

Direkta monetära transaktioner – EMU:s fördärv eller frälsning?

PÅR HOLMBÄCK

är civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Han arbetar i Europaparlamentet där han är politiskt sakkunnig hos Gunnar Hökmark (m) i ekonomi- och finansmarknadsfrågor. Här skriver han dock i eget namn. par.holmback@alumni.hhs.se

Något så ovanligt som en penningpolitisk rättegång utspelades i juni när tyska författningsdomstolen höll förhandlingar om Europeiska centralbankens (ECB:s) program för direkta monetära transaktioner. Frågan gäller om detta program, som lanserades förra sommaren, ryms inom centralbankens mandat. Bundesbank är kraftig motståndare, medan ECB, med Mario Draghi i spetsen, beskriver programmet som synnerligen framgångsrikt. Tack vare läckta inlagor till den tyska domstolen från respektive sida kan resonemangen och argumenten studeras i detalj. Vad som kan framstå som en juridisk teknikalitet berör i själva verket en djup konflikt om en högst grundläggande fråga: Ägnar sig ECB åt monetär finansiering?

Sommaren 2012 kommer sannolikt att gå till historien som en av de värsta krisperioderna i det europeiska samarbetets historia. De politiska debacklen i Grekland, Italien och Spanien staplades på varandra och i den statsfinansiellt mycket svåra situation som rådde stod det bortom allt tvivel att EMU i sin dåvarande form var hotad. I ett läge där statsskuldsräntorna satte nya rekord dag för dag lanserade Europeiska centralbanken (ECB) i augusti/september ett nytt program för direkta monetära transaktioner (*outright monetary transactions*, OMT), dvs köp av krisande medlemsstaters statsobligationer. Syftet sades vara att upprätthålla den penningpolitiska transmissionsmekanismen, dvs att se till att styrränteförändringar slår igenom på marknadsräntorna. Protesterna har dock varit kraftiga, framför allt från Deutsche Bundesbank som menar att ECB kringgår förbudet mot monetär finansiering.¹

Drygt ett år efter att ECB lanserade sitt program har några obligationsköp ännu inte genomförts, men samtidigt som programmets blotta existens skapat ett relativt lugn på de europeiska marknaderna, säger sig bl a Irland snart vara redo att ansöka om stöd. Följande fråga är därmed högst aktuell och berör en för euron synnerligen grundläggande frågeställning: Håller sig ECB under Mario Draghis ledning inom de ramar som dess egen stadga och EU-fördraget anger? Att svaret inte är givet påvisas av att tyska författningsdomstolen under 2013 kommer att besluta om programmet är förenligt med EU:s fördrag och tysk grundlag.

Denna artikel syftar till att beskriva ECB:s OMT-program och den till sitt slag tämligen unika debatt som har förts sedan 2012 mellan ECB och

Författaren tackar Hans Tson Söderström för värdefulla synpunkter och kommentarer.

¹ Monetär finansiering innebär att centralbanken köper skuldebrev direkt från staten med "nytryckta" pengar. På så vis kan penningpolitiken användas för finanspolitiska syften, för att finansiera statens löpande utgifter. Detta är förbjudet enligt EU:s fördrag (se vidare under avsnitt 3).

Bundesbank och som nådde sin höjdpunkt i samband med författningsdomstolens utfrågningar i Karlsruhe i juni 2013. Att detaljerade inlagor till domstolen från ECB:s respektive Bundesbanks sida har läckt till media möjliggör en detaljstudie av de olika argumenten. Även om innehållet i dessa vid en första anblick kan framstå som om de består av teknikaliteter och juridiska hårklyverier, berör de en frågeställning av avgörande betydelse för penningpolitiken i euroområdet, liksom för krisbekämpningen i ett större perspektiv.² Givet att Sverige inte har euron som valuta påverkas vi inte direkt av det nya OMT-programmet men utvecklingen i euroområdet är av avgörande betydelse också för oss, såväl ekonomiskt som politiskt. Om ECB:s agerande skulle utgöra den grundläggande förändring av valutaunionen som Bundesbank påstår torde det vidare ha betydelse för inställningen till ett eventuellt svenskt medlemskap (även om ett sådant oavsett förefaller osannolikt under överskådlig framtid).

