

Klämtar klockan för kronan?

En ESO-rapport om Sverige, euron och EMU

Volym 2

Lars Lundberg

Rapport till

Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi

2026:6



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

Rapportserien finns på eso.expertgrupp.se.

Omslag: Multiply Solutions

Tryck: Multiply Solutions, Stockholm 2026

ISBN 978-91-525-1617-1 (tryck)

ISBN 978-91-525-1618-8 (pdf)

Författarens förord

Intresset för EMU, EU:s största enskilda integrationsprojekt, har i stort sett legat nere i Sverige sedan folkomröstningen 2003. Visst har det periodvis funnits uppmärksamhet, men ändå har Sverige i EMU-frågan fört vidare en tradition av distans till europaintegrationen.

Här försöker jag att ge en samlad bild av de stora förändringar som EMU-projektet har genomgått sedan 2003. Eurokrisen 2010–15 påvisade allvarliga brister i EMU:s arkitektur som man har försökt att rätta till.

ESO:s EMU-projekt rapporteras i två volymer. Denna volym 2 har ett EU-perspektiv. Volym 1 har ett Sverigeperspektiv. De bägge volymerna är tänkta att komplettera varandra.

Jag har arbetat med EMU som tjänsteman vid Finansdepartementet från 1992, strax innan kronans fall. Jag har deltagit i EU:s arbete med att förbereda euron och hantera eurokrisen. Med utsiktspunkter både i Bryssel och Stockholm har jag kunnat följa den ibland dramatiska väg som EMU-projektet har haft. Det har inte varit någon helt lätt uppgift att samla bilden av detta stora och sammansatta projekt. EMU är en blandning av ekonomi och juridik som spänner över stora fält av olika samhällsvetenskapliga specialiteter.

Till min hjälp har jag haft en rad kunniga personer som medverkat på olika sätt. ESO:s kansli och den referensgrupp som följt arbetet har varit ett stort stöd. Det gäller även de experter som medverkat vid besök i Bryssel och Frankfurt. Mina tack framförs i slutet av volym 1.

Ansvaret för rapporten ligger naturligtvis helt hos mig.

Lidingö i augusti 2026,
Lars Lundberg

Innehåll

Förkortningar	9
Sammanfattning	13
Summary	25
1 Inledning	37
2 Eurokrisen leder till ett reformerat EMU	41
2.1 Få förändringar före eurokrisen	41
2.2 Eurokrisens förlopp	42
2.3 Begränsande regelverk	54
2.4 Litteratur om eurokrisen	56
3 Reform, förslag och principer	59
3.1 Reform och reformförslag	59
3.2 Skilda ekonomiska filosofier i Tyskland och Frankrike	66
4 Europeiska centralbanken	73
4.1 ECB och Bundesbank	73
4.2 ECB:s penningpolitik: Konventionellt och icke-konventionellt	74
4.3 Ny finansiell teknik	87
4.4 Rättstvister och kontroverser	88

4.5	Öppenhet, legitimitet och ansvarsutkrävande	92
4.6	ECB-rådets omröstningsregler	95
4.7	Några slutsatser om ECB.....	96
5	Offentliga finanser	99
5.1	Motiven för sunda offentliga finanser i EMU	99
5.2	Regeln om eget ansvar.....	101
5.3	Stabilitets- och tillväxtpakten	105
5.4	Statistik.....	121
5.5	Nationella budgetramverk	123
5.6	Finanspakten.....	124
5.7	Statsobligationer	126
6	Samordning av ekonomisk politik	129
6.1	Samordning kan betyda olika saker	129
6.2	Läget 2003	130
6.3	Lissabonfördraget.....	132
6.4	6-paket och det makroekonomiska obalansförfarandet ...	133
6.5	Europluspakten och produktivitetsnämnder	136
6.6	Legalism eller kollegial samverkan?	137
7	Stabilitetsmekanismer	141
7.1	Varför behövs stabilitetsmekanismer?	141
7.2	En svår väg till ESM.....	143
7.3	Användning av stabilitetsmekanismerna.....	147
7.4	ESM – en presentation	149
7.5	Reformering av ESM	157

8	Bankunionen	161
8.1	Banknationalism och ”doom loop”	161
8.2	Vägen till EU:s Bankunion.....	162
8.3	Tillsynsmekanismen.....	167
8.4	Resolutionsmekanismen.....	174
8.5	Bankunionen kan byggas ut	178
9	Eurogruppen och eurozonens styrning.....	185
9.1	Behov att agera samlat	185
9.2	Eurogruppen.....	186
9.3	Eurotoppmötet	194
9.4	Förslag som inte blivit av.....	195
10	EMU globalt.....	197
10.1	Euron som världsvaluta	198
10.2	Gemensam internationell representation	202
11	Ny process för att införa euron.....	207
11.1	Euroländernas stärkta ställning.....	207
11.2	Utökade krav för ERM2 och Bankunionen	209
12	Ins and outs.....	211
12.1	Utvidgningar av eurozonen.....	211
12.2	Kretsen medlemsstater utanför eurozonen.....	212
13	Summering: Ett annorlunda EMU efter 2003	217
13.1	Tio förändringar av EMU sedan 2003	217
13.2	Nästa kris?	224
	Referenser	227

Förkortningar

APP	Asset Purchase Programme
BICC	Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness
BIS	Bank for International Settlements
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
CDU/CSU	Christlich Demokratische Union Deutschlands/ (bayerska grenen)
EBA	European Banking Authority
ECB	Europeiska centralbanken
ECCL	Enhanced Conditions Credit Line
ECBS	Europeiska centralbankssystemet
ECON	Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor
ECU	European Currency Unit
EDIS	European Deposit Insurance Scheme
EDP	Excessive Deficit Procedure
EEG	Europeiska ekonomiska gemenskapen
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EFB/ EFN	European Fiscal Board/Europeiska finanspolitiska nämnden
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	Europeiska finansiella stabilitetsmekanismen
EFTA	European Free Trade Association
EG	Europeiska gemenskapen
EIB	Europeiska investeringsbanken
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMF	European Monetary Fund
EMI	Europeiska monetära institutet
EMS	European Monetary System

EMU	Ekonomisk och monetär union
EP	Europaparlamentet
ERM/ERM2	Exchange Rate Mechanism (ERM2 från 1999)
ESM	Europeiska stabilitetsmekanismen
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
EU	Europeiska unionen
EUR	Euro
EWG	Eurogroup Working Group
FEU	Fördraget om Europeiska unionen
FEUF	Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt
FI	Finansinspektionen
FSSS	Fördraget om stabilitet, samordning och styrning
GAB	General Agreement to Borrow
GLF	Greek Loan Facility
HICP	Harmonized Index of Consumer Prices
IFI	Internationell finansiell institution
IMF	International Monetary Fund (Internationella valutafonden)
JST	Joint Supervisory Team
LO	Landsorganisationen
LTRO	Long-Term Refinancing Operations
MDB	Multilateral Development Bank
MIP	Macroimbalances Procedure
MoU	Memorandum of Understanding
MREL	Minimum Required own Funds and Eligible Liabilities
MTO	Medium Term Objective
NGEU	Next Generation EU
NPL	Non-Performing Loans
OMT	Outright Monetary Transactions
PCCL	Precautionary Conditioned Credit Line
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
PPP	Purchasing Power Parity
PSPP	Public Sector Purchase Programme
QMV	Qualified Majority Voting
SIU	Savings and Investment Union
SMP	Securities Markets Programme
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands

SRB	Single Resolution Board (Resolutionsnämnden)
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process
SRF	Single Resolution Fund (Resolutionsfonden)
SRM	Single Resolution Mechanism (Resolutionsmekanismen)
SSM	Single Supervision Mechanism (Tillsynsmekanismen)
STP	Stabilitets- och tillväxtpakten
SURE	Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency
TCO	Tjänstemännens centralorganisation
TPI	Transmission Protection Instrument
ULC	Unit Labour Cost

EU:s medlemsstater förkortas enligt ISO, tillgängligt på exempelvis Skatteverkets webbsida. Sverige = SE osv.

Sammanfattning

Den ekonomiska och monetära union som Sverige folkomröstade om 2003 är förändrad. Syftet med den här volymen är att redogöra för hur EMU har förändrats. Den starkaste reformimpulsen har kommit från eurokrisen. En del mindre förändringar har hämtat motiv från andra håll. I den här volymen identifieras tio förändringar:

1. *Europeiska centralbanken* har mognat som institution och använt instrument som inte förutsågs från början.
2. *Sunda offentliga finanser* har stått i centrum för flera reformer, särskilt Stabilitets- och tillväxtpakten.
3. *Samordningen av ekonomisk politik* har vidgats och tillförts nya styrinstrument.
4. *Europeiska stabilitetsmekanismen* har inrättats för att ge nödlån till euroländer.
5. *Bankunionen* innebär att mycket av tillsyn och krishantering flyttats till EU-nivån.
6. *Eurogruppen* och styrningen av euroområdet har stärkts.
7. *Eurons roll* som näst viktigaste globala valuta är etablerad.
8. *Processen för att införa euron* är uppstramad.
9. *Kretsarna "ins and outs"* är förändrade genom utvidgningar av euroområdet och Brexit.
10. *En stark politisk vilja* att hålla ihop euroområdet har manifesterats.

