende niveau for den korte rente, og beslutningerne kan offentliggøres.

Hovedelementerne i ECB's pengepolitiske strategi

Det første element i ECB's pengepolitiske strategi er en kvantitativ definition på prisstabilitet. Endvidere opstiller strategien rammer, der skal sikre, at Styrelsesrådet vurderer alle relevante informationer og analyser, som er nødvendige for, at det kan træffe sine pengepolitiske beslutninger, således at prisstabiliteten fastholdes på mellemlangt sigt. De resterende afsnit i dette kapitel indeholder en grundig gennemgang af disse elementer.

PENGEPOLITIK

5.

Definitionen på prisstabilitet er en vejledning til offentligheden. Den gør det muligt for offentligheden at skabe sine egne forventninger til prisudviklingen.

DEN KVANTITATIVE DEFINITION PÅ PRISSTABILITET

Hovedmålet

Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet i euroområdet og således beskytte euroens købekraft. Som tidligere nævnt er den vigtigste måde, hvorved pengepolitikken kan bidrage til at opnå gunstige økonomiske forhold og et højt beskæftigelsesniveau, at sikre et stabil prisniveau. Såvel inflation som deflation kan have alvorlige økonomiske og sociale omkostninger for samfundet (jf. især afsnit 3.3). Uden at hovedmålet om prisstabilitet derved berøres, støtter Eurosystemet ligeledes de generelle økonomiske politikker i Det Europæiske Fællesskab. I henhold til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab handler Eurosystemet desuden i overensstemmelse med principperne om en åben markedsøkonomi.

ECB's definition på prisstabilitet

Selv om fastholdelse af prisstabilitet ifølge traktaten er ECB's klare hovedmål, indeholder traktaten ikke en nøjagtig definition. For at præcisere dette mål offentliggjorde Styrelsesrådet i 1998 følgende kvantitative definition: "Prisstabilitet defineres som en år-til-år stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet på under 2 pct. Prisstabilitet skal fastholdes på mellemlangt sigt". I 2003 præciserede Styrelsesrådet yderligere, at det inden for denne definition agter at fastholde en inflation på under, men "tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt".

Definitionen både forankrer inflationsforventningerne og øger ECB's gennemsigtighed og ansvarlighed

Der er flere forskellige grunde til, at Styrelsesrådet besluttede at offentliggøre en kvantitativ definition på prisstabilitet. For det første er definitionen med til at gøre de pengepolitiske rammer nemmere at forstå (dvs. gøre pengepolitikken mere åben), når Styrelsesrådet giver en fortolkning af det mål, der er opstillet i traktaten. For det andet udgør den en klar målestok, som gør offentligheden i stand til at drage ECB til ansvar. Såfremt prisudviklingen skulle afvige fra definitionen på prisstabilitet, ville ECB være nødt til at forklare disse afvigelser og gøre rede for, hvordan centralbanken agter at genskabe prisstabilitet inden for et acceptabelt tidsrum. Endelig er definitionen en vejledning til offentligheden, som derved får mulighed for at skabe sine egne forventninger til den fremtidige prisudvikling (se også boks 3.2).

Hvad indebærer definitionen?

Fokus på euroområdet som helhed

Definitionen på prisstabilitet indeholder flere interessante elementer. For det første gælder ECB's mandat hele euroområdet. Som følge heraf sigtes der med beslutninger om den fælles pengepolitik mod at opnå prisstabilitet i euroområdet som helhed. Det faktum, at der sættes fokus på euroområdet som et hele, er en naturlig følge af, at pengepolitikken i en monetær union kun kan styre det gennemsnitlige niveau for pengemarkedsrenten i området og således ikke kan fastsætte forskellige renter for forskellige regioner i euroområdet.

HICP

I definitionen nævnes også et bestemt prisindeks – nemlig det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet – der skal anvendes til at vurdere, om der er opnået prisstabilitet. Med anvendelsen af et bredt prisindeks bliver ECB's forpligtelse til helt og aldeles at sikre euroen mod udhuling af købekraft mere gennemsigtig (se også afsnit 3.2).

HICP, som offentliggøres af Eurostat, er det vigtigste redskab til at måle prisudviklingen i euroområdet. Indekset er harmoniseret for de forskellige lande i euroområdet, således at prisudviklingen kan måles på et sammenligneligt grundlag. HICP er det indeks, der bedst udtrykker ændringerne over en tidsperiode i prisen på en repræsentativ varekurv i euroområdet (se boks 5.3).

BOKS 5.3 INDSAMLING AF OG KARAKTERISTIKA VED HICP

Det begrebsmæssige arbejde i forbindelse med udarbejdelsen af HICP for euroområdet udføres af Europa-Kommissionen (Eurostat) i tæt samarbejde med de nationale statistikmyndigheder. ECB og dens forløber, EMI, har som de vigtigste brugere af HICP været meget involveret i dette arbejde. Eurostat har offentliggjort HICP siden januar 1995.

I henhold til vægtningen af forbrugsudgifter gældende for 2010 udgør varer 58 pct. og tjenesteydelser 42 pct. af HICP (se tabel nedenfor). Det samlede HICP's inddeling i komponenter gør det nemmere at se de forskellige økonomiske faktorer, der påvirker forbrugerprisudviklingen. Udviklingen i energipriskomponenten er fx tæt forbundet med udsving i oliepriserne. Fødevarepriser opdeles i forarbejdede og uforarbejdede fødevarer, fordi priserne på sidstnævnte i høj grad påvirkes af vejrforhold og årstider, mens disse faktorer har mindre indflydelse på prisen på forarbejdede fødevarer. Priserne på tjenesteydelser er igen inddelt i fem komponenter, der som følge af forskellige markedsforhold typisk fremviser forskelle i deres respektive udvikling.

Harmoniseringen af HICP og statistiske forbedringer rettet mod at gøre indekset mere nøjagtigt, pålideligt og aktuelt har gjort det til et prisindeks af høj kvalitet og international standard og en indikator, som er bredt sammenlignelig på tværs af landene. Der foretages dog stadig forbedringer på forskellige områder.

PENGEPOLITIK

5.

Grundene til, at der sigtes mod en inflation på under, men tæt på 2 pct.

Ved i definitionen at henvise til en "stigningstakt i HICP på under 2 pct." gøres det klart, at både inflation over 2 pct. og deflation (dvs. et faldende prisniveau) er uforenelig med definitionen på prisstabilitet. I denne henseende signalerer ECB's udtrykkelige formulering af målet om at fastholde inflationstakten under, men tæt på 2 pct. centralbankens forpligtelse til at sørge for en tilstrækkelig margin til, at risikoen for deflation undgås (se afsnit 3.1 samt boks 5.4).

TABEL: VÆGTNING AF DE VIGTIGSTE KOMPONENTER I HICP FOR EUROOMRÅDET GÆLDENDE FOR 2010

Samlet indeks	**100,0**
Varer	**58,0***
Uforarbejdede fødevarer	7,3
Forarbejdede fødevarer	11,9
Industrivarer ekskl. energi	29,3
Energi	9,6
Tjenesteydelser	**42,0**
Boligydelser	10,2
Transport	6,6
Kommunikation	3,3
Fritid og personlige tjenesteydelser	14,9
Diverse	7,1

* På grund af afrunding stemmer tallene ikke nødvendigvis overens. Kilde: Eurostat.

BOKS 5.4 EN SIKKERHEDSMARGIN MOD DEFLATION

Ved at henvise til en "stigningstakt i HICP på under, men tæt på 2 pct." indbygges der en sikkerhedsmargin mod deflation.

Selv om deflation medfører de samme omkostninger for økonomien som inflation, er det særlig vigtigt at undgå deflation, fordi den kan blive rodfæstet, når den først er indtrådt. Det skyldes, at nominelle renter ikke kan falde til under nul, da ingen normalt vil gå med til at låne andre penge, hvis man forventer at få færre penge tilbage efter en vis periode. I en tid med deflation vil centralbanken sandsynligvis ikke være i stand til at stimulere den samlede efterspørgsel tilstrækkeligt ved at ændre de pengepolitiske renter. Ethvert forsøg på at nedsætte den nominelle rente til under nul vil slå fejl, da ingen vil foretrække at yde lån eller foretage indskud til en negativ rente frem for en kontantbeholdning. Selv om nogle pengepolitiske tiltag stadig kan gennemføres, på trods af at den nominelle rente er nul, er det usikkert, hvor effektive disse alternative tiltag er. Derfor er det at foretrække, at der i pengepolitikken er indbygget en sikkerhedsmargin mod deflation.

Med "en stigningstakt i HICP på under, men tæt på 2 pct." som mål er der også taget højde for en mulig skævhed (bias) i målingen af HICP og for eventuelle konsekvenser af inflationsforskelle i euroområdet.

Det mellemlange sigte

Endelig er det et grundlæggende aspekt ved ECB's pengepolitik, at den sigter mod at fastholde prisstabilitet "på mellemlangt sigt". Som beskrevet ovenfor afspejler dette den fælles holdning, at pengepolitik ikke kan – og derfor ikke bør – finjustere udviklingen i priser eller inflation på kort sigt, dvs. nogle uger eller måneder (se også afsnit 4.4). Ændringer i pengepolitikken påvirker først priserne efter en vis tid, og den endelige påvirknings omfang er uvis. Dette indebærer, at pengepolitik ikke kan opveje alle uforudsete stød til prisniveauet. En vis volatilitet i inflationen er derfor uundgåelig.

BOKS 5.5 DET MELLEMLANGE SIGTE I ECBs PENGEPOLITIK

En økonomi kan hele tiden udsættes for stort set uforudsigelige stød, der også påvirker prisudviklingen. Samtidig kan pengepolitikken kun påvirke prisudviklingen med betydelige forsinkelser, som ikke er ensartede og, hvilket gælder de fleste økonomiske sammenhænge, er højst usikre. Det er derfor umuligt for en centralbank altid at holde inflationen på et specifikt niveau eller på meget kort tid at få den tilbage på det ønskede niveau. Derfor er pengepolitikken nødt til at have et fremadrettet perspektiv og kan kun fastholde prisstabilitet over en længere periode. Dette er baggrunden for ECB's mellemlange sigte.

Begrebet "mellemlangt sigt" er bevidst valgt for at bibeholde en vis fleksibilitet med hensyn til en præcis tidsramme. Dette bunder i den kendsgerning, at det ikke er tilrådeligt at fastlægge en nøjagtig tidshorisont for gennemførelsen af pengepolitikken på forhånd, eftersom transmissionsmekanismen spænder over et variabelt, uvist tidsrum. En uforholdsmæssig aggressiv pengepolitisk reaktion for på meget kort tid igen at opnå prisstabilitet risikerer i en sådan situation at medføre betydelige omkostninger i form af volatilitet i produktion og beskæftigelse, som på længere sigt også kan påvirke prisudviklingen. I sådanne tilfælde er det almindeligt anerkendt, at en gradvis pengepolitisk reaktion er velegnet både til at forhindre en unødig høj volatilitet i den reale aktivitet og til at fastholde prisstabilitet på længere sigt. Det mellemlange sigte giver derfor også ECB den nødvendige fleksibilitet til at reagere på en hensigtsmæssig måde på de forskellige økonomiske stød, som måtte komme. Samtidig burde der ikke herske tvivl om, at ECB ud fra et ex post-perspektiv kun kan drages til ansvar for inflationstendenserne.

PENGEPOLITIK

5.

Prisudviklingen påvirkes i høj grad af samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer, tjenesteydelser og produktionsfaktorer.

DE TO SØJLER I ECB'S PENGEPOLITISKE STRATEGI

Strategien med de to søjler er et instrument til at tilrettelægge informationer ...

Når ECB tilrettelægger, evaluerer og krydstjekker de informationer, der er relevante i forbindelse med vurderingen af de risici, der knytter sig til prisstabiliteten, tages der udgangspunkt i to analytiske perspektiver, som kaldes de to "søjler".

... baseret på to analytiske perspektiver ...

I ECB's strategi er de pengepolitiske beslutninger baseret på en omfattende analyse af de risici, der knytter sig til prisstabiliteten. Analysen foretages ud fra to perspektiver, der anvendes til at vurdere prisudviklingen, og som indbyrdes supplerer hinanden. Med det første perspektiv sigtes der mod at vurdere de faktorer, der er bestemmende for prisudviklingen på kort til mellemlangt sigt, med fokus på den reale aktivitet og de finansielle forhold i økonomien. Den tager højde for, at prisudviklingen inden for denne tidshorisont i høj grad påvirkes af samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer, tjenesteydelser og produktionsfaktorer (se også afsnit 4.4). ECB kalder denne analyse for den "økonomiske analyse". I det andet perspektiv, der omtales som den "monetære analyse", fokuseres på en længere tidshorisont ved at anvende sammenhængen på langt sigt mellem penge og priser. Det primære formål med den monetære analyse er – ud fra et mellemlangt til langt perspektiv – at krydstjekke de kort- til mellemsigtede indikationer til brug for pengepolitikken, der stammer fra den økonomiske analyse.

... som skal sikre, at ingen relevante informationer går tabt

Strategien med de to søjler skal sikre, at alle relevante informationer indgår i vurderingen af de risici, der knytter sig til prisstabiliteten, og at der lægges passende vægt på forskellige perspektiver og krydstjekket af information, så man får udformet en samlet vurdering af de risici, der knytter sig til prisstabiliteten. Strategien bygger på et princip om en bredt funderet analyse, som formidles til offentligheden, samt sikrer, at der træffes velfunderede beslutninger baseret på forskellige analytiske perspektiver.

DEN ØKONOMISKE ANALYSE

Analyse af de risici, der knytter sig til prisstabiliteten på kort og mellemlangt sigt ...

Den økonomiske analyse anvendes hovedsagelig til at vurdere den aktuelle økonomiske og finansielle udvikling og de risici, som udviklingen indebærer for prisstabiliteten på kort til mellemlangt sigt. De økonomiske og finansielle variabler, der indgår i analysen, omfatter fx udviklingen i den samlede produktion, den samlede efterspørgsel og komponenterne heraf, finanspolitik, kapital- og arbejdsmarkedsforhold, en lang række pris- og omkostningsindikatorer, udviklingen i valutakurserne, i den globale økonomi og i betalingsbalancen, de finansielle markeder og balancestillingerne for sektorerne i euroområdet. Alle disse faktorer gør det nemmere at vurdere dynamikken i den reale aktivitet og prisernes sandsynlige udvikling set i sammenhæng med samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer, tjenesteydelser og produktionsfaktorer over kortere tidshorisonter (se også afsnit 4.4).

BOKS 5.6 REALØKONOMISKE OG FINANSIELLE INDIKATORER

Inden for den økonomiske analyse fokuserer ECB hovedsagelig på at vurdere den aktuelle økonomiske og finansielle udvikling og de risici, som udviklingen indebærer for prisstabiliteten på kort til mellemlangt sigt.

Hvad angår analysen af realøkonomiske indikatorer, vurderer ECB regelmæssigt udviklingen i den samlede produktion, efterspørgsels- og arbejdsmarkedsforholdene, en lang række pris- og omkostningsindikatorer, finanspolitikken samt betalingsbalancen for euroområdet. Med hensyn til udviklingen i priser og omkostninger analyseres ud over HICP og dets komponenter fx prisudviklingen i industrisektoren, målt i producentpriser, idet ændringer i produktionsomkostninger kan slå igennem på forbrugerpriserne. Arbejdskraftsomkostninger, som er en vigtig del af de samlede produktionsomkostninger, kan have en betydelig indvirkning på prisdannelsen. Statistik over arbejdskraftomkostninger indeholder også informationer om euroområdets konkurrenceevne.

Indikatorer for produktion og efterspørgsel (nationalregnskaber, konjunkturstatistik over aktiviteten i industrien og servicesektoren, ordrer og kvalitative undersøgelsesdata) giver oplysninger om, hvor i konjunkturforløbet økonomien befinder sig, hvilket er relevant for analysen af udsigterne for prisudviklingen. Endvidere er data om arbejdsmarkedet (om beskæftigelse, ledighed, ledige stillinger og erhvervsfrekvens) vigtige for overvågningen af konjunkturudviklingen og vurderingen af strukturelle ændringer i den måde, euroområdets økonomi fungerer på. Desuden udgør den offentlige sektor en væsentlig del af den økonomiske aktivitet, og informationer om både finansielle og ikke-finansielle regnskaber for den offentlige sektor er af central betydning.

Betalingsbalancestatistik og udenrigshandelsstatistik indeholder informationer om udviklingen i eksport og import, hvilket kan have betydning for inflationspresset på grund af deres påvirkning af efterspørgslen. Med disse data er det også muligt at overvåge eksportpriserne, som på nuværende tidspunkt udtrykkes ved enhedsværdiindeks for eksport og import. Disse indeks gør det nemmere at vurdere, om valutakursudsving og ændringer i råvarepriser (fx olie) eventuelt påvirker importpriserne. Disse indikatorer er kort sagt en hjælp i vurderingen af udsving i den samlede efterspørgsel, det samlede udbud og kapacitetsudnyttelsesgraden.

Udviklingen i indikatorer for de finansielle markeder og aktivpriser overvåges også nøje. Bevægelser i aktivpriser kan påvirke prisudviklingen via indkomst- og formueeffekter. Husholdninger, der ejer aktier, bliver fx rigere, hvis aktiekurserne stiger, og de vælger måske at øge forbruget. Det vil øge forbrugsefterspørgslen og kan få det indenlandske inflationspres til at vokse. Hvis aktiekurserne derimod falder, vil husholdningerne sandsynligvis efterspørge mindre. En anden måde, hvorpå aktivpriserne kan påvirke den samlede efterspørgsel, er ved værdien af den sikkerhed, som giver låntagere mulighed for at optage flere lån og/eller mindske den risikopræmie, som långivere/pengeinstitutter kræver. Beslutninger om udlån er ofte i vidt omfang påvirket af værdien af sikkerhed. Hvis værdien af sikkerhed mindskes, bliver lån dyrere og kan endog være vanskelige at optage med det resultat, at forbruget og dermed efterspørgslen falder.

PENGEPOLITIK

5.

Aktivpriser og finansielle afkast kan også analyseres for at få informationer om de finansielle markeders forventninger, herunder forventningerne til den fremtidige prisudvikling. Fx afslører deltagerne på de finansielle markeder implicit deres forventninger til den fremtidige udvikling i realrenter og inflation, når de køber og sælger obligationer (se også boks 3.2). ECB kan ved hjælp af forskellige teknikker analysere finansielle priser og heraf udlede markedets implicitte forventninger til den fremtidige udvikling. Aktivmarkeder og således også aktivpriser er i sig selv fremadskuende. Ændringer i aktivpriser afspejler derfor hovedsagelig "nyheder" – informationer om udviklingen, som de finansielle markeder ikke havde forventet. På denne måde kan overvågning af aktivpriser være med til at identificere stød, som til stadighed rammer økonomien, navnlig stød i forhold til forventningerne om den fremtidige økonomiske udvikling. Ved at analysere finansielle markeder kan statistisk information om priser på finansielle aktiver fra forskellige kilder også vurderes. ECB indsamler desuden selv visse statistiske informationer.

Udviklingen i valutakursen overvåges ligeledes nøje for at vurdere følgerne for prisniveauet. Valutakursudsving har en direkte effekt på prisudviklingen, fordi de påvirker importpriserne. Selv om euroområdet er en relativt lukket økonomi sammenlignet med økonomierne i de enkelte medlemslande, påvirker importpriserne faktisk udviklingen i forbruger- og producentpriser i euroområdet. Ændringer i valutakursen kan også ændre priskonkurrenceevnen på internationale markeder for varer produceret i euroområdet og herved påvirke efterspørgslen og muligvis prisudsigterne.

... gør det nemmere at identificere stød ...

Der lægges i den økonomiske analyse stor vægt på behovet for at identificere de stød, der rammer økonomien, deres oprindelse og type, deres indvirkning på omkostninger og priser og udsigterne på kort og mellemlangt sigt til, at de breder sig til andre dele af økonomien. Fx er det ikke nødvendigvis hensigtsmæssigt at reagere med de samme pengepolitiske tiltag på stigende inflation, der skyldes en midlertidig stigning i olieprisen på verdensmarkedet, som på stigende inflation, der skyldes stigende arbejdskraftsomkostninger pga. lønstigninger, der ikke modsvares af vækst i produktiviteten. Førstnævnte situation medfører højst sandsynligt en forbigående, kortvarig inflationsstigning, som hurtigt kan vende. Et sådant stød udgør kun en lille trussel mod prisstabiliteten på mellemlangt sigt, medmindre det fører til højere inflationsforventninger. Hvis der er tale om for store lønstigninger, risikerer man, at der opstår en selvforstærkende spiral med højere omkostninger, højere priser og højere lønkrav til følge. For at undgå, at der opstår en sådan pris- og lønspiral, kan den bedste reaktion være en stærk pengepolitisk indsats for at bekræfte centralbankens forpligtelse til at fastholde prisstabilitet og således bidrage til at stabilisere inflationsforventningerne.

For at kunne træffe passende beslutninger er Styrelsesrådet nødt til at have et omfattende billede af den aktuelle økonomiske situation og må kende arten og omfanget af alle faktorer, der forstyrrer økonomien og derved truer prisstabiliteten.

... og omfatter makroøkonomiske fremskrivninger ...

I forbindelse med den økonomiske analyse spiller de makroøkonomiske fremskrivninger, som udarbejdes af Eurosystemets stab, en vigtig rolle. Disse fremskrivninger hjælper med til at strukturere og sammenfatte en stor del af de økonomiske data og sikre, at der er konsistens mellem forskellige kilder til økonomisk statistik. I denne henseende er de et vigtigt element, der er med til at forbedre vurderingen af de økonomiske udsigter og af udsvingene i inflationen på kort til mellemlangt sigt omkring den trendmæssige udvikling.

BOKS 5.7 MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET

Ordet "fremskrivninger" anvendes for at understrege, at de fremskrivninger, der offentliggøres, er resultatet af et scenario baseret på en række tekniske antagelser. Siden juni 2006 bygger Eurosystemets fremskrivninger således på den tekniske antagelse, at de korte markedsrenter bevæger sig parallelt med markedets forventninger, og at de ikke forbliver konstante i fremskrivningsperioden, som det tidligere blev antaget.

Selv om fremskrivninger ofte anvendes til at give de pengepolitiske beslutningstagere den bedst mulige information om mulige scenarier i fremtiden, betyder det ikke nødvendigvis, at scenarierne bliver til virkelighed. De makroøkonomiske fremskrivninger af inflationen, som er udarbejdet af Eurosystemets stab, må derfor på ingen måde opfattes, som om der sættes spørgsmålstegn ved Styrelsesrådets forpligtelse til at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt. Aktørerne i løn- og prisdannelsen (dvs. staten, virksomhederne og husholdningerne) bør forlade sig på ECB's kvantitative definition på prisstabilitet og navnlig målsætningen om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. som den bedste forudsigelse af prisudviklingen på mellemlangt og langt sigt.

Selv om stabens makroøkonomiske fremskrivninger spiller en vigtig rolle, har de visse begrænsninger. For det første afhænger den færdige fremskrivning i betydeligt omfang af de underliggende begrebsmæssige rammer og de anvendte teknikker. Enhver form for fremskrivning må nødvendigvis være en forenkling af virkeligheden og kan i visse tilfælde forbigå centrale spørgsmål, som er relevante for pengepolitikken. For det andet kan økonomiske fremskrivninger kun give en sammenfattet beskrivelse af økonomien og medtager således ikke alle relevante informationer. Fx er vigtige informationer som dem, der indgår i pengemængdemål, vanskelige at inddrage i de rammer, der anvendes ved udarbejdelsen af fremskrivningerne, eller informationerne kan ændre sig, efter at fremskrivningerne er færdige. For det tredje er det uundgåeligt, at fremskrivningerne indeholder eksperternes synspunkter, og der kan være gode grunde til ikke at være enig i visse synspunkter. For det fjerde er fremskrivningerne altid baseret på specifikke antagelser – fx vedrørende oliepriser eller valutakurser – som hurtigt kan ændre sig og gøre fremskrivningerne uaktuelle.

De makroøkonomiske fremskrivninger spiller således en vigtig rolle for ECB's pengepolitiske strategi, men de udgør ikke det eneste grundlag. Styrelsesrådet evaluerer dem sammen med andre informationer og analyser, som indgår i strategien med de to søjler. Der er fx tale om den monetære analyse og analyser af finansielle priser, enkeltindikatorer og prognoser fra andre institutioner. Styrelsesrådet påtager sig ikke ansvaret for fremskrivningerne og anvender heller ikke stabens fremskrivninger som det eneste redskab til at tilrettelægge og formidle sin vurdering.

PENGEPOLITIK

5.

DEN MONETÆRE ANALYSE

Pengemængden udgør et nominelt anker

ECB skiller pengemængden ud fra det sæt af udvalgte nøgleindikatorer, som overvåges og analyseres nøje. Beslutningen blev truffet i erkendelse af den tætte sammenhæng, der er mellem pengemængdevækst og inflation på mellemlangt til langt sigt (se også afsnit 4.5). Denne almindeligt anerkendte sammenhæng giver pengepolitikken et fast og troværdigt nominelt anker, der går ud over de tidshorisonter, der traditionelt har været anvendt til at udarbejde inflationsprognoser. At tildele pengemængden en fremtrædende rolle i strategien er således også et middel til at understøtte pengepolitikkens mellemlange sigte. Når en centralbanks pengepolitiske beslutninger og evalueringen af de medfølgende konsekvenser ikke kun baseres på de kortsigtede indikationer fra analysen af de økonomiske og finansielle forhold, men også på pengemængde- og likviditetshensyn, får centralbanken mulighed for at se ud over de forskellige støds midlertidige virkning og fristes ikke til at vælge en for aktivistisk kurs.

BOKS 5.8 PENGEMÆNGDEMÅL

Da mange forskellige finansielle aktiver er substituerbare, og da finansielle aktiver, transaktioner og betalingsmidler med tiden ændrer karakter og egenskaber, er det ikke altid klart, hvordan man skal definere pengemængden, og hvilke finansielle aktiver der skal indgå i et bestemt pengemængdemål. Centralbanker definerer og overvåger som regel flere pengemængdemål.

ECB's definitioner af pengemængdemål for euroområdet bygger på en harmoniseret definition på den pengeudstedende sektor og den pengeholdende sektor samt af harmoniserede kategorier af monetære finansielle institutioners (MFI'er) passiver. Den pengeudstedende sektor består af monetære finansielle institutioner, som er residenter i euroområdet. Den pengeholdende sektor består af alle ikke-monetære finansielle institutioner, som er residenter i euroområdet, undtagen sektoren statslig forvaltning og service.

På grundlag af begrebsmæssige overvejelser og empiriske undersøgelser og i overensstemmelse med international praksis har Eurosystemet defineret et snævert (M1), et "mellembredt" (M2) og et bredt (M3) pengemængdemål. De tre pengemængdemål adskiller sig fra hinanden, for så vidt angår de medtagne aktivers likviditetsgrad.

M1 afgrænses til seddel- og møntomløbet samt mellemværender, der umiddelbart kan konverteres til sedler og mønt eller bruges til kontantløse betalinger, fx indlån på anfordringskonti.

M2 omfatter M1 samt indlån med en aftalt løbetid på op til to år eller med et opsigelsesvarsel på op til tre måneder. Disse indlån kan konverteres til komponenter i det snævre pengemængdemål, dog med visse begrænsninger, fx forudgående meddelelse, strafgebyr og gebyr.

M3 omfatter M2 samt visse omsættelige aktiver udstedt af monetære finansielle institutioner, som er residenter. Disse omsættelige aktiver omfatter genkøbsforretninger, andele i pengemarkedsforeninger og gældsinstrumenter med en løbetid på op til to år (herunder pengemarkedspapirer). Disse instrumenter har en høj likviditetsgrad og prissikkerhed, så de er nære substitutter for indskud. Da disse aktiver indgår i pengemængdemålet, påvirkes M3 mindre af substitution mellem forskellige likvide aktiver end de snævre pengemængdemål og er mere stabilt.

Beholdninger af likvide aktiver denomineret i udenlandsk valuta og tilhørende residenter i euroområdet kan være nære substitutter for eurodenominerede aktiver. Sådanne aktiver indgår derfor i pengemængdemålene, hvis de holdes hos monetære finansielle institutioner i euroområdet.

Referenceværdien for pengemængdevækst

For at tilkendegive sin målsætning om at udføre en monetær analyse har ECB offentliggjort en referenceværdi for det brede pengemængdemål, M3 (se boks 5.9), som også tjener som referencepunkt for vurderingen af udviklingen i pengemængden.

BOKS 5.9 ECB'S REFERENCEVÆRDI FOR PENGEMÆNGDEVÆKST

For at signalere, at pengemængden er tildelt en fremtrædende rolle i ECB's strategi, er der offentliggjort en referenceværdi for væksten i det brede pengemængdemål, M3. Valget af M3 er baseret på dokumentation, der understøttet af flere empiriske studier peger på, at dette pengemængdemål besidder de ønskede egenskaber for en stabil pengeefterspørgsel og egenskaber som ledende indikator for den fremtidige prisudvikling i euroområdet. Referenceværdien for M3-væksten er udledt på en sådan måde, at den er forenelig med målet om prisstabilitet. En stor eller langvarig afvigelse i pengemængdevæksten i forhold til referenceværdien er under normale omstændigheder tegn på, at prisstabiliteten er truet på mellemlangt sigt.

Referenceværdien er udledt på grundlag af forholdet mellem (ændringer i) pengemængdevæksten (**ΔM**), inflationen (**ΔP**), væksten i realt BNP (**ΔYR**) og omløbshastigheden (**ΔV**). I henhold til denne definition, som er almindeligt kendt som "kvantitetsligningen", er ændringen i pengemængden i en økonomi lig med ændringen i nominelle transaktioner (tilnærmelsesvist udtrykt ved ændringen i realt BNP plus ændringen i inflation) minus ændringen i omløbshastighed (se også boks 4.3). Omløbshastigheden kan defineres som den hastighed, hvormed penge overføres mellem forskellige pengeindehavere, og den fastsætter således, hvor mange penge der skal til for at holde et bestemt nominelt transaktionsniveau.

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

Referenceværdien er udledt under iagttagelse af definitionen på prisstabilitet som en årlig stigning i HICP for euroområdet på under 2 pct. Der er ved udledningen af referenceværdien desuden taget højde for antagelser for den potentielle vækst og trenden for omløbshastigheden i M3 på mellemlangt sigt. I 1998 blev den trendmæssige potentielle vækst på mellemlangt sigt i det reale BNP for euroområdet antaget at være 2-2 ½ pct. p.a. i overensstemmelse med skøn fra både internationale organisationer og ECB. Forskellige metoder er blevet taget i brug for at nå frem til antagelsen for omløbshastigheden, hvor der tages højde for simple tendenser (med kun én variabel) såvel som informationer fra mere komplekse pengeefterspørgselsmodeller. Alt i alt pegede resultaterne af disse modeller på et fald i M3-omløbshastigheden på ½-1 pct. p.a. På grundlag af disse antagelser satte Styrelsesrådet i december 1998 ECB's referenceværdi til 4 ½ pct. p.a., og den er ikke blevet ændret siden. Styrelsesrådet overvåger løbende, om de betingelser og antagelser, der ligger til grund for referenceværdien, stadig er gældende, og oplyser om ændringer i de underliggende antagelser, så snart det er nødvendigt.

PENGEPOLITIK

Denne referenceværdi (der i 1998 blev sat til 4½pct.) henviser til den årlige vækstrate i M3, som anses for at være forenelig med prisstabilitet på mellemlangt sigt. Referenceværdien tjener derfor som referencepunkt for analysen af informationsindholdet i den monetære udvikling i euroområdet. På grund af det mellemlange til lange monetære perspektiv er der imidlertid ikke nogen direkte forbindelse mellem udviklingen i pengemængden på kort sigt og de pengepolitiske beslutninger. De pengepolitiske myndigheder vil derfor ikke reagere mekanisk, når og hvis M3-væksten afviger fra referenceværdien.

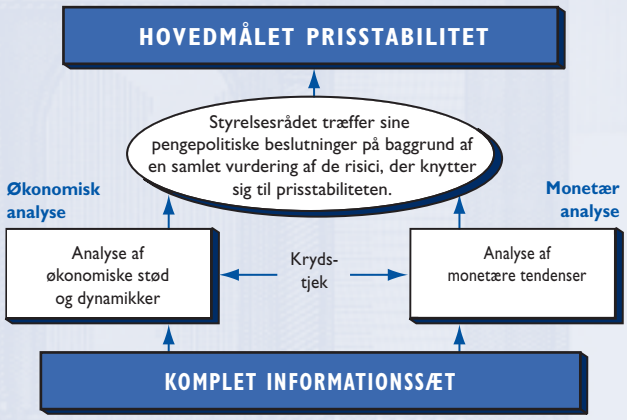
Analysen af særlige faktorer

Dette skyldes bl.a., at den monetære udvikling til tider også kan være påvirket af "særlige" faktorer, som bunder i institutionelle ændringer, fx ændringer i beskatningen af renteindtægter eller kursgevinster. Disse særlige faktorer kan forårsage ændringer i pengebeholdninger, idet husholdningerne og virksomhederne vil reagere på ændringer, der har betydning for, hvor attraktive pengeinstitutindskud, som indgår i definitionen af M3, er i forhold til alternative finansielle aktiver. Vækst i pengemængden forårsaget af disse særlige faktorer kan dog være mindre informativ med hensyn til den langsigtede prisudvikling. Derfor forsøger man i ECB's monetære analyse at fokusere på underliggende monetære tendenser ved at medtage en detaljeret vurdering af særlige faktorer og andre stød, som kan påvirke pengeefterspørgslen.

KRYDSTJEK AF INFORMATIONER FRA DE TO SØJLER

Når Styrelsesrådet træffer beslutninger om en passende pengepolitik, gør strategien med de to søjler det muligt at krydstjekke informationerne fra den mere kortsigtede økonomiske analyse med informationerne fra den mere langsigtede monetære analyse. Som der er gjort rede for ovenfor, sikrer krydstjekket, at vigtige informationer, der er relevante for vurderingen af den fremtidige prisudvikling, ikke overses. Komplementariteten mellem de to søjler udnyttes fuldt ud, da det er den bedste måde til at sikre, at alle informationer, som er relevante for vurderingen af prisudviklingen, anvendes bedst muligt. Dette medvirker positivt til både beslutningsprocessen og formidlingen af de pengepolitiske beslutninger (se nedenstående figur). Denne fremgangsmåde mindsker risikoen for fejl, som skyldes, at man overvejende har baseret pengepolitikken på en enkelt indikator, prognose eller model. Ved at anvende en bredt baseret tilgang til fortolkningen af de økonomiske forhold er ECB's strategi sigtet mod at anvende en robust pengepolitik i en situation præget af usikkerhed.

FIGUR ECB'S STABILITETSORIENTEREDE PENGEPOLITISKE STRATEGI



Kilde: Den Europæiske Centralbank, The monetary policy of the ECB, 2004, s. 66.

ÅBENHED OG OPLYSNINGSPLIGT

Traktatens krav om aflæggelse af beretning

For at fastholde sin troværdighed skal en uafhængig centralbank være åben og i et klart sprog orientere om baggrunden for dens handlinger. Den skal også stå til ansvar over for demokratiske institutioner. Uden at gøre indgreb i ECB's uafhængighed pålægger traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab ECB en klar forpligtelse til at aflægge beretning.

ECB skal udarbejde en årsberetning om sine aktiviteter og om pengepolitikken i det foregående og indeværende år, som skal forelægges Europa-Parlamentet, Rådet, Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råd. Europa-Parlamentet kan derefter foranstalte en generel drøftelse af ECB's årsberetning. Formanden for ECB og de øvrige medlemmer af Direktionen kan på anmodning af Europa-Parlamentet eller på eget initiativ fremlægge deres synspunkter for Europa-Parlamentets kompetente udvalg. Disse høringer finder normalt sted hvert kvartal.

ECB skal endvidere offentliggøre beretninger om ESCB's aktiviteter mindst en gang i kvartalet. Endelig skal ECB hver uge offentliggøre en konsolideret balance for Eurosystemet, som viser Eurosystemets monetære og finansielle transaktioner i den foregående uge.

ECB's kommunikationsaktiviteter

ECB har rent faktisk forpligtet sig til at gå videre end til blot at opfylde de krav om aflæggelse af beretning, som er fastlagt i traktaten. Et eksempel på denne vidtgående forpligtelse er, at formanden gør rede for baggrunden for Styrelsesrådets beslutninger på en pressekonference, der holdes umiddelbart efter Styrelsesrådets første møde hver måned. I ECB's månedsoversigt uddybes Styrelsesrådets syn på den økonomiske situation og udsigterne for prisudviklingen.[12]

Forholdet til EU-organer

Europa-Kommissionen har ret til at lade et kommissionsmedlem deltage i Styrelsesrådets og Det Generelle Råds møder, dog uden stemmeret. Kommissionen er som regel repræsenteret af kommissæren for økonomiske og monetære anliggender.

ECB's forhold til EU-Rådet indebærer gensidig repræsentation. Formanden for EU-Rådet inviteres til at deltage i Styrelsesrådets og Det Generelle Råds møder. Han kan stille forslag til behandling i Styrelsesrådet, men har ikke stemmeret. Tilsvarende inviteres formanden for ECB til at deltage i Rådets møder, når det drøfter spørgsmål, som vedrører ESCB's mål og opgaver. Ud over de officielle og uformelle møder i Ecofin-Rådet (som består af EU's økonomi- og finansministre) deltager formanden også i møder i Eurogruppen (hvor eurolandenes økonomi- og finansministre mødes).

ECB er ligeledes repræsenteret i Det Økonomiske og Finansielle Udvalg, som er et rådgivende fællesskabsorgan, der behandler en bred vifte af økonomiske spørgsmål på europæisk plan.

12 ECB's publikationer udleveres gratis efter anmodning og kan desuden ses på ECB's websted (www.ecb.europa.eu), hvor der også er link til EU's nationale centralbankers websteder.

PENGEPOLITIK

5.

5.4 OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS OPERATIONELLE RAMMER

De operationelle rammer

Som tidligere nævnt træffer Styrelsesrådet beslutning om niveauet for ECB's officielle renter. ECB er afhængig af pengeinstitutternes rolle som mellemled, for at disse renter kan slå igennem på virksomheds- og forbrugerniveau. Når ECB ændrer vilkårene for sine ind- og udlån til pengeinstitutterne, vil de vilkår, som disse tilbyder deres erhvervs- og privatkunder, sandsynligvis også blive ændret. Den række redskaber og procedurer, som Eurosystemet råder over til at udføre pengepolitiske operationer i pengeinstitutsektoren og herved indlede den proces, hvormed disse vilkår transmitteres til husholdninger og virksomheder, kaldes de operationelle rammer.

De vigtigste instrumentkategorier

Generelt set har pengeinstitutterne i euroområdet – dels på grund af deres behov for pengesedler, dels fordi ECB kræver, at de deponerer et beløb på en konto i deres nationale centralbank – et behov for likviditet og er afhængig af refinansiering fra Eurosystemet. I denne sammenhæng optræder Eurosystemet som udbyder af likviditet og hjælper – via dets operationelle rammer – pengeinstitutterne med at få opfyldt deres likviditetsbehov på en problemfri og velorganiseret måde.

Eurosystemets operationelle rammer består af tre hovedelementer. For det første forvalter ECB reserveforholdene på pengemarkedet og styrer pengemarkedsrenten ved gennem markedsoperationer at tilføre pengeinstitutterne reserver, så de kan opfylde deres likviditetsbehov. For det andet tilbydes pengeinstitutterne to stående faciliteter kaldet den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten, som giver mulighed for dag-til-dag udlån eller indlån under særlige omstændigheder. Pengeinstitutterne har adgang til faciliteterne på eget initiativ, selv om udlån via den marginale udlånsfacilitet skal ske mod godkendt sikkerhed. For det tredje øger reservekrav pengeinstitutternes likviditetsbehov. Da reservekravet er udformet således, at det skal være opfyldt i gennemsnit over en periode på en måned, kan det også fungere som stødpude mod midlertidige likviditetsstød på pengemarkedet og derved reducere udsving i den korte rente.

Markedsoperationer

Markedsoperationerne – det første element i de operationelle rammer – udføres decentralt. ECB koordinerer operationerne, men transaktionerne udføres af de nationale centralbanker. Den ugentlige primære markedsoperation er et centralt element i ECB's gennemførelse af pengepolitikken. Den officielle rente, som fastsættes for disse operationer, signalerer den pengepolitiske stilling, som Styrelsesrådet har besluttet. De mere langfristede markedsoperationer er også likviditetstilførende transaktioner, men gennemføres hver måned og har en løbetid på tre måneder. Finjusterende operationer udføres efter behov for at udjævne den effekt, som uventede likviditetsudsving eller ekstraordinære begivenheder kan have på renterne.

ECB har forpligtet sig til at gå videre end blot at opfylde de krav om aflæggelse af beretning, som er fastlagt i traktaten.

Når ECB ændrer sine ind- og udlånsvilkår for pengeinstitutterne, vil de vilkår, som disse tilbyder deres erhvervs- og privatkunder, sandsynligvis også blive ændret.

Kriterierne for at blive godkendt som modpart i ECB's operationer er meget brede. I princippet kan alle kreditinstitutter med hjemsted i euroområdet få adgang hertil. Et hvilken som helst pengeinstitut kan blive modpart, hvis det er underlagt ECB's reservekrav, er økonomisk velfunderet og opfylder en række konkrete kriterier, således at det kan deltage i operationer med ECB. Både de brede modpartskriterier og de decentraliserede operationer er formuleret således, at der sikres ens behandling af alle kreditinstitutter i hele euroområdet – så de kan deltage i de operationer, der udføres af ECB – og de bidrager til et integreret primært pengemarked.

ECB's markedsoperationer udføres som genkøbsforretninger ("repoer") eller som lån mod sikkerhed. I begge tilfælde yder ECB kortfristede lån mod tilstrækkelig sikkerhed. Listen over sikkerhed, som er godkendt til operationerne, er meget lang og omfatter bl.a. gældsinstrumenter i den offentlige og private sektor, hvorved der sikres et tilstrækkeligt sikkerhedsgrundlag for modparter i eurolandene. Endvidere kan belånbare aktiver anvendes på tværs af landegrænserne. ECB's markedsoperationer tilrettelægges som auktioner for at sikre en gennemsigtig og effektiv fordeling af likviditet på det primære marked.

En altovervejende egenskab ved de operationelle rammer er, at de er baserede på et selvregulerende marked, hvor centralbanken sjældent blander sig. Centralbankens interventioner på pengemarkedet er generelt set begrænset til de primære markedsoperationer, der udføres én gang om ugen, og de langt mindre langfristede markedsoperationer, som finder sted én gang om måneden. Finjusterende operationer har været ret sjældne i de første år, hvor ECB har eksisteret.

Stående faciliteter og reservekrav

De to større redskaber, som supplerer markedsoperationerne, nemlig de stående faciliteter og reservekravet, anvendes hovedsagelig for at begrænse udsving i den korte rente.

Renten på de stående faciliteter er normalt betydeligt mindre attraktiv end renten på interbankmarkedet (±1 procentpoint fra renten på de primære markedsoperationer). Dette giver pengeinstitutterne et vigtigt incitament til at udføre operationer på markedet og kun anvende stående faciliteter, når andre markedsalternativer er opbrugt. Da pengeinstitutterne altid har adgang til stående faciliteter, udgør renterne på de to stående faciliteter den øvre og nedre grænse ved markedsarbitrage for dag-til-dag markedsrenten (den såkaldte "Eonia"). De to renter fastsætter således den korridor, som Eonia kan svinge indenfor. I denne sammenhæng bør korridorens bredde tilskynde til anvendelse af markedet. Dette tilfører pengemarkedet en vigtig struktur, som begrænser udsving i de meget korte markedsrenter (se nedenstående figur).

Et pengeinstituts reservekrav opgøres som en andel af dens reservekravsgrundlag, som er en række passiver på dens balance (indlån, gældsinstrumenter og pengemarkedspapirer med en løbetid på under to år).

PENGEPOLITIK

5.

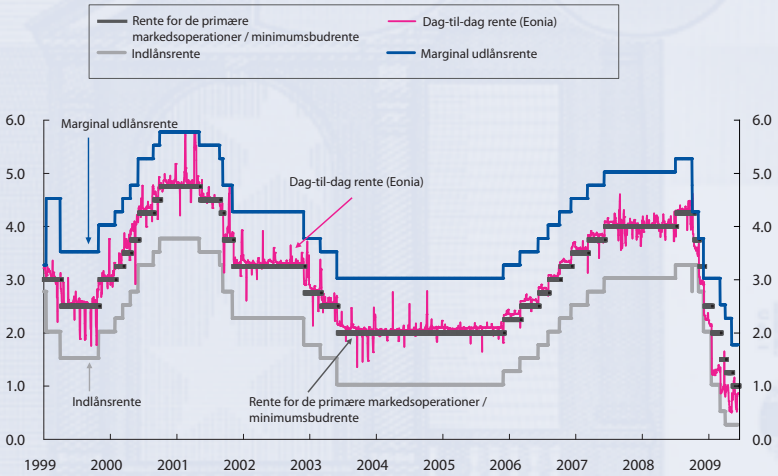
En vigtig egenskab ved rammerne er, at de er baserede på et selvregulerende marked, hvor centralbanken sjældent blander sig.

Reservekravssystemet angiver kravet til pengeinstitutternes mindsteindestående på anfordringskonti i deres nationale centralbank. Om kravene er opfyldt, bestemmes ud fra gennemsnittet af de daglige balancer i en periode på ca. en måned ("reservekravsperioden"). Gennemsnitsfaciliteten giver pengeinstitutterne tidsmæssig fleksibilitet med hensyn til forvaltningen af reserver i reservekravsperioden. Det er ikke nødvendigt straks at rette op på midlertidige ubalancer i likviditeten, og udsving i dag-til-dag renten kan udjævnes (hvis fx dag-til-dag renten er højere end den rente, som forventes senere i reservekravsperioden, kan pengeinstitutterne opnå en indtjening ved udlån på markedet og udsætte opfyldelsen af reservekravet til senere i perioden. Denne justering af det daglige reservekrav er med til at stabilisere renterne).

De krævede reserver forrentes med den gennemsnitlige auktionsrente ved de primære markedsoperationer i reservekravsperioden. Denne rente er stort set identisk med den gennemsnitlige rente på interbankmarkedet for samme løbetid. Reserver på pengeinstitutternes anfordringskonti ud over det månedlige krav forrentes ikke. Dette giver pengeinstitutterne et incitament til at forvalte deres reserver aktivt på markedet. Samtidig undgår man med forrentningen af de krævede reserver risikoen for, at reservekravet bliver en byrde for pengeinstitutterne eller hindrer en effektiv fordeling af finansielle resurser.

De krævede reserver fungerer som en stødpude mod likviditetsstød. Udsving i reserverne omkring det krævede niveau kan absorbere likviditetsstød, uden at det får nogen større indvirkning på markedsrenterne. Derfor er der ikke noget særlig stort behov for, at centralbanken intervenerer ekstraordinært på pengemarkedet for at stabilisere markedsrenterne.

FIGUR ECB'S RENTER OG PENGEMARKEDSRENTER



Kilde: ECB. Sidste observation: 16. juni 2009.

ORDLISTE

Byttehandel
Udveksling af varer og tjenesteydelser med andre varer og tjenesteydelser uden anvendelse af penge som betalingsmiddel. Kan normalt kun finde sted, hvor der er et gensidigt sammenfaldende behov for de varer og/eller tjenesteydelser, der byttes med.

Deflation
Et vedvarende fald i det generelle prisniveau, fx målt ved et forbrugerprisindeks.

Direktionen
Et af ECB's besluttende organer. Den består af formanden og næstformanden for ECB og fire menige medlemmer, der udnævnes af stats- og regeringscheferne i de lande, der har indført euroen.

Euroområdet
Euroområdet udgøres af de EU-lande, der har indført euroen som fælles valuta.

Europæiske Centralbank (ECB), Den
ECB, der indledte sit virke den 1. juni 1998, har hovedsæde i Frankfurt am Main, Tyskland. ECB har en central placering i Eurosystemet.

Europæiske System af Centralbanker (ESCB), Det
ESCB består af ECB og de nationale centralbanker i alle EU-lande, uanset om de har indført euroen eller ej.

Eurosystemet
ECB og de nationale centralbanker i de EU-lande, som har indført euroen.

Forbrugerprisindeks
Udregnes månedligt ved hjælp af en såkaldt "varekurv". I euroområdet anvendes HICP, det harmoniserede forbrugerprisindeks. Den statistiske metode, der anvendes til beregningen af indekset, er harmoniseret i alle lande.

Generelle Råd, Det
Et af ECB's besluttende organer. Det består af formanden og næstformanden for ECB og centralbankcheferne i alle EU-landene.

Inflation
En vedvarende stigning i det generelle prisniveau, fx målt ved et forbrugerprisindeks.

Pengebase
I euroområdet består pengebasen af sedler og mønter i omløb, modparternes indeståender på reservekonti i Eurosystemet og de indskud, der er foretaget via Eurosystemets indlånsfacilitet. Disse poster opføres som passiver på Eurosystemets balance. Reserver kan yderligere opdeles i reservekrav og reserveoverskud. Inden for Eurosystemets reservekravssystem er modparterne forpligtede til at deponere likvide midler i deres nationale centralbank. Ud over disse

reservekravsindeståender har kreditinstitutterne normalt kun en mindre frivillig overskudsreserve i Eurosystemet.

Pengepolitisk strategi
Den overordnede strategi, der anvendes til gennemførelsen af pengepolitikken. ECB's pengepolitiske strategi består først og fremmest af en kvantitativ definition på hovedmålet om prisstabilitet og en analytisk ramme baseret på to søjler: den økonomiske analyse og den monetære analyse. Strategien bygger endvidere på generelle principper for gennemførelsen af pengepolitikken, fx det mellemlange sigte. Den udgør grundlaget for Styrelsesrådets overordnede vurdering af de risici, der knytter sig til prisstabiliteten, og de pengepolitiske beslutninger. Strategien giver også et udgangspunkt for at kunne forklare de pengepolitiske beslutninger for offentligheden.

Pengepolitiske transmissionsmekanisme, Den
Den proces, gennem hvilken de pengepolitiske beslutninger påvirker økonomien i almindelighed og prisniveauet i særdeleshed.

Prisstabilitet
Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet. Styrelsesrådet, der er ECB's øverste besluttende organ, har defineret prisstabilitet som en år-til-år stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet på under 2 pct. Styrelsesrådet har endvidere præciseret, at det inden for denne definition tilstræber at fastholde inflationstakten på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Rente
Den procentdel, som man får udbetalt ekstra, hvis man låner sine penge ud til andre (eller indsætter dem på en bankkonto), eller den procentdel, som man skal betale ekstra (ud over det lån, man har optaget), hvis man låner penge.

Styrelsesrådet
ECB's øverste besluttende organ. Det består af de seks medlemmer af ECB's direktion og af cheferne for de nationale centralbanker i de EU-lande, der har indført euroen.

LITTERATURFORTEGNELSE

Bordo, M. D. og **B. Eichengreen:** A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform, The University of Chicago Press, 1993.

Davies, G.: A History of Money: From Ancient Times to the Present Day, University of Wales Press, Cardiff, 1994.

Den Europæiske Centralbank: A stability-oriented monetary policy for the ESCB, ECB-Pressemeddelelse, 13. oktober 1998, http://www.ecb.europa.eu.

Den Europæiske Centralbank: The quantitative reference value for monetary growth, ECB-Pressemeddelelse, 1. december 1998, http://www.ecb.europa.eu.

Den Europæiske Centralbank: Eurosystemets stabilitetsorienterende pengepolitiske strategi, Månedsoversigten, januar 1999.

Den Europæiske Centralbank: Pengemængdemål for euroområdet og deres rolle i analysen af prisudviklingen i euroområdet, Månedsoversigten, februar 1999.

Den Europæiske Centralbank: Rammerne for Eurosystemets operationer: Beskrivelse og indledende vurdering, Månedsoversigten, maj 1999.

Den Europæiske Centralbank: Gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten, Månedsoversigten, maj 1999.

Den Europæiske Centralbank: De institutionelle rammer for Det Europæiske System af Centralbanker, Månedsoversigten, juli 1999.

Den Europæiske Centralbank: Den pengepolitiske transmission i euroområdet, Månedsoversigten, juli 2000.

Den Europæiske Centralbank: De to søjler i ECB's pengepolitiske strategi, Månedsoversigten, november 2000.

Den Europæiske Centralbank: Spørgsmål i forbindelse med udviklingen inden for elektroniske penge, Månedsoversigten, november 2000.

Den Europæiske Centralbank: Eurosystemet og EU's udvidelsesproces, Månedsoversigten, februar 2000.

Den Europæiske Centralbank: Tilrettelæggelse af pengepolitik under usikkerhed, Månedsoversigten, januar 2001.

Den Europæiske Centralbank: Rammer og redskaber i forbindelse med monetær analyse, Månedsoversigten, maj 2001.

Den Europæiske Centralbank: Mål for den underliggende inflation i euroområdet, Månedsoversigten, juli 2001.

Den Europæiske Centralbank: Aspekter vedrørende regler for pengepolitikken, Månedsoversigten, oktober 2001.

Den Europæiske Centralbank: The monetary policy of the ECB, 2001.

Den Europæiske Centralbank: Monetary analysis: tools and applications, 2001, http://www.ecb.europa.eu.

Den Europæiske Centralbank: List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, 2002, http://www.ecb.europa.eu.

Den Europæiske Centralbank: Udvidelse af balance- og rentestatistikken for MFI-sektoren, Månedsoversigten, april 2002.

Den Europæiske Centralbank: Eurosystemets dialog med EU-tiltrædelseslandene, Månedsoversigten, juli 2002.

Den Europæiske Centralbank: ECB's ansvarlighed, Månedsoversigten, november 2002.

Den Europæiske Centralbank: Gennemsigtighed i ECB's pengepolitik, Månedsoversigten, november 2002.

Den Europæiske Centralbank: Forbedring af de operationelle rammer for pengepolitikken, ECB-Pressemeddelelse, 23. januar 2003.

Den Europæiske Centralbank: Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, 2003, http://www.ecb.europa.eu.

Den Europæiske Centralbank: Resultatet af ECB's evaluering af den pengepolitiske strategi, Månedsoversigten, juni 2003.

Den Europæiske Centralbank: Foranstaltninger til forbedring af Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse, Offentlig Høring, 11. juni 2003, http://www.ecb.europa.eu.

Den Europæiske Centralbank: Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, september 2003.

Den Europæiske Centralbank: The monetary policy of the ECB, 2004, http://www.ecb.europa.eu.

Den Europæiske Centralbank: Konvergensrapport, maj 2006, http://www.ecb.europa.eu.

Det Europæiske Monetære Institut: The single monetary policy in Stage Three: specification of the operational framework, januar 1997.

Det Europæiske Monetære Institut: The single monetary policy in Stage Three – general documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, september 1998, http://www.ecb.europa.eu.

Issing, O.: Geschichte der Nationalökonomie, Vahlen Verlag, 1994.

Issing, O.: Einführung in die Geldtheorie, 14. udg., Vahlen Verlag, 2007.

Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni og **O. Tristani:** Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank, Cambridge University Press, 2001.

McCandless, G. T. og W.E. Weber: Some Monetary Facts, Federal Reserve of Minneapolis Review, Vol. 19, No. 3, 1995, s. 2-11.

Papademos, L., The contribution of monetary policy to economic growth. Tale ved 31st Economics Conference, Wien, 12. juni 2003, http://www.ecb.europa.eu.

Papademos, L., Policy-making in the EU: strategies, rules and discretion. Tale i Banco de España, Madrid, 19. april 2004, http://www.ecb.europa.eu.

Scheller, H.-P.: Den Europæiske Centralbank - Historie, rolle og opgaver, 2006.

Trichet, J.-C., Key issues for monetary policy: an ECB view, Keynote address at the National Association of Business Economics, Philadelphia, 5. oktober 2004, http://www.ecb.europa.eu.

Trichet, J.-C., A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth. Tale i anledning af UNICE Competitiveness Day, Bruxelles, 9. december 2004, http://www.ecb.europa.eu.

© Den Europæiske Centralbank, 2011

Adresse Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Tyskland

Postadresse Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Tyskland

Telefon +49 69 1344-0

Fax +49 69 1344-6000

Websted http://www.ecb.europa.eu

Forfatter Dieter Gerdesmeier

Design Alexander Weiler,
Visuelle Kommunikation, Hünstetten
Tyskland

Fotos Andreas Pangerl, Corbis, European Central Bank,
Image Source, Jane M. Sawyer, Photos.com

Alle rettigheder forbeholdes.
Kopiering af materialet er tilladt til uddannelsesmæssige eller ikke-erhvervsmæssige formål, forudsat at kilden udtrykkeligt anføres.

ISBN (online) 978-92-899-0687-6

DA