1. ”Gör vadhelst som krävs”

Den 24 juli 2012 nådde räntan på tioåriga spanska statspapper sin högsta nivå sedan eurons införande: 7,62 procent. Under det dryga år som har gått sedan dess har den fallit över 300 punkter, trots att arbetslösheten uppgår till 25 procent, statsfinanserna alltjämt är i ett mycket prekärt läge (med en statsskuld på ca 90 procent) och den allmänekonomiska utsikten för landet är fortsatt besvärande. Vad är det som åstadkommit denna paradoxala utveckling? Svaret är ett uttalande som Mario Draghi gjorde i London två dagar senare: ”ECB är berett att inom sitt mandat göra vadhelst som krävs för att värna euron ... och tro mig, det kommer att vara tillräckligt” (Black och Randow 2012, egen översättning).

Detta uttalande väckte genast marknadens förhoppning om att ECB hade en ny stor plan i vardande, vilket det spekulerats om under de föregående månaderna, och de spanska och italienska statsskuldräntorna började falla direkt efter hans utfästelse.

Draghis uttalande följdes upp vid ECB-rådets möte den 2 augusti, då beslut om ett program för framtida interventioner i marknaden för statskuldspapper fattades, men utan att detaljer redovisades. Han slog vid den efterföljande presskonferensen fast att de ”riskpremier som kommer av rädslan för eurons reversibilitet är oacceptabla ... Euron är irreversibel”. Därför skulle ECB komma att ”genomföra operationer på den öppna marknaden av en storlek som är tillräcklig för att uppfylla syftet”.³ I klartext, förklarade Draghi, skulle ECB kunna köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden för att på så vis pressa ned räntenivåerna.⁴ En förutsättning för

² Se Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar (2012) för en diskussion om de vidare politiska och finanspolitiska insatserna för att staga upp EMU.

³ Citaten i detta stycke återfinns i ECB (2012a, egna översättningar).

⁴ Obligationsmarknaden består av två olika delar: primär- och sekundärmarknad (andrahandsmarknad). Primärmarknaden är den marknad där en emittent för första gången auktionerar ut en obligation, medan sekundärmarknaden är handel med redan utestående obligationer.

agerande från ECB:s sida skulle dock vara att den aktuella medlemsstaten först ansöker om ett formellt stödpaket från EMU:s stödmekanism *European Stability Mechanism* (ESM), med tanken att den skulle stå för den långsiktiga finansieringen, medan ECB:s obligationsköp skulle vara inriktade på den korta finansieringen.

Marknadens inledande reaktion var negativ, då sättet på vilket ECB skulle komma att intervensera innebar att så skulle ske först efter att en medlemsstat hade begärt ett formellt stödpaket. Därmed försvann hoppet om omedelbara interventioner. Det rådde också oklarhet om många av de detaljer som var avgörande för att kunna bedöma programmets omfattning. Samtidigt utbröt en med centralbanksmått hetsig debatt mellan Mario Draghi och Bundesbankchefen Jens Weidmann, som hade röstat mot ECB:s nya program och som varnade för att ECB:s aviserade åtgärder skulle göra den stödsökande medlemsstaten ”drogberoende”.⁵

2. Vad innebär OMT?

Formell dokumentation om vad OMT innebär saknas egentligen och det finns bara enskilda pressmeddelanden samt uttalanden från Draghi och andra ECB-företrädare att tillgå. Dessa härrör främst från den 6 september 2012, då ECB-rådet samlades till nytt möte och OMT-programmet presenterades formellt. Mario Draghi gav följande generella bakgrund till beslutet (ECB 2012b, egen översättning):

Som vi sade för en månad sedan måste vi vara i en position där vi kan upprätthålla den penningpolitiska transmissionsmekanismen i alla länder i euroområdet. Vårt mål är att bevara penningpolitikens enhetlighet och att se till att vår räntesättning får genomslag på realekonomin i hela euroområdet. OMT kommer att göra det möjligt för oss att hantera de allvarliga snedvridningar på statsskuldsmarknaden som uppstått framför allt till följd av investerarnas ogrundade rädsla för att euron skulle vara reversibel. Därmed kommer vi, till givna villkor, att ha en fullt effektiv ”spärr” (*backstop*, min anmärkning) för att undvika destruktiva scenarier som skulle kunna medföra mycket svåra utmaningar för prisstabiliteten i euroområdet. Låt mig upprepa vad jag sade för en månad sedan: vi agerar strikt inom vårt mandat att upprätthålla prisstabilitet på medellång sikt, vi bedriver penningpolitiken oberoende av andra och euron är irreversibel.