Eurokrisen hotade eurons överlevnad

Eurokrisen, föregången av den globala finanskrisen, startade med upptäckten hösten 2009 att Greklands offentliga finanser var i betydligt sämre skick än vad statistiken dittills visat. Våren 2010 blev det nödvändigt att i stor hast improvisera omfattande stödprogram för Grekland från euroländerna och IMF. ECB började att selektivt köpa statsobligationer. En temporär stabilitetsmekanism, EFSF, inrättades snabbt. Stödprogram för Irland och Portugal följde. Krisen fördjupades då Tyskland och Frankrike började tala om skuldstrukturering. ECB tillförde likviditet för bankerna. Under 2011 fortsatte eurokrisen med rader av dramatiska möten. En grekisk skuldstrukturering genomfördes 2012, den största någonsin. Samma år fick Spanien ett stödprogram.

Våren 2012 fördjupades eurokrisen. På sommaren det året togs viktiga steg mot en lösning. En bankunion med central tillsyn överenskomms i princip, och ECB-chefen Mario Draghi höll sitt berömda tal med *whatever it takes*. Hösten 2012 blev den permanenta stabilitetsmekanismen ESM operativ. Nästa krisland blev Cypern, som fick nödlån 2013. Då bytte man strategi och tillämpade *bail-in* för bankerna, vilket betydde att bankers ägare och vissa finansiärer fick stå för förlusterna, inte de offentliga finanserna. Greklands-krisen förvärrades 2015, då en ny grekisk regering vägrade att finna sig i anpassningsprogrammets villkor. Det var nära att Grekland tvingades att lämna euroområdet sommaren 2015. Sedan Grekland helt bytt linje kan man säga att eurokrisen var överstånden. Idag tillhör de länder som fick stödprogram euroområdets bättre presterande ekonomier.

Begränsande regelverk

När eurozonens beslutsfattare skulle bemästra krisen var de begränsade av EMU:s regelverk som är inskrivet i EU:s grundfördrag. Rättsprocesser i EU-domstolen och i Tysklands Författningsdomstol spelade en betydande roll. En central regel är förbudet för EU och dess medlemsstater att överta eller ta ansvar för en medlemsstats offentliga skuld. Däremot är det inte förbjudet att ge lån till en krisdrabbad medlemsstat förutsatt att lånet förbinds med strikta villkor så att incitamenten för sunda offentliga finanser upp-

rätthålls. En annan begränsning är förbudet mot monetär finansiering. Det innebär att ECB inte får direktfinansiera underskott i en medlemsstat. Däremot får ECB, för penningpolitiska ändamål, köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden, vilket fick stor betydelse under eurokrisen. ECB:s obligationsköp prövades rättsligt under krisen.

Genomförda reformer och reformförslag som inte blev av

Under eurokrisen lades en rad förslag om reformering av EMU fram. Aktiviteten var hög bland tankesmedjor, medlemsstater och i EU-systemet. Redan våren 2010 startade arbetet med ett paket av rättsakter som blev känt som "6-paket". Det innebar en uppstramning av Stabilitets- och tillväxtpakten och ett helt nytt instrument, makroekonomiska obalansförfarandet (MIP). Skarpa sanktioner inrättades för euroländerna. En permanent stabilitetsmekanism ingick också i paketet. En skärpning av det medelfristiga målet för offentliga finanser skedde genom det mellanstatliga avtalet om Finanspakten. De fyra ordförandenas rapport med förslag om finanspolitik, samordning av den ekonomiska politiken och Bankunion kom 2012. Då lade också kommissionen fram ett paket med förslag som blev känt som Blueprint. Det innehöll en del långtgående förslag i federalistisk riktning som inte blev accepterade. Ett större grepp togs 2015 med "de fem ordförandenas rapport", som innehöll en rad förslag, däribland en finanspolitisk stabiliseringsfunktion som aldrig blev införd. Rapporten blev inte godkänd som färdplan, men en del av förslagen levde vidare. Under eurokrisen kom också förslag om gemensam upplåning som inte realiserades.

Efter folkomröstningen 2016 om Brexit togs nya tag. Kommissionen lade fram tematiska rapporter om EU:s framtid, varav en om EMU. Då återkom en del centralistiska förslag från Blueprint, men de genomfördes inte heller denna gång. I en bedömning 2019 menade kommissionen ändå att en hel del hade åstadkommits för att göra EMU mera robust. Under senare år har det inte varit mycket diskussion och aktivitet kring reformering av EMU. De stora låneprogrammen i samband med coronakrisen och den militära upprustningen har skett i formatet EU27.

Skilda ekonomiska filosofier i Tyskland och Frankrike

Det är svårt att förstå reformeringen av EMU om man inte säger några ord om skillnaderna i tänkesätt mellan Tyskland och Frankrike, de två viktigaste länderna i EU. Tyskland har i decennier drivit att länder måste kvalificera sig för en gemensam valuta genom att uppnå prisstabilitet och sunda offentliga finanser. Frankrike har prioriterat tidiga institutionella bindningar. Den tyska modellen brukar benämnas "ordo-liberalism". Den är starkt företrädd i Bundesbank, i den inflytelserika kvalitetspressen, bland ekonomiskt sinnade jurister och i Författningsdomstolen, men mindre bland akademiska ekonomer. Ordo-liberalism låg bakom det tyska ekonomiska efterkrigsundret (*Wirtschaftswunder*). En del i denna tankeskola består i marknadsliberala principer i form av fri konkurrens och frihandel. Men där finns även etiska principer i form av att incitament ska vara sunda (undvika *moral hazard*) och att ansvar och kontroll måste följas åt. Det finns även en misstro mot aktiv konjunkturpolitik. Den franska hållningen innehåller mer av pragmatism, Keynesianism, statlig inblandning i ekonomin och att staten måste ta ett helhetsansvar för den ekonomiska politiken. Det innebär att en centralbank med långtgående oberoende ses som problematisk och att den ekonomiska politiken inte ska begränsas av stela regler. Förenklat, Frankrike tenderar att se positivt på mer av riskdelning, medan Tyskland prioriterar att minska risker.

ECB har förändrats

Efter närmare 30 års verksamhet är ECB en mogen institution. ECB har behövt hantera perioder av både för hög och för låg inflation, men har lyckats att leverera på sitt huvudmål, prisstabilitet. Eurokrisen ställde ECB inför stora utmaningar och icke-konventionella instrument i form av stora obligationsköp och omfattande likviditet till banksystemen blev nya inslag i ECB:s verksamhet. Agerandet ledde till kontroverser och tvister i domstol som har tydliggjort gränser och villkor för ECB att hålla sig till. ECB spelade en nyckelroll för att hantera eurokrisen. ECB har i handling demonstrerat att banken påtar sig en funktion som *lender of last resort* (långgivare i sista instans), men inom de rättsliga ramar som gäller. ECB har blivit en mer öppen centralbank genom att informations-

givningen både till allmänhet och expertis har utvecklats, att formerna för bankens interaktion med Europaparlamentet har förstärkts och att protokoll från ECB-rådets möten publiceras. Till detta kan läggas att ECB anpassar sig till teknisk utveckling inom det finansiella området genom att utveckla en digital euro och att modernisera plattformar för betalningar.

Offentliga finanser

Flera centrala reformer sedan 2003 har på olika sätt rört offentliga finanser. Sunda offentliga finanser är av flera skäl särskilt viktigt i EMU. Ett skäl är att EMU inte skulle bli en "transfereringsunion". Ett annat skäl är att ECB:s penningpolitik inte skulle få påverkas av svaga offentliga finanser. Man såg också en risk att euron kunde uppmuntra till alltför hög skuldsättning. Dessutom visade eurokrisen att det finns en skadlig växelverkan mellan statsfinanser och banker.

Den för EMU grundläggande bestämmelsen om eget ansvar (*no-bail-out*) finns kvar, men den har fått rättsliga klargöranden. Stabilitets- och tillväxtpakten har varit föremål för en serie reformeringar. Den senaste, 2024, var omfattande och innebar större anpassning till varje lands förutsättningar och att skuldållbarhet fick större vikt. Pakten utformning och tillämpning har varit en balans mellan stramhet med starka påtryckningsmedel å ena sidan, och å andra sidan ekonomisk realism och hänsyn till medlemsstaternas befogenheter.

Reformer sedan 2003 har även gällt regelverket om statistik med syftet att motverka felaktigheter och manipulation, förstärkningar av det medelfristiga budgetmålet genom det mellanstatliga avtalet om Finanspakten, regler om bättre nationella budgetramverk, utformningen av statsobligationer samt, inte minst, villkoren för skuldstrukturering.

Trots alla ansträngningar får man konstatera att de offentliga finanserna i euroområdet inte är bra. Underskott och offentlig skuld är i flera fall för höga. Pakten har inte respekterats. Pandemin och geopolitisk oro har bidragit till att göra uppgiften svårare, samtidigt som goda år inte har tagits till vara. Vårt att framhålla är även att vissa centraliserande förslag inte har blivit av, som gemensam upplåning i

eurozonen, stabiliseringspolitisk funktion och finansminister/finansdepartement för eurozonen.

Samordning av ekonomisk politik – divergenser motverkas men medlen är mjuka

Lissabonfördraget 2009 innebar betydande förändringar i hur samordningen av ekonomisk politik utövas. Tidigare gällde sammanhållning för hela EU, men i stället blev modellen att euroländerna fick befogenhet att i stort sett sköta sina angelägenheter själva. Dessutom tillkom utökade rättsliga möjligheter att förstärka samordningen och övervakningen. Nästa viktiga reformimpuls kom från eurokrisen, som visade att det kan få allvarliga konsekvenser om medlemsstaters ekonomiska politik divergerar alltför mycket. En stor reformering skedde genom 6-paket 2011, som införde den europeiska planeringsterminen som sammanhållen ram för de olika förfarandena. Än viktigare var att styrinstrumenten förstärktes med kännbara sanktioner. Det makroekonomiska obalansförfarandet infördes för att komma till rätta med en vidare krets problem relaterat till sådant som externa obalanser och de finansiella marknaderna.

