

Evrakerfið: einkenni, stofnanir og stefna

Evrusvæðið varð til sem næststærsta myntsvæði heimsins í byrjun þessa árs þegar ellefu þjóðir læstu saman gengi gjaldmiðla sinna og Seðlabanki Evrópu tók við stjórn peningamála þeirra. Peningastefna evrusvæðisins mun skipta miklu máli fyrir Íslendinga vegna vægis landa á svæðinu í heimsbúskapnum og sterkra efnahagslegra tengsla Íslands við svæðið. Í þessari grein er fjallað um efnahagsleg megin-einkenni og umgjörð peningamála á evrusvæðinu. Í fyrsta hluta er fjallað um efnahagsleg einkenni svæðisins, í öðrum hluta um stofnanaumgjörð peningamála, í þeim þriðja um peningastefnu Seðlabanka Evrópu og að lokum um þau stjórnæki sem bankinn hefur ákveðið að nota.

1. Evrusvæðið og einkenni þess

Evrusvæðið er annað stærsta myntsvæði heims, á eftir Bandaríkjunum, ef litið er til samanlagðrar landsframleiðslu aðildarríkjanna. Þar eru framleidd um 15% heimsframleiðslunnar. Íbúar svæðisins eru fleiri en Bandaríkjamenn eða tæplega 300 milljónir. Í töflu 1 á næstu blaðsíðu eru nokkur auðkenni evrusvæðisins dregin fram og þau borin saman við Bandaríkin og Japan. Lesendum til frekari glöggvunar eru þar einnig birtar samsvarandi kennitölur fyrir Ísland þótt ekki sé fjallað frekar um það í greininni.

Framleiðsla og utanríkisviðskipti

Evrusvæðið ber öll helstu einkenni þróaðs hagkerfis. Framleiðsla í landbúnaði er aðeins um 2% af vergri landsframleiðslu (VLF). Tveir þriðju hlutar VLF verða til í þjónustugeiranum og afgangurinn í iðnaði. Þungamiðja evrusvæðisins eru hagkerfi Þýskalands, Frakklands, Norður-Ítalíu og Benelux-landanna. Á þessu svæði er VLF á mann á milli 20 og 25 þúsund bandaríkjadalir sem er með því mesta sem gerist í heiminum. Sum jaðarsvæði evrusvæðisins búa ekki enn við jafn mikla velsæld en þó hefur hún aukist að

undanförnu og þá sérstaklega á Írlandi. Mismunandi hlutar evrusvæðisins virðast því nálgast hver annan hvað snertir þjóðartekjur á mann en eitt yfirlýstra markmiða með Efnahags- og myntbandalagi Evrópu er að svo verði.

Evrusvæðið er stórt hagkerfi. Af stærðinni leiðir að það er ekki eins opið og hagkerfi einstakra aðildarríkja. Hlutfall útflutnings af VLF er aðeins 14% á evrusvæðinu en að meðaltali um 35% í aðildarríkjunum. Að þessu leyti svipar evrusvæðinu fremur til annarra stórra hagkerfa eins og Bandaríkja og Japans. Hluttur evrusvæðisins í heimsviðskiptum er 16% og er samsetningin mjög svipuð því sem gerist í Bandaríkjunum og Japan. Aðalútflutningsvörur svæðisins eru vélbúnaður, farartæki, iðnaðarvörur og efnavörur.

Opinberi geirinn er mun stærri á evrusvæðinu en víðast hvar annars staðar eða 49% af VLF miðað við 39% í Japan og 35% í Bandaríkjunum. Munurinn stafar að mestu leyti af því að velferðarkerfi ríkja á evrusvæðinu er mun umfangsmeira en í Bandaríkjunum og Japan og samneysla er í heild meiri. Á tekjuhlið hins opinbera hefur evrusvæðið nokkra sérstöðu. Þar er stuðst við óbeina skatta í mun meira mæli en í Bandaríkjunum og Japan þar sem tekjur ríkisins eru aðallega í formi tekjuskatta.

Ólíkt flestum öðrum myntsvæðum mun evrusvæðið ekki hafa miðlæga stjórn ríkisfjármála. Fjár-

1. Grein þessi var unnin undir leiðsögn Más Guðmundssonar og Arnórs Sighvatssonar meðan höfundur var sumarið 1999 starfsmaður við hagfræðisvið Seðlabanka Íslands. Þeir bjuggu greinina til birtingar í Peningamálum.

Tafla 1. Nokkur auðkenni Evrusvæðisins og annarra hagkerfa

		<i>Eining</i>	<i>Evrusvæðið</i>	<i>Bandaríkin</i>	<i>Japan</i>	<i>Ísland</i>
Fólksfjöldi	1998	milljónir	292	270	127	0,3
VÞF	1997	% af heimsVLF	15,0	20,2	7,7	0,0
Landbún., fiskveiðar og skógarhögg	1993	% af VLF	2,4	1,7	2,1	12,2
Iðnaður	1993	% af VLF	30,9	26,0	39,2	28,7
Verslun og þjónusta	1993	% af VLF	66,7	72,3	58,7	59,1
Útgjöld hins opinbera	1998	% af VLF	49,1	34,5	38,6	36,9
Millifærslur	1998	% af VLF	20,2	13,7	15,7	6,7
Vöruútflutningur	1997	% af VLF	13,6	8,5	10,0	25,7
Vöruútflutningur	1997	% af heimsVLF	15,7	12,6	7,7	0,0
Vöruinnflutningur	1997	% af VLF	12,0	11,1	8,1	27,0
Innlán banka	lok 1997	% af VLF	83,9	55,3	98,8	36,5
Útlán lánakerfisins	lok 1997	% af VLF	128,5	82,2	127,1	190,0
Innlend skuldabréf	lok 1997	% af VLF	90,2	164,7	108,5	66,7
Markaðsvirði hlutabréfa	okt. 1998	milljarðar ECU	3.190,9	9.679,7	3.300,9	2,1
Atvinnuleysi	nóv. 1998	%	10,8	4,4	4,4	2,2
Þriggja mánaða vextir	lok 1998	%	3,25	5,00	0,18	7,64
Halli ríkissjóðs (-)	1998	% af VLF	-2,3	1,4	-5,5	0,4
Skuldir ríkisins	1998	% af VLF	73,8	59,3	115,6	31,5
Viðskiptajöfnuður	1997	% af VLF	1,1	-1,7	2,3	-1,4

lög Evrópusambandsins eru tiltölulega umfangslítill, aðeins um 1% af VLF, og í ljósi laga Evrópusambandsins er ólíklegt að veruleg breyting verði þar á. Af þessu leiðir að sjálfvirkar millifærslur að tilstuðlan hins opinbera munu ekki gegna stóru hlutverki við að milda áhrif staðbundinnar kreppu á evrusvæðinu. Í Bandaríkjunum milda slíkar millifærslur áhrif staðbundins samdráttar um allt að helming. Á móti kemur að ríkisstjórn hvers aðildarríkis evrusvæðisins getur beitt ríkisfjármálum til að bregðast við efnahagsástandi í eigin landi. Þetta vald er þó takmarkað verulega af stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálanum. Samkvæmt honum mega aðildarríki EMU ekki reka hið opinbera með meiri halla en sem nemur 3% af landsframleiðslu nema um verulegan samdrátt í landsframleiðslu sé að ræða.² Því er ljóst að mögu-

leikar einstakra ríkja til að bregðast við staðbundnum samdrætti minnka með tilkomu evrunnar.