Ett antal centrala aspekter ryms i detta uttalande. Med att ”upprätthålla den penningpolitiska transmissionsmekanismen” talar Draghi om det faktum att de finansiella marknaderna i eurozonen har blivit mycket fragmenterade och att ett styrräntebeslut i Frankfurt inte längre påverkar de räntor som konsumenter, företag och banker får betala i de perifera medlemsstaterna. Detta kommer sig i sin tur av det han kallar ”eurons reversibilitet” och ibland ”konvertibilitetsrisk”, dvs rädslan att en krisande medlemsstat ska lämna euron. Den återinförda nationella valutan skulle, allt annat lika,

⁵ Se *Die Welt* (2012).

då rasa i värde, och de som sitter på exempelvis spanska obligationer skulle drabbas av stora förluster till följd av konverteringen till den nygamla valutatan. ”Givna villkor” syftar på kravet att en medlemsstat måste ansöka om ett formellt stödprogram från ESM innan ECB kliver in.

Syftet är enligt ECB alltså inte primärt att hålla en krisande stat under armarna – det är ESM:s uppgift – utan att säkerställa det primära målet om prisstabilitet, vilket i sin tur kräver att den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar.⁶ Rädslan för att euron skulle vara ”reversibel” försvårar den penningpolitiska transmissionen och det skulle därför ligga inom ECB:s mandat att agera på detta vis (se vidare under avsnitt 5 nedan).

Konkret innebär OMT följande (ECB 2012c):

- Medlemsstaten ansöker om ett formellt stödpaket från ESM, vilket Grekland, Irland och Portugal har gjort. Därigenom åläggs medlemsstaten krav på budgetkonsolidering och strukturella reformer under överinseende av trojkan (EU-kommissionen, ECB och IMF).
- När så har skett och ECB bedömer att det är nödvändigt att intervensera för att säkerställa den penningpolitiska transmissionen, kommer den att köpa potentiellt obegränsade volymer av statsobligationer med ursprunglig löptid på 1–3 år.
- När så sker kommer ECB att acceptera *pari passu*-status, dvs ECB kräver inte företrädesrätt framför andra fordringsägare vid händelse av betalningsinställelse (vilket internationella institutioner såsom IMF och ECB normalt sett har).
- Intervention genom OMT kommer att steriliseras, vilket innebär att ECB kommer att sälja andra tillgångar i motsvarande omfattning för att på så vis hålla penningmängden oförändrad.
- ECB:s tillfälliga program för köp av statsobligationer, Securities Market Program, avvecklas.

3. ECB:s beslutsfattande och mandat

För att förstå den konflikt som har uppstått mellan Bundesbank och ECB kan det vara av värde att kort beskriva hur beslutsfattandet i ECB fungerar samt redogöra för dess fördragsstadgade mandat.

Den gemensamma valutan bärs upp av ett institutionellt ramverk som kallas *European System of Central Banks* (Eurosystem). Det består dels av ECB, dels av de 17 nationella centralbankerna i respektive medlemsstat. Det rättsliga ramverket för Eurosystems arbete läggs fast av Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (fortsättningsvis ”fördraget”) samt olika tilläggsprotokoll. ECB:s penningpolitik utformas av ECB-rådet, vilket

⁶ Andra centralbanker, exempelvis Riksbanken, har också mött detta problem under krisen, dvs höga riskpremier som gör att genomslaget för styrräntan på marknadsräntorna minskar. Riksbanken valde dock att möta detta med sk fasträntelån i kronor och dollar snarare än att köpa statsobligationer på den öppna marknaden. Se Elmér m fl (2012) för vidare diskussion kring Riksbankens åtgärder.

består av de 17 nationella centralbankscheferna samt de sex direktionsledamöterna, varav de senare ansvarar för ECB:s löpande arbete. Det centrala beslutsfattandet ligger därmed i ECB-rådet, som träffas två gånger varje månad.

ECB:s uppdrag är enligt fördragets artikel 127.1 strikt definierat som att säkerställa prisstabilitet över medellång sikt:

Huvudmålet för Europeiska centralbankssystemet, nedan kallat ECBS, ska vara att upprätthålla prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål ska ECBS stödja den allmänna ekonomiska politiken inom unionen. ...