Det finns liksom för offentliga finanser en spänning mellan starka påtryckningar utifrån och nationellt självbestämmande. De strängaste påtryckningsmedlen i form av sanktioner har aldrig använts, och vissa förslag om en mer bindande samordning har avvisats. Sammanfattningsvis kan man säga att det handlar i viss mån om en legalistisk samordning, men än mer om en ram för kollegial samverkan där medlemsstaterna har ett eget intresse av att se till att de för en ekonomisk politik som är förenlig med euron.

Bankunionen – centralisering av tillsyn och krishantering

Bankunionen med tillsyn som är centraliserad till ECB och gemensam hantering av bankkriser är den största enskilda överföringen av befogenheter i EMU som har skett sedan 2003. Det var en svår väg till Bankunionen och den föregicks av initiativ som gick mindre långt. Det var när eurokrisen fördjupades våren 2012 som en omsvängning skedde så att euroländerna blev beredda att avstå från

nationell beslutsrätt på detta centrala område. Då hade en insikt vuxit fram om att samberoendet mellan stater och banker kan vara mycket skadligt.

Bankunionen innebär att ECB ansvarar för tillsynen, under medverkan av nationella tillsynsmyndigheter. ECB handhar tillsynen direkt av det dryga hundratalet signifikanta bankerna i euroområdet, medan de övriga hanteras nationellt under ECB:s överinseende. Den centrala tillsynen har inneburit en mer formalistisk metod och en kvalitetshöjning på många håll. Tillsynen hålls strikt åtskild från ECB:s penningpolitik med separata beslutsstrukturer. Medlemsstater utanför euron kan välja att delta i Bankunionen genom "nära samarbete".

Resolutionsmekanismen är Bankunionens andra ben och där finns en ny myndighet genom Resolutionsnämnden. Det finns även en Resolutionsfond (hittills inte använd) och en finansiell säkerhetsmekanism (*backstop*, ännu inte införd) som på vissa villkor kan ge finansiering i en bankkris. Hantering av bankkriser sker genom så kallad resolution, en metod överenskommen globalt som ska efterlikna normal konkurs samtidigt som bankernas systemviktiga roll för ekonomin upprätthålls. Resolutionsmekanismen är mindre standardiserad än tillsynen.

En *single rulebook* reglerar tillsyn, bankkrishantering och annat på de finansiella marknaderna i hela EU, så i hög grad gäller gemensamma regler. Det är således samma kapitalkrav som gäller. Den finansiella ställningen för bankerna i euroområdet har förbättrats sedan Bankunionen infördes. Ytterligare byggstenar i Bankunionen diskuteras, däribland en gemensam insättningsgaranti.

Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM) – även euroländer kan behöva nödlån

När Sverige folkomröstade om euron 2003 fanns inte någon stabilitetsmekanism för euroländer. Förmodan var att bara länder med starka offentliga finanser skulle få införa euron, och sådana länder ska inte behöva nödlån. Det visade sig inte stämma, utan flera euroländer fick betalningsproblem. Detta bedömdes hota den finansiella stabiliteten och till och med euroområdets sammanhållning och fortbestånd. Efter improvisationer med bilaterala lån

och en tillfällig mekanism infördes 2012, efter rättsliga anpassningar och svåra förhandlingar, den permanenta ESM.

Krediter från ESM får endast ges på strikta villkor. Det innebär för lån, som är den oftast använda stödformen, ett fullständigt ekonomisk-politiskt anpassningsprogram som innehåller krav på kraftiga budgetförstärkningar. I praktiken förlorar det mottagande landet mer eller mindre sin ekonomisk-politiska självständighet, vilket gör att ESM-stöd ogärna söks. Det finns olika mekanismer för att säkra återbetalningen av ESM-lån. De fem euroländer som har mottagit stabilitetsstöd har alla kunnat sanera sina ekonomier under ordnade former och de har återvunnit access till marknadsfinansiering på acceptabla villkor. Alla ESM-program är avslutade. IMF har deltagit i fem av de sju stödprogrammen. Inget nytt ESM-stöd har beslutats efter det tredje Greklandsprogrammet 2015.

Eurogruppen och starkare former för att styra euroområdet

Eurogruppen har funnits sedan 1998, men då Sverige folkomröstade hade den en blygsam roll. Med Lissabonfördraget fick Eurogruppen en fördragsfäst ställning, men fortfarande som ett informellt organ. Under eurokrisen förstärktes styrningen för euroområdet på olika sätt. Eurogruppen är numera det centrala forumet för euroområdets samordning av den ekonomiska politiken. Gruppen tar policybeslut om exempelvis utvidgning av euroområdet, växelkursfrågor och krishantering. Ibland formaliseras Eurogruppens överenskommelser i Ekofinrådet. Eurogruppen har en vald ordförande och mötena förbereds av en särskild arbetsgrupp som består av finansministrarnas nära medarbetare och som leds av en vald, heltidsanställd ordförande. Eurogruppen utarbetar arbetsprogram och har en betydande öppenhet genom att dagordningar och många underlag publiceras. Eurotoppmötet är ett nytt organ där stats- och regeringschefer möts, men där är verksamheten inte kontinuerlig på samma sätt som i Eurogruppen. Sverige inbjuds ibland då Eurogruppen och Eurotoppmötet sammanträder i inkluderande format.

Euron näst viktigaste globala valuta

Jämfört med läget 2003 är eurons internationella roll inte större, men euron är fast etablerad som världsvaluta. Tvivlen på eurons fortbestånd verkar vara borta, eller små. Euron har en ställning som näst viktigaste globala valuta, klart efter dollarn men tydligt före andra valutor. Eurons ställning varierar beroende på typ av användning, men som denomineringsvaluta för handel är den jämförbar med dollarn, medan den på andra sätt spelar en mindre roll.

EU har ökat ambitionerna för sin globala ställning, och det har accentuerats i senare tids geopolitiska oro. Strävan är att ge euron en större global roll. Troligen är detta fråga om en långsiktig process, och det är knappast att förvänta att euron når en lika stark ställning som dollarn. Kommissionen har tagit initiativ för att stärka eurons globala roll. På senare tid har ECB lämnat sin tidigare neutrala hållning till förmån för en mer stödjande ansats. Formerna för eurozonens deltagande i internationellt samarbete har blivit fastare och det är möjligt att de kommer att utvecklas ytterligare. Det kan ha betydelse i dagens geopolitiska situation då valutapolitik, handel och säkerhet ibland vävs samman. Eurogruppen är det viktigaste forumet för att förbereda internationella ekonomiska möten, men en del sker i formatet EU27.

Uppstramad process för att införa euron

De fyra konvergenskriterierna och krav på lagstiftning om centralbanken är desamma, men två viktiga förändringar har ändå skett sedan 2003. Den ena förändringen är att euroländerna i praktiken själva beslutar om en medlemsstat ska få införa euron. Genom Lissabonfördraget infördes en regel om att euroländerna ska anta en rekommendation om ett land ska få införa euron, och sedan beslutar EU:s råd (som tidigare). Tanken är att inte upprepa tidigare misstag att låta alltför svaga medlemsstater införa euron.

Den andra förändringen är ett krav sedan 2018 att deltagande i Bankunionen ska ske senast samtidigt med inträdet i ERM2. En bakgrund är att de länder som står i kö för euron har svagheter förbundna med den finansiella sektorn. För svensk del är det nya kravet knappast av betydelse, eftersom Bankunionen automatiskt blir en konsekvens av att införa euron lite senare. Kravet har dock

betydelse för processen, eftersom lagstiftning måste förberedas i god tid före inträdet i Bankunionen.

Kretsarna "ins and outs" är bägge annorlunda

Sedan 2003 har euroområdet utvidgats från 12 till 21 medlemsstater. Utvidgningarna har skett både före, under och efter eurokrisen. Idag står 6 av 27 medlemsstater utanför euroområdet, en del av dem beroende på svårigheter med ekonomisk konvergens. Låget 2003 var att alla tre *outs* (Sverige, Danmark och Storbritannien) var avancerade ekonomier. Storbritannien med sin stora ekonomiska och politiska tyngd är inte längre kvar för att utifrån ibland extrempositioner försvara intressena för sig själv och andra medlemsstater utanför euroområdet. Efter Brexit 2020 är kretsen *outs* heterogen, både ekonomiskt och politiskt.

En stark politisk vilja att hålla ihop euroområdet

Eurokrisen hade kunnat få ett annat slut. En del åtgärder var svåra, särskilt för Tyskland. När det kom till kritan visade sig den politiska viljan att bevara euron och hålla ihop euroområdet att vara stark.