Fjármálakerfið

Fjármálakerfi evrusvæðisins er talsvert frábrugðið fjármálakerfi Bandaríkjanna. Í fyrsta lagi eru fjármálamarkaðir í Evrópu ekki eins samtvinnaðir og í Bandaríkjunum. Kostnaður og óvissa sem fylgdi gjaldeyrisviðskiptum leiddi til þess að fjármálaviðskipti milli landa á evrusvæðinu voru mun minni en milli svæða innan Bandaríkjanna. Fjármálastofnanir í Evrópu starfa ekki í sama mæli utan heimalands síns. Evran eyðir þessari hindrun og skapar skilyrði fyrir því að fjármálastofnanir fjárfesti um allt evrusvæðið með það fyrir augum að dreifa áhættu í eignasöfnum sínum.

Annar mikilvægur munur á fjármálakerfi Evrópu og Bandaríkjanna er að í Evrópu eru bankalán notuð meira hlutfallslega og skuldabréf minna en í Bandaríkjunum. Markaðir fyrir skuldabréf fyrirtækja eru því þynnri á evrusvæðinu en í Bandaríkjunum. Þetta er að nokkru leyti vítahringur. Vegna lítillar veltu eru skuldabréfaviðskipti ekki eins hagkvæm og verið gæti sem aftur leiðir til lítillar útgáfu og veltu skuldabréfa. Með samruna skuldabréfamarkaðarins í

2. Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn setur aðildarríkjum ESB og sérstaklega aðildarríkjum EMU reglur um stjórn fjármála. Hið opinbera í aðildarríkjunum skal rekið „nálægt jafnvægi eða með afgangi“. Hallarekstur ríkissjóða skal ekki vera meiri en 3% af landsframleiðslu nema undir sérstökum kringumstæðum. Sérstakar kringumstæður eru skilgreindar sem 2% árlegur samdráttur landsframleiðslu. Sáttmálinn kveður einnig svo á að ríkisskuldur aðildarríkjanna skuli vera minni en 60% af þjóðarframleiðslu nema hlutfallið fari lækkandi og stefni að 60% markinu á viðunandi hraða.

Evrópu gæti hann brotist út úr þessum vítahring og eflst á kostnað hefðbundinna bankaviðskipta því útgáfa skuldabréfa er hagkvæmari fjármögnunarleið en bankalán að því gefnu að starfandi sé djúpur og virkur markaður fyrir skuldabréf, en með „djúpum“ markaði er átt við að á honum sé verslað með marga og stóra flokka skuldabréfa.

Djúpur og virkur markaður er þó ekki það eina sem þarf til þess að hagkvæmni skuldabréfaviðskipta nái hámarki. Einnig er mikilvægt að til sé áhættalaus fjárfesting til viðmiðunar (e. *benchmark*). Í Bandaríkjunum gegna þriggja mánaða ríkisvixlar þessu hlutverki. Hingað til hafa engin skuldabréf getað gegnt sama hlutverki á evrusvæðinu. Markaðir fyrir ríkisskuldabréf í Evrópu eru ekki eins öflugir og í Bandaríkjunum og þar að auki hefur ríkt gjaldmiðla-óvissa milli landa. Ásamt mismunandi lánstrausti ríkja hefur gjaldmiðlaóvissan leitt til þess að ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa hefur verið mjög mismunandi í ríkjum Evrópu. Á undanförunum misserum hefur bilið þó minnkað. Með tilkomu evrunnar skapast skilyrði fyrir sameiginlegri viðmiðunareign á evrusvæðinu sem mun greiða enn frekar fyrir fjármögnun í formi skuldabréfa. Einnig er líklegt að samkeppni í fjármálageiranum aukist þegar stórar fjármálastofnanir byrja að færa út kvíarnar og keppa hver við aðra umfram það sem verið hefur til þessa.

Vinnumarkaðurinn

Vinnumarkaðurinn í Evrópu er mjög frábrugðinn þeim bandaríska og japanska. Erfiðlega hefur gengið að skapa störf í einkageiranum í Evrópu síðustu 15 árin sem hefur leitt til vaxandi atvinnuleysis. Atvinnuleysi á evrusvæðinu er nú um 11% en aðeins rúm 4% í Bandaríkjunum og um 5% í Japan, sem þó hefur átt við efnahagsörðugleika að stríða allan þennan áratug. Margar ástæður liggja að baki atvinnuleysisvanda Evrópu en ósveigjanlegur vinnumarkaður er jafnan talin ein helsta orsök hans. Launatengd gjöld í Evrópu eru há, dýrt er að ráða fólk og enn dýrara að segja því upp. Þar að auki eru atvinnuleysisbætur mun hærri í Evrópu en annars staðar og þeirra nýtur í lengri tíma. Þetta hefur gert það að verkum að það atvinnuleysi sem talið er samrýmast stöðugri verðbólgu hefur hækkað síðasta áratuginn á evrusvæðinu. Reynsla síðustu ára bendir til þess að hagvöxtur í Evrópu leiði til mun minni atvinnuaukningar en í Bandaríkjunum.

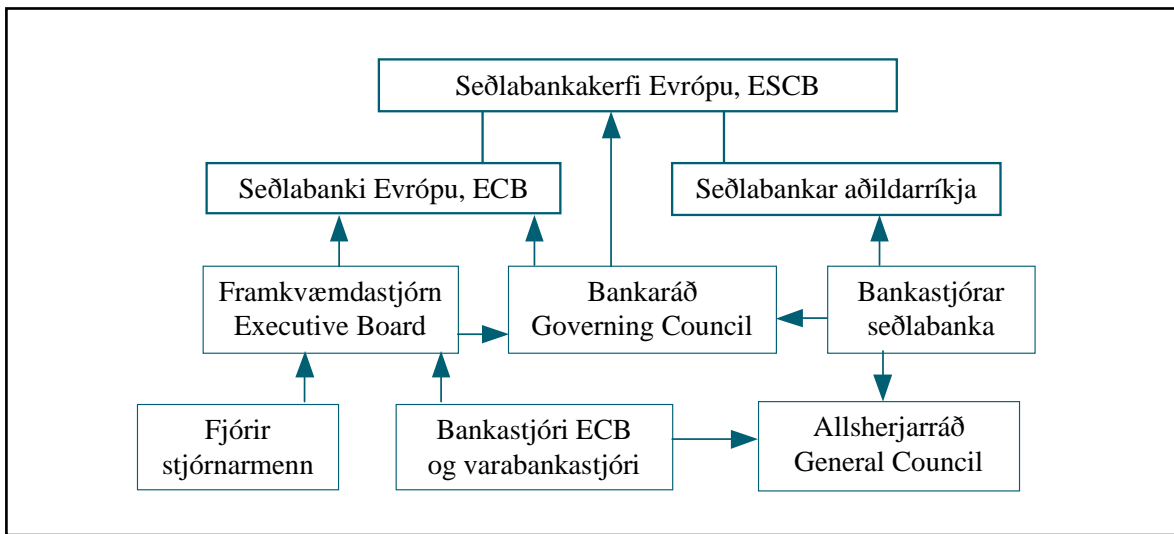
Ósveigjanlegur vinnumarkaður er einn helsti efnahagsvandi Evrópu um þessar mundir. Seðlabanki Evrópu (ECB) hefur lagt áherslu á að hann verði ekki leystur með peningalegum aðgerðum enda stafi hann af ósveigjanlegu skipulagi vinnumarkaðarins og vöru- og þjónustumarkaða. Peningastefna er að mati Seðlabanka Evrópu hvorki orsök né lausn kerfislægs atvinnuleysis heldur verði að finna lausnir í sannfærandi kerfisumbótum.