Prisstabiliteten är därmed som primärt mål överordnat det sekundära målet om att stödja den allmänna ekonomiska politiken, såsom arbetsmarknadens utveckling eller den finansiella stabiliteten. Den allmänna ekonomiska politiken får således enbart stödjas i den mån det är förenligt med målet om prisstabilitet. För att implementera de penningpolitiska besluten får ECB enligt sin stadga ”köpa och sälja fordringar och lätt omsättningsbara värdepapper med leverans ... eller enligt återköpsavtal och genom att ge och ta upp lån i sådana fordringar och värdepapper ...” samt ”utföra lånetransaktioner med kreditinstitut och andra marknadsaktörer, varvid lån ska lämnas mot tillfredsställande säkerheter”.⁷

Att instrumenten ska vara ”lätt omsättningsbara” (*marketable instruments*) innebär att det måste finnas en likvid och kontinuerlig marknad för dessa instrument för att ECB ska få använda sig av dem för penningpolitiska syften. Lånetransaktioner får också göras med de finansiella institutioner som har licens att vara motpart till ECB (framför allt banker), men då enbart mot ”tillfredsställande säkerhet”, vilket ECB-rådet svarar för att definiera.

Vidare föreskriver fördragets artikel 123 att ECB inte får ägna sig åt monetär finansiering, dvs finansiering av medlemsstaterna eller EU:s institutioner via sedelpressen:

Det är förbjudet för Europeiska centralbanken och medlemsstaternas centralbanker ... att ge unionens institutioner, organ eller byråer, centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i medlemsstaterna rätt att övertrassera sina konton eller att ge dem andra former av krediter; detsamma gäller Europeiska centralbankens och de nationella centralbankernas förvärv av skuldförbindelser direkt från dem.

Ordalydelsen ”direkt från dem” är central, eftersom den innebär att ECB inte får köpa statsobligationer i primärmarknaden, dvs direkt från de emitterande medlemsstaterna. Däremot omfattar förbudet inte sekundärmarknaden och så länge kraven enligt ovan uppfylls är det i bokstavig bemärkelse inte förbjudet för ECB att köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden. Ett beslut fattades dock av Europeiska rådet (1993) med syfte att för-

⁷ Se artikel 18.1 i Protokoll nr 4 om stadgan för Europeiska centralbankssystemet och centralbanken.

tydliga att denna möjlighet inte får användas för att kringgå målsättningen med artikel 123:

Medlemsstaterna måste vidta lämpliga åtgärder för att säkerställa att de förbud som avses i artikel 104 (numera 123, min anmärkning) i fördraget tillämpas effektivt och utan begränsningar. Särskilt köp på andrahandsmarknaden bör inte användas för att kringgå målsättningen i den artikeln.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att ECB får köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden givet att de uppfyller kraven att vara ”lätt omsättningsbara” m m samt att syftet inte är att finansiera en medlemsstat eller EU-institution.

4. Brott mot ECB:s stadga och förbudet mot monetär finansiering

Redan vid presskonferensen den 2 augusti 2012 blev det tydligt att Bundesbank, som med en kapitalandel om 27,5 procent är ECB:s största delägare, inte stod bakom det nya OMT-programmet. Tillfrågad om Bundesbanks inställning till programmet svarade Mario Draghi (ECB 2012a, egen översättning): ”... det är uppenbart och välkänt att Weidmann och Bundesbank – även om vi är här på personligt mandat vilket vi aldrig får glömma – har sina invändningar mot program som inbegriper köp av obligationer ...”⁸

Det hör inte till vanligheterna att ECB-chefen kommenterar enskilda ledamöters uppfattning, än mindre hur de röstat i ECB-rådet. Bundesbank och dess chef Jens Weidmann har dock inte varit mindre diskreta; alltsedan Draghis uttalande i juli 2012 har sprickan mellan Bundesbank och ECB blivit allt djupare och tydligare. Efter Weidmanns tal om att länder skulle bli ”drogberoende” av OMT svarade Draghi (2012, egen översättning) i en debattartikel: ”För att uppfylla vårt mandat krävs det ibland att vi går bortom de penningpolitiska standardverktygen”. Weidmann återkom genom att i förvisso subtila men likväl tydliga ordalag fördöma ECB:s agerande genom att jämföra med Goethes *Faust*, där Mefistofeles lurar kungen att skapa papperspengar ur tomma intet i brist på guld.⁹ Att på detta sätt likställa en annan centralbankkollegas agerande med djävulens får betraktas som relativt unikt och säger en hel del om hur djupa de olika uppfattningarna är.

Det Bundesbank i sak vänder sig mot framgår mycket tydligt av en inlaga till den tyska författningsdomstolen som läcktes till tidningen *Handelsblatt* i april 2013. I inlagan (Bundesbank 2012) underkänns ECB:s resonemang i grunden, såväl principiellt som i mer teknisk bemärkelse.