Ett förändrat EMU

Ska man schematiskt och med förenklingar sammanfatta kan man göra det på följande vis. ECB har vidgat sin roll så att den numera är mindre lik den ursprungliga förebilden Bundesbank. Betydelsen av sunda offentliga finanser väger tyngre och reglerna är ändrade, men problem finns kvar. Divergenser i den ekonomiska politiken, i bredare mening, ses som mer problematiska och mekanismerna för att motverka sådana har stärkts. Bankunionen är det största integrationssteget, men det fanns redan i det grundfördrag som Sverige godkände vid medlemskapet en möjlighet till centralisering av tillsynsuppgifter. Farhågorna för federalism, som har varit framträdande i svensk debatt, kan knappast anses ha besannats. Avgränsade längre steg i federal riktning har debatterats, men inte realiserats, utöver Bankunionen. Det har visat sig att även euroländer kan hamna

i ekonomisk kris och att de behöver skyddsmekanismer. Euro-länderna har utvecklats till en mer avgränsad formation inom EU, genom Eurogruppen och på andra sätt. En stark internationell roll för euron är en tydligare ambition, men så här långt är dollarn alltför dominant. Processen för att släppa in nya medlemmar har stramats upp. Gruppen icke-euroländer har blivit svagare och mer heterogen.

Ekonomiska kriser är återkommande, men det är omöjligt att säga när nästa kris kommer eller vilken karaktär den kommer att ha. Mycket är gjort för att euroområdet ska klara en kris bättre. För att förebygga kriser har man försökt att förbättra övervakningen av de offentliga finanserna och samordningen av ekonomisk politik. Genom Bankunionen har banksystemen stärkts. Kriser kan hanteras med nya instrument genom att ECB tydliggjort sin roll som *lender of last resort*, att den finanspolitiska flexibiliteten är större, att ESM har inrättats och att Bankunionens Resolutionsmekanism med olika arrangemang har tillkommit. Om detta räcker är omöjligt att säga, men beredskapen är i vilket fall större än tidigare.

Summary

The Economic and monetary union that Sweden voted on in a referendum in 2003 has changed. The purpose of this report is to describe how the EMU has changed. The strongest impetus for reform has come from the euro crisis. Some lesser changes have been driven by other factors. The report identifies ten changes:

1. *The European Central Bank* has matured as an institution and used instruments that were not anticipated from the outset.
2. *Sound public finances* have been at the centre of several reforms, particularly the Stability and Growth Pact.
3. *Economic policy coordination* has been expanded and equipped with new policy instruments.
4. *The European Stability Mechanism* has been established to provide emergency loans to eurozone countries.
5. *The Banking Union* means that much of the supervision and crisis management has been shifted to the EU level.
6. *The Eurogroup* and the governance of the euro area have been strengthened.
7. *The euro's role* as the second most important global currency is established.
8. *The process for adopting the euro* has been tightened.
9. *The composition of the “ins and outs” groups* has changed due to eurozone enlargement and Brexit.
10. *A strong political will* to keep the euro area together has been manifested.

The euro crisis threatened the euro's survival

The euro crisis, preceded by the global financial crisis, began with the discovery in the autumn of 2009 that Greece's public finances were in significantly worse shape than statistics had previously indicated. In the spring of 2010, it became necessary to hastily improvise comprehensive support programs for Greece from the eurozone countries and the IMF. The ECB began selectively purchasing government bonds. A temporary stability mechanism, the EFSF, was quickly established. Support programs for Ireland and Portugal followed. The crisis deepened when Germany and France began discussing debt restructuring. The ECB provided liquidity to the banks. In 2011, the euro crisis continued with a series of dramatic meetings. A Greek debt restructuring was carried out in 2012, the largest ever. That same year, Spain received a bailout program.

In the spring of 2012, the euro crisis deepened. That summer, important steps were taken toward a solution. A banking union with centralized supervision was agreed upon in principle. ECB President Mario Draghi delivered his famous "whatever it takes" speech. In the autumn of 2012, the permanent stability mechanism, the ESM, became operational. The next crisis-hit country was Cyprus, which received emergency loans in 2013. At that point, the strategy was changed, and a "bail-in" was applied to the banks, meaning that bank shareholders and certain investors, rather than the taxpayers, had to cover the losses. The Greek crisis worsened in 2015, when a new Greek government refused to accept the terms of the adjustment program. Greece came close to being forced to leave the eurozone in the summer of 2015. After a complete Greek policy reversal, the euro crisis could be considered over. Today, the countries that received support programmes are among the eurozone's better-performing economies.

Restrictive regulatory framework

When eurozone policymakers sought to manage the crisis, they were constrained by the EMU's regulatory framework, which is enshrined in the Treaty. Legal proceedings before the European Court of Justice and Germany's Constitutional Court played a significant role. A key rule is the prohibition on the EU and its Member States

assuming or taking responsibility for a Member State's public debt. However, it is not prohibited to give a loan to a crisis-stricken Member State, provided that the loan is subject to strict conditions so that incentives for sound public finances are maintained. Another restriction is the prohibition on monetary financing. This means that the ECB may not directly finance a Member State's budget deficit. However, for monetary policy purposes, the ECB may purchase government bonds on the secondary market, a measure that proved highly significant during the euro crisis. The ECB's bond purchases were subject to legal review during the crisis.

Reforms and reform proposals that did not materialize

During the euro crisis, a series of proposals for reforming the EMU were put forward. Activity was intense among think tanks, Member States, and within the EU system. As early as the spring of 2010, work began on a package of legislative acts that became known as the "six-pack." This entailed a tightening of the Stability and Growth Pact and a completely new instrument, the Macroeconomic Imbalance Procedure. Strict sanctions were established for eurozone countries. A permanent stability mechanism was also included in the package. The medium-term objective for public finances was tightened through the intergovernmental agreement on the Fiscal Compact. "The Four Presidents' Report", containing proposals on fiscal policy, economic policy coordination, and the banking union, was released in 2012. At that time, the Commission also presented a package of proposals that became known as the Blueprint. It contained a number of far-reaching proposals with a federalist orientation that were not accepted. A major comprehensive approach was taken in 2015 with the "Five Presidents' Report", which contained a series of proposals, including a fiscal stabilization function that was never implemented. The report was not approved as a roadmap, but some of the proposals lived on. During the euro crisis, proposals for joint borrowing were also put forward but not realized.

Following the 2016 Brexit referendum, a fresh effort was made. The Commission presented thematic reports on the future of the EU, including one on the EMU. Some of the centralist proposals

from the Blueprint resurfaced, but they were not implemented this time either. In a 2019 assessment, the Commission nevertheless noted that there had been significant progress in making the EMU more robust. In recent years, there has been little discussion or activity regarding EMU reform. The major loan programs related to the Covid-19 crisis and military rearmament have been carried out within the EU27 framework.

Different economic philosophies in Germany and France

It is difficult to understand the reform of the EMU without mentioning the differences in mindset between Germany and France, the two most important countries in the EU. For decades, Germany has argued that countries must qualify for a common currency by achieving price stability and sound public finances. France has prioritized early institutional arrangements. The German model is usually referred to as “ordo-liberalism.” It is strongly represented in the Bundesbank, in the influential quality press, among economically minded lawyers, and in the Constitutional Court, but less so among academic economists. Ordo-liberalism was behind the German postwar economic miracle (*Wirtschaftswunder*). Part of this school of thought consists of market-liberal principles in the form of free competition and free trade. But it also includes ethical principles, such as the need for sound incentives (no *moral hazard*) and the requirement that responsibility and control go hand in hand. There is also a distrust of active stabilisation policy. The French approach is more pragmatic, Keynesian, and supportive of government intervention in the economy, with the state taking overall responsibility for economic policy. This means that a central bank with strong independence is viewed as problematic, and that economic policy should not be constrained by rigid rules. Put simply, France tends to view risk-sharing more positively, while Germany prioritizes reducing risks.

The ECB has changed

After nearly thirty years of operation, the ECB is a mature institution. The ECB has had to navigate periods of both too-high

and too-low inflation but has succeeded in delivering on its primary objective of price stability. The euro crisis presented the ECB with major challenges, and unconventional instruments – such as large-scale bond purchases and extensive liquidity injections into the banking system – became new features of the ECB’s operations. These actions led to controversies and legal disputes that have clarified the limits and conditions the ECB must adhere to. The ECB played a key role in managing the euro crisis. The ECB has demonstrated in practice that it assumes the role of *lender of last resort*, but within the applicable legal framework. The ECB has become a more transparent central bank through improved communication with both the public and experts, strengthened channels for the bank’s interaction with the European Parliament, and publication of accounts of ECB Governing Council meetings. Additionally, the ECB is adapting to technological developments in the financial sector by developing a digital euro and modernizing payment platforms.

Public finances

Several key reforms since 2003 have, in various ways, affected public finances. Sound public finances are particularly important in EMU. One reason is that the EMU is not intended to become a “transfer union.” Another reason is that the ECB’s monetary policy must not be distorted by weak public finances. There is also a risk that the euro could encourage free rider behaviour. Moreover, the euro crisis demonstrated that there is a harmful interaction between public finances and banks (*doom-loop*).

The fundamental EMU provision on *no-bail-out* remains in place, but it has been subject to legal clarifications. The Stability and Growth Pact has undergone a series of reforms. The most recent reform in 2024 was comprehensive and involved greater adaptation to each country’s specific conditions, with debt sustainability given greater weight. In the design and application of the Pact a balance has been sought between strictness with strong enforcement measures on the one hand, and economic realism and the competencies of the Member States on the other.

Reforms since 2003 have also addressed the statistical framework to counter inaccuracies and manipulation, strengthened the medium-term budgetary objective through the intergovernmental agreement on the Fiscal Compact, established rules for improved national budgetary frameworks, the design of government bonds, and, not least, the conditions for debt restructuring.

Despite all efforts, it must be concluded that public finances in the euro area are not in good shape. Deficits and public debt are too high in several cases. The Stability and Growth Pact has not been respected. The pandemic and geopolitical unrest have made the task more difficult, while good years have not been capitalized upon. It is also worth noting that certain centralizing proposals have not materialized, such as joint borrowing in the eurozone, a stabilization policy function, and a finance minister/finance ministry for the eurozone.