2. Helstu stofnanir peningamála á evrusvæðinu

Með stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) um síðustu áramót fólu ellefu ríki ESB sameiginlegum seðlabanka stjórn peningamála á svæðinu öllu. Seðlabankar aðildarríkja starfa eigi að síður áfram sem hluti af Seðlabankakerfi Evrópu (e. *European System of Central Banks, ESCB*). Hlutverk og gerð hinna nýju stofnana svo og breytt hlutverk eldri stofnana er skilgreint í Maastricht-sáttmálanum og stofnsáttmála ESCB og Seðlabanka Evrópu.

Samkvæmt Maastricht-sáttmálanum og stofnsáttmála ESCB samanstendur ESCB af Seðlabanka Evrópu og seðlabönkum allra aðildarríkja ESB. Sáttmálinn felur ESCB stjórn peningamála, en þar sem sum aðildarríkja ESB hafa ákveðið að standa utan EMU, að minnsta kosti fyrst um sinn, varð til ákveðin tvískipting innan ESCB. Annars vegar er um að ræða ECB og seðlabanka þeirra ellefu aðildarríkja sem taka þátt í EMU. Þessar stofnanir standa að framkvæmd hinnar sameiginlegu peningastefnu evrusvæðisins. Til þess að komast hjá ruglingi hefur verið ákveðið að nota orðið „evrukerfi“ yfir þessar stofnanir. Hins vegar eru seðlabankar þeirra aðildarríkja sem ekki tóku þátt í EMU frá byrjun. Þeir standa ekki að framkvæmd hinnar sameiginlegu peningastefnu evrusvæðisins og halda áfram að stjórna peningamálum í heimalöndum sínum. Með evrukerfinu er því átt við þær stofnanir sem lúta sameiginlegri stjórn ECB en ESCB er samnefnari allra seðlabanka ESB-ríkja.

Maastricht-sáttmálinn felur ESCB ákveðið hlutverk en þar sem ESCB er ekki persóna samkvæmt lögum er öllu sem viðkemur framkvæmd sáttmálaus úthlutað hinum ýmsu stofnunum kerfisins. Þótt talað



sé um hlutverk ESCB í Maastricht-sáttmálanum verður í þessari grein einungis rætt um hlutverk evrukerfisins því aðeins sá hluti stofnana ESCB sem tilheyrir evrukerfinu mun sinna því hlutverki sem kveðið er á um í sáttmálanum.

Hlutverk evrukerfisins

Samkvæmt Maastricht-sáttmálanum er það hlutverk evrukerfisins að sinna eftirfarandi meginverkefnum:

- að skilgreina og framkvæma peningastefnu evrusvæðisins með það fyrir augum að stuðla að verðstöðugleika og öðrum markmiðum EMU svo fremi sem þau samrýmast verðstöðugleika;
- að framkvæma aðgerðir á gjaldeyrismörkuðum;
- að varðveita og ávaxta gjaldeyrisforða aðildarríkjanna;
- að stuðla að hagkvæmri og áfallalausri starfsemi greiðslukerfa;
- að gefa út seðla og mynt á evrusvæðinu.

Að auki skal evrukerfið taka þátt í eftirliti með starfsemi lánastofnana og stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins, veita álit um ný lagafrumvörp og tillögur að reglugerðum á verksviði þess, safna tölfraðilegum gögnum sem nauðsynleg eru til að það geti sinnt hlutverki sínu og vinna að alþjóðlegri samvinnu á sviði efnahags- og peningamála.

Verkaskipting innan evrukerfisins

ECB er kjarni evrukerfisins og ber ábyrgð á því að það sinni hlutverki sínu. Ákvarðanatataka innan kerfisins er miðstýrð. Bankaráð ECB (e. *Governing Council*) tekur allar stefnumarkandi ákvarðanir bæði um peningastefnu evrukerfisins og innri starfsreglur þess. Framkvæmdastjórn ECB (e. *Executive Board*) stjórnar aðgerðum kerfisins sem skulu vera eins dreifstýrðar og hagkvæmt er. Seðlabönkum aðildarríkjanna er því falið stórt hlutverk í framkvæmd peningastefnunnar. Maastricht-sáttmálinn heimilar ECB samt sem áður að framkvæma aðgerðir á miðstýrðan hátt ef þörf er á því.

Til þess að tryggja að dreifstýring aðgerða komi ekki niður á framkvæmd þeirra ber seðlabönkum aðildarríkjanna að fylgja leiðbeiningum og fyrirmælum ECB. ECB hefur heimild til þess að gera nauðsynlegar ráðstafanir til þess að tryggja að seðlabankar aðildarríkjanna fylgi fyrirmælum, og geti skotið álitamálum fyrir Evrópudómstólinn (e. *European Court of Justice*).

Seðlabanki Evrópu

ECB er persóna að lögum skv. opinberum alþjóðarétti. Bankinn hefur því rétt til þess að gera samþykktir á grundvelli opinbers alþjóðaréttar og taka þátt í vinnu á vegum alþjóðastofnana s.s. Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Alþjóðagreiðslubankans (e. *Bank for International Settlements*) og OECD. ECB hefur víðtækar lagaheimildir á grundvelli þjóðaréttar í hverju aðildarríki evrusvæðisins og hefur t.d. rétt til

þess að eiga eignir, ráðstafa þeim og öðrum verðmætum og taka þátt í málarekstri.

Samkvæmt Maastricht-sáttmálanum hefur ECB fullt stjórnfrelsi (e. *constitutional independence*). Sáttmálinn segir að við ákvörðun og framkvæmd peningastefnu evrukerfisins sé ráðamönnum ECB óheimilt að bera sig eftir eða taka við fyrirmælum frá stofnunum ESB eða ríkisstjórnnum aðildarríkjanna. Stofnanir ESB og ríkisstjórnir aðildarríkjanna hafa samþykkt að virða þetta sjálfstæði ECB. Samkvæmt stofnsáttmálanum skulu bankastjórar seðlabanka aðildarríkjanna skipaðir til minnst fimm ára í senn og má endurskipa þá að skipunartíma loknum. Fulltrúar í framkvæmdastjórn ECB skulu skipaðir til átta ára en aðeins einu sinni. Ráðamönnum ECB má aðeins víkja úr starfi fyrir óstarfhæfi eða alvarleg afgangur í starfi og skal Evrópuþingstjórnin skera úr öllum ágreiningsefnum um þessi atriði.

Til þess að auka enn persónulegt sjálfstæði bankaráðsmanna ECB bannar stofnsáttmálinn birtingu upplýsinga um það hvernig fulltrúar greiða atkvæði í bankaráðinu. Að mati ECB myndi slík birting leiða til þess að bankaráðsmenn yrðu fyrir utanaðkomandi þrýstingi, m.a. frá heimalandi sínu. ECB leggur áherslu á að meðlimir bankaráðsins séu ekki fulltrúar heimalanda sinna heldur algerlega sjálfstæðir einstaklingar sem sitji í ráðinu á grundvelli eigin verðleika. Þegar bankaráðsmenn taka ákvarðanir ber þeim að horfa til efnahagsástandsins á evrusvæðinu öllu en ekki aðstæðna í einstökum aðildarríkjum.

