



## DEN EUROPÆISKE PENGEPOLITIK

Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) omfatter ECB og alle EU-medlemsstaternes centralbanker. Hovedmålet med ESCB er at fastholde prisstabilitet. For at nå sin primære målsætning baserer ECB's Styrelsesråd sine afgørelser på en pengepolitisk strategi, der bygger på to søjler og gennemfører dem ved at bruge både ordinære og ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger. De vigtigste instrumenter i ECB's ordinære pengepolitik er markedsoperationer, stående faciliteter og opretholdelse af mindstereserver. Som svar på den finansielle krise har ECB også ændret sin kommunikationsstrategi ved at give vejledning om den fremtidige retning (forward guidance) for ECB's rentepolitik, der er betinget af udsigten for prisstabilitet, og har truffet en række ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger. Disse omfatter køb af aktiver og statsobligationer på det sekundære marked med henblik på at sikre prisstabiliteten og effektiviteten af den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

### RETSGRUNDLAG

- Artikel 119-144, 219 og 282-284 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF),
- Protokol nr. 4 til Lissabontraktaten om statuten for Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) og Den Europæiske Centralbank (ECB).

### MÅL

Den primære målsætning for ESCB er at fastholde prisstabilitet som fastlagt i 127, stk. 1, i TEUF. Uden at tabe denne målsætning af sigte støtter ESCB den overordnede økonomiske politik i Unionen med henblik på at bidrage til gennemførelsen af Unionens mål. ESCB handler i overensstemmelse med princippet om en åben markedsøkonomi med fri konkurrence, som fremmer en effektiv ressourceallokering (TEUF, artikel 127, stk. 1).

### RESULTATER

**A.** Det vejledende princip for ECB's foranstaltninger

**1.** ECB's uafhængighed

Grundprincippet for ECB's uafhængighed er fastsat i artikel 130 i TEUF (»Under udøvelsen af de beføjelser og gennemførelsen af de opgaver og pligter, som de har fået pålagt ved traktaterne og statuten for ESCB og ECB, må hverken Den



Europæiske Centralbank, de nationale centralbanker eller medlemmerne af disses besluttende organer søge eller modtage instrukser fra EU-institutioner, -organer, -kontorer og -agenturer fra medlemsstaternes regeringer eller fra nogen anden side»). ECB's uafhængighed opretholdes også gennem de forbud, der omtales i artikel 123 i TEUF, som ligeledes gælder de nationale centralbanker: Det er dem forbudt at give EU-institutioner eller -organer, centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre offentlige organer eller offentlige foretagender i medlemsstaterne mulighed for at foretage overtræk eller at yde dem andre former for kreditfaciliteter. ECB's uafhængighed er centreret omkring det frie valg af pengepolitiske instrumenter. Traktaten giver mulighed for brugen af traditionelle instrumenter (artikel 18 og 19 i statuten) og giver Styrelsesrådet mulighed for at træffe beslutning om brugen af andre metoder (artikel 20 i statuten).

## **2. Principperne om ansvarlighed og gennemsigtighed i ECB**

For at sikre ECB's troværdighed indeholder traktaten (artikel 284 i TEUF) og statuten (artikel 15) en pligt til at aflægge beretninger. ECB udarbejder og offentliggør mindst hvert kvartal beretninger om ESCB's aktiviteter. Hver uge offentliggøres der en konsolideret oversigt over ESCB's finansielle stilling. Fra starten har ECB's månedsbulletin indeholdt en grundig analyse af den økonomiske situation og udsigterne for prisudviklingen. Månedsbulletinen blev i januar 2015 erstattet af en ny økonomisk bulletin, der, som følge af at man i januar 2015 gik over til et interval på seks uger for pengepolitiske møder i Styrelsesrådet, vil blive offentliggjort to uger efter hvert pengepolitisk møde. ECB offentliggjorde den 19. februar 2015 for første gang et referat fra et pengepolitisk møde i Styrelsesrådet og ved at gøre dette tilpassede den sig til andre førende centralbankers kommunikationspolitik. ECB forelægger en årsberetning om ESCB's aktiviteter og pengepolitikken i både det foregående og det indeværende år for Europa-Parlamentet. ECB er ansvarlig over for Europa-Parlamentet, og medlemmerne af ECB's direktion giver regelmæssigt fremmøde i Parlamentet.