På det principiella planet underkänner Bundesbank ECB:s resonemang om den penningpolitiska transmissionsmekanismen genom att slå fast att

⁸ Blackstone och Walker (2012), såväl som Steen (2012), hävdar vidare att Draghi inte hade förankrat sitt uttalande i London den 26 juli i ECB-rådet och heller inte involverat alla dess ledamöter i det arbete som ledde fram till OMT en dryg månad senare.

⁹ Se Weidmann (2012).

den inte är en exogen variabel; i stället förändras den över tid. Marknadens förväntningar om exempelvis inflation och kreditrisker är helt avgörande för om styrräntebeslut i Frankfurt ska få genomslag och därför är det svårt att avgöra om höga marknadsräntor, exempelvis på statsobligationer, är temporära eller om de har mer strukturella orsaker. Det kan vara helt rationellt med höga riskpremier på ett lands statsobligationer om de statsfinansiella utsikterna för landet i fråga är negativa. Bundesbank menar därför att den penningpolitiska transmissionen måste bedömas utifrån styrräntebeslutens genomslag, inte marknadsräntornas absoluta nivåer. I ett läge där en stat får betala 7 procent i ränta är det således inte konstigt om en räntesänkning om 0,25 procentenheter inte får något större genomslag.

Vidare menar Bundesbank att centralbanken allena inte kan garantera en valutaunions sammansättning med mindre än att den ”medger villkorslös, obegränsad finansiering för varje land” (2012, s 9, egen översättning), dvs att ägna sig åt gränslös monetär finansiering, vilket är direkt förbjudet. Givet att centralbanken inte *kan* garantera valutaunionens sammansättning ska den heller inte *försöka*, menar Bundesbank. Det är i stället folkvalda regeringar och parlament som har till uppgift att säkerställa EMU:s sammansättning och bärkraftighet. Samtidigt menar Bundesbank att det grekiska exemplet visar att det inte heller är säkert att ett omfattande statsfinansiellt stöd- och reformpaket är en garanti mot betalningsinställelse. Även om centralbankens insatser kommer i kombination med ett bredare stöd- och reformprogram finns således inga garantier för att den inte skulle kunna drabbas av stora kreditförluster om den har köpt på sig statsobligationer och medlemsstaten sedan ställer in betalningarna (särskilt som ECB inom ramen för OMT inte kommer att göra anspråk på företräde framför andra fordringsägare).

Bundesbank menar också att det är ologiskt att villkora vad som sägs vara en penningpolitisk åtgärd med statsfinansiella besparingar och strukturella reformprogram. Enligt ECB kommer OMT att upphöra i det ögonblick en medlemsstat inte uppfyller sina besparings- och reformåtaganden, men rent objektivt finns det inget som säger att den penningpolitiska transmissionen i samma stund ånyo skulle fungera. Detta haltande resonemang pekar enligt Bundesbank – om man läser något mellan raderna – på att OMT inte handlar om penningpolitik utan snarare om att garantera enskilda medlemsstaters finansiering.

Bundesbank framhåller att om penningpolitiken på detta sätt börjar användas för att säkra den statsfinansiella solvensen uppstår en bekymmersam situation där centralbanken riskerar att hamna under ”finanspolitisk dominans” och där det primära målet om prisstabilitet åsidosätts (det skulle exempelvis bli svårt att höja räntan med hänsyn till inflationen eftersom statens räntekostnader då skulle stiga). Bundesbank medger att det inte finns någon objektiv definition av begreppet penningpolitik, men det betyder inte att centralbanken kan göra vad som helst. De pekar på att fördraget och ECB-stadgan mycket tydligt slår fast att köp av statspapper på sekun-

därmarknaden enbart får ske om det är penningpolitiskt motiverat och inte syftar till att kringgå förbudet mot monetär finansiering.

Bundesbank (2012) hävdar samtidigt att även köp på sekundärmarknaden som uppfyller villkoren i stadgan riskerar att glida in på det fiskala området. Om OMT aktiverades skulle ECB enligt Bundesbank ikläda sig rollen som *buyer-of-last-resort* och ställa ut en permanent säljoption till marknadsaktörerna, vilket skulle påverka pris- och ränteutvecklingen för den medlemsstatens statsobligationer.