Bankaráð ECB

Í bankaráði ECB sitja annars vegar allir meðlimir framkvæmdastjórnar ECB og hins vegar seðlabankastjórar þeirra aðildarríkja ESB sem hafa tekið upp evruna. Bankaráð ECB er sú stofnun innan evrukerfisins sem tekur stefnumarkandi ákvarðanir. Helstu skyldur bankaráðsins eru:

- að setja reglur um samskipti evrukerfisins við aðila utan þess;
- að móta peningastefnu evrukerfisins;
- að taka ákvarðanir um beitingu stýritækja evrukerfisins;
- að setja innri starfsreglur fyrir evrukerfið um framkvæmd peningastefnunnar;
- að setja reglur um útreikning og ákvörðun bindiskyldu;

- að setja reglur sem stuðla að hagkvæmri og áfallalausri starfsemi greiðslukerfa;
- að setja viðmiðunarreglur um meðferð gjaldeyrissforða aðildarríkjanna;
- að tryggja að farið sé eftir leiðbeiningum og fyrirmælum ECB og ákveða hvaða upplýsingar seðlabankar aðildarríkjanna skulu veita;
- að sinna skyldum ECB á sviði ráðgjafar;
- að heimila útgáfu seðla og myntar á evrusvæðinu;
- að setja staðla um upplýsingagjöf varðandi aðgerðir seðlabanka aðildarríkjanna.

Ákvarðanir bankaráðsins um peningastefnu evrukerfisins eru teknar með atkvæðagreiðslu þar sem hver viðstaddur meðlimur hefur eitt atkvæði og einfaldan meirihluta þarf til að samþykkja tillögur. Þetta fyrirkomulag er talið endurspeglar það að meðlimir bankaráðsins séu þar á grundvelli eigin verðleika en ekki sem fulltrúar þjóða. Ef atkvæði falla jöfn ræður atkvæði bankastjóra ECB úrslitum.

Annars konar fyrirkomulag er haft á við atkvæðagreiðslu um mál sem varða fjárhagslega hagsmuni aðildarríkjanna sem eigenda seðlabanka heimalanda sinna og eigenda ECB. Þá skal vægi atkvæða bankastjóra seðlabanka aðildarríkjanna ráðast af eignarhluta þeirra í ECB, en framkvæmdastjórn ECB hefur ekki atkvæðarétt. Í slíkum málum er heimilt að staðgengill fjarstadds bankastjóra fari með atkvæðisrétt hans.

Samkvæmt stofnsáttmálanum skal bankaráðið hittast að minnsta kosti tíu sinnum á ári. Eins og stendur heldur bankaráðið fundi tvisvar í mánuði.

Framkvæmdastjórn ECB

Í framkvæmdastjórn ECB sitja bankastjóri og varabankastjóri ECB ásamt fjórum öðrum. Fulltrúar í framkvæmdastjórn ECB eru valdir úr hópi sérfræðinga sem hafa reynslu af peninga- og bankamálum. Skipunarferlið er hannað með það í huga að vekja eins mikið traust á framkvæmdastjórninni og kostur er. Skipun framkvæmdastjóra þurfa ríkisstjórnir aðildarríkjanna að samþykkja samhjóða að fengnum meðmælum framkvæmdastjórnar ESB eftir að hún hefur ráðfært sig við Evrópuþingið og bankaráð ECB. Helstu hlutverk framkvæmdastjórnarinnar eru:

- að stjórna framkvæmd peningastefnunnar í samræmi við leiðbeiningar og ákvarðanir bankaráðsins;
- að leiðbeina seðlabönkum aðildarríkjanna við framkvæmd viðmiðunarreglna og ákvarðana bankaráðsins;
- að sjá um daglegan rekstur ECB;
- að fara með framkvæmd ákveðinna mála sem bankaráðið úthlutar framkvæmdastjórninni, s.s. mála er lúta að setningu reglugerða.

Eins og í bankaráðinu eru ákvarðanir framkvæmdastjórnarinnar teknar með einföldum meirihluta atkvæða þar sem hver fulltrúi sem er viðstaddur hefur eitt atkvæði. Falli atkvæði jöfn ræður atkvæði bankastjóra ECB úrslitum. Framkvæmdastjórnin heldur fund einu sinni í viku.

Upplýsingagjöf

Vaxandi fylgi er við þá skoðun að nauðsynlegur fylgifyrirkvæðis seðlabanka sé að hann standi öðrum stjórnvöldum og almenningi reikningsskilgerða sinna. Í því skyni þarf peningastefnan að vera eins gagnsæ og unnt er og upplýsingar um hana þurfa að vera aðgengilegar almenningi. Stjórn ECB hefur á undanförunum misserum mótað sér starfsreglur sem taka tillit til þessara sjónarmiða. Bankastjóri ECB heldur blaðamannafund strax að loknum fyrri fundi bankaráðsins í hverjum mánuði. Þar gerir hann grein fyrir mati bankaráðsins á efnahags- og verðlagshorfum á evrusvæðinu og svarar spurningum. Efnahagsreikningur evrukerfisins er birtur vikulega. Árs-, ársfjórðungs- og mánaðarskýrslur eru einnig birtar. Þessum skýrslum er skilað til Evrópuþingsins, ráðherraráðsins og framkvæmdastjórnar ESB. Evrópuþingið fjallar um skýrslurnar og bankastjóri og framkvæmdastjórn ECB svara spurningum þingnefnda Evrópuþingsins.

Allsherjarráð ECB

Allsherjarráð ECB (e. *General Council*) samanstendur af bankastjóra og varabankastjóra ECB og bankastjórum seðlabanka allra aðildarríkja ESB. Allsherjarráðið hefur tímabundið umsjón með ýmsum verkefnum sem áður heyrðu undir Peningastofnun Evrópu (EMI) og snerta þau aðildarríki ESB sem ekki taka þátt í EMU. Allsherjarráðið fæst m.a. við ráðgjöf varðandi ákvörðun skiptigengis (e. *conver-*

sion rate) gjaldmiðla sem enn hafa ekki tekið upp evruna. Þar að auki tekur allsherjarráðið þátt í ýmiss konar starfsemi ESCB, svo sem ráðgjöf og öflun tölulegra gagna. Bankastjóri ECB skal gera allsherjarráðinu grein fyrir ákvörðunum bankaráðsins. Allsherjarráðið heldur fundi á þriggja mánaða fresti.

Hlutverk seðlabanka aðildarríkjanna

Seðlabankar aðildarríkjanna eru persónur að lögum hver í sínu heimalandi. Þrátt fyrir að vera sérstakar lögpersónur eru seðlabankar aðildarríkja myntbandalagsins einnig hluti af evrukerfinu og þurfa því að lúta reglugerðum þess og ákvörðunum ECB. Nauðsynlegt var að gera ýmsar breytingar á lögum um seðlabanka aðildarríkjanna til þess að þau samrýmdust lögum ESB. Þar ber hæst að seðlabankar aðildarríkjanna þurfa að uppfylla skilyrði um sjálfstæði. Seðlabankar aðildarríkjanna fara með framkvæmd peningastefnunnar eftir þeim reglum sem ECB setur. Þeir eru hlekkur í greiðslumiðlun milli evrulanda, meta hæfi verðbréfa og lánastofnana og innan þeirra eru stundaðar rannsóknir. Samkvæmt stofnsáttmálanum er seðlabönkum aðildarríkjanna einnig heimilt að halda áfram að gegna öðrum hlutverkum fyrir heimaland sitt telji bankaráð ECB það ekki vera í andstöðu við markmið evrukerfisins.