Economic policy coordination – divergences are countered, but the means are soft

The 2009 Lisbon Treaty brought significant changes to how economic policy coordination is carried out. Previously, cohesion applied to keep the EU together, but the model shifted so that eurozone countries were granted the authority to largely manage their own affairs. Additionally, expanded legal avenues were introduced to enable strengthening coordination and oversight. The next major impetus for reform came from the euro crisis, which demonstrated that serious consequences could arise if Member States' economic policies diverge too widely. A major reform took place through the "six-pack" in 2011, which introduced the European Semester as a cohesive framework for the various procedures. Even more important was that the policy instruments were strengthened with tangible sanctions. The Macroeconomic Imbalance Procedure was introduced to address a wider set of problems such as issues related to external imbalances and financial markets.

As with public finances, there is a tension between strong external pressure and national self-determination. The strictest means of pressure in the form of sanctions have never been used, and certain proposals for more binding coordination have been

rejected. In summary, one could say that there is, to some extent, a legalistic coordination. But even more, policy coordination can be regarded as a framework for collegial cooperation in which Member States have a vested interest in ensuring that they pursue economic policies compatible with the euro.

The Banking Union – centralization of supervision and crisis management

The banking union, with supervision centralized at the ECB and joint management of banking crises, represents the largest single transfer of powers within the EMU since 2003. The path to the banking union was difficult and it was preceded by initiatives that did not go as far. It was when the euro crisis worsened in the spring of 2012 that a shift occurred, leading eurozone countries to become prepared to relinquish national decision-making authority in this critical area. By then, a realization had emerged that the interdependence between governments and banks can be highly damaging.

The banking union means that the ECB is responsible for supervision, with the participation of national supervisory authorities. The ECB directly supervises the slightly more than one hundred significant banks in the euro area, while the others are supervised nationally under the ECB's oversight. Centralized supervision has led to a more formalistic approach and improved quality in many instances. Supervision is strictly separated from the ECB's monetary policy, with distinct decision-making structures. Member States outside the euro area may choose to participate in the banking union through "close cooperation."

The resolution mechanism is the second pillar of the banking union and includes a new authority in the form of the Single Resolution Board. There are also a Resolution Fund (not yet used) and a financial backstop (not yet implemented) that can provide funding during a banking crisis under certain conditions. Bank crises are managed through so-called resolution; a method agreed upon globally that is intended to mimic normal bankruptcy procedures while maintaining the banks' systemically important role in the economy. The resolution mechanism is less standardized than supervision.

A *single rulebook* governs supervision, bank crisis management, and other aspects of the financial markets throughout the EU, so in substance, a high degree of common rules applies. Thus, the same capital requirements apply. The financial position of banks in the euro area has improved since the banking union was introduced. Further building blocks of the banking union are under discussion, including a common deposit insurance (EDIS).

European Stability Mechanism (ESM) – even eurozone countries may need emergency loans

When Sweden held a referendum on the euro in 2003, there was no stability mechanism for eurozone countries. The assumption was that only countries with strong public finances would be allowed to adopt the euro, and such countries would not need emergency loans. This turned out not to be the case, as several eurozone countries ran into payment problems. This was deemed to threaten financial stability and even the cohesion and survival of the eurozone. After improvising with bilateral loans and a temporary mechanism, the permanent ESM was introduced in 2012, following legal adjustments and difficult negotiations.

Loans from the ESM may only be granted under strict conditions. For the most used form of support – loans – this entails a comprehensive economic policy adjustment programme that includes requirements for significant budgetary consolidation. In practice, the recipient country more or less loses its economic policy autonomy, which makes ESM support an unattractive option. There are various mechanisms to ensure the repayment of ESM loans. The five eurozone countries that have received stability support have all been able to restructure their economies in an orderly manner and have regained access to market financing on acceptable terms. All ESM programmes have been completed. The IMF has participated in five of the seven support programmes. No new ESM support has been decided upon since the third Greek programme in 2015.

The Eurogroup and stronger mechanisms for governing the euro area

The Eurogroup has existed since 1998, but at the time of Sweden's referendum, it played a modest role. With the Treaty of Lisbon, the Eurogroup gained a treaty-based status, though it remained an informal body. During the euro crisis, governance of the euro area was strengthened in various ways. The Eurogroup is now the central forum for the euro area's coordination of economic policy. The group forms policy on matters such as the expansion of the euro area, exchange rate issues, and crisis management. The Eurogroup's agreements can be formalized in the Ecofin Council. The Eurogroup has an elected chair, and its meetings are prepared by a special working group consisting of close associates of the finance ministers and led by an elected, full-time chair. The Eurogroup draws up work programmes and operates with a high degree of transparency, as agendas and many supporting documents are published. The Euro Summit is a new body where heads of state and government meet, but its activities are not as continuous as those of the Eurogroup. Sweden is sometimes invited when the Eurogroup and the Euro Summit meet in an inclusive format.

The euro is the second most important global currency

Compared to the situation in 2003, the euro's international role has not grown, but the euro is firmly established as a global currency. Doubts about the euro's survival appear to have vanished or are minimal. The euro holds the position of the second most important global currency, clearly behind the dollar but well ahead of other currencies. The euro's standing varies depending on the context, but as a denomination currency for trade it is comparable to the dollar, while in other respects it plays a lesser role.

The EU has raised its ambitions for its global standing, and this has been accentuated by recent geopolitical turmoil. The aim is to give the euro a greater global role. This is likely to be a long-term process, and it is hardly to be expected that the euro will achieve a position as strong as that of the dollar. The Commission has taken initiatives to strengthen the euro's global role. Recently, the ECB has shifted from its previously neutral stance to a more supportive approach. The forms of the euro area's participation in international

cooperation have become more established, and it is possible that they will evolve further. This may be significant in today's geopolitical situation, where monetary policy, trade, and security are sometimes intertwined. The Eurogroup is the most important forum for preparing international economic meetings, but some discussions take place in the EU27 format.

Tightened process for adopting the euro

The four convergence criteria and requirements regarding central bank legislation remain the same, but two important changes have nevertheless occurred since 2003. One change is that, in practice, the eurozone countries themselves decide whether a Member State may adopt the euro. The Treaty of Lisbon introduced a rule that eurozone countries must adopt a recommendation on whether a country should be allowed to introduce the euro, and then the Council of the EU decides (as before). The idea is to avoid repeating past mistakes of allowing overly weak Member States to adopt the euro.

The second change is a requirement, effective since 2018, that participation in the banking union must occur by entry into ERM2 at the latest. One reason for this is that the countries waiting to adopt the euro have weaknesses related to their financial sectors. For Sweden, the new requirement is of little practical significance, since joining the banking union will automatically follow from adopting the euro a bit later. However, the requirement is significant for the process, as legislation must be prepared well in advance of joining the banking union.

The “ins and outs” groups are both different

Since 2003, the euro area has expanded from 12 to 21 Member States. These expansions have taken place before, during, and after the euro crisis. Today, 6 of the 27 Member States remain outside the euro area, in some cases due to difficulties with economic convergence. In 2003, all three “outs” were advanced economies (Sweden, Denmark, United Kingdom). The United Kingdom, with its significant economic and political clout, is no longer there to defend

the interests of itself and other Member States outside the eurozone based on sometimes extreme positions. Following Brexit in 2020, the group of “outs” is heterogeneous and weakened, both economically and politically.

A strong political will to keep the eurozone together

The euro crisis could have ended differently. Some measures were difficult, especially for Germany. When push came to shove, the political will to preserve the euro and keep the eurozone together proved to be strong.

A transformed EMU

If one were to summarize the situation schematically and with simplifications, one could do so as follows. The ECB has expanded its role so that it now bears less resemblance to its original model, the Bundesbank. The importance of sound public finances carries even greater weight. The rules have been changed, but problems remain. Divergences in economic policy, in a broader sense, are viewed as more problematic, and the mechanisms to counteract them have been strengthened. The banking union is the biggest step toward integration, but the possibility of centralizing supervisory tasks was already present in the founding treaty that Sweden approved upon joining the EU. The fears of federalism, which have been prominent in the Swedish debate, can hardly be said to have materialized. Further steps in a federal direction have been debated but not realized, beyond the banking union. It has become clear that even eurozone countries can fail and fall into economic crisis and that they need safety nets. Eurozone countries have evolved into a more distinct group within the EU, through the Eurogroup and in other ways. A strong international role for the euro is a clearer ambition, but so far, the dollar remains dominant. The process for admitting new members has been tightened. The group of non-eurozone countries has become weaker and more heterogeneous.

Economic crises are recurring, but it is impossible to say when the next one will come or what form it will take. Much has been done to ensure the euro area can better withstand a crisis. To prevent

crises, efforts have been made to improve the monitoring of public finances and the coordination of economic policy. The banking system has been strengthened through the banking union. Crises can be managed with new instruments because the ECB has clarified its role as *lender of last resort*, fiscal policy flexibility has increased, the ESM has been established, and the banking union's Single Resolution Mechanism, with various arrangements, has been introduced. It is impossible to say whether this will be enough, but the euro area is better prepared than before.