En praktisk aspekt som Bundesbank inte explicit tar upp men som ansluter till deras resonemang om ”finanspolitisk dominans” rör ECB:s förmåga att avbryta programmet. ECB säger att en förutsättning för att kunna genomföra programmet är att de har ”full och oberoende förmåga att aktivera eller stoppa OMT när som helst” och de hävdar också att så är fallet (Sáinz de Vicuña 2012, bild 7, egen översättning). Detta skulle dock kunna ifrågasättas. Anta att Spanien ansöker om ett stödpaket hos ESM. ECB kommer då att stödköpa spanska statsobligationer med en löptid på upp till tre år. Volymen av statsobligationer med denna löptid uppgår till 143 miljarder euro (Schorkopf 2013, s 34). För att ECB:s intervention ska ge märkbar effekt på den genomsnittliga räntenivån kommer det att krävas relativt stora köp och det är således inte osannolikt att ECB kan komma att sitta på positioner om flera tiotals miljarder euro. Anta vidare att spanska politiker inte längre känner samma press att driva igenom det impopulära anpassningsprogrammet.¹⁰ Då ska ECB omedelbart avbryta sina stödköp, men det skulle sannolikt leda till en kollaps för den spanska statsskuldsmarknaden och värdet på de obligationer ECB redan har köpt på sig skulle rasa i värde. ECB skulle därmed ta på sig en potentiell kreditförlust av stora proportioner, inte alls osannolikt motsvarande dess egna kapital om 11 miljarder euro. Att ECB skulle vara likgiltigt inför en sådan risk får anses osannolikt.

Det förefaller som att Bundesbank och dess meningsfränder bakom Mario Draghis tal om den icke fungerande penningpolitiska transmissionsmekanismen ser en vilja att tillhandahålla en ”genväg” ut ur de djupa problemen som Italien, Spanien och andra medlemsstater dras med. Som Bundesbankchefen Weidmann ska ha sagt till Draghi (Blackstone och Walker 2012, egen översättning): ”Detta är ett politiskt problem som kräver en politisk lösning”.

5. ... eller återställande av den penningpolitiska transmissionen?

Mario Draghi och ECB har motiverat OMT med att den fragmentisering av finansmarknaden i euroområdet som har uppstått till följd av ”ogrundad rädsla” för att en eller flera medlemsstater ska tvingas ut ur EMU har lett till att den penningpolitiska transmissionsmekanismen inte längre

¹⁰ Att detta inte är ett osannolikt scenario framgår av IMF (2013), som riktar kritik mot Spanien för att reformtakten har avtagit – redan innan OMT har aktiverats.

fungerar.¹¹ Med detta menas att styrräntebeslut i Frankfurt inte får symmetriskt genomslag på marknadsräntorna i alla medlemsstater och att företag i Madrid och Rom får betala 100–150 räntepunkter mer på sina lån jämfört med likvärdiga låntagare i Amsterdam och Berlin bara för att de råkar befinna sig i ”fel” land.

I en inlaga å ECB:s vägnar till tyska författningsdomstolen argumenterar Schorkopf (2013) för att 75 procent av all företagsfinansiering i euroområdet sker via bankerna. Eftersom räntan på statsobligationer har stark påverkan på marknadsräntorna leder de högre riskpremier som vissa medlemsstater upplever till negativa förväntningar på marknaden, högre refinansieringskostnader för bankerna, minskad potentiell massa av tillgångar att ställa som säkerhet samt till portföljförluster (när räntan stiger och obligationerna faller i värde). Sammantaget försvårar detta ECB:s penningpolitiska styrning och för att få bukt med denna problematik lanserades OMT-programmet.

I ett förtydligande av de villkor som Mario Draghi har satt upp för OMT:s aktivering slår Schorkopf fast att tre grundläggande kriterier måste uppfyllas samt att det enbart är ECB-rådet som svarar för bedömningen av dessa:

- Den penningpolitiska transmissionsmekanismen i medlemsstaten i fråga fungerar inte.
- Medlemsstaten uppfyller de finanspolitiska konsoliderings- och reformkrav som dess generella stödpaket från ESM stipulerar.
- Medlemsstaten har tillgång till de finansiella marknaderna i bemärkelsen att den kan sälja sina statsobligationer på primärmarknaden, eller på väg att återfå det.¹²

Vidare kommer köpen av statsobligationer inte att förlängas automatiskt utan enbart genom aktiva beslut från ECB-rådets sida. I det ögonblick någon av de tre parametrarna ovan inte är uppfylld kommer ECB:s köp enligt Schorkopf att ”ställas in utan dröjsmål” (s 20, egen översättning). Han avvisar vidare anklagelsen som Bundesbank och andra riktar mot ECB att det verkliga syftet med OMT skulle vara att underlätta vissa medlemsstaters finansiering:

OMT syftar inte till att åsidosätta det genom marknadsincitament påverkade nationella budgetansvaret. Det syftar enbart till att förhindra de alltför höga riskpremier som uppkommer av marknadens rädsla för den gemensamma valutans sammanbrott OMT syftar inte till att utjämna räntenivåerna mellan olika euroländers statsobligationer. Adekvata riskpremier på statsobligationer kommer fortsatt att finnas för att ge medlemsstaterna marknadsmässiga incitament att återvinna förtroendet genom budgetkonsolidering, strukturreformer och omstrukturering av banksystemet. (s 31, egen översättning)

¹¹ Se exempelvis ECB (2012d, s 7–9).

¹² Grekland, Portugal och Irland anses i dagsläget sakna sådan åtkomst, även om Irland snart förväntas kunna emittera obligationer på nytt.

Schorkopf avvisar också den kritik som hävdar att OMT skulle vara inflationsdrivande. Den extra likviditet som skapas genom programmet kommer att steriliseras via öppna marknadstransaktioner, dvs annan utlåning minskas i motsvarande grad. Dessutom innebär det faktum att programmet inskränks till sekundärmarknaden och att det bara är obligationer med en löptid om ett till tre år som kan komma i fråga ytterligare begränsningar.¹³

En central del i kritiken mot ECB är också att den tar på sig finansiella risker som enbart ett folkvalt parlament borde kunna bära ansvaret för. Schorkopf konstaterar i detta hänseende att all penningpolitik medför risker och att euroländerna genom att ingå i valutasamarbetet gått med på att överlåta penningpolitiken till ECB som självständigt ska svara för dess utformning. Han slår fast att det enda risktagande som ECB skulle kunna kritiseras för är sådant som ligger utanför dess mandat och ECB anser som redan framgått att OMT väl ryms inom bankens mandat.

I sammandrag kan det således konstateras att ECB motiverar OMT med uppdraget att säkerställa prisstabiliteten och att detta kräver att de höga riskpremier som vissa medlemsstater associeras med pressas ned, då dessa försvårar styrräntans genomslag.

6. Avslutande kommentar

För svensk del påverkas vi inte direkt av OMT men som EU-medlem och exportberoende land är EMU:s bärkraftighet av fundamental betydelse också för oss, såväl i ekonomiska som i politiska termer. Om det vidare skulle visa sig att OMT utgör ett avsteg från de principer som lades fast i Maastrichtfördraget är det också något som borde få betydelse för en eventuell framtida prövning av ett svenskt euromedlemskap. Vikten av förbudet mot monetär finansiering framhölls nämligen redan i Calmforsutredningens slutsatser, där det konstaterades att medlemsstater som inte kunde hålla sina offentliga finanser i schack annars skulle försöka få ECB att tillhandahålla finansiering (SOU 1996:158, s 418):

Det innebär en fara för att den europeiska centralbanken ska användas för att ”smygvägen” rädda landet i fråga genom att köpa upp dess statspapper och ta på sig kapitalförluster. Maastrichtfördragets förbud mot direktupplåning i centralbanken ... är mot denna bakgrund välmotiverade.

I den vidare europeiska kontexten kokar denna fråga och striden mellan Bundesbank och ECB ned till såväl en existentiell som en principiell dimension. Den existentiella frågan är om valutaunionen hade överlevt i sin nuvarande form om inte ECB hade lanserat OMT. Det är en kontrafaktisk frågeställning som vi aldrig kommer att få svar på, men mycket talar för att ett nekande svar är korrekt. Den principiella frågeställningen rör vilken vikt

13 Enligt Schorkopf (2013, s 34) uppgick denna del av statskuldsmarknaden per december 2012 till sammanlagt 524 miljarder euro för Spanien, Irland, Portugal och Italien, vilket i genomsnitt motsvarar 24 procent av dessa länders totala statsskulder.

man anser bör läggas vid att hålla sig till regelverket. Det den tyska författningsdomstolen har att ta ställning till är det senare: Agerar ECB utanför sitt mandat? Att ett nej till OMT eventuellt skulle kunna leda till förnyad oro som tvingar medlemsstater att lämna EMU är en konsekvens som domstolen enligt juridiken inte ska lägga någon vikt vid. Att detta är vad som står på spel torde dock vara relativt klart. Hur författningsdomstolen kommer att döma är därför av stor betydelse och fallet har mycket riktigt betecknats som "ett av de viktigaste i domstolens historia" (*Frankfurter Allgemeine Zeitung* 2013, egen översättning).

Bortom den strikta juridiken ges svaret på frågan om OMT utgör EMU:s frälsning eller fördärv dock snarast av vilken dimension som man anser vara av störst betydelse. Som Draghi (2013) har påpekat har OMT-programmet varit framgångsrikt såtillvida att räntedifferensen mot Tyskland för Spanien, Italien, Irland och Portugal har fallit kraftigt och att insättningar åter flödar till dessa länder. I existentiell bemärkelse får OMT-programmet därför sägas ha varit en framgång.

Men på det principiella planet finns anledning att likt Bundesbank vara skeptisk. För även om man accepterar ECB:s resonemang om den haverade transmissionsmekanismen är det svårt att avvisa Bundesbanks poäng att det blir en ofrånkomlig konsekvens att ECB genom statsskuldsvärv av det slag det skulle handla om samtidigt skulle begå ett brott mot fördrag och stadga. I det långa loppet vore det enligt min uppfattning ödesdigert för ECB:s trovärdighet och oberoende. Att upprätthålla regelverk och grundläggande principer är av fundamental betydelse för få en långsiktigt stabil ekonomisk utveckling.

REFERENSER

Black, J och J Randow (2012), "Draghi Says ECB Will Do What's Needed to Preserve Euro", *Bloomberg*, 26 juli 2012.

Blackstone, B och M Walker (2012), "How ECB Chief Outflanked German Foe in Fight for Euro", *Wall Street Journal*, 2 oktober 2012.

Bundesbank (2012), "Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, BvE 6/12", [http://www.handelsblatt.com/downloads/8124832/1/stellungnahme-bundesbank_handelsblatt-online.pdf](http://www.handelsblatt.com/downloads/8124832/1/stellungnahme-bundesbank-handelsblatt-online.pdf) (2013-05-25).

Die Welt (2012), "EZB-Geld kann süchtig machen wie eine Droge", 26 augusti 2012.

Draghi, M (2012), "Zukunft Euro: Stabilität durch Wandel", *Die Zeit*, 29 augusti 2012.

Draghi, M (2013), "Strengthening Financial Resilience", anförande vid the International Monetary Conference, Shanghai, 3 juni 2013.

ECB (2012a), "Introductory Statement

to the Press Conference", 2 augusti 2012, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120802.en.htm>, (2013-05-24).

ECB (2012b), "Introductory Statement to the Press Conference", 6 september 2012, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html> (2013-05-24).

ECB (2012c), "Technical Features of Outright Monetary Transactions", http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.htm, (2013-05-24).

ECB (2012d), "Compliance of Outright Monetary Transactions with the Prohibition on Monetary Financing", *ECB Monthly Bulletin*, oktober 2012.

Elmér, H, G Guibourg, D Kjellberg och M Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik*, 2012:3, s 8–30.

Europeiska rådet (1993), "Rådets förordning (EG) nr 3603/93 av den 13 december 1993 om

fastställande av definitioner för tillämpningen av de förbud som avses i artiklarna 104 och 104b.1 i fördraget”.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2013), ”Die EZB vor Gericht”, 11 juni 2013.

IMF (2013), ”2013 Article IV Consultation with Spain – Concluding Statement of the Mission”, rapport, Internationella Valutafonden, 18 juni 2013.

Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar (2012), ”Rädda euron – krävs en djupare integration?”, *Ekonomisk Debatt*, årg 41, nr 3, s 71–96.

Sáinz de Vicuna, A (2012), ”EU and the Euro Area: Latest Developments”, föreläsning vid Queen Mary’s College, University of London, 16 oktober 2012.

Schorkopf, F (2013), ”Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12 Organstreitverfahren 2 be 6/12”, *Handelsblatt*, <http://www.handelsblatt.com/downloads/8135244/3/EZB%20Gutachten> (2013-05-26).

SOU 1996:158, *Sverige och EMU*, EMU-utredningen.

Steen, M (2012), ”Draghi Expands Role in Fight to Save Euro”, *Financial Times*, 31 oktober 2012.

Weidmann, J (2012), ”Money Creation and Responsibility”, anförande vid Institute for Bank-Historical Researchs 18:e kollokvium, Frankfurt, 18 september 2012.