3. Peningastefna evrukerfisins

Peningastefna fyrir evrusvæðið er sem fyrr segir ákveðin af Seðlabanka Evrópu. Stjórn ríkisfjármála verður hins vegar áfram í höndum ríkisstjórna aðildarríkjanna. Þær eru þó bundnar af skilyrðum stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans sem fyrr er lýst.

Í október 1998 greindi bankaráð ECB frá peningastefnu evrukerfisins. Hún byggist á þremur þáttum:

- Tölulegri skilgreiningu verðstöðugleika.
- Veigamiklu hlutverki peningamagns sem felur í sér tölulegt viðmiðunargildi fyrir vöxt M3.
- Almennu mati á verðlagshorfum á evrusvæðinu öllu.

Markmið um verðstöðugleika

Birtingu tölulegrar skilgreiningar á verðstöðugleika er ætlað að hafa áhrif á verðbólguvæntingar. Jafn-

framt er tölusett verðbólguþáttur skýr mælikvarði á frammistöðu ECB. Þannig eykur það gagnsæi peningastefnunnar. Samkvæmt skilgreiningu bankaráðs ECB ríkir verðstöðugleiki þegar áhrækkun samræmdrar vísitölu neysluverðs á evrusvæðinu (HICP) er minni en 2%. Þessu markmiði skal ná til miðlungslangs tíma (e. *medium term*) sem felur í sér að verðbólga umfram 2% kann að samrýmast markmiðinu ef hún stendur einungis yfir um skamma hríð. Orðalagið „minni en 2%“ myndar skýr efri mörk þeirrar verðbólgu sem samrýmist verðbólguþáttinum. Notkun orðsins „hækkun“ gefur til kynna að verðhjöðnun samrýmist ekki verðstöðugleika. Þessi skilgreining bankaráðsins er á svipuðum nótum og þær skilgreiningar sem seðlabankar margra aðildarríkja höfðu stuðst við á undanförunum árum.

Hin samræmda vísitala neysluverðs sem stuðst er við var upphaflega búin til til þess að mæla hver aðildarríkja Evrópusambandsins stæðust skilyrði Maastricht-sáttmálans um aðild að EMU. Talsverð umræða hefur að undanförunu farið fram um jákvæða meðalskekkju verðlagsvísitalna, þ.e. að þær gefi til kynna að verðbólga sé meiri en hún í raun er. Ástæður þessa eru aðallega tvær. Annars vegar er erfitt að meta gæðabreytingar á vörum og því hætt við því að slíkar breytingar séu vörunnar. Hins vegar taka vísitölur sem eru skilgreindar sem verð ákveðinnar körfu af vörum og þjónustu ekki með í reikninginn að neytendur bregðast við hlutfallslegum verðbreytingum með því að minnka kaup sín á vörum sem hækka meira en aðrar. Þar sem hin samræmda neysluverðsvísitala er ný af nálíni eru ekki til gögn nægilega langt aftur í tímann til þess að hægt sé að meta stærð slíkrar skekkju af neinni nákvæmni. Hagstofa Evrópusambandsins (e. *Eurostat*) hefur lagt tölur á vinnu í að lágmarka hugsanlega skekkju í vísitölunni. Því er líklegt að skekkja HICP-vísitölunnar sé eitthvað minni en í sambærilegum vísitölum annarra ríkja.

Rökin sem hníga að því að nota vísitölu neysluverðs frekar en annars konar verðlagsvísitölu, s.s. vísitölu framleiðsluverðs, eru að framleiðsluferillinn endar með neysluvörum og þjónustu. Verð allrar annarrar vöru og þjónustu, s.s. framleiðsluvöru, er því byggt inn í neysluverðsvísitöluna. Notkun hennar er einnig heppileg sökum þess að almenningur veitir vísitölu neysluverðs jafnan meiri athygli en öðrum verðlagsvísitölum. Notkun samræmdrar neyslu-

verðsvísitölu auðveldar stjórnvöldum peningamála að meta verðlagshorfur á evrusvæðinu öllu, eins og þeim ber skylda til, fremur en í ákveðnum löndum.

Með yfirlýsingu bankaráðsins um að verðstöðugleika skuli náð til miðlungslangs tíma er átt við að peningastefna skuli vera framsýn og að hvorki sé mögulegt né æskilegt að koma í veg fyrir allar skammtímabreytingar á verðlagi. Sveiflur í heimsmarkaðsverði hrávöru, s.s. olíu, geta valdið skammtímabreytingum á verðlagi sem ekki er æskilegt að peningastefna bregðist of harkalega við. Með því að einbeita sér að þróun verðlags til miðlungslangs tíma er lögð áhersla á framsýna stefnu sem bregst við aðsteðjandi hættum.

Peningamagnsviðmiðun

Verðbólga er í grundvallaratriðum peningalegt fyrirbæri. Almenn er viðurkennt að samband er á milli verðbólgu og vaxtar peningamagns þótt deilt sé um orsakasamhengi og getu seðlabanka til að stýra peningamagni. Eftir tölur umræður og mála miðlanir ákvað bankaráð ECB að veita vexti peningamagns verulega athygli við mótun peningastefnu bankans. Í því skyni hefur bankaráðið sett tölulegt viðmiðunargildi fyrir vöxt peningamagns (M3). Hið tölusetta markmið byggir á velþekktri líkingu sem kveður svo á að margfeldi verðlags og landsframleiðslu sé jafnt margfeldi peningamagns og veltuhraða peninga (PY=VM). Samkvæmt þessari jöfnu ráðast breytingar verðlags af þremur þáttum: hagvexti, vexti peningamagns og breytingum á veltuhraða peninga. Skilyrði fyrir því að jafnan sé til staðar nothæf viðmiðun er að breytingarferli veltuhraða sé stöðugt, þ.e. að breytingar á veltuhraða séu jafnar, stöðugar og þar með fyrirjáanlegar. Þegar breytingarferli veltuhraða er stöðugt verður vöxtur peningamagns öflugt teikn um framtíðarverðlagshorfur.

Það að ECB skuli hafa kosið að nota vöxt M3 sem viðmiðunargildi fyrir peningastefnuna helgast fyrst og fremst af því að veltuhraði M3 hefur verið tiltölulega stöðugur á evrusvæðinu.³ Viðmiðunargildið þarf að samrýmast markmiði evrukerfisins um verðstöðugleika og er því ákvarðað með hliðsjón af skilgreiningu bankaráðsins á verðstöðugleika, þ.e. hækkun neysluverðs sem er minni en 2%. Þar að auki þarf viðmiðunargildið að samrýmast hagvexti og breytingum á veltuhraða peningamagns. Bankaráðið gerir ráð fyrir að meðalhagvöxtur á evrusvæð-

inu verði á bilinu 2% til 2,5% og að veltuhraði M3 dragist að meðaltali saman um 0,5% til 1%. Báðar þessar forsendur eru í samræmi við þróun síðustu áratuga. Að teknu tilliti til þessara þátta hefur bankaráðið ákveðið að viðmiðunargildi fyrir árlegan vöxt M3 verði 4,5%. Bankaráðið hefur ákveðið að endurskoða viðmiðunargildið í desember 1999.