1 Inledning

Det har snart gått ett kvarts sekel sedan Sverige folkomröstade om euron 2003. Mycket har hänt sedan dess. EU har fått tolv nya medlemsstater och Storbritannien har lämnat. Den globala finanskrisen som startade 2007 satte världen i djup recession. Eurokrisen 2010–15 hotade hela eurosamarbetet och blottlade brister i EMU-arkitekturen. Sverige blev medlem i Nato 2024. Det geopolitiska landskapet ser annorlunda ut.

Syfte

Den ekonomiska och monetära union som Sverige folkomröstade om 2003 är förändrad. Syftet med denna volym är att redogöra för hur EMU har förändrats. Den starkaste reformimpulsen har kommit från eurokrisen. En del mindre förändringar har hämtat motiv från andra håll. I volymen identifieras tio förändringar:

1. *Europeiska centralbanken* har mognat som institution och använt instrument som inte förutsågs från början.
2. *Sunda offentliga finanser* har stått i centrum för flera reformer, särskilt Stabilitets- och tillväxtpakten.
3. *Samordningen av ekonomisk politik* har vidgats och tillförts nya styrinstrument.
4. *Europeiska Stabilitetsmekanismen* har inrättats för att ge nödlån till euroländer.
5. *Bankunionen* innebär att mycket av tillsyn och krishantering flyttats till EU-nivån.
6. *Eurogruppen* och styrningen av euroområdet har stärkts.

7. *Eurons roll* som näst viktigaste internationella valuta är etablerad.
8. *Processen för att införa euron* är uppstramad.
9. *Kretsarna "ins and outs"* är förändrade genom utvidgningar av euroområdet och Brexit.
10. *En stark politisk vilja* att hålla ihop euroområdet har manifesterats.

Tanken är att i samlad form gå igenom dessa förändringar, förklara varför de har ägt rum och kommentera deras betydelse. Ambitionen är att framställningen ska vara begriplig för en intresserad läsare och inte tyngas av alltför mycket tekniska detaljer. Ändå är EMU ett ämne som ofta uppfattas som svårtillgängligt. Ett skäl är nog att EMU-projektet är en sammanflätning av ekonomi och EU-juridik. Ett annat skäl är att ämnet spänner över vida fält – makroekonomi, finansiell ekonomi, statsskick, folkrätt, internationella relationer. Det är dock mödan värt att försöka förstå detta för EU-samarbetet centrala projekt som Sverige ännu, efter mer än 30 års EU-medlemskap, håller distans till.

Denna volym har således ett EU-perspektiv. I volym 1 ligger fokus på Sveriges relation till EU:s valuta, euron. De bägge volymerna är tänkta att komplettera varandra.

En reservation

Inte sällan har texter i Sverige om EMU ett "för och emot"; ett "plus och minus". Ambitionen här är att teckna en balanserad bild av EMU-projektet. Det finns fördelar och nackdelar, risker, kris-scenarier, problem och möjligheter. Alla aspekter och utfall kan inte fångas upp och förmodligen kommer den kritiske läsaren att finna saker som borde läggas till eller nyanseras. EMU-projektet lär prövas i kris igen, och det går inte att säga säkert hur det går då. Eller att säga hur det skulle gå i ett EU utan euron.

Underlag

Underlaget till den här volymen är av olika slag. Böcker och artiklar med analyser om eurokrisen är viktiga källor. Denna dramatiska del av EU:s historia har avsatt en omfattande litteratur. Ett antal större, mera heltäckande verk refereras. Såväl ekonomiska analyser som olika slag av underlag om rättsliga aspekter har använts. Till de senare hör EU-lagstiftning liksom domar från EU-domstolen och den tyska Författningsdomstolen.

Det finns biografier och memoarer om och från nyckelpersoner. De ger en hel del intressanta inblickar i vägval under olika skeden av eurokrisen. Flera underlag kommer från Europeiska kommissionen i form av analyser och förslag. En annan källa är Europeiska centralbanken som har en omfattande utrednings- och forskningsfunktion.

Ett antal expertintervjuer har genomförts, dels vid besök hos kommissionens generaldirektorat för ekonomiska och finansiella frågor, dels vid Europeiska centralbanken, både vid den penningpolitiska delen och banktillsynen.

Flera personer har hjälpt till i arbetet genom samtal av bakgrundskaraktär, faktakontroller och kommentarer på textutkast. Till underlaget får även räknas författarens egna erfarenheter som tjänsteman vid Finansdepartementet och deltagande i många kris- och förhandlingsmöten i EU på olika nivåer. Genomgående används öppna källor som går att kontrollera.

Rapporten beaktar händelser fram till juli 2026.

2 Eurokrisen leder till ett reformerat EMU

2.1 Få förändringar före eurokrisen

Eurokrisen var formativ för eurosamarbetet och hela EU. Krisen hade kunnat få ett annat förlopp och en annan upplösning. Detta kapitel och det följande har ambitionen att tydliggöra eurokrisens utomordentliga betydelse för de förändringar i EMU som har skett sedan den svenska folkomröstningen 2003.

Efter överenskommelsen i Maastricht 1991 var EMU i stort sett oförändrat i flera år. Fördragsrevisionerna i Amsterdam och Nice ändrade knappt något. Lissabonfördraget, som trädde i kraft 2009, innebar visserligen lite mer förändringar av EMU än väntat, men grundkonstruktionen förblev densamma.¹

När euron fyllde tio år 2009 var omdömena positiva. Europeiska kommissionen (2008) summerade eurons första decennium med en hoppfull och positiv analys. Visst fanns det en del att förbättra, men i huvudsak fungerade saker och ting bra, menade kommissionen då. ECB-chefen Trichet slog an en liknande optimistisk ton i ett tal i början av 2009.²

Några europeiska länder drabbades hårt av finanskrisen som bröt ut i USA 2007. Islands överdimensionerade banksystem fallerade 2008. Lettland (2008) och Rumänien (2009) behövde nödlån från EU och IMF.³ Ändå såg det länge ut som om EU skulle besparas det värsta. Så blev det inte. Utvecklingen blev dramatisk.

¹ En översikt av förändringarna genom Lissabonfördraget finns i Lundberg (2011).

² Tal Jean-Claude Trichet 2009-02-12 (finns på ECB:s webbsida).

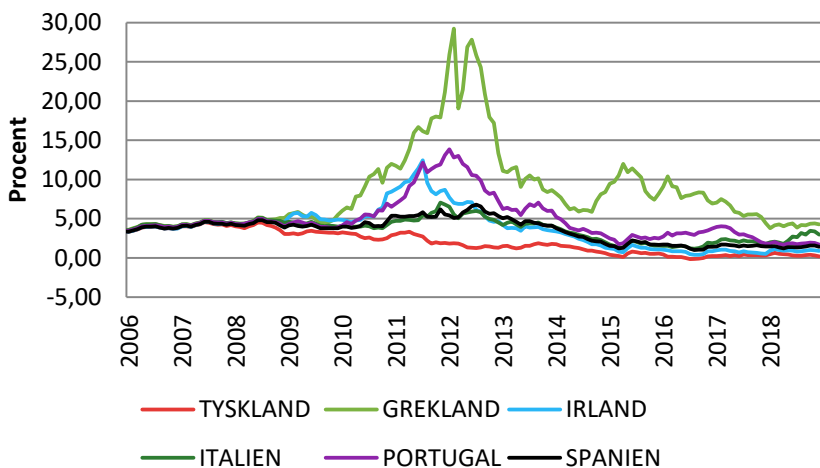
³ Sverige gav ett bilateralt lån till Island. Krisen i Lettland (då med nationell valuta) hotade att få allvarliga konsekvenser för Sverige på grund av att svenska banker hade omfattande verksamhet där.

2.2 Eurokrisens förlopp

Den mest intensiva krisperioden sträckte sig från början av 2010 till och med sommaren 2012. Det var under dessa ungefär två och ett halvt år som eurosamarbetet hotade att falla isär. Eurokrisen fortsatte dock 2013 och den intensifierades 2015 då Grekland nästan tvingades att lämna euron. En översikt av händelser i eurokrisen ges i tabell 2.1.

Krisen utlöstes av turbulens på de finansiella marknaderna när investerare kraftigt skärpte sina finansieringsvillkor för vissa länder. Långgivare krävde mycket högre räntor för att köpa statsobligationer, det vill säga låna ut (figur 2.1). De berörda länderna tappade förmågan att själva finansiera sina offentliga finanser. De riskerade därmed att inte kunna uppfylla sina förpliktelser som låntagare, alltså att punktligt betala räntor och amorteringar på sin skuld. De riskerade därtill att behöva genomföra smärtsamma nedskärningar i de offentliga utgifterna med svåra konsekvenser för medborgare och företag. Deras ekonomier skulle drabbas hårt med hög arbetslöshet och minskad produktion. Till detta kunde komma social oro och politisk instabilitet.

Figur 2.1 Räntor på 10-åriga statsobligationer 2005–18. Procent, månadsgenomsnitt



Källa: ECB.

Tabell 2.1 Kronologi för eurokrisen, urval av händelser

Tidpunkt	Händelse
2009	
Oktober	Reviderad statistik för Greklands offentliga finanser.
2010	
Mars	Uttalande om solidarisk beredskap att ge bilaterala lån till Grekland från regeringarna i eurozonen.
Maj	Grekland får nödlån av euroländerna och IMF. Första programmet. EFSM inrättas.
Juni	ECB startar Securities Markets Programme (SMP).
Juni	Stabilitetsmekanismen EFSF upprättas.
November	Uppgörelse FR-DE om skuldomstrukturerings (ej realiserad).
December	Irland får nödlån.
2011	
April	ECB höjer styrräntan (igen i juli).
Maj	Portugal får nödlån.
Juli	Lättnader i lånevillkoren för Grekland, Irland, Portugal.
Augusti	ECB skriver brev med reformkrav till Italien och Spanien.
November	Politisk kris i Grekland. Folkomröstning ställs in.,
December	Överenskommelse om ESM.
December	Förhandlingar om Finanspakten, avslutas januari 2012.
2012	
Februari	Grekland får nytt nödlån. Andra programmet.
Mars	Grekisk skuldomstrukturerings, avser privata lån.
Juni	Grunden läggs för Bankunionen.
Juni	Spanien får nödlån. Begränsat till den finansiella sektorn.
Juli	ECB-chefen Draghi håller tal i London, <i>whatever it takes</i> .
September	ECB inrättar OMT.
Oktober	ESM statar sin verksamhet.
2013	
Mars	Cypern får nödlån. Bail-in tillämpas.
2014	
November	Tillsynsmekanismen i ECB startar sin verksamhet.
2015	
Januari	Resolutionsnämnden startar sin verksamhet.
Januari	Ny regering i Grekland, motsätter sig lånevillkor.
Juli	Folkomröstning i Grekland om lånevillkor. Nära Grexit.
Augusti	Tredje grekiskt program.

Källa: Egen bearbetning.

Vad som orsakade eurokrisen har efterhand blivit någorlunda tydligt (Brunnermaier och Reis 2019; Ekholm 2022). En del orsaker ligger i

felande institutionella byggstenar, politikmisstag, felaktiga diagnoser, att man 1998 valde att bilda en stor och heterogen valutaunion med några svaga länder. Men en viktig orsak ligger i samspelet mellan makroekonomi och det finansiella systemet. Bankerna hade förändrats. Deras finansiering hade gått i riktning från enbart insättningar till penningmarknaderna. Detta gav möjlighet till snabb tillväxt, men innebar också exponering för risk. I en valutaunion underlättas kapitalrörelser över gränserna av gemensamma betalningssystem. Stora kapitalflöden från kärnländerna (Tyskland, Frankrike, Benelux) till periferin (Irland, Portugal, Spanien, Grekland) underbyggdes också av att växelkursrisken föll bort. Länderna i periferin fick en kraftig ekonomisk stimulans som inte motverkades. Bankernas ökade kreditgivning användes inte till produktiva ändamål utan framför allt till expansion i skyddade sektorer som byggverksamhet och offentlig sektor. Utvecklingen ledde till överhettning och stora bytesbalansunderskott. Kapitalflödena reverserades sedan hastigt (*sudden stops*) då investerare omvärderade sin syn på risk. Räntorna steg kraftigt i periferin, medan räntorna tvärtom föll i kärnan då kapitalet sökte tillflykt till säkerhet i tyska statsobligationer. Bankerna i periferin stramade åt sin utlåning då deras balansräkningar försvagades och detta hade starka effekter på den reala ekonomin och de offentliga finanserna.

Till detta kom att flera länder i eurozonen brast i finanspolitisk disciplin. De relativt goda tiderna under eurons första decennium hade inte utnyttjats för att bygga upp buffertar i de offentliga finanserna. Skillnaderna i upplåningskostnader (*spreads*) försvann i stort sett under eurons första decennium, och det uppmuntrade lånefinansierade underskott i de offentliga finanserna. Men när inställningen till risk drastiskt ändrades och banksystemen försvagades blev det ömsesidiga beroendet mellan banker och stater uppenbart.

Det första Greklandsprogrammet

Grekland blev våren 2010 första medlemsstat att behöva nödlån. Under ett dramatiskt veckoslut i maj 2010 kom man överens om ett paket med lån från euroländerna och IMF. Samtidigt inrättades ett EU-instrument för nödlån, Europeiska Finansiella Stabilitetsmekanismen (EFSM). En temporär krismekanism för euroländerna

förhandlades därefter i stor hast på försommaren 2010, *European Financial Stability Facility* (EFSF). Greklands skuld var i utgångsläget mycket hög (127 procent av BNP 2010) och den ansågs inte vara hållbar. IMF:s principer säger att fonden inte ska låna till ett land som inte har en hållbar skuld. Ändå accepterade IMF att medverka i räddningsoperationen. Att i detta läge inte kräva en omstrukturering av grekisk offentlig skuld var ett strategiskt val. I efterhand har det kritiserats. Men vid den aktuella tidpunkten fanns konkursen 2008 för den amerikanska investmentbanken *Lehman Brothers* och de påföljande globala följdverkningarna ännu i färskt minne. Man befarade en ny kedjereaktion. Om denna farhåga var berättigad är omöjligt att veta säkert. En del har pekat på att Greklands skuld då ännu var i privata händer och att omstrukturering av en stats offentliga skuld inte är något extremt.

Deauville

Frågan om skuldstrukturering var central under eurokrisen. Tyskland ville tidigt under krisen ha en sådan möjlighet. En berömd episod under eurokrisen är en promenad i den franska badorten Deauville i oktober 2010, då den franske presidenten Nicolas Sarkozy accepterade den tyska kanslern Angela Merkels plan för skuldstrukturering för euroländer som begärde nödlån. Då överenskommelsen blev känd ledde den genast till höjda låneräntor för utsatta euroländer. ECB-chefen Jean-Claude Trichet var öppet kritisk. Planen genomfördes aldrig, och Tyskland mildrade efterhand sina krav på skuldstrukturering, men fortsatte att hålla möjligheten öppen. ECB:s hållning var att euroländernas kreditvärdighet är fundamental för finansiell stabilitet då statsobligationer spelar en central roll i det finansiella systemet.

Fler programländer

I november 2010 beviljades Irland ett paket med lån från EFSF och IMF samt bilaterala lån från Storbritannien, Sverige och Danmark. Irland var något av ett ekonomiskt mirakel som hade gått från att vara ett av EU:s fattigaste länder till att bli ett av de rikaste. Inträdet i ERM 1979 och införandet av euron 1999 markerade också brott

med den valutaunion som landet haft med Storbritannien sedan självständigheten 1922. Krisen i Irland berodde framför allt på en flerårig bankfinansierad fastighetsbubbla. När bankerna hamnade i problem vid starten av den globala finanskrisen tog den irländska staten det radikala steget att utfärda en statlig garanti för hela banksystemet. När bankkrisen förvärrades blev det kris även för den irländska staten. Uppgörelsen i Deauville förvärrade situationen för Irland då låneräntan gick över 7 procent.⁴ Irland anses ha varit ett mönster när det gällde att uppfylla villkoren i anpassningsprogrammet, och Irland var det första av krisländerna som avslutade sitt program i december 2013.

Portugals program överenskoms i maj 2011. Portugal hade varit ett av Europas fattigaste länder under militärdiktaturen. Decennierna fram till sekelskiftet och genom EG-medlemskapet 1986 skedde ett betydande närmande till EU:s snitt. Men under 2000-talets första decennium präglades Portugals ekonomi av stagnation, stigande offentlig skuld och växande arbetslöshet. Den offentliga sektorn var alltför stor, ersättningssystem alltför generösa och banksystemet fungerade illa. Portugal fick stigande problem att själv finansiera sina offentliga underskott, och när låneräntan på 10-åriga statsobligationer steg till 7 procent blev Portugal tvunget att ansöka om nödlån. Portugal fick finansiering med 78 miljarder euro genom lån från EFSF, EFSM och IMF. Programmet varade till maj 2014 då Portugal med framgång hade återvunnit tillgång till de finansiella marknaderna.

Anpassningsprogram

Ekonomisk-politiska anpassningsprogram spelade en stor roll under eurokrisen. Program av det slaget hör till standarden för IMF:s krishantering. Den finansiering som ett krisland får är menad att vara en överbryggningsåtgärd då det berörda landet får möjlighet att avhjälpa sina ekonomiska problem under ordnade former och samtidigt sköta sin skuldtjänst (räntor och amorteringar). Programmet ska innehålla verkkningsfulla åtgärder för att återställa ekonomin. Centralt i programmen är regelmässigt en sanering av de offentliga finanserna.

⁴ Allmänt betraktades en låneränta på 7–8 procent för tioåriga statsobligationer som en smärtpågående då ett land blev tvunget att begära nödlån.

Det innebär minskade offentliga utgifter och höjda skatter, vilket ger en åtstramande effekt på ekonomin (innan förtroendet återkommer). Ofta måste problem i banksystemet åtgärdas för att ekonomin ska kunna fungera normalt. Därutöver kan en rad åtgärder för att förbättra ekonomins sätt att fungera komma i fråga. Exempelvis hade Grekland djupa problem med skatteuppbörd, översysselsättning i den offentliga sektorn, ett dysfunktionellt pensionssystem och illa fungerande arbetsmarknad.

Programmen utformades i ett samarbete mellan finansiärerna, i detta fall IMF och ESM/EFSF. I praktiken spelade Eurogruppen en huvudroll, men IMF:s expertis söktes aktivt från euroländernas sida. Ett program måste godkännas både av finansiärerna och, vilket är väsentligt, det berörda landets regering och parlament. Ändå är det så att ett fullt anpassningsprogram innebär att landet i fråga i hög grad förlorar sin ekonomisk-politiska självständighet. Detta är naturligtvis svårt att acceptera. Det är också en förklaring till en benägenhet att vänta i det längsta med att söka nödlån. Varje program har ett antal kontrollstationer, där finansiärerna verifierar att överenskomna åtgärder har verkställts. Om så är fallet sker delutbetalningar (*trancher*) av lånen. Ett program kan gå *off-track*, det vill säga att det berörda landet inte klarar av att uppfylla programplanen. Det var ett återkommande problem i Greklands fall, där regering, parlament och befolkning hade svårt att acceptera villkoren. Men om allt går väl leder programmet till att de värsta ekonomiska problemen löses och att landet på egen hand kan finansiera sig på de finansiella marknaderna på acceptabla villkor.