## **3. Afstemningsregler i Styrelsesrådet (statuttens artikel 10.2)**

Afstemninger i Styrelsesrådet plejede at foregå efter princippet »ét medlem, én stemme«. Ifølge EU-traktaterne skulle der indføres et rotationssystem i ECB's Styrelsesråds afstemningssystem, så snart antallet af lande i euroområdet oversteg 18, hvilket har været tilfældet siden 1. januar 2005, da Litauen blev medlem af euroområdet. Tanken bag rotationen er at sikre effektiviteten af ECB's beslutningssystem også med et stigende antal deltagere. Centralbankcheferne fra euroområdet, der er rangeret fra et til fem i forhold til størrelsen på deres økonomier og deres finansielle sektorer (for øjeblikket Tyskland, Frankrig, Italien, Spanien og Nederlandene) tildeles fire stemmerettigheder. Alle andre (for øjeblikket 14) tildeles 11 stemmerettigheder. Centralbankcheferne udøver rettighederne på skift ved hjælp af en månedlig rotation. Medlemmerne af ECB's direktion har permanente stemmerettigheder.

## **B. ECB's pengepolitiske strategi**

### **1. Oversigt**

Den 13. oktober 1998 vedtog ECB's Styrelsesråd de centrale elementer i sin pengepolitiske strategi, nemlig i) en kvantitativ definition af prisstabilitet, ii) prioritering



af overvågningen af væksten i pengemængden identificeret som monetært aggregat og iii) en bredt baseret vurdering af udsigterne for prisudviklingen. ECB valgte en pengepolitisk strategi baseret på to søjler (søjle 1: økonomisk analyse; søjle 2: pengepolitisk analyse) hvis respektive roller endnu engang blev klart defineret under revisionen af den pengepolitiske strategi den 8. maj 2003.

## 2. Prisstabilitet

Prisstabilitet defineres som en inflationsrate (årlig stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet) på under, men tæt på 2 % på mellemlangt sigt.

## 3. Den første søjle i den pengepolitiske strategi: økonomisk analyse

Den økonomiske analyse vurderer de bestemmende faktorer for prisudviklingen på kort og mellemlang sigt. De fokuserer på den reale aktivitet og de finansielle forhold i økonomien. Den økonomiske analyse tager hensyn til, at prisudviklingen over disse tidshorisoner i høj grad påvirkes af samspillet mellem udbud og efterspørgsel på varemarkedet, markedet for tjenesteydelser og faktormarkedene. For at foretage denne analyse gennemgår ECB regelmæssigt bl.a. udviklingen i de generelle forhold for output, efterspørgsel og arbejdsmarkedet, en lang række pris- og omkostningsindikatorer, finanspolitikker, betalingsbalancen for euroområdet og aktivpriser<sup>[1]</sup>.

## 4. Den anden søjle i den pengepolitiske strategi: pengepolitisk analyse

Den pengepolitiske analyse anvender den langsigtede forbindelse mellem penge og priser og fungerer hovedsagelig som en måde til krydstjekke de kort- og mellemlangsigtede indikatorer for pengepolitikken, som stammer fra den økonomiske analyse. Den pengepolitiske analyse består af en detaljeret analyse af udviklingen i pengemængden og kreditgivningen for at vurdere deres følger for den fremtidige inflation og økonomiske vækst.

## C. Gennemførelse af pengepolitikken: instrumenter og procedurer

Ved at fastsætte rentesatser, til hvilke forretningsbankerne kan låne penge fra centralbanken, påvirker ECB's pengepolitik indirekte renterne inden for økonomien i hele euroområdet og navnlig renterne på forretningsbankernes udlån og på indlånskonti. ECB bruger en række pengepolitiske instrumenter til at gennemføre sin pengepolitik.