Mikilvægt er að gera sér grein fyrir því að ekki er um eiginlegt peningamarkmið að ræða. Bankaráðið hefur lagt áherslu á að það muni ekki beita vöxtum á vélrænan hátt til þess að halda vexti peningamagns sem næst þessu gildi. Ákveðið var að tilkynna viðmiðunargildi frekar en viðmiðunarbíl. Ástæða þess er að bankaráðið taldi hætt við að almenningur mis túlkaði tilkynningu um bil þannig að vöxtum yrði beitt til að halda vexti peningamagns innan bilsins. Þó er ljóst að vöxtur peningamagns sem er langt frá viðmiðunargildinu til miðlungslangs tíma eða lengur gefur sterka vísbendingu um að verðstöðugleiki sé í hættu.

ECB mun nota tölur um þriggja og tólf mánaða meðaltalsvöxt til að fylgjast með þróun peningamagns. Með þessu er tryggt að tímabundnar mánadarlegar sveiflur hafi lítil áhrif á upplýsingagildi þeirra stærða sem litið er á.

Almennt mat á verðlagshorfum á evrusvæðinu öllu

Þriðji hornsteinn peningastefnu ECB er almennt mat á verðlagshorfum á evrusvæðinu öllu. Þótt að vöxtur peningamagns sé afar mikilvægur fyrir þróun verðlags er ljóst að aðrir þættir eru einnig mikilvægir í því sambandi. Því hefur ECB tekið þá stefnu að skoða gaumgæfilega aðra þætti sem varpað geti ljósi á verðlagshorfur á evrusvæðinu. Þessi þáttur peninga-

3. Nokkrar mismunandi skilgreiningar á peningamagni eru alla jafna notaðar. Munurinn á þessum skilgreiningum felst í því hversu víðtækar þær eru. Mest notuðu skilgreiningarnar eru M1 og M3. M1 er mun þrengri og samanstendur í stórum dráttum af seðlum, mynt og óbundnum bankainnstæðum. Helsti kostur svo þröngur skilgreiningar er að yfirvöld peningamála eiga auðveldara með að stjórna skammtíma-breytingum á M1 með skammtíma vöxtum en peningamagni í víðari skilningi. Stærsti ókosturinn er hins vegar sá að breytingarferli veltuhraða M1 er óstöðugt til miðlungslangs tíma. Samkvæmt skilgreiningu ECB samanstendur M3 af M1 af bankainnstæðum sem eru bundnar til allt að tveggja ára, bankainnstæðum sem eru aðgengilegar með allt að þriggja mánaða fyrirvara, endurhverfum verðbréfasamningum, skuldabréfum til allt að tveggja ára og fleiri sambærilegum eignum. Yfirvöld peningamála geta ekki stjórnað breytingum á stærð M3 jafn auðveldlega til skamms tíma en á móti kemur að breytingarferli veltuhraða M3 hefur verið tiltölulega stöðugt síðustu áratugi á evrusvæðinu.

stefnunnar er augljóslega langt frá því að vera vélrænn. Þvert á móti er tilgangur slíkrar vinnu að bankaráðið öðlist dýpri skilning á efnahagsþróuninni svo að það geti brugðist við sérstökum skilyrðum betur en einfaldar vélrænar reglur.

Þar sem aðgerðir í peningamálum hafa aðeins áhrif á verðlag hálfu til heilu ári eftir að gripid er til þeirra þarf stefnan að vera framsýn. Skorti yfirvöld peningamála skilning á því á hve löngum tíma áhrif aðgerðanna koma fram er hætt við að þau gangi of langt í aðgerðum sínum og ýti undir hagsveiflur í stað þess að milda þær. Auk þess að taka mið af nýlegri hagþróun þurfa aðgerðir í peningamálum að byggja á mati á því hvert óbreytt peningastefna myndi leiða hagkerfið í næstu framtíð. Góð peningastefna felst í því að grípa til aðgerða þegar útlit er fyrir að óbreytt stefna muni leiða hagkerfið í ógöngur.

Meðal þess sem taka þarf tillit til við mat á efnahagshorfum eru ytri aðstæður sem hafa einangruð skammtímaáhrif á verðlag. Dæmi um slíkar aðstæður eru breytingar á heimsmarkaðsverði olfu og annarrar hrávöru og breytingar á virðisaukaskatti. Þótt slíkar breytingar á ytri aðstæðum hafi alla jafna aðeins skammtímaáhrif á verðlag geta þau verið margþætt og ráðast m.a. af almennu efnahagsástandi. Líklegt er til dæmis að olfuverðshækkun leiði til aukinnar verðbólgu og valdi víxlhækkun launa og verðlags í upp-sveiflu en í niðursveiflu.

Við mat á verðlagshorfum er einnig litið til ýmissa vísbendinga um framboð og eftirspurn, svo sem einkaneyslu, útgjalda opinbera geirans, fjárfestingar og utanríkisviðskipta. Einnig er litið til hagvísu sem hafa leiðandi upplýsingagildi, svo sem birgða og væntinga neytenda og fyrirtækja. Vísbendingar af vinnumarkaði, t.d. atvinnuleysi, fjölgun starfa og launþróun, vege einnig þungt sem og vísbendingar um nýtingu framleiðslufjármuna.

Í Bandaríkjunum eru vísitölur um ástand vinnumarkaðarins taldar vera meðal mikilvægustu vísbendinga um verðlagsþróun. Engin ein vísbending hefur meiri áhrif á verðbólguvæntingar þar í landi en atvinnuleysi. Í Evrópu veldur óvissa um umfang kerfislægs atvinnuleysis því að vísbendingar af vinnumarkaði hafa ekki jafn mikið upplýsingagildi og í Bandaríkjunum.

Bankaráðið mun skoða gögn um þróun fjármála-markaða gaumgæfilega. Ávöxtunarkrafa skulda-

bréfa, ávöxtunarferlar og vaxtamunur milli verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa gefa mikilvægar upplýsingar um verðbólguvæntingar markaðsaðila. Vaxtamunur mismunandi áhættuflokka veitir upplýsingar um framboð fjármagns og áhættumat aðila á fjármagnsmarkaði. Þar að auki veitir gengi evru mikilvægar upplýsingar um samanburð á horfum innan evrusvæðisins og annarra hagkerfa. Bankaráðið mun einnig meta verðbólguþátt sem alþjóðastofnanir og markaðsaðilar gera auk þess sem það gerir sína eigin spá um verðlagshorfur.

4. Stjórnþæki evrukerfisins

Til þess að framfylgja stefnu sinni um verðstöðugleika beitir ECB þrenns konar stjórnþækjum. Í fyrsta lagi framkvæmir hann markaðsaðgerðir, í öðru lagi býður hann fjármálastofnunum opna fyrirgreiðslu. Í þriðja lagi leggur hann bindiskyldu á lánastofnanir. Stjórnþækin gera ECB kleift að stjórna framboði lausafjár á evrusvæðinu og stýra vöxtum á millibankamarkaði.