ECB

ECB spelade en viktig roll genom hela eurokrisen. ECB ställde extra likviditet för banksystemet, köpte statsobligationer på andrahandsmarknaden, tillät nationella centralbanker att ge nödkrediter till banker genom *Emergency Liquidity Assistance* (ELA). Ibland agerade ECB på kanten av sitt mandat. Det gällde exempelvis en uppmärksam aktion i augusti /september 2011, då ECB skrev brev med reformkrav till regeringarna i Italien och Spanien. Bakgrunden var att programmet för köp av statsobligationer 2010, *Special Markets Programme* (SMP), hade en inriktning mot de mer utsatta euro-

länderna. Det blev både sakligt och rättsligt problematiskt att inte ha någon anknytning till ekonomisk-politiska villkor. De gynnade länderna hade genom ECB:s obligationsköp svagare incitament att rätta till sin ekonomiska politik. I Italien följde betydande politiska konsekvenser med regeringsskiftet. ECB bedömde 2011 att inflationen riskerade att bli alltför hög. Därför höjde ECB styrräntan två gånger under det året, i april och juli. Även Sveriges Riksbank följde efter. Ränthöjningarna har kritiserats för att de stramade åt ekonomin i fel läge.

Krisen förvärras

Sommaren 2011 vände sig de finansiella marknaderna mot Italien. Perspektiven blev då allvarliga. En italiensk *default* (att räntor och amorteringar inte betalas) på den stora offentliga skulden hotade att sända chockvågor över eurozonen och även på global nivå. Italienska banker fick allt fler dåliga lån i sina balansräkningar då recessionen slog mot landets traditionellt starka små och medelstora företag. Situationen förvärrades av politisk instabilitet med oförmåga att genomföra nödvändiga åtgärder. Bankerna i Italien och Spanien kunde inte få lönsamhet i sin utlåning till näringslivet.

Hösten 2011 utbröt en politisk kris i Grekland. De hårda kraven i anpassningsprogrammet utlöste social oro. Grekisk BNP sjönk nära 7 procent 2011 och arbetslösheten, särskilt bland ungdomar, steg till mycket höga tal. Ett andra anpassningsprogram erbjöds, större än det första. Kravet var dock ytterligare åtstramningar och en skuldstrukturering. Den socialdemokratiska (Pasok) grekiska regeringen bemötte överraskande situationen med att avisera en folkomröstning. Men Frankrike och Tyskland klargjorde för den grekiska regeringen att en folkomröstning kunde leda till Greklands utträde ur euron. Det blev ingen folkomröstning. Regeringen avgick och efterträddes av en teknokratregering. I mars 2012 överenskom ett andra program. Då genomfördes en omstrukturering av Greklands privata skuld i en komplicerad operation som innefattade avskrivning av skuld, ändring av löptider och utbyte av obligationer. Omstruktureringen underlättades av att skulden lydde under

grekisk lag.⁵ Skuldstruktureringen var den största någonsin. En analys⁶ anger att nedskrivningen av värdet på de privata obligationsinnehavarnas innehav uppgick till i intervallet 59–65 procent.

Stabilitetsmekanismen EFSF kunde av rättsliga skäl endast vara tillfällig. En permanent mekanism – ESM – var i princip överenskommen i van Rompuys arbetsgrupp hösten 2010 och konkretiserades till slutet av 2011. För att ESM skulle realiseras krävdes en mindre fördragsändring. Tyskland ställde villkoret att kraven på budgetdisciplin skulle skärpas. Det medförde en snabb förhandling av ”Finanspakten” kring årsskiftet 2011/2012. Finanspakten är den viktigaste delen av Fördraget om stabilitet, samordning och styrning, och den innebar hårdare krav på det medelfristiga budgetmålet.

Spanien var nästa land att behöva ett anpassningsprogram. Det överenskoms i juni 2012 sedan spanska upplåningsräntor stigit till ohållbar nivå. I Spanien var problemen koncentrerade till bankerna som behövde mycket stora kapitaltillskott som gick utöver den spanska statsbudgetens förmåga. En bankrusning var nära. Den spanska regeringen var starkt negativ till ett generellt ekonomisk-politiskt anpassningsprogram. Modellen blev i stället ett program med inriktning på den finansiella sektorn och med en begränsad konditionalitet, vilket är en av stödformerna i ESM. Det spanska programmet omfattade 100 miljarder euro, varav mindre än hälften betalades ut. Spanien kunde avsluta sitt stödprogram i januari 2014.

Trots en intensiv aktivitet 2011 för att bemästra krisen lugnade sig inte läget. Våren 2012 präglades av stark oro på de finansiella marknaderna. Dessa prissatte en betydande så kallad redenomineringsrisk, det vill säga en risk att euroområdet skulle brytas upp och att offentlig skuld skulle betalas tillbaka i en svagare nationell valuta. Även Frankrike berördes av denna finansiella oro.⁷

⁵ Det innebar att obligationsinnehavarna kunde påtvingas nya villkor genom ändringar i den nationella lagstiftningen. Ändring av villkor är inte möjlig lagstiftningsvägen om statsobligationer lyder under exempelvis engelsk eller amerikansk lag. Ändringar i grekisk lag behövde sedan inte genomföras.

⁶ Zettelmeyer m.fl. (2013). Beräkningen av värdet på nedskrivningen är beroende särskilt av valet av kalkylränta. Omstruktureringen motsvarade cirka 100 procent av Greklands BNP. Grekiska staten fick en nettotransferering motsvarande cirka 100 miljarder euro. Efter omstruktureringen fanns av den offentliga skulden endast 13 miljarder euro i privata händer. ECB vägrade att delta i omstruktureringen, och inte heller EFSF eller de enskilda euroländerna deltog. Bland privata innehavare nåddes ett deltagande på 90 procent. De övriga (benämnda *hold-outs*) blev generöst behandlade.

⁷ Jfr Rostagno m.fl. 2019, s. 201f.

Den amerikanska administrationen hade talrika kontakter med euroområdet beslutsfattare under krisen. Budskapet var att ECB behövde träda in med obegränsade obligationsköp och ta en roll lik den som den amerikanska centralbanken Federal Reserve tog under finanskrisen.⁸

Det blev uppenbart att mer behövdes. Det fanns en ökad insikt att större uppmärksamhet behövde ägnas åt banksystemet. Detta ledde till ett politiskt åtagande om centraliserad banktillsyn vid toppmötet i juni 2012. Detta var ett åtagande av stor vikt, och Europeiska rådets ordförande van Rompuy (2014, kap. 1) skriver att denna manifestation av politisk vilja att fördjupa integrationen på ett viktigt område betydde mycket för vad som kort därefter följde.

Draghis "whatever it takes"

Den 26 juli 2012 höll ECB-chefen Mario Draghi ett tal i London. Utanför det förberedda manuskriptet⁹ sade han:

Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.

Uttalandet fick en del kritik från tysk sida, där man inte gillade aktivism från ECB. Det inledande *within our mandate* kan ses som en signal till mer konservativt lagda åhörare. Men viktigare var att uttalandet gjorde ett starkt intryck på de finansiella marknaderna. De uppfattade att ECB var berett att spela en mer aktiv roll. Stämmningsläget förbättrades, vilket avspeglades i sjunkande upplåningsräntor efter talet. Effekten var omedelbar, tiden kunde räknas i timmar. Tysklands finansminister Schäuble och förbundskansler Merkel stödde omgående Draghis uttalande, vilket förstärkte effekten.¹⁰ Dagen efter talet utfärdade Merkel och den franske presidenten François Hollande ett kort gemensamt uttalande där de inte direkt refererade till Draghi, men uttryckte sin starka politiska vilja att bevara euron i ordvändningar som liknande dem som Draghi

⁸ Marsh (2025, s. 243ff) refererar till telefonloggar hos USA:s finansminister Timothy Geithner. Det fanns en stark amerikansk frustration över att ECB och Tyskland inte insåg att mer behövde göras.

⁹ Hela talet inklusive de sedermera berömda stroferna publicerades omgående *in verbatim* på ECB:s webbsida.

¹⁰ Schäuble 2025, s. 506ff. När Draghi avgick fick han i present av Schäuble Goethes "Trollkarlens lärling", en vink som Draghi förstod.

hade använt.¹¹ Det hade säkerligen betydelse att ledarna för de två viktigaste länderna demonstrerade sitt stöd för Draghi. Särskilt den tyska regeringens stöd var viktigt. En kritik därifrån hade med säkerhet gjort Draghis tal verkningslöst. Att Bundesbank troligen såg kritiskt på Draghis utfästelse spelade mindre roll.

Ändå hade inte Draghi konkretiserat vad ECB skulle göra. Det skedde i september 2012 då ECB redogjorde för huvuddragen i ett nytt instrument som kallades *Outright Monetary Transactions* (OMT). Det angivna syftet skulle vara att säkra att ECB:s penningpolitik var enhetlig och effektiv. Det väsentliga för marknaderna var att ECB lovade att köpa ett utsatt lands statsobligationer utan någon övre gräns. Förutsättningen var dock att landet uppfyller ekonomisk-politiska villkor som skulle sättas av EFSF/ESM i samