



Directorate-General for Research

WORKING PAPER

ABRIDGED MULTILINGUAL EDITION

DA	ECB's monetære politik i forhold til artikel 105 Sammenfatning og konklusioner
DE	Die Währungspolitik der EZB auf der Grundlage von Artikel 105 des Vertrags Zusammenfassung und Schlußfolgerungen
EL	Η νομισματική πολιτική της εκτ στο πλαίσιο του άρθρου 105 της συνθήκης Περίληψη και συμπεράσματα
EN	The Monetary Policy of the ECB under Treaty Article 105 Summary and conclusions
ES	La política monetaria del BCE de conformidad con el artículo 105 del tratado Resumen y conclusiones
FR	La politique monétaire de la BCE au regard de l'article 105 du traité CE Résumé et conclusions
IT	La politica monetaria della BCE conformemente all'articolo 105 del trattato Sintesi e conclusioni
NL	Het monetair beleid van de ECB overeenkomstig artikel 105 van het verdrag Samenvatting en conclusies
PT	A política monetária do BCE no contexto do artigo 105º do tratado Síntese e conclusões
FI	Ekp:n rahapolitiikka perustamissopimuksen 105 artiklan mukaisesti Yhteenvedo ja johtopäätökset
SV	ECB:s monetära politik under artikel 105 i fördraget Sammanfattning och slutsatser

The original working paper, ECON 112 EN, is only available in EN.

The opinions expressed in this working paper are those of the author and do not necessarily reflect the position of the European Parliament.

Reproduction and translation of this publications are authorised, except for commercial purposes, provided that the source is acknowledged and that the publisher is informed in advance and supplied with a copy.

PUBLISHER: European Parliament
L - 2929 Luxembourg

AUTHOR: Professor Dr. Peter Bofinger
Universität Würzburg

EDITOR: Ben Patterson
Directorate General for Research
Economic Affairs Division
Tel.: (00352) 4300-24114
Fax: (00352) 4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Manuscript completed in April 1998.

TABLE OF CONTENTS

DA

ECB's monetære politik i forhold til artikel 105

DE

Die Währungs politik der EZB auf der Grundlage von Artikel 105 des Vertrags

EL

Η νομισματική πολιτική της εκτ στο πλαίσιο του άρθρου 105 της συνθήκης

EN

The monetary policy of the ECB under treaty article 105

ES

La política monetaria del BCE de conformidad con el artículo 105 del tratado

FR

La politique monétaire de la BCE au regard de l'article 105 du traité CE

IT

La politica monetaria della BCE conformemente all'articolo 105 del trattato

NL

Het monetair beleid van de ECB overeenkomstig artikel 105 van het verdrag

PT

A política monetária do BCE no contexto do artigo 105º do tratado

FI

Ekp:n rahapolitiikka perustamissopimuksen 105 artiklan mukaisesti

SV

ECB:s monetära politik under artikel 105 i fördraget

ECB'S MONETÆRE POLITIK I FORHOLD TIL ARTIKEL 105

SAMMENFATNING OG KONKLUSIONER

ECB har gjort et godt arbejde med at forberede indførelsen af euroen og med at styre de første meget svære måneder med den fælles europæiske monetære politik. Eftersom den indledende fase næsten er ovre nu, er tiden kommet for en mere omfattende analyse af de strategiske spørgsmål omkring ECB's monetære politik. Med den "stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi" har ECB gjort en kraftig indsats for at fremme en strategi, der på én gang er gennemsigtig og tager hensyn til indførelsesperiodens meget specielle udfordringer. Imidlertid påviser denne analyse, at der på visse punkter er behov for væsentlige forbedringer eller afklaringer.

Angående den endelige målsætning skal ECB's direkte afvisning af ethvert ansvar for den kortfristede makroøkonomiske stabilisering drøftes nærmere. Først og fremmest viser den amerikanske Federal Reserve Banks og den tyske Bundesbanks succesrige præstationer, at en vis stabilisering af efterspørgselschock er mulig til trods for den traditionelle lærebogsviden. En større bevidsthed omkring efterspørgselschock ville også bidrage til en bedre forståelse af forholdet mellem prisstabilitet og beskæftigelse. Den brede offentlighed ville indse, at der er mange situationer, hvor prisstabilitet også betyder stabil produktion og stabil beskæftigelse. En hensigtsmæssig reaktion på sådanne chock ville også kræve en mere gennemsigtig definition af ECB's inflationsmålsætning, helst i form af et spænd med en præcis øvre og nedre grænse. Uden en omfattende analyse af disse spørgsmål er der en risiko for, at ECB's mellemlange strategi vil skabe unødvendige udsving i produktion og beskæftigelse, da det er meget svært at fastlægge en neutral renteholdning. Der synes ikke at være garanti for en særlig indsats fra ECB's side for at sænke arbejdsløsheden i euroområdet. Indførelsen af de nye monetære rammer for alle medlemsstaterne i euroområdet har allerede medført et stærkt fald i de langfristede realrenter, hvilket er det bedste pengepolitiske bidrag til vækst og beskæftigelse.

ECB's strategi, der er baseret på de to søjler med en "referenceværdi for det brede pengemængdemål" og den "bredt funderede vurdering af prisudviklingen i fremtiden", trænger til større ændringer. I den nuværende form overholder den hverken kriteriet for gennemsigtighed eller for oplysningspligt. Yderligere er der en risiko for, at den ikke er i stand til at spore udbuds- eller efterspørgselschock så tidligt som muligt. Referenceværdien for pengemængdemål kan betragtes som en elementær form for monetær målsætning. Men det er ikke klart, hvilken rolle en sådan referenceværdi skal spille, hvis den ikke kan kontrolleres af ECB. Den bredt funderede vurdering minder om en inflationsprognose, men ECB hævder, at det ikke er tilfældet. Hvad der er svært at forstå, er det faktum, at den samlede pengemængde og korte renter ikke er medtaget i den bredt funderede vurdering. Den indbyrdes forbindelse mellem de to søjler er uklar. I forhold til disse uklarheder i den stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi er inflationsmålsætningsstrategien, som den anvendes af Bank of England og andre centralbanker, mere gennemsigtig. Det er i særdeleshed tilfældet, hvis en centralbank fremlægger vækstberegninger udover en inflationsprognose. Konkurrencen mellem mange nationale og internationale analyseinstitutter sikrer en høj grad af kontrol.

Hvad angår indikatorerne for den nuværende pengepolitiske linje er ECB ikke fremkommet med noget konkret udsagn om, hvilke(n) indikator(er) der skal bruges for at vurdere dens pengepolitiske linje. Imidlertid fokuserer den i sine månedsoversigter mere og mere på den korte realrente. I virkeligheden har denne indikator den fordel, at den kan kontrolleres fuldstændigt af ECB på kort sigt. Den korte realrente har en meget kraftig indvirkning på de renter, som forretningsbankerne tager for deres udlån. Alle konjunkturafmatninger er blevet udløst af en kraftig stigning i disse renter. Rentekurven har mange lighedspunkter med den korte realrente, men den kan ikke kontrolleres fuldstændigt og savner et velfunderet teoretisk grundlag. På baggrund af den korte realrentes betydning er ECB's nuværende pengepolitik mere ekspansiv end i de sidste 18 år.

Imidlertid viser Taylors regel og Federal Reserve Banks erfaringer, at der fortsat er mulighed for yderligere nedsættelse af de korte renter.

På nuværende tidspunkt er det ikke muligt at give et klart svar på det centrale spørgsmål, der er fremsat af underudvalget, om, hvorvidt ECB fortolker og gennemfører Traktatens artikel 105 korrekt eller ej. Det er absolut nødvendigt at skelne mellem ECB's stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi og dens nuværende rentepolitik.

Hvis man tager den stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi bogstaveligt, kunne man komme til den konklusion, at ECB vil følge en pengepolitik, der er mindre modtagelig over for efterspørgselschock end Federal Reserve Banks og Bundesbanks politik. En sådan linje ville betyde, at ECB ikke udnytter sit potentiale for at stabilisere produktionen og beskæftigelsen fuldt ud, selvom en sådan politik ikke ville true målsætningen om prisstabilitet. Det ville indebære, at ECB ikke fuldt ud støtter de økonomiske politikker i Fællesskabet. Imidlertid er en klar vurdering af disse spørgsmål meget svær, da den stabilitetsorienterede pengepolitiske strategis to søjler er af yderst vag karakter. Derfor bør ECB opfordres til at gøre sin strategi klarere og sin holdning til inflationsmålsætningsstrategien op til fornyet overvejelse.

I praksis udviser ECB's politik en grad af fleksibilitet, der er svær at forene med den stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi og udtalelser fra bankens ledelse. Dette fremgår tydeligt af det faktum, at det nuværende renteniveau kun ligger 0,5 procentpoint fra Taylors regel, der er baseret på en meget aktiv pengepolitisk linje. Derfor er ECB's pengepolitiske praksis meget mere i overensstemmelse med traktatens krav end dens teoretiske rammer. I den henseende følger ECB traditionen fra den tyske Bundesbank, der højtideligt prædikede en monetaristisk doktrin, imens den fulgte en ret pragmatisk politik.

DIE WÄHRUNGSPOLITIK DER EZB AUF DER GRUNDLAGE VON ARTIKEL 105 DES VERTRAGS

ZUSAMMENFASSUNG UND SCHLUBFOLGERUNGEN

Die EZB hat sehr gute Arbeit bei den Vorbereitungen zum Start des Euro und bei der Bewältigung der sehr schwierigen ersten Monate der gemeinsamen europäischen Währungspolitik geleistet. Da die Anfangsphase jetzt nahezu vorüber ist, erscheint die Zeit für eine umfassendere Analyse strategischer Fragen der EZB-Währungspolitik gekommen. Mit ihrer stabilitätsorientierten währungspolitischen Strategie hat die EZB große Anstrengungen unternommen, eine Strategie zu entwickeln, die gleichzeitig transparent ist und den sehr speziellen Herausforderungen der Anfangsphase gerecht wird. Die Analyse zeigt jedoch, daß unter verschiedenen Aspekten wichtige Verbesserungen oder Klarstellungen erforderlich sind.

Was das endgültige Ziel angeht, so bedarf die direkte Ablehnung irgendeiner Verantwortung für die kurzfristige makroökonomische Stabilisierung durch die EZB einer ausführlicheren Diskussion, insbesondere, weil die Erfolge der US-Zentralbank und der Deutschen Bundesbank verdeutlichen, daß es im Gegensatz zur herrschenden Lehre möglich ist, eine gewisse Stabilisierung von Nachfrageschocks zu erreichen. Ein stärkeres Bewußtsein für Nachfrageschocks würde auch zu einem besseren Verständnis des Zusammenhangs zwischen Preisstabilität und Beschäftigung beitragen. Die Öffentlichkeit würde realisieren, daß es viele Situationen gibt, in denen Preisstabilität auch stabile Produktion und stabile Beschäftigung bedeutet. Für eine angemessene Reaktion auf solche Schocks wäre auch eine transparentere Definition des Inflationszieles der EZB erforderlich, vorzugsweise in Form einer Bandbreite mit genau festgelegter Ober- und Untergrenze. Ohne eingehende Analyse dieser Elemente besteht die Gefahr, daß das mittelfristige Konzept der EZB unerwünschte Schwankungen bei Produktion und Beschäftigung verursacht, da es sehr schwierig ist, eine neutrale Höhe der Zinssätze festzulegen. Ein besonderer Beitrag der EZB zur Senkung der Arbeitslosigkeit im Euro-Gebiet erscheint nicht gerechtfertigt. Die Einführung des währungspolitischen Rahmens für alle Mitgliedstaaten des Euro-Gebiets hat bereits zu einem starken Rückgang der langfristigen Realzinsen geführt, was der beste Beitrag jeder Geldpolitik zu Wachstum und Beschäftigung ist.

Das Navigationssystem der EZB, das sich auf die zwei Pfeiler eines Referenzwertes für die allgemeine Geldpolitik und die breit angelegte Bewertung der voraussichtlichen künftigen Preisentwicklung stützt, bedarf erheblicher Änderungen. In seiner gegenwärtigen Form wird es weder dem Kriterium der Transparenz noch dem Kriterium der demokratischen Verantwortlichkeit gerecht. Zusätzlich besteht die Gefahr, daß es nicht in der Lage ist, Nachfrage- oder Angebotsschocks so frühzeitig wie möglich zu entdecken. Der Referenzwert für Geld läßt sich als rudimentäre Form geldpolitischer Zielsetzung betrachten, aber es ist nicht deutlich, welche Bedeutung ein solcher Referenzwert haben wird, wenn er nicht von der EZB kontrolliert werden kann. Die breit angelegte Bewertung erinnert an eine Inflationsprognose, nach Ansicht der EZB ist dies jedoch nicht der Fall. Schwer verständlich ist die Tatsache, daß Geldmengenziele und kurzfristige Zinssätze nicht in die breit angelegte Bewertung einbezogen sind. Die Wechselbeziehung zwischen den zwei Pfeilern ist unklar. Verglichen mit diesen Unklarheiten der stabilitätsorientierten währungspolitischen Strategie ist die Strategie einer Inflationszielvorgabe, wie sie von der Bank of England und anderen Zentralbanken angewendet wird, transparenter. Dies gilt insbesondere, wenn die Zentralbank eine wirkliche Wachstumsprojektion zusätzlich zu einer Inflationsprognose abgibt. Der Wettbewerb zwischen vielen nationalen und internationalen Prognose-Institutionen garantiert ein hohes Maß an Kontrolle.

Was die Indikatoren für die konkreten geldpolitischen Auswirkungen angeht, so hat die EZB keine klare Aussage gemacht, welche Indikatoren zur Beurteilung der Auswirkungen ihrer Geldpolitik herangezogen werden sollen. In ihren Bulletins konzentriert die EZB sich jedoch mehr und mehr

auf die kurzfristigen Realzinsen. Dieser Indikator hat in der Tat den Vorteil, daß er sich von der Zentralbank kurzfristig vollständig kontrollieren läßt. Der kurzfristige Realzins hat sehr starke Auswirkungen auf die Zinssätze, die Geschäftsbanken von ihren Kunden verlangen. Alle Rezessionen sind durch einen größeren Anstieg dieser Zinssätze ausgelöst worden. Die Ertragskurve weist zahlreiche Ähnlichkeiten mit dem kurzfristigen Realzins auf, aber sie ist nicht gänzlich kontrollierbar und ihr fehlt eine solide theoretische Basis. Angesichts der Bedeutung der kurzfristigen Realzinsen ist die tatsächliche Zielrichtung der Geldpolitik der EZB stärker expansiv als in den vergangenen 18 Jahren. Die Taylor'sche Regel und die Erfahrungen der US-Zentralbank zeigen aber, daß es nach wie vor ein gewisses Potential für eine weitere Senkung der kurzfristigen Zinssätze gibt.

Zum jetzigen Zeitpunkt kann die vom Unterausschuß gestellte Frage nicht eindeutig beantwortet werden, ob die EZB den Artikel 105 des Vertrags korrekt auslegt und in die Praxis umsetzt. Es ist mit Sicherheit notwendig, eine Unterscheidung zwischen der stabilitätsorientierten währungspolitischen Strategie und der tatsächlichen Zinspolitik der EZB zu treffen.

Nimmt man die stabilitätsorientierte währungspolitische Strategie wortwörtlich, könnte man zu der Schlußfolgerung gelangen, daß die EZB eine Währungspolitik verfolgen wird, die weniger auf Nachfrageschocks reagiert als die Politik der US-Zentralbank oder der Deutschen Bundesbank. Ein solches Vorgehen würde bedeuten, daß die EZB ihr Potential zur Stabilisierung der realen Produktion und Beschäftigung nicht in vollem Umfang ausschöpft, obwohl eine solche Politik das Ziel der Preisstabilität nicht gefährden würde. Es würde bedeuten, daß die EZB die Währungspolitiken in der Gemeinschaft nicht in vollem Umfang unterstützt. Eine eindeutige Bewertung dieser Fragen ist jedoch sehr schwierig, da die zwei Pfeiler der stabilitätsorientierten währungspolitischen Strategie äußerst vage umrissen sind. Deshalb sollte die EZB aufgefordert werden, ihre Strategie eindeutiger darzulegen und ihre Position gegenüber der Strategie von Inflationszielvorgaben zu überprüfen.

In ihrer praktischen Politik zeigt die EZB ein Maß an Flexibilität, das schwer mit der stabilitätsorientierten währungspolitischen Strategie und den Erklärungen der EZB-Vertreter in Einklang zu bringen ist. Dies wird deutlich aus der Tatsache, daß das gegenwärtige Zinsniveau sich nur um einen halben Prozentpunkt vom Wert der Taylor'schen Regel unterscheidet, die von einem sehr aktivistischen Konzept für die Geldpolitik ausgeht. Deshalb stimmt die EZB-Währungspolitik in der Praxis sehr viel stärker mit den Erfordernissen des Vertrags überein als ihr konzeptueller Rahmen. In dieser Hinsicht steht die EZB sehr stark in der Tradition der Bundesbank, die feierlich eine monetaristische Doktrin verkündete, während sie gleichzeitig eine ziemlich pragmatische Politik verfolgte.

Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΚΤ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 105 ΤΗΣ ΣΥΝΘΗΚΗΣ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο ενεργητικό της ΕΚΤ εγγράφονται τόσο η πολύ επιτυχημένη προετοιμασία της εισαγωγής του ευρώ, όσο και η στιβαρότητα με την οποία κατηύθυνε κατά τους πρώτους, πολύ δύσκολους μήνες την κοινή ευρωπαϊκή νομισματική πολιτική. Τώρα που η εναρκτήρια φάση έχει πλέον σχεδόν ολοκληρωθεί, είναι καιρός για μια διεξοδικότερη ανάλυση των στρατηγικών πτυχών της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Με την "στρατηγική επιλογή μιας νομισματικής πολιτικής προσανατολισμένης προς τη σταθερότητα" (ΣΕΝΙΠΠΣ), η ΕΚΤ κατέβαλε μεγάλη προσπάθεια να αναπτύξει μια στρατηγική χαρακτηριζόμενη από διαφάνεια, η οποία συγχρόνως θα λαμβάνει υπόψη τις πολύ ειδικές συνθήκες της περιόδου εισαγωγής του ευρώ. Από την ανάλυση όμως που επιχειρεί η παρούσα μελέτη προκύπτει ότι, σε αρκετούς τομείς, απαιτούνται μείζονος κλίμακας βελτιώσεις και αποσαφηνίσεις.

Όσον αφορά τον τελικό στόχο, η πλήρης αποστασιοποίηση της ΕΚΤ από κάθε ευθύνη για τη βραχυπρόθεσμη μακροοικονομική σταθεροποίηση θα έπρεπε να συζητηθεί λεπτομερέστερα. Πρωτίστως, διότι τα καλά αποτελέσματα που έχουν επιτύχει η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) και η Bundesbank αποδεικνύουν ότι, αντίθετα από την "παραδεδομένη σοφία" που μας διδάσκουν τα οικονομικά εγχειρίδια, η σταθεροποίηση των απότομων διακυμάνσεων στη ζήτηση είναι, σε κάποιο βαθμό, δυνατή. Η καλύτερη γνώση των απότομων αυτών διακυμάνσεων θα συνέβαλλε και στην καλύτερη κατανόηση της σχέσης που υπάρχει ανάμεσα στη σταθερότητα των τιμών και την απασχόληση. Το ευρύ κοινό θα συνειδητοποιούσε έτσι ότι, σε πολλές περιπτώσεις, η σταθερότητα των τιμών συνεπάγεται και σταθερότητα στην παραγωγή και την απασχόληση. Η επιτυχής αντιμετώπιση των απότομων διακυμάνσεων προϋποθέτει επίσης έναν διαφανέστερο ορισμό του στόχου της ΕΚΤ ως προς τον πληθωρισμό, κατά προτίμηση με τη μορφή ζώνης τιμών με επακριβώς προσδιορισμένα άνω και κάτω όρια. Χωρίς μια διεξοδική ανάλυση των ζητημάτων αυτών υπάρχει κίνδυνος η μεσοπρόθεσμη στρατηγική της ΕΚΤ να προκαλέσει ανεπιθύμητους κλυδωνισμούς στην παραγωγή και την απασχόληση, δεδομένου ότι είναι εξαιρετικά δύσκολο να προσδιοριστεί, στην πράξη, το "σημείο ισορροπίας" των επιτοκίων. Η ειδική παρέμβαση της ΕΚΤ για τη μείωση της ανεργίας στη ζώνη του ευρώ δεν φαίνεται να δικαιολογείται από τα πράγματα. Η εισαγωγή του νέου νομισματικού πλαισίου για όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ έχει ήδη προκαλέσει ισχυρή πτώση των μακροπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων, και αυτή είναι η καλύτερη δυνατή συμβολή που η όποια νομισματική πολιτική θα μπορούσε να έχει στην ανάπτυξη και την απασχόληση.

Το σύστημα "πλοήγησης" της ΕΚΤ, βασισμένο στους δίδυμους άξονες της "τιμής αναφοράς" για το "χρήμα υπό την ευρείαν έννοια" και στην "με ευρέα κριτήρια εκτίμηση των τάσεων ως προς τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών" χρειάζεται σημαντικές τροποποιήσεις. Υπό την παρούσα μορφή του, το σύστημα αυτό ούτε το κριτήριο της διαφάνειας πληροί, ούτε είναι πρόσφορο σε έλεγχο. Επί πλέον, υπάρχει ο κίνδυνος ότι δεν θα μπορέσει να διαβλέψει έγκαιρα απότομες διακυμάνσεις στην προσφορά ή τη ζήτηση. Η "τιμή αναφοράς" για το χρήμα μπορεί να θεωρηθεί ως στοιχειώδης μορφή νομισματικής στοχοθέτησης. Δεν είναι όμως σαφές τι ρόλο θα μπορούσε να παίξει μια τέτοια "τιμή αναφοράς" όταν δεν θα βρίσκεται υπό τον έλεγχο της ΕΚΤ. Η "με ευρέα κριτήρια εκτίμηση των τάσεων θυμίζει "πρόβλεψη πληθωρισμού", έστω και εάν η ΕΚΤ διατείνεται ότι αυτό δεν είναι ακριβές. Δύσκολο είναι επίσης να κατανοήσει κανείς το γιατί τα συνολικά νομισματικά μεγέθη και τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια δεν υπεισέρχονται στην "με ευρέα κριτήρια εκτίμηση των τάσεων". Σε σύγκριση με τις ασάφειες αυτές της ΣΕΝΙΠΠΣ, η στρατηγική του "καθορισμού πληθωριστικών στόχων" που εφαρμόζουν η Τράπεζα της Αγγλίας και άλλες

κεντρικές τράπεζες είναι διαφανέστερη, και αυτό ισχύει κατά μείζοντα λόγο στην περίπτωση που η κεντρική τράπεζα παρέχει, εκτός από πρόβλεψη πληθωρισμού, και προβλέψεις ως προς τον πραγματικό ρυθμό αύξησης της οικονομίας. Ο ανταγωνισμός μεταξύ πολλών εθνικών και διεθνών οργανισμών οικονομικών προβλέψεων εγγυάται, στην περίπτωση αυτή, υψηλό βαθμό ελεγχιμότητας.

Όσον αφορά τους δείκτες βάσει των οποίων υπολογίζεται η παρούσα θέση της νομισματικής πολιτικής, η ΕΚΤ δεν έχει δηλώσει ρητά ποιός δείκτης ή δείκτες πρέπει να χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της θέσης της νομισματικής πολιτικής. Στα Δελτία όμως που εκδίδει, η Τράπεζα δίδει όλο και περισσότερο την έμφαση στα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια. Ο δείκτης αυτός έχει πράγματι το πλεονέκτημα ότι, βραχυπρόθεσμα, μπορεί να ελέγχεται πλήρως από την κεντρική τράπεζα. Το βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο έχει ισχυρότατη επίδραση επί των επιτοκίων που χρεώνουν οι εμπορικές τράπεζες στους πελάτες τους· και μια μεγάλη αύξηση των επιτοκίων αυτών βρίσκεται πάντα στην αφετηρία της κάθε οικονομικής ύφεσης. Η καμπύλη απόδοσης έχει πολλές ομοιότητες με το βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο, αλλά δεν μπορεί να ελεγχθεί απολύτως, και για τη χρήση της δεν υπάρχει στέρεη θεωρητική βάση. Δεδομένης της σημασίας που έχει το βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο, η σημερινή βάση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ έχει περισσότερο αναπτυξιακό χαρακτήρα από ό,τι κατά τα τελευταία 18 χρόνια. Αλλά τόσο ο κανόνας του Taylor όσο και η εμπειρία της Fed οδηγούν στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν ακόμη κάποιες δυνατότητες για περαιτέρω μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Στη σημερινή φάση, δεν είναι δυνατόν να δοθεί σαφής απάντηση στο κεντρικό ερώτημα που διετύπωσε η Υποεπιτροπή "κατά πόσον η ΕΚΤ ερμηνεύει και εφαρμόζει ορθά το άρθρο 105 της Συνθήκης". Επιβάλλεται όμως να γίνει διάκριση ανάμεσα στην ΣΕΝΙΠΠΣ και την πολιτική επιτοκίων που ακολουθεί σήμερα στην πράξη η ΕΚΤ.

Μια κατά γράμμα ανάγνωση της ΣΕΝΙΠΠΣ θα οδηγούσε στο συμπέρασμα ότι η ΕΚΤ εφαρμόζει νομισματική πολιτική λιγότερο ικανή να αντιδρά εγκαίρως στις απότομες διακυμάνσεις της ζήτησης από ό,τι η πολιτική που ακολουθούν η Fed ή η Bundesbank. Κάτι τέτοιο θα εσήμαινε ότι η ΕΚΤ δεν αξιοποιεί πλήρως τις δυνατότητες που διαθέτει σε ό,τι αφορά τη σταθεροποίηση της πραγματικής παραγωγής και απασχόλησης, παρόλο που μια τέτοια πολιτική δεν θα έθετε σε κίνδυνο το στόχο της σταθερότητας των τιμών. Θα εσήμαινε, σε τελευταία ανάλυση, ότι η ΕΚΤ δεν υποστηρίζει πλήρως τις οικονομικές πολιτικές της Κοινότητας. Είναι όμως πολύ δύσκολο να εξαγάγει κανείς ασφαλή συμπεράσματα για τα ζητήματα αυτά, δεδομένου ότι οι "δύο άξονες" της ΣΕΝΙΠΠΣ είναι διατυπωμένοι με εξαιρετικά αόριστο τρόπο. Πρέπει επομένως να κληθεί η ΕΚΤ να καταστήσει σαφέστερη τη στρατηγική της και να επανεξετάσει τη στάση της όσον αφορά τη στρατηγική του καθορισμού "πληθωριστικών στόχων".

Στην πράξη, η πολιτική της ΕΚΤ χαρακτηρίζεται από αρκετά μεγάλη ευελιξία, σε βαθμό που είναι δύσκολο να εξηγηθεί με βάση τις αρχές της ΣΕΝΙΠΠΣ ή τις δηλώσεις των εκπροσώπων της. Αυτό φαίνεται σαφώς και από το ότι τα σημερινά επιτόκια διαφέρουν μόλις κατά μισή εκατοστιαία μονάδα από το επίπεδο που θα προέκυπτε από την εφαρμογή του κανόνα του Taylor, κανόνα που αποτελεί καρπό μιας πολύ "ενεργητικής" θεώρησης της νομισματικής πολιτικής. Οπότε, η νομισματική πολιτική που ακολουθεί στην πράξη η ΕΚΤ είναι πολύ περισσότερο ευθυγραμμισμένη από ό,τι το θεωρητικό της υπόβαθρο με τις επιταγές της Συνθήκης. Από την άποψη αυτή, η ΕΚΤ ακολουθεί πιστά τα πρότυπα της Bundesbank η οποία, ενώ στα λόγια διεκήρυσσε σε όλους τους τόνους την πίστη της στο μονεταριστικό δόγμα, στην πράξη ακολουθούσε μια σαφώς πιο ευέλικτη πολιτική.

THE MONETARY POLICY OF THE ECB UNDER TREATY ARTICLE 105

SUMMARY AND CONCLUSIONS

The ECB has done a very good job in preparing the launch of the euro and in mastering the very difficult first few months of the common European monetary policy. As the introductory phase is almost over now, the time has come for a more comprehensive analysis of the strategic issues of the ECB's monetary policy. With its "stability oriented monetary policy strategy" the ECB has made a strong effort to develop a strategy which is at the same time transparent and takes into account the very special challenges of the introduction period. However, the analysis of this paper shows that in several respects major improvements or clarifications are needed.

In the area of the final target, the ECB's outright dismissal of any responsibility for short-term macroeconomic stabilisation has to be discussed in more detail. Above all, the successful performance of the Fed and the Bundesbank shows that in spite of the standard textbook wisdom, a certain stabilisation of demand shocks is possible. A greater awareness of demand shocks would also contribute to a better understanding of the relationship between price stability and employment. The broader public would realise that there are many occasions where price stability also means stable output and stable employment. An adequate response to such shocks would also require a more transparent definition of the ECB's inflation target, preferably in the form of a band with a precise upper and lower bound. Without a comprehensive analysis of these issues there is a risk that the ECB's medium-term approach will cause undue fluctuations in output and employment as it is very difficult to define a neutral stance of interest rates. A specific contribution by the ECB to reduce unemployment in the euro area seems not warranted. The introduction of the new monetary framework for all euro area member countries has already produced a strong decline in real long-term interest rates which is the best contribution of any monetary policy to growth and employment

The ECB's navigation system which is based on the two pillars of a "reference value" for broad money" and the "broadly based assessment of the outlook for future price developments" needs major modifications. In its present form it meets neither the criterion of transparency nor the criterion of accountability. In addition, there is a risk that it is not able to detect demand or supply shocks as early as possible. The "reference value" for money can be regarded as a rudimentary form of monetary targeting. But it is not clear which role such a "reference value" will play if it cannot be controlled by the ECB. The "broadly based assessment" reminds of an "inflation forecast" but the ECB pretends that this is not the case. Difficult to understand is the fact that monetary aggregates and short-term interest rates are not included in the broadly based assessment. The interrelationship between the two pillars is unclear. Compared with these ambiguities of the SOMPS, the strategy of "inflation targeting" as it is practised by the BoE and other central banks is more transparent. This is especially the case if the central bank is providing a real growth projection in addition to an inflation forecast. The competition among many national and international forecasting agencies guarantees a high degree of accountability.

At the level of indicators for the actual monetary policy stance the ECB has made no explicit statements which indicator(s) should be used to assess the stance of its monetary policy. However, in its Bulletins it is focussing more and more on the short-term real interest rate. In fact, this indicator has the advantage of being completely controllable by the central bank in the short run. The short-term real rate has a very strong effect on the rates that commercial banks charge to their customers. All recessions have been triggered by a major increase in these rates. The yield curve has many similarities with the real short-term interest rate but it is not perfectly controllable and lacks a sound theoretical basis. Given the importance of the real short-term rate, the actual stance of the ECB's monetary policy is more expansionary than in the last 18 years.

However, the Taylor rule and experience of the Fed show that there is still a certain potential for a further reduction of short-term rates.

At this stage it is not possible to give a clear answer to the central question posed by the Subcommittee “whether or not the ECB is interpreting and putting into practice correctly Article 105 of the Treaty.” It is certainly necessary to make a distinction between the SOMPS and the actual interest rate policy of the ECB.

If one takes the SOMPS literally, one could come to the conclusion that the ECB will follow a monetary policy which is less responsive to demand shocks than the policy of the Fed or the Bundesbank. Such an approach would mean that the ECB is not fully using its potential for stabilising real output and employment although such a policy would not endanger the target of price stability. It would imply that the ECB is not fully supporting the economic policies in the Community. However, a clear assessment of these issues is very difficult as the “two pillars” of the SOMPS are of an extremely vague nature. Therefore, the ECB should be asked to make its strategy more explicit and to reconsider its position vis-à-vis the strategy of “inflation targeting”.

In its practical policy the ECB shows a degree of flexibility which is difficult to reconcile with the SOMPS and the statements of its representatives. This is clearly shown by the fact that the present interest rate level differs only by half a percentage point from the value of the Taylor rule, which is based on a very activist approach to monetary policy. Thus, the practice of the ECB monetary policy is much more in line with the requirements of the Treaty than its conceptual framework. In this respect, the ECB is very much in the tradition of the Bundesbank which was solemnly preaching a monetarist doctrine while it followed a quite pragmatic policy.

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE DE CONFORMIDAD CON EL ARTÍCULO 105 DEL TRATADO

RESUMEN Y CONCLUSIONES

La labor realizada por el BCE en lo que se refiere a la preparación del lanzamiento del euro y la superación con éxito de los primeros meses de la política monetaria común europea, que han sido extremadamente complicados, ha sido muy positiva. Teniendo en cuenta que la fase inicial ha prácticamente concluido, ha llegado el momento de analizar con mayor detalle el contenido de la política monetaria del BCE. Con su "estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad", el BCE ha realizado un gran esfuerzo por desarrollar una estrategia que sea transparente y que, además, tenga en cuenta los retos especiales de la fase inicial. No obstante, del análisis que se realiza en este documento se desprende que es necesario realizar mejoras o puntualizaciones importantes en relación con algunos aspectos.

Con respecto al objetivo final, el rechazo radical por parte del BCE a asumir ningún tipo de responsabilidad en relación con la estabilización macroeconómica a corto plazo debe examinarse con mayor profundidad. En concreto, la labor positiva que realizan la Reserva Federal de los Estados Unidos de América y el Bundesbank demuestra que, a pesar de la teoría generalmente aceptada, es posible estabilizar en cierto modo las oscilaciones de la demanda. Un mejor conocimiento de estas oscilaciones contribuiría también a comprender mejor la relación entre la estabilidad de los precios y el empleo. La opinión pública se daría cuenta de que en muchas ocasiones la estabilidad de los precios también quiere decir producción y empleo estables. Una respuesta adecuada a estas oscilaciones haría necesario definir con mayor transparencia el objetivo del BCE en materia de inflación, preferentemente en forma de banda con unos límites máximo y mínimo concretos. Si estos aspectos no se analizan en detalle se corre el riesgo de que el enfoque a medio plazo del BCE genere fluctuaciones innecesarias en la producción y el empleo, ya que es muy difícil definir unos tipos de interés neutrales. No es seguro que el BCE pueda contribuir de forma concreta a la reducción del desempleo en la zona euro. El establecimiento del nuevo marco monetario para todos los Estados miembros de la zona euro ha provocado ya un descenso importante de los tipos reales de interés a largo plazo, lo que constituye la mayor contribución que puede hacer una política monetaria en favor del crecimiento y del empleo.

El sistema de navegación del BCE, que se basa en dos pilares, a saber, el "valor de referencia" del dinero en sentido amplio y la "evaluación a grandes rasgos de las previsiones en materia de evolución futura de los precios", debe modificarse en profundidad. Tal y como está concebido en la actualidad, no satisface ni el criterio de transparencia ni el de control. Además, es probable que no pueda detectar a tiempo las oscilaciones de la demanda o de la oferta. El "valor de referencia" del dinero puede considerarse un instrumento rudimentario de fijación de objetivos monetarios, pero no está claro qué papel podría desempeñar si el BCE no puede controlarlo. La "evaluación a grandes rasgos" recuerda las "previsiones en materia de inflación", pero el BCE afirma que no es así. Resulta extraño que los agregados monetarios y los tipos de interés a corto plazo no estén incluidos en esta evaluación. La interrelación entre los dos pilares no está clara. Si se comparan las ambigüedades de esta estrategia con la estrategia de "establecer unos objetivos en materia de inflación", como la practicada por el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales, ésta es más transparente, en particular si el Banco Central hace una previsión de crecimiento real y una previsión en materia de inflación. La competencia entre los numerosos organismos nacionales e internacionales que realizan previsiones garantiza un alto grado de control.

En relación con los indicadores de la política monetaria real, el BCE no ha indicado explícitamente cuáles son los que deberían utilizarse para evaluar su política monetaria. Sin

embargo, en sus boletines se centra cada vez más en los tipos de interés a corto plazo. En realidad, este indicador tiene la ventaja de que el Banco Central puede controlarlo totalmente a corto plazo. Los tipos de interés a corto plazo tienen una gran influencia sobre los tipos que aplican los bancos comerciales a sus clientes. Todas las recesiones han tenido su origen en un aumento importante de estos tipos. La curva de rendimientos presenta muchas similitudes con los tipos de interés a corto plazo, pero no se puede controlar totalmente y no se apoya en una base teórica reconocida. Teniendo en cuenta la importancia de los tipos reales de interés a corto plazo, la política monetaria del BCE que se está aplicando es la más expansionista de los últimos 18 años. Sin embargo, la regla de Taylor y la experiencia recabada por la Reserva Federal demuestran que sigue habiendo posibilidades de seguir reduciendo los tipos de interés a corto plazo.

En estos momentos no se puede dar una respuesta concreta a la pregunta central que formula la subcomisión, es decir, "si el BCE está interpretando y aplicando correctamente el artículo 105 del Tratado". Es necesario hacer una distinción entre la estrategia y la política real que aplica el BCE en materia de tipos de interés.

Si se toma la estrategia literalmente podríamos llegar a la conclusión de que el BCE aplicará una política monetaria que no tiene tan en cuenta las oscilaciones de la demanda como la política que siguen la Reserva Federal o el Bundesbank. Esto querría decir que el BCE no utiliza plenamente sus competencias para estabilizar la producción real y el empleo, si bien una política de estas características no pondría en peligro el objetivo de la estabilidad de los precios. Implicaría que el BCE no apoya plenamente las políticas económicas que se aplican en la Comunidad. Sin embargo, es muy difícil hacer una valoración clara de estos temas, ya que la naturaleza de "los dos pilares" de la estrategia es extremadamente imprecisa. Por ello, debería pedirse al BCE que concretice su estrategia y que reconsidere su posición con respecto a la estrategia basada en el "establecimiento de unos objetivos en materia de inflación".

En la práctica, la política del BCE muestra una flexibilidad que no encaja plenamente con la estrategia y las valoraciones que realizan sus representantes, lo que se demuestra claramente con el hecho de que en la actualidad los tipos de interés sólo difieren en medio punto del valor de la regla de Taylor, basada en un enfoque muy intervencionista en materia de política monetaria. Por ello, la política monetaria aplicada por el BCE coincide en mayor medida con las disposiciones del Tratado que su marco conceptual. En este contexto, el BCE sigue la tradición del Bundesbank, que predicaba solemnemente una doctrina monetarista y seguía una política bastante pragmática.

LA POLITIQUE MONETAIRE DE LA BCE AU REGARD DE L'ARTICLE 105 DU TRAITE CE

RESUME ET CONCLUSIONS

La BCE s'est excellemment acquittée de la tâche consistant à préparer le lancement de l'euro et à assurer la conduite de la politique monétaire commune de l'Union européenne au cours de premiers mois très délicats. Cette phase de mise en place étant désormais presque achevée, il convient d'analyser plus en profondeur les aspects stratégiques de la politique monétaire de la BCE. En affichant une politique monétaire visant la stabilité, la BCE s'est employée à arrêter une stratégie qui soit transparente et réponde aux défis spécifiques de la période d'introduction de la monnaie unique. Il ressort toutefois de la présente étude que de substantielles améliorations ou des clarifications doivent être apportées sur plusieurs points.

S'agissant de l'objectif ultime de la politique monétaire, le refus catégorique de la BCE d'assumer en quelque façon la responsabilité de la stabilisation macroéconomique à court terme doit être discuté plus en profondeur. En tout premier lieu, le bilan favorable de l'action conduite par la Réserve fédérale ou par la Bundesbank témoigne de la possibilité d'atténuer dans une certaine mesure, malgré la doctrine officielle, les chocs imputables à la demande. Une meilleure information sur ces chocs faciliterait la compréhension du rapport entre la stabilité des prix et l'emploi. Le grand public se rendrait compte que la stabilité des prix peut s'accompagner, bien souvent, de la stabilité en termes de production et d'emploi. Réagir à de tels chocs d'une manière appropriée impliquerait, pour la BCE, de définir plus nettement l'objectif d'inflation, de préférence sous la forme d'une fourchette comportant une limite supérieure et une limite inférieure bien précises. En l'absence d'une étude approfondie de ces questions, la stratégie à moyen terme de la BCE risque d'entraîner des fluctuations indésirables de la production et de l'emploi tant il est difficile de définir une politique de taux d'intérêt qui soit neutre. Rien ne justifie une contribution spécifique de la BCE à la lutte contre le chômage dans la zone euro. L'instauration du nouveau cadre monétaire dans lequel se trouvent réunis tous les pays membres de la zone euro est déjà à l'origine d'une forte baisse des taux d'intérêt réels à long terme, ce en quoi réside la plus utile contribution qu'une politique monétaire peut apporter à la croissance et à l'emploi.

Le système de pilotage de la BCE, fondé sur les deux piliers que sont le "taux de référence" de la croissance de la "monnaie dans sa définition large" et "l'évaluation sur une large base des perspectives d'évolution future des prix", doit être sensiblement modifié. En effet, il ne satisfait sous sa forme actuelle ni au critère de la transparence, ni à celui de la responsabilité. En outre, il risque de ne pas pouvoir détecter le plus tôt possible les chocs dus à la demande ou à l'offre. Le taux de référence peut être considéré comme une forme rudimentaire d'objectif de croissance de la masse monétaire. Cependant, il est permis de se demander quel rôle un tel "taux de référence" peut jouer si la BCE n'en a pas la maîtrise. L'"évaluation sur une large base" évoque la "prévision d'inflation", mais la BCE dément cette interprétation. Il est difficilement compréhensible que cette évaluation ne porte pas sur les agrégats monétaires et les taux d'intérêt à court terme. La corrélation entre les deux piliers n'est pas claire. La stratégie de "cible d'inflation" mise en oeuvre par la Banque d'Angleterre et d'autres banques centrales apparaît plus transparente que la politique monétaire visant la stabilité, caractérisée par les ambiguïtés mentionnées ci-dessus. Cela est encore plus vrai lorsque la banque centrale adjoint à la prévision d'inflation une projection de la croissance en termes réels. La concurrence entre de nombreux instituts nationaux ou internationaux de prévision garantit un degré élevé de responsabilité.

S'agissant des indicateurs de l'orientation effective de la politique monétaire, la BCE n'a pas indiqué explicitement lequel ou lesquels d'entre eux doit ou doivent être retenu(s). Toutefois, elle met de plus en plus l'accent, dans ses bulletins, sur le taux d'intérêt réel à court terme,

indicateur qui présente, il est vrai, l'avantage de pouvoir être totalement contrôlé à court terme par la banque centrale. Le taux d'intérêt réel à court terme exerce un effet très puissant sur les taux que les banques commerciales appliquent à leurs clients. Toutes les récessions ont été déclenchées par une forte augmentation de ces taux. La courbe de rendement offre de nombreuses similitudes avec l'évolution du taux d'intérêt à court terme, mais n'est pas parfaitement contrôlable et n'a pas de fondement théorique solide. Étant donné l'importance du taux d'intérêt réel à court terme, l'orientation actuelle de la politique monétaire de la BCE apparaît plus expansionniste que ce fut le cas au cours des dix-huit dernières années. Cependant, la règle de Taylor et l'expérience de la Réserve fédérale montrent qu'il existe encore un certain potentiel de réduction des taux d'intérêt à court terme.

Il n'est pas possible, à ce stade, de répondre clairement à la question fondamentale posée par la sous-commission, c'est-à-dire celle de savoir "si la BCE interprète et met en œuvre correctement l'article 105 du traité". Il est sans doute nécessaire d'établir une distinction entre la politique monétaire visant la stabilité et la politique réelle de la BCE en matière de taux d'intérêt.

Si l'on prend à la lettre la politique monétaire visant la stabilité, on peut conclure que la BCE suivra une politique monétaire moins réactive aux chocs induits par la demande que la politique de la Réserve fédérale ou de la Bundesbank. Dans cette hypothèse, la BCE n'utiliserait pas pleinement ses capacités de stabilisation de la production en termes réels et de l'emploi, alors même qu'une telle politique ne remettrait pas en cause l'objectif de la stabilité des prix. Il faudrait considérer que la BCE n'appuie pas pleinement les politiques économiques conduites dans la Communauté. Toutefois, il est très malaisé de faire le point sur ces questions, car la définition des "deux piliers" de la politique monétaire visant la stabilité est très imprécise. Par conséquent, il convient d'appeler la BCE à expliciter sa stratégie et à reconsidérer sa position quant à la stratégie de "cible d'inflation".

La BCE manifeste dans ses décisions concrètes un degré de souplesse difficilement conciliable avec la politique monétaire visant la stabilité et les déclarations de ses dirigeants. En témoigne le fait que le niveau actuel des taux d'intérêt ne s'écarte que de 0,5% du taux de Taylor, lequel repose sur une conception très volontariste de la politique monétaire. La politique monétaire que la BCE conduit dans les faits répond donc beaucoup plus strictement aux exigences du traité que son cadre conceptuel. En ce sens, la BCE s'inscrit tout à fait dans la tradition de la Bundesbank, qui confessait officiellement une doctrine monétariste, mais appliquait une politique très pragmatique.

LA POLITICA MONETARIA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA CONFORMEMENTE ALL'ARTICOLO 105 DEL TRATTATO

SINTESI E CONCLUSIONI

La BCE ha svolto un ottimo lavoro nel preparare il lancio dell'euro e nel gestire i primi difficili mesi della politica monetaria comune europea. Visto che la fase introduttiva è ormai quasi conclusa, è giunto il momento di procedere ad un'analisi più esaustiva delle questioni strategiche collegate alla politica monetaria della BCE. Con la sua "strategia di politica monetaria orientata alla stabilità" (SPMOS), la BCE si è adoperata con forza per sviluppare una strategia che sia trasparente e che nel contempo tenga conto delle sfide estremamente specifiche poste dal periodo introduttivo. Tuttavia, l'analisi illustrata nel presente documento dimostra che sono necessari miglioramenti e chiarimenti notevoli relativamente a numerosi aspetti.

Per quanto concerne l'obiettivo finale, il totale rifiuto, da parte della BCE, di qualsiasi responsabilità in materia di stabilizzazione macroeconomica a breve termine deve essere discusso in modo più approfondito. In primo luogo, le buone prestazioni della Fed e della Bundesbank dimostrano che, nonostante quanto abitualmente riportato nei libri di testo, una certa stabilizzazione delle perturbazioni dal lato della domanda è possibile. Una maggiore consapevolezza di queste perturbazioni contribuirebbe altresì ad una migliore conoscenza del legame tra stabilità dei prezzi e occupazione. L'opinione pubblica comprenderebbe che in molte occasioni la stabilità dei prezzi comporterebbe anche la stabilità della produzione e dell'occupazione. Per poter reagire adeguatamente a dette perturbazioni sarebbe inoltre necessaria una definizione più trasparente dell'obiettivo "inflazione" della BCE, preferibilmente sotto forma di una banda di oscillazione che fissi con precisione i limiti massimi e minimi. Senza un'analisi esaustiva di tali questioni, esiste il rischio che l'approccio a medio termine della BCE provochi fluttuazioni indebite a livello di produzione e di occupazione, visto che risulta estremamente difficile definire una posizione neutrale dei tassi d'interesse. Non sembra richiesto un contributo specifico della BCE per ridurre la disoccupazione nella zona dell'euro. L'introduzione del nuovo quadro monetario per tutti gli Stati membri della zona dell'euro ha già determinato una forte riduzione dei tassi di interesse reali a lungo termine, il che costituisce il miglior contributo che una politica monetaria possa offrire alla crescita e all'occupazione.

Il "sistema di navigazione" della BCE, che si basa sui due pilastri di un "valore di riferimento" per la moneta in senso ampio e di una "valutazione generale delle prospettive di futura evoluzione dei prezzi", necessita di importanti adeguamenti. Nella sua forma attuale, non soddisfa né il criterio della trasparenza né quello della responsabilità. Inoltre, esiste il pericolo che esso non sia in grado di individuare tempestivamente le perturbazioni dal lato della domanda o dell'offerta. Il "valore di riferimento" per la moneta può essere considerato come una forma rudimentale di definizione degli obiettivi monetari. Tuttavia, non è chiaro quale ruolo un tale "valore di riferimento" possa svolgere se non è controllabile dalla BCE. Nonostante le assicurazioni del contrario da parte della BCE, la "valutazione generale" ricorda una "previsione di inflazione". E' difficile comprendere perché gli aggregati monetari e i tassi di interesse a breve termine non siano compresi nella precitata "valutazione generale". L'interrelazione tra i due pilastri non è chiara. Se confrontata con queste ambiguità della SPMOS, la strategia della "definizione degli obiettivi dell'inflazione", così com'è perseguita dalla Banca d'Inghilterra e da altre banche centrali, risulta più trasparente. Ciò è particolarmente vero nel caso in cui la banca centrale fornisca una proiezione della crescita reale oltre ad una previsione d'inflazione. La concorrenza tra molte agenzie nazionali e internazionali di previsione garantisce un elevato livello di responsabilità.

La BCE non ha formulato alcuna dichiarazione in merito a quale(i) indicatore(i) dovrebbe essere impiegato per valutare il suo approccio in materia di politica monetaria. Tuttavia, nel suo

Bollettino sta incentrando sempre più l'attenzione sul tasso di interesse reale a breve termine. Di fatto, questo indicatore presenta il vantaggio di essere completamente controllabile dalla banca centrale sul corto periodo. Il tasso reale a breve termine ha un effetto molto pronunciato sui tassi di interesse applicati dalle banche ai loro clienti. Tutte le recessioni sono state scatenate da un aumento importante di detti tassi. La curva di rendimento presenta molte analogie con il tasso d'interesse a breve, ma non è perfettamente controllabile e manca di una solida base teorica. Considerando l'importanza del tasso reale a breve, l'attuale posizione della politica monetaria della BCE è più espansionistica di quanto non lo sia stata negli ultimi 18 anni. Tuttavia, la norma di Taylor e l'esperienza maturata dalla Fed dimostrano che esiste ancora un certo potenziale per un'ulteriore riduzione dei saggi di interesse a breve termine.

In questa fase non è possibile fornire una risposta chiara all'interrogativo centrale posto dalla sottocommissione, se cioè la BCE interpreti e applichi correttamente l'articolo 105 del trattato. Risulta certamente necessario operare una distinzione tra SPMOS e attuale politica del tasso d'interesse della BCE.

Qualora si prendesse alla lettera la SPMOS, si potrebbe giungere alla conclusione che la BCE seguirà una politica monetaria meno reattiva alle perturbazioni dal lato della domanda di quella perseguita dalla Fed o dalla Bundesbank. Tale approccio significherebbe che la BCE non sfrutta appieno il suo potenziale per stabilizzare la produzione e l'occupazione reali - sebbene una politica di questo tipo non metterebbe a repentaglio il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi - e che essa non sostiene pienamente le politiche economiche nella Comunità. Tuttavia, una valutazione chiara di tali questioni risulta particolarmente difficile, in quanto i due pilastri della SPMOS sono di natura estremamente vaga. Pertanto, sarebbe opportuno chiedere alla BCE di rendere più esplicita la sua strategia e di riesaminare la sua posizione rispetto alla strategia della "definizione degli obiettivi in materia di inflazione".

Di fatto, la politica della BCE dimostra un grado di flessibilità difficile da conciliare con la SPMOS e con le dichiarazioni dei suoi rappresentanti. Ciò è dimostrato chiaramente dal fatto che l'attuale livello del tasso di interesse differisce solo di mezzo punto percentuale dal valore previsto dalla norma di Taylor, basata su un approccio molto interventista alla politica monetaria. Pertanto, la politica monetaria effettivamente perseguita dalla BCE è molto più allineata ai requisiti fissati nel trattato di quanto lo sia il suo quadro teorico. Sotto questo aspetto, la BCE segue la tradizione della Bundesbank, che ufficialmente sosteneva una dottrina monetaristica, applicando di fatto una politica piuttosto pragmatica.

HET MONETAIR BELEID VAN DE ECB OVEREENKOMSTIG ARTIKEL 105 VAN HET VERDRAG

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

De ECB heeft voortreffelijk werk afgeleverd door de start van de euro voor te bereiden en de zeer moeilijke eerste paar maanden van het gemeenschappelijk Europees monetair beleid met succes af te ronden. Omdat de beginfase nu bijna voorbij is, is nu de tijd gekomen voor een meer omvattende analyse van de strategische vraagstukken van het monetair beleid van de ECB. Met haar op stabiliteit gerichte strategie voor het monetair beleid ("stability oriented monetary policy strategy" = SOMPS) heeft de ECB hard gewerkt aan de ontwikkeling van een strategie die enerzijds doorzichtig is en waarbij anderzijds rekening wordt gehouden met de zeer speciale uitdagingen waarvoor men zich in de introductiefase gesteld ziet. Uit de analyse in dit document blijkt echter dat in een aantal opzichten belangrijke verbeteringen of verduidelijkingen noodzakelijk zijn.

Wat de uiteindelijke doelstellingen betreft moet meer gedetailleerd aandacht worden geschonken aan het feit dat de ECB elke verantwoordelijkheid voor macro-economische stabilisatie op korte termijn volstrekt van de hand wijst. Vooral uit het succesvolle opereren van de Fed en de Bundesbank blijkt dat in weerwil van de leerboekenwijsheid een zekere stabilisatie van schokeffecten aan de vraagzijde mogelijk is. Een beter inzicht in dergelijke schokeffecten zou ook bijdragen tot een beter inzicht in het verband tussen prijsstabiliteit en werkgelegenheid. Het grote publiek zou dan beseffen dat in veel gevallen prijsstabiliteit ook neerkomt op stabiele productie en stabiele werkgelegenheid. Om adequaat op dergelijke schokeffecten te kunnen reageren is ook een meer transparante definitie van de inflatiedoelstelling van de ECB noodzakelijk, bij voorkeur in de vorm van een bandbreedte met een nauwkeurige boven- en ondergrens. Zonder een uitgebreide analyse van deze vraagstukken bestaat het gevaar dat de aanpak van de ECB op middellange termijn zal leiden tot ongewenste schommelingen van productie en werkgelegenheid, omdat het erg moeilijk is om te komen tot een neutrale rentepolitiek. Een specifieke bijdrage van de ECB aan de vermindering van de werkloosheid in de euro-zone lijkt niet gegarandeerd. De introductie van het nieuwe monetaire kader voor alle lidstaten van de euro-zone heeft al geleid tot een scherpe daling van de reële lange rente, hetgeen voor elk monetair beleid de best denkbare bijdrage is aan groei en werkgelegenheid.

Het navigatiesysteem van de ECB, dat gebaseerd is op twee pijlers, nl. een referentiewaarde voor de geldhoeveelheid en een brede beoordeling van de vooruitzichten voor toekomstige prijsontwikkelingen, is aan ingrijpende wijzigingen toe. In zijn huidige vorm voldoet het systeem noch aan het criterium van de transparantie noch aan het criterium van de verantwoordingsplicht. Bovendien bestaat het gevaar dat met het systeem schokeffecten met betrekking tot vraag en aanbod niet in een zo vroeg mogelijk stadium kunnen worden geïdentificeerd. De referentiewaarde voor de geldhoeveelheid kan worden beschouwd als een rudimentaire vorm van monetaire richtingbepaling. Maar het is niet duidelijk welke rol een dergelijke referentiewaarde zal spelen, wanneer daarop door de ECB geen controle kan worden uitgeoefend. De brede beoordeling als pijler van het monetair beleid doet denken aan een "inflatieprognose", maar de ECB beweert dat dat niet het geval is. Het is vreemd dat monetaire grootheden en korte rentetarieven bij de brede beoordeling niet in aanmerking worden genomen. Het onderlinge verband tussen de twee pijlers is onduidelijk. Vergeleken met deze onzekere aspecten van de SOMPS is de inflatiesturing zoals die door de Bank of England en andere centrale banken wordt toegepast meer transparant. Dat is vooral het geval wanneer de centrale bank afgezien van een inflatieprognose ook een prognose geeft voor de reële groei. De concurrentie tussen een groot aantal nationale en internationale instellingen voor het opstellen van economische prognoses staat er borg voor dat er sprake is van een groot besef van verantwoordingsplicht.

De ECB heeft niet duidelijk aangegeven welke indicator(en) moet(en) worden gebruikt voor de beoordeling van de situatie met betrekking tot het feitelijk door haar gevoerde monetair beleid. In de door de Bank uitgegeven bulletins gaat het echter steeds meer om de korte reële rentetarieven. In feite heeft deze indicator het voordeel dat hij op korte termijn volledig door de Centrale Bank kan worden gecontroleerd. De korte reële rente heeft een zeer belangrijk effect op de tarieven die de commerciële banken hun klanten in rekening brengen. Alle recessies zijn altijd voorafgegaan door een belangrijke stijging van deze tarieven. De rendementscurve heeft veel overeenkomsten met de reële korte rentetarieven, maar is niet volledig controleerbaar en heeft geen goede theoretische grondslag. Gelet op het belang van de reële korte rente is de feitelijke oriëntatie van het monetair beleid van de ECB meer op expansie gericht dan de afgelopen 18 jaar het geval was. De Taylor-regel en de door de Fed opgedane ervaring geven echter aan dat er nog een zeker potentieel is voor een verdere verlaging van de korte tarieven.

In dit stadium is het niet mogelijk een duidelijk antwoord te geven op de centrale vraag van de subcommissie of de ECB artikel 105 van het Verdrag correct interpreteert en in de praktijk brengt. Het is duidelijk noodzakelijk een onderscheid te maken tussen de SOMPS en de feitelijke rentepolitiek van de ECB.

Bij een strikte interpretatie van de term SOMPS zou men tot de conclusie kunnen komen dat de ECB een monetair beleid zal voeren dat minder geneigd is te reageren op schokeffecten met betrekking tot de vraag dan het beleid van de Fed of de Bundesbank. Een dergelijke aanpak zou betekenen dat de ECB geen volledig gebruik zal maken van haar mogelijkheden om de reële productie en de werkgelegenheid te stabiliseren, hoewel door een dergelijk beleid de prijsstabiliteitsdoelstelling niet in gevaar zou worden gebracht. Het zou impliceren dat de ECB geen volledige steun geeft aan het economisch beleid in de Gemeenschap. Een duidelijke beoordeling van deze vraagstukken is echter erg moeilijk, omdat de twee pijlers van de SOMPS uiterst vaag gedefinieerd zijn. Daarom moet er bij de ECB op worden aangedrongen om haar strategie een meer expliciet karakter te geven en haar standpunt met betrekking tot de strategie van de inflatiedoelstellingen in heroverweging te nemen.

Wat haar praktische beleidsvoering betreft geeft de ECB blijk van een mate van flexibiliteit die moeilijk te rijmen valt met de SOMPS en de verklaringen van haar vertegenwoordigers. Dit blijkt duidelijk uit het feit dat het huidige renteniveau slechts een half procentpunt afwijkt van het niveau van de Taylor-regel, die gebaseerd is op een zeer activistische benadering van het monetair beleid. Derhalve is de praktijk van het monetair beleid van de ECB veel meer in overeenstemming met de vereisten van het Verdrag dan het conceptuele kader ervan. In dit opzicht sluit de ECB nauw aan bij de traditie van de Bundesbank, die zich officieel altijd bekende tot een monetaristische doctrine terwijl in werkelijkheid een vrij pragmatisch beleid werd gevoerd.

A POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE NO CONTEXTO DO ARTIGO 105º DO TRATADO

SÍNTESE E CONCLUSÕES

O BCE desenvolveu um óptimo trabalho no que se refere à preparação do lançamento do euro e a assumir o controlo da política monetária comum europeia durante o período muito delicado dos seus primeiros meses. Quase terminada, agora, a fase introdutória, chegou o momento de fazer uma análise mais exaustiva das questões estratégicas da política monetária do BCE. Com a sua "estratégia de política monetária orientada para a estabilidade", o BCE fez um esforço notável para desenvolver uma estratégia transparente e simultaneamente atenta aos desafios muito especiais do período introdutório. Todavia, o presente estudo revela que em diversos aspectos são necessários aperfeiçoamentos ou clarificações primordiais.

No que se refere ao objectivo final, a negação liminar pelo BCE de qualquer responsabilidade em matéria de estabilização macroeconómica de curto prazo carece de discussão mais desenvolvida. O sucesso do FED e do Bundesbank revela que, apesar dos preceitos dos manuais, é possível uma certa estabilização dos choques da procura. Uma maior atenção aos choques da procura contribuiria também para uma melhor compreensão da relação entre a estabilidade dos preços e o emprego. O público em geral compreenderia que em muitas ocasiões a estabilidade dos preços também significa estabilidade da produção e do emprego. A resposta adequada a tais choques careceria também de uma definição mais transparente, de preferência sob a forma de um intervalo com limites máximo e mínimo precisos, do objectivo do BCE para a inflação. Sem uma análise exaustiva destas questões, existe o perigo de que a abordagem de médio prazo do BCE seja fonte de flutuações indesejadas da produção e do emprego, já que é muito difícil definir uma posição neutral das taxas de juro. Parece não se justificar uma contribuição específica do BCE para a redução do desemprego na zona euro. A introdução da nova estrutura monetária para todos os países participantes na zona euro já deu origem a uma descida notável das taxas de juro reais de longo prazo, o que é a melhor contribuição que a política monetária pode dar para o crescimento e o emprego.

O sistema de navegação do BCE, que assenta em dois pilares - o "valor de referência" para a "massa monetária em sentido amplo" e "a análise sobre bases amplas das perspectivas de evolução dos preços" - carece de modificações de fundo. Sob a sua forma actual, não satisfaz nem o critério da transparência, nem o critério da responsabilidade. Além disso, há o perigo de que não seja capaz de detectar o mais depressa possível os choques da procura ou da oferta. O "valor de referência" para a massa monetária pode ser considerado uma forma rudimentar de fixação de um objectivo monetário. Não é claro, no entanto, o papel que esse "valor de referência" irá ter quando não pode ser controlado pelo BCE. Quanto à "análise sobre bases amplas", faz pensar numa "previsão de inflação", mas o BCE nega-o. É difícil de entender que os agregados monetários e as taxas de juro de curto prazo não estejam incluídas na análise sobre bases amplas. A interligação entre os dois pilares não é clara. Em comparação com estas ambiguidades da estratégia de política monetária orientada para a estabilidade (EPMOE), a estratégia de "objectivo de inflação" seguida pelo Banco de Inglaterra e por outros bancos centrais é mais transparente. Tal é tanto mais verdade quanto, além da previsão de inflação, o banco central divulgar também uma projecção do crescimento real. A concorrência entre os numerosos institutos de previsões nacionais e internacionais garante um elevado grau de responsabilidade.

No tocante aos indicadores da posição efectiva da política monetária, o BCE não explicitou qual ou quais o(s) indicador(es) que deva(m) ser usado(s) para a avaliação da posição da sua política monetária. Todavia, nos seus boletins, o BCE centra-se cada vez mais nas taxas de juro reais de curto prazo. Com efeito, este indicador tem a vantagem de ser inteiramente controlável pelo

banco central no curto prazo. A taxa de juro real tem uma influência muito grande sobre as taxas aplicadas pelos bancos comerciais aos seus clientes. Todas as recessões têm sido desencadeadas por grandes subidas dessas taxas. A curva de rendimentos tem muitas semelhanças com a taxa de juro real de curto prazo, mas não é perfeitamente controlável e não tem uma base teórica sólida. Tendo em conta a importância da taxa de juro real de curto prazo, a posição actual da política monetária do BCE é a mais expansionista dos últimos 18 anos. Todavia, a regra de Taylor e a experiência do FED mostram que ainda existe uma certa margem para a redução das taxas de juro de curto prazo.

No estágio actual, não é possível responder claramente à questão central da subcomissão - "se o BCE está ou não a interpretar e a aplicar correctamente o artigo 105º do Tratado". É seguramente necessário distinguir entre a EPMOE e a política efectiva de taxas de juro do BCE.

Considerando literalmente a EPMOE, poder-se-ia concluir que o BCE irá seguir uma política monetária que é menos sensível aos choques da procura do que a política do FED ou do Bundesbank. Tal abordagem significaria que o BCE não aproveita todo o seu potencial de estabilização do produto real e do emprego, embora tal política não fizesse perigar o objectivo de estabilidade dos preços. Isso implicaria que o BCE não apoia plenamente as políticas económicas na Comunidade. Todavia, é muito difícil fazer uma análise clara destas questões, visto que os "dois pilares" da EPMOE são extremamente vagos. Por conseguinte, dever-se-ia solicitar ao BCE que explicita melhor a sua estratégia e que reconsidere a sua posição em relação à estratégia de "objectivo de inflação".

Na prática, a política do BCE revela um grau de flexibilidade que é difícil de conciliar com a EPMOE e as declarações dos seus representantes. Tal resulta claramente do facto de o nível actual das taxas de juro diferir apenas em meio ponto percentual do valor da regra de Taylor, que se baseia numa abordagem muito activista da política monetária. Assim, na prática a política monetária do BCE é muito mais consentânea com os requisitos do Tratado do que o seu quadro conceptual. Neste aspecto, o BCE insere-se bem na tradição do Bundesbank que, enquanto proclamava solenemente a doutrina monetarista, seguia uma política bastante pragmática.

EKP:N RAHAPOLITIikka PERUSTAMISSOPIMUKSEN 105 ARTIKLAN MUKAISESTI

YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

EKP on onnistunut erinomaisesti euron käyttöönoton valmistelussa ja hallinnoidessaan Euroopan yhteisen rahapolitiikan erittäin vaikeita ensimmäisiä kuukausia. Koska johdantovaihe on jo lähes takana, on aika suorittaa EKP:n rahapolitiikan strategisten välineiden kattava arviointi. EKP on pyrkinyt voimakkaasti "vakauteen tähtäävällä rahapolitiikan strategiallaan" kehittämään strategiaa, joka on sekä ymmärrettävä että ottaa huomioon johdantokauden erityishaasteet. Tämän asiakirjan analyysistä käy kuitenkin ilmi, että huomattavia parannuksia ja selvennyksiä tarvitaan monilla alueilla.

Lopullisen tavoitteen osalta on käytävä yksityiskohtaista keskustelua siitä, että EKP on kieltäytynyt ottamasta vastuuta lyhyen aikavälin makrotaloudellisesta vakaudesta. Yhdysvaltain keskuspankin ja Bundesbankin menestyksellä toiminta osoittaa ennen kaikkea, että perinteisestä oppikirjaviisaudesta huolimatta kysyntäshokkien tietynasteinen vakauttaminen on mahdollista. Kysyntäshokkien parempi tuntemus edistäisi myös hintavakauden ja työllisyyden välisen suhteen parempaa ymmärtämystä. Aikaisempaa laajempi yleisö tiedostaisi, että monissa yhteyksissä hintavakaus synnyttää vakaata tuotantoa ja vakaata työllisyyttä. Jotta näihin shokkeihin voitaisiin vastata asianmukaisella tavalla, EKP:n inflaatiotavoite on määriteltävä aikaisempaa ymmärrettävämmiin, mieluiten vaihteluvälin muodossa, jolla on täsmällinen ylä- ja alaraja. Jos näitä kysymyksiä ei analysoida kattavasti, on olemassa vaara, että EKP:n keskipitkän aikavälin lähestymistapa aiheuttaa tuotannon ja työllisyyden kohtuuttomia heilahteluita, koska neutraalia korkotasoa on erittäin vaikea määritellä. EKP:n erityispanos työttömyyden vähentämiseksi euroalueella ei ole oikeutettua. Uuden rahapoliittisen kehyksen käyttöönotto euroalueen jäsenvaltioissa on jo saanut aikaan pitkäaikaisten korkojen voimakkaan laskun, mikä on parasta, mitä mikään rahapolitiikka voi saada aikaan kasvun ja työllisyyden kannalta.

EKP:n kahden pilarin strategia, "lavean raha-aggregaatin kasvulle asetettava viitearvo" ja "tulevan hintakehityksen laaja arviointi", tarvitsee huomattavia muutoksia. Nykyisessä muodossaan se ei täytä selkeydelle ja vastuullisuudelle asetettuja vaatimuksia. Lisäksi on olemassa vaara, että sen avulla ei kyetä tunnistamaan kysyntä- ja tarjontashokkeja mahdollisimman varhaisessa vaiheessa. Rahalle asetettavaa "viitearvoa" voidaan pitää alkeellisena rahan määrän kasvutavoitteen muotona. Ei ole kuitenkaan selvää, millainen osuus tällaisella "viitearvolla" tulee olemaan, jollei EKP voi valvoa sitä. "Tulevan hintakehityksen laaja arviointi" muistuttaa huomattavasti "inflaatioennustetta", vaikka EKP väittää muuta. On vaikea ymmärtää, että raha-aggregaatit ja lyhyet korot on jätetty laajan arvioinnin ulkopuolelle. Kahden pilarin välinen suhde on epäselvä. Kun otetaan huomioon nämä "vakauteen tähtäävän rahapolitiikan strategian" epäselvyydet, "inflaatiotavoite"-strategia esimerkiksi Englannin pankin tai muiden keskuspankkien harjoittamassa muodossa on selkeämpi. Tämä pitää paikkansa erityisesti siinä tapauksessa, että keskuspankki antaa myös reaalisuunnusteita inflaatioennusteiden lisäksi. Lukuisten kansallisten ja kansainvälisten ennusteita laativien toimistojen välinen kilpailu takaa korkean luotettavuusasteen.

EKP ei ole selvästi ilmoittanut, mitä indikaattoreita olisi käytettävä arvioitaessa sen harjoittamaa rahapolitiikkaa. EKP keskittyy kuitenkin katsauksissaan yhä enemmän lyhyisiin reaalkorkoihin. Itse asiassa tällä indikaattorilla on se hyvä puoli, että keskuspankki voi kontrolloida sitä lyhyellä aikavälillä täydellisesti. Lyhyillä reaalkoroilla on voimakas vaikutus kaupallisten pankkien asiakkailtaan perimiin korkoihin. Laskusuhdanteiden taustalla on aina ollut korkojen voimakas kasvu. Tuottokäyrällä on monia yhteisiä piirteitä lyhyiden reaalkorkojen kanssa, mutta se ei ole täysin kontrolloitavissa eikä sillä ole aukotonta teoreettista perustaa. Lyhyiden reaalkorkojen merkityksen huomioon ottaen EKP:n rahapolitiikka on nykyään elvyttävämpää kuin viimeksi

kuluneina 18 vuotena. Taylor-sääntö ja Yhdysvaltain keskuspankin kokemukset osoittavat, että lyhyitä korkoja voidaan yhä laskea.

Tässä vaiheessa ei ole mahdollista antaa selkeää vastausta alivaliokunnan esittämään keskeiseen kysymykseen "tulkitseeko ja täytäntöönpaneeko EKP perustamissopimuksen 105 artiklaa moitteettomasti". On joka tapauksessa tarpeen tehdä ero vakauteen tähtäävän rahapolitiikan strategian ja EKP:n harjoittaman korkopolitiikan välille.

Jos vakauteen tähtäävää rahapolitiikan strategiaa tarkastellaan kirjaimellisesti voitaisiin tulla siihen johtopäätökseen, että EKP harjoittaa rahapolitiikkaa, joka kykenee reagoimaan kysyntäshokkeihin heikommin kuin Yhdysvaltain keskuspankin tai Bundesbankin harjoittama politiikka. Tällaisen lähestymistavan mukaan EKP ei hyödynnä täysipainoisesti mahdollisuuttaan vakauttaa reaalituotanto ja työllisyys, vaikka tällainen politiikka ei vaarantaisi hintavakauden tavoitetta. Tämä viittaisi siihen, että EKP ei tue täysipainoisesti yhteisön talouspolitiikkoja. Näiden kysymysten selkeä arviointi on kuitenkin erittäin vaikeaa, koska vakauteen tähtäävän rahapolitiikan strategian kaksi pilaria ovat luonteeltaan erittäin epäselviä. Näin ollen EKP:ia olisi pyydettyä selventämään strategiaansa ja harkitsemaan uudelleen kantaansa inflaatiotavoitetta koskevaan strategiaan.

Käytännön politiikassa EKP on osoittanut joustavuuden astetta, joka on vaikea sovittaa yhteen vakauteen tähtäävän rahapolitiikan strategian ja sen edustajien lausuntojen kanssa. Tämä käy selvästi ilmi siitä, että nykyinen korkoaste eroaa ainoastaan puoli prosenttia Taylor-säännön asteesta, joka perustuu erittäin aktivistiseen rahapolitiikan lähestymistapaan. Näin ollen EKP:n rahapolitiikan käytäntö on lähempänä perustamissopimuksen määräyksiä kuin sen käsitteellinen kehys. Tässä mielessä EKP noudattaa pitkälle Bundesbankin perinnettä, joka julisti monetaristista oppijärjestelmää ja harjoitti pragmaattista politiikkaa.

ECB:S MONETÄRA POLITIK UNDER ARTIKEL 105 I FÖRDRAGET

SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER

ECB har gjort ett mycket gott arbete med förberedelsen av lanseringen av euron och med handhavandet av de första mycket svåra månaderna av EU:s gemensamma monetära politik. Nu när introduktionsfasen nästan är över har tiden kommit för en mer omfattande analys av de strategiska frågorna i samband med ECB:s monetära politik. Med sin "stabilitetsinriktade strategi för den monetära politiken" har ECB gjort stora ansträngningar för att utveckla en strategi som både är öppen och som tar hänsyn till de mycket speciella utmaningarna under introduktionsperioden. Denna analys visar dock på att det i flera avseenden behövs betydande förbättringar och klarlägganden.

När det gäller det slutliga målet måste ECB:s fullständiga avvisande av att ta något ansvar för en kortsiktig makroekonomisk stabilisering diskuteras mer i detalj. Framför allt visar de amerikanska och tyska centralbankernas framgångsrika verksamhet att en viss stabilisering av kraftiga störningar av efterfrågan är möjlig trots att läroböckerna i allmänhet hävdar motsatsen. En större medvetenhet om kraftiga störningar av efterfrågan skulle också bidra till en bättre förståelse av sambandet mellan prisstabilitet och sysselsättning. En bredare allmänhet inser att det finns många tillfällen där prisstabilitet också betyder en stabil produktion och en stabil sysselsättning. Ett lämpligt svar på sådana kraftiga störningar skulle också kräva en öppnare definition av ECB:s inflationsmål, helst i form av ett band med en exakt övre och undre gräns. Utan en omfattande analys av dessa frågor finns det en risk för att ECB:s metod på medellång sikt förorsakar opåkallade fluktuationer i produktion och sysselsättning eftersom det är mycket svårt att fastställa en neutral räntenivå. Att ECB på ett särskilt sätt skall bidra till att minska arbetslösheten inom euroområdet verkar inte garanteras. Införandet av en ny monetär ram för alla medlemsstater inom euroområdet har redan medfört en betydande sänkning av de reala långa räntorna, vilket är det bästa bidrag någon monetär politik kan ge till tillväxt och sysselsättning.

ECB:s navigationssystem som baseras på de två pelarna "referensnivån för penningmängden" och en "bred analys av utsikterna för den framtida prisutvecklingen" behöver modifieras på ett genomgripande sätt. I sin nuvarande form uppfyller det varken kriterierna för öppenhet eller ansvarighet. Dessutom finns det en risk för att det inte kommer att kunna upptäcka kraftiga störningar av efterfrågan eller tillgång så tidigt som möjligt. "Referensnivån" för penningmängden kan betraktas som en elementär form för att sätta upp mål för penningmängden. Men det är inte klart vilken roll en sådan referensnivå kan spela om den inte kan kontrolleras av ECB. Den "breda analysen" påminner om en "inflationsprognos" men ECB hävdar att så inte är fallet. Det är svårt att förstå varför penningmängden och korta räntor inte ingår i den breda analysen. Förhållandet mellan de två pelarna är oklart. Jämfört med dessa tvetydigheter inom den stabilitetsinriktade strategin för den monetära politiken, är strategin för att "sätta upp inflationsmål" som tillämpas av Bank of England och andra centralbanker öppnare. Detta gäller i synnerhet om centralbanken lägger fram en verklig tillväxtbedömning samtidigt med en inflationsprognos. Konkurrensen mellan många nationella och internationella prognosföretag garanterar en hög grad av ansvarighet.

När det gäller indikatorerna för sin aktuella monetära politik har inte ECB uttryckligen framfört vilken eller vilka indikator(er) som bör användas för att bedöma dess aktuella monetära politik. I sina bulletiner fokuserar den dock mer och mer på den korta reala räntan. Fördelen med denna indikator är att den på kort sikt fullständigt kan kontrolleras av centralbanken. Den korta realräntan påverkar kraftigt de räntor som kommersiella banker använder gentemot sina kunder. Alla konjunkturedgångar har utlösts av större höjningar av dessa räntor. Avkastningskurvan har många likheter med den reala korta räntan men den går inte helt att kontrollera och saknar en

sund teoretisk bas. Med tanke på betydelsen av den reala korta räntan är ECB:s aktuella monetära politik mer expansionistisk än under de senaste 18 åren. Taylor-regeln och den amerikanska centralbankens erfarenheter visar dock att det fortfarande finns vissa möjligheter för en ytterligare sänkning av de korta räntorna.

I det nuvarande läget är det inte möjligt att ge ett klart svar på underutskottets centrala fråga huruvida ECB tolkar och tillämpar artikel 105 i fördraget på ett korrekt sätt. Det är säkerligen nödvändigt att göra en åtskillnad mellan den stabilitetsinriktade strategin för den monetära politiken och ECB:s aktuella räntepolitik.

Om man tar den stabilitetsinriktade strategin för den monetära politiken bokstavligt, kommer man till slutsatsen att ECB kommer att följa en monetär politik som i mindre utsträckning svarar mot kraftiga störningar av efterfrågan än vad den politik gör som förs av den amerikanska eller tyska centralbanken. En sådan metod skulle betyda att ECB inte till fullo använder sig av alla sina möjligheter att stabilisera real produktion och sysselsättning även om en sådan politik inte skulle riskera prisstabilitetsmålet. Detta skulle betyda att ECB inte till fullo understöder gemenskapens ekonomiska politik. Det är dock svårt att göra en klar bedömning av dessa frågor eftersom de "två pelarna" av den stabilitetsinriktade strategin för den monetära politiken är extremt vaga till sin natur. Därför bör man begära av ECB att den omformar sin strategi så att denna blir tydligare och att banken omprövar sin inställning gentemot strategin för att "sätta upp inflationsmål".

I praktiken visar ECB:s politik upp en flexibilitetsgrad som det är svårt att få att stämma överens med den stabilitetsinriktade strategin för den monetära politiken och uttalanden från bankens företrädare. Detta visas tydligt genom att den nuvarande räntenivån bara skiljer sig med en halv procentenhet från Taylor-regelns värde, vilken baseras på en mycket aktiv monetär politik. Sålunda överensstämmer ECB:s monetära politik i praktiken i större utsträckning med kraven i fördraget än bankens begreppsmässiga ramverk. I detta hänseende följer ECB i väldigt hög grad tyska Bundesbank som högtidligen förespråkade en monetaristisk doktrin medan den i själva verket förde en ganska pragmatisk politik.