Á millibankamarkaði evrusvæðisins geta fjármálastofnanir sem búa við umframframboð á lausafé lánað fjármálastofnunum sem búa við umframeftirspurn. Að mati ECB sýnir reynslan að mun auðveldara er fyrir seðlabanka að starfa í umhverfi þar sem bankakerfið í heild býr við umframeftirspurn eftir lausafé og þarf að reida sig á lausafjárfyrirgreiðslu frá seðlabankanum. Þá stjórnar seðlabankinn jaðarframboði lausafjár og er því í góðri stöðu til að stýra markaðsvöxtum.

Reglur evrukerfisins um lágmarksbindiskyldu hafa meðal annars það hlutverk að búa til slíka umframeftirspurn hjá lánastofnunum evrusvæðisins. Meginhlutverk markaðsaðgerða evrukerfisins er að fullnægja umframeftirspurninni með endurfjármögnun að því marki sem bankaráð ECB telur samrýmast verðstöðugleika.

Mikilvægt er fyrir miðlun peningastefnunnar að aðstæður á millibankamarkaði séu svipaðar á öllu evrusvæðinu. Aðilar markaðarins þurfa því að geta átt greið viðskipti við aðila um allt evrusvæðið í þeim

tilgangi að eyða hugsanlegum vaxtamun. Því hefur verið tekið í gænið stórgreiðslumiðlunarkerfi (TARGET) fyrir allt evrusvæðið.⁴

Allar ákvarðanir um peningastefnu evrukerfisins eru teknar á miðstýrðan hátt af bankaráði og framkvæmdastjórn ECB. Framkvæmd markaðsaðgerða og umsjón opinna fyrirgreiðslu og bindiskyldu er hins vegar í höndum seðlabanka aðildarríkjanna.

ECB hefur mótað reglur um þau skilyrði sem fjármálastofnanir þurfa að uppfylla til þess að vera gjaldgengir aðilar á millibankamarkaði. Aðeins fjármálastofnanir sem krafðar eru um lágmarks bindiskyldu eru gjaldgengir aðilar. Fjárhagsstaða stofnunar þarf að uppfylla ákveðin skilyrði og stofnunin þarf að heyra undir eftirlitsstofnun a.m.k. eins aðildarríkis. Reglurnar eru mótaðar með það í huga að sem stærstur hópur lánastofnana geti tekið þátt í markaðsaðgerðum evrukerfisins á sama tíma og jafnframt að fyllsta öryggis sé gætt.

Markaðsaðgerðir

Markaðsaðgerðir gegna mikilvægu hlutverki við framkvæmd peningastefnu evrukerfisins. Með þeim er framboði lausafjár og vöxtum á millibankamarkaði stjórnað. Markaðsaðgerðum evrukerfisins má skipta í fjóra flokka að því er áhrærir hlutverk, tímaþættingu og framkvæmd.

Í fyrsta lagi eru vikuleg uppboð lausafjár (e. *main refinancing operations*). Hér er um endurhverf verðbréfavíðskipti að ræða. Hlutverk þeirra er að útvega lausafé á millibankamarkaði. Þau eru haldin einu sinni í viku og er lánstíminn 14 dagar. Uppboðin eru fastverðsuppboð (e. *fixed rate auction*) þar sem bankaráð ákveður vextina fyrirfram og fjármálastofnanir tilkynna í boði sínu þá fjárhæð sem þær óska eftir að fá lánaða. Heildarfjárhæðin sem ECB kaupir á uppboðinu byggir á áætlun um hvað upphæð stuðli að því að millibankavextir haldist sem næst þeim vöxtum sem ákveðnir eru í uppboðinu. ECB kaupir því ekki endilega alla þá fjárhæð sem er í boði. Uppboðin fara fram eftir fyrirfram ákveðinni tímatöflu og hvert uppboð á að standa innan við einn sólarhring. Allir gjaldgengir aðilar á millibankamarkaði mega taka þátt í vikulegu uppboðunum. Þau eru meginfarvegur lausafjár til banka á evrusvæðinu.

Í öðru lagi eru mánaðarleg uppboð (e. *long term refinancing operations*) þar sem lánstíminn er þrjú

4. TARGET stendur fyrir Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer. Kerfið er notað fyrir samtíma millibankafærslur á Evrópusambandsvæðinu.

mánuðir. Allir gjaldgengir aðilar á millibankamarkaði mega taka þátt í mánaðarlegu uppboðunum. Ekki er ráðgert að nota þau til þess að senda markaðnum teikn um stöðu peningastefnunnar, né heldur að hafa áhrif á vexti. Þess vegna eru mánaðarlegu uppboðin breytiverðsuppboð (e. *variable price auction*) þar sem evrukerfið er verðtaki.⁵

Þriðja gerð markaðsaðgerða evrukerfisins eru svokallaðar fínstillingaraðgerðir (e. *fine-tuning operations*). Slíkar aðgerðir eru gerðar óreglulega í þeim tilgangi að bregðast við óvæntum lausafjársvæiflum sem verða á millibankamarkaði. Fínstillingaraðgerðir eru aðallega gerðar með endurhverfum verðbréfavíðskiptum en geta einnig verið í formi einfaldra verðbréfavíðskipta, endurhverfra gjaldeyrisvíðskipta eða lánasamninga. Framkvæmd fínstillingaraðgerða á að taka mun skemmri tíma en reglulegu uppboðin. Þeim á að vera lokið á minna en þremur klukkustundum frá því að þær eru tilkynntar. Aðgerðirnar fara annað hvort fram með uppboði eða með tvíhliða samningum. Evrukerfið áskilur sér rétt til þess að velja þröngan hóp mótaðila við slíkar aðgerðir. Reglurnar sem notaðar eru við val á mótaðilum eiga að tryggja að evrukerfið mismuni ekki aðilum markaðarins.

Fjórða og síðasta gerð markaðsaðgerða evrukerfisins eru langtímaaðgerðir (e. *structural operations*). Þær framkvæmir evrukerfið þegar það vill breyta fjárhagslegri stöðu sinni gagnvart bankakerfi evrusvæðisins til lengri tíma. Slíkar aðgerðir eru framkvæmdar óreglulega, með endurhverfum verðbréfavíðskiptum, einföldum verðbréfavíðskiptum eða lánasamningum.

Opin fyrirgreiðsla

Boðið er upp á tvenns konar fyrirgreiðslu, annars vegar daginnlán og hins vegar dagútlán. Allir gjaldgengir aðilar á millibankamarkaði geta nýtt sér þessa fyrirgreiðslu ECB og er fjárhæð hennar ótakmörkuð að því tilskildu að lögð séu fram veð fyrir útlánunum.

5. Breytiverðsuppboð skiptast í tvær gerðir. Annars vegar eru fyrstaverðsuppboð og hins vegar næstaverðsuppboð. Í báðum uppboðsgerðunum skila bjóðendur inn tilboðum sem tiltaka bæði magn og verð. Hæstu boðum er tekið úr því magni er náð sem boðið er fram. Í fyrstaverðsuppboði greiða bjóðendur tekinna boða það verð sem tiltekið er í þeirra boði. Í næstaverðsuppboði greiða allir bjóðendur tekinna boða það verð sem tiltekið er í jaðarboðinu, þ.e. lægsta tekna boði. Ákveðið var í evrukerfinu að notast við næstaverðsuppboð fyrstu mánuðina meðan bjóðendur voru að venjast nýju umhverfi en nú hefur verið skipt yfir í fyrstaverðsuppboð.

Opin fyrirgreiðsla gegnir þrenns konar hlutverki við framkvæmd peningastefnunnar. Í fyrsta lagi fullnægir hún umframframboði og umframeftirspurn einstakra fjármálastofnana eftir daglánunum. Í öðru lagi gefa vextir í slíkri fyrirgreiðslu markaðnum teikn um stöðu peningastefnunnar. Í þriðja lagi mynda vextir í fyrirgreiðslu efri og neðri mörk fyrir vexti á millibankamarkaði.

Bindiskylda

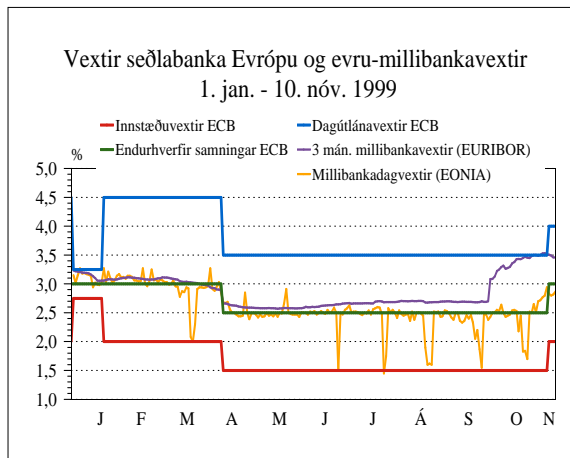
Evrukerfið setur reglur um bindiskyldu á fjármálastofnanir á evrusvæðinu. Hlutverk bindiskyldunnar er annars vegar að jafna sveiflur á millibankamarkaði og hins vegar að búa til umframeftirspurn eftir lausafé hjá fjármálastofnunum á evrusvæðinu. Bindiskyldan er nú 2% af eftirfarandi eignum á efnahagsreikningi fjármálastofnana: daginnlánunum, bundnum innlánunum sem eru innleysanleg innan tveggja ára, skuldabréfum til minna en tveggja ára og peningamarkaðsbréfum (e. *money market paper*).

Fjármálastofnanir þurfa þó aðeins að uppfylla bindiskylduna að meðaltali yfir hvert mánaðarlangt binditímabil. Þetta gerir þeim kleift að hagnast á spákaupmennsku með vaxtastig daglána á millibankamarkaði. Ef fjármálastofnun telur í upphafi binditímabils að vextir á millibankamarkaði muni lækka á binditímabilinu getur stofnunin geymt það að fullnægja bindiskyldunni þar til líður á binditímabilið og fjárfest lausafé sitt á millibankamarkaði fyrir daglán á meðan vextir haldast háir. Slík spákaupmennska hefur sveiflujafnandi áhrif á vexti á millibankamarkaði. Hún kemur þannig í veg fyrir að evrukerfið þurfi með sérstökum markaðsaðgerðum að jafna sveiflur á þeim markaði. Slíkar aðgerðir evrukerfisins eru talðar óæskilegar þar sem tíðni þeirra gæti grafið undan gagnsæi peningastefnunnar.

Vextir sem samsvara meðaltali af vöxtum á vikulegum uppboðum evrukerfisins eru greiddir af innstæðum upp að lágmarksbindiskyldu hversrar stofnunar. Vextir eru ekki greiddir af fjárhæðum sem eru umfram lágmarksbindiskyldu. Fjármálastofnanir sem ekki uppfylla skilyrði um bindiskyldu eru sektaðar.

Vextir

Með stjórnstækjum sínum leitast ECB við að stýra peningamarkaðsvöxtum. Daginnlán og dagútlán setja efri og neðri mörk fyrir millibankavexti en vextirnir



Í vikulegum uppboðum á endurhverfum samningum eru meginstyrivextir bankans sem millibankavextir sveiflast í kringum. Bindiskyldan er síðan talin draga úr sveiflum millibankavaxta. Meðfylgjandi mynd sýnir vexti ECB og millibankavexti á evrusvæðinu frá byrjun þessa árs.

5. Niðurlag

Evrusvæðið er eitt stærsta hagkerfi heims. Þróun efnahagsmála á svæðinu mun því hafa veruleg áhrif á framvindu efnahagsmála um allan heim. Í þessu stóra hagkerfi munu aðstæður innan svæðisins veða mun þyngra við ákvarðanir í peningamálum en aðstæður utan þess. Líklegt er að íbúar á svæðinu njóti

góðs af hinum nýja gjaldmiðli í formi meiri samkeppni og hagkvæmara hagkerfis. Á hinn bóginn er ljóst að ekki er allt eins og best verður á kosið á evrusvæðinu. Mikilvæg vandamál bíða úrlausnar á næstu árum. Meðal þeirra eru mikið atvinnuleysi, halli í opinberum rekstri og miklar skuldir hins opinbera. Peningastefnu evrukerfisins er ekki ætlað að vinna bug á þessum vandamálum með beinum hætti en með því að stuðla að verðstöðugleika getur hún lagt sitt af mörkum og haldið verðbólguálagi vaxta í lágmarki og þannig stuðlað að hagvexti og aukinni atvinnu. Á sama tíma er ljóst að góð stjórn efnahagsmála felst ekki aðeins í góðri peningastefnu. Til að evrusvæðið vaxi og dafni þarf einnig að beita öðrum stjórnækjum hagkerfisins skynsamlega.

Stöðugt verðlag er hornsteinn peningastefnu evrukerfisins eins og henni hefur verið lýst hér að framan. Aðstæður við upptöku evrunnar eru óvenjulegar og því mikilvægt að peningastefnan taki tillit til óvenjulegra aðstæðna. Hlutverk hennar er að sjá fyrir og bregðast við þróun sem ógnar verðstöðugleika. Sú stefna sem mótuð hefur verið gengur út frá því að ekki sé hægt að bregðast rétt við öllum hugsanlegum aðstæðum með því að einblína á eina vísitölu sem millimarkmið. Slíkir starfshættir eru taldir sérstaklega varhugaverðir í ljósi þeirrar óvissu um samband hagtalna sem fylgir upptöku evrunnar. Því hefur bankaráðið lagt áherslu á að ákvarðanir þess verði ekki teknar með vélrænum hætti. Þær munu bæði byggjast á þróun peningamagns og vildtæku mati á almennu efnahagsástandi á evrusvæðinu öllu.

Heimildir

1. The European Central Bank: The euro area at the start of Stage Three, Monthly Bulletin, janúar 1999.
2. The European Central Bank: The stability-oriented monetary policy of the Eurosystem, Monthly Bulletin, janúar 1999.
3. The European Central Bank: Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's monetary policy strategy, Monthly Bulletin, febrúar 1999.
4. The European Central Bank: The role of short-term economic indicators in the analysis of price developments in the euro area, Monthly Bulletin, apríl 1999.
5. The European Central Bank: The operational framework of the Eurosystem: description and first assessment, Monthly Bulletin, maí 1999.
6. The European Central Bank: The institutional framework of the European System of Central Banks, Monthly Bulletin, júlí 1999.
7. A stability-oriented monetary policy strategy for the European System of Central Banks, fréttatilkynning, október 1998.
8. The European Central Bank: The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, september 1998.
9. The European Central Bank: The quantitative reference value for monetary growth, fréttatilkynning, desember 1998.