### 1. Markedsoperationer

Markedsoperationer spiller en vigtig rolle for styringen af rentesatserne og anvendes til at styre likviditetssituationen på markedet og udsende et signal om den pengepolitiske situation. Eurosystemets regelmæssige markedsoperationer består af ugentlige likviditetstilførende operationer i EUR (primære markedsoperationer eller MRO'er) og tre måneders likviditetstilførende operationer i EUR (langfristede markedsoperationer eller LTRO'er). MRO'er bruges til at styre de korte renter og likviditetssituationen

---

[1] Beskrivelsen af de to søjler er taget fra: ECB's pengepolitiske strategi (2011), <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>



og udsende et signal om den pengepolitiske situation i euroområdet, mens LTRO'er tilvejebringer yderligere, langfristet refinansiering til den finansielle sektor.

Mindre regelmæssige markedsoperationer er finjusterende markedsoperationer og strukturelle operationer. Førstnævnte har til formål at afhjælpe uventede likviditetsudsving på markedet, navnlig med henblik på at udjævne virkningerne på rentesatserne, mens sidstnævnte primært har til formål at foretage permanente justeringer af eurosystemets strukturelle position i forhold til den finansielle sektor.

## 2. Stående faciliteter

Stående faciliteter anvendes til at tilvejebringe eller absorbere likviditet med en løbetid på en enkelt dag, og EONIA (Euro Overnight Index Average) er et mål for den effektive rente på dag-til-dag-eurointerbankmarkedet. Eurosystemet tilbyder to stående faciliteter for kreditinstitutter: Den marginale udlånsfacilitet, der gør det muligt at få adgang til likviditet fra dag til dag fra centralbanken mod sikkerhed i tilstrækkelige godkendte aktiver, og indskudsfaciliteten, der gør det muligt at foretage dag-til-dag-indskud i centralbanken.

## 3. Mindstereserver

I henhold til artikel 19, stk. 1, i statuten kan ECB kræve, at kreditinstitutter, der er etableret i medlemsstaterne, holder mindstereserver på konti hos ECB og de nationale centralbanker. Formålet med mindstereserverne er at stabilisere de korte rentesatser på markedet og skabe (eller udvide) en strukturel likviditetsmangel i banksystemet i forhold til eurosystemet, hvilket letter kontrollen af pengemarkederne gennem regelmæssige, likviditetsskabende operationer. Beregningsmetoderne og fastsættelsen af det nødvendige beløb fastsættes af Styrelsesrådet.

## 4. Ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger og krisestyring fra og med 2007: vejledning om den fremtidige retning (forward guidance) og programmer for køb af aktiver

Siden juli 2013 har ECB givet vejledning om den fremtidige retning for rentepolitikken. Vejledningen om den fremtidige retning har været et betydeligt skift i ECB's kommunikationsstrategi, da det ikke kun har indebåret kommunikation om, hvordan ECB vurderer de nuværende økonomiske forhold og risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt, men også om hvad denne vurdering indebærer for retningen for dens fremtidige pengepolitik.

Herudover og siden 2009 er der blevet gennemført adskillige programmer for køb af aktiver for at opnå vedvarende vækst i hele euroområdet og i overensstemmelse med målet om at opnå inflationsrater under, men tæt på 2 % på mellemlangt sigt. I 2009 og 2011 iværksatte ECB to programmer for køb af særligt dækkede obligationer (CBPP og CBPP2). Fra 10. maj 2010 til februar 2012 gennemførte ECB interventioner på gældsmarkeder under programmet for værdipapirmarkeder (SMP). I august 2012 annoncerede ECB, muligheden af at bruge direkte markedsoperationer (OMT'er) på de sekundære markeder for statsobligationer for at sikre en hensigtsmæssig pengepolitisk transmission og opretholde den fælles dimension af sin pengepolitik. I juni 2014 annoncerede den en række målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er), som havde til formål at forbedre bankers udlån til euroområdets ikke-finansielle private



sektor, undtagen lån til husholdninger til boligkøb i en periode på to år. I september 2014 annoncerede ECB to nye programmer for køb, nemlig programmet for køb værdipapirer med sikkerhed i aktiver (ABSPP) og det tredje program vedrørende køb af særligt dækkede obligationer (CBPP3), der havde til formål at forbedre transmissionen af pengepolitikken ved at støtte långivningen til euroområdet økonomi og som følge deraf at give muligheder for yderligere pengepolitisk tilpasning. Den 9. marts 2015 begyndte ECB at købe obligationer på det sekundære marked, som var udstedt af euroområdets centralregeringer og visse organer og internationale eller supranationale institutioner, som er beliggende i euroområdet, under opkøbsprogrammet for offentlige udstedelser (PSPP). ABSPP, CBPP3 og PSPP danner tilsammen det udvidede program for køb af aktiver (EAPP), hvis månedlige køb udgør 60 mia. EUR. Den 10. marts 2016 besluttede ECB at udvide de daværende månedlige køb af aktiver til 80 mia. EUR, at hæve de øvre grænser for udstedere og udstedelser fra 33 % til 50 %, at medtage »investment-grade«-obligationer i EUR udstedt af andre selskaber end banker, der er etableret i euroområdet, i oversigten over godkendte aktiver og lancere en ny serie på fire TLTRO'er, der startede i juni 2016, hver med en løbetid på fire år. Disse nye operationer har til formål at styrke ECB's lempelige pengepolitik og den pengepolitiske transmissionsmekanisme ved yderligere at tilskynde bankerne til at låne. De skal gennemføres, indtil ECB konstaterer en vedvarende ændring i inflationsraten, der er forenelig med målet om at opnå inflationsrate under, men tæt på 2 % på mellemlangt sigt. Den 8. december 2016 besluttede ECB's Styringsråd at fastholde de månedlige køb af aktiver på 80 mia. EUR indtil marts 2017. Fra april 2017 til december 2017, og længere endnu, hvis det er nødvendigt, vil de månedlige køb fortsætte på et niveau på 60 mia. EUR. ECB besluttede også at justere nogle af parametrene i sit program for køb af aktiver, som trådte i kraft fra januar 2017. Den minimale restløbetid for godkendte aktiver under PSPP blev reduceret fra to år til et år og køb af værdipapirer med en effektiv rente under ECB's indskudsfacilitets rentesats vil være tilladt under EAPP i den udstrækning, det er nødvendigt.

## EUROPA-PARLAMENTETS ROLLE

I henhold til artikel 284, stk. 3, i TEUF og artikel 15, stk. 3, i ESCB-statutten skal ECB's formand forelægge en årsberetning for Parlamentet. I sin beslutning af 25. februar 2016 om Den Europæiske Centralbanks årsberetning for 2014 understregede Parlamentet behovet for at forbedre de finansielle forhold for både offentlige og private investeringer, advarede om de finansielle risici som følge af fortsat lave renter i visse medlemsstater og høje og divergerende niveauer af offentlig og privat gældsætning, glædede sig over ECB's beslutning om at offentliggøre referatprotokollerne af dens møder og understregede nødvendigheden af demokratisk ansvar i lyset af de nye ansvarsopgaver, som ECB har fået overdraget, hvad angår tilsynsopgaver. ECB's formand møder op som fast praksis fire gange om året i Økonomi og Valutaudvalget (ECON) for at redegøre for ECB's politiske beslutninger og besvare spørgsmål fra udvalgs medlemmer (monetærdialog). Møderne er åbne for offentligheden og udskrifterne offentliggøres på både Parlamentet og ECB hjemmesider.

[Dario Paternoster / Dirk Verbeken / Dražen Rakić](#)  
05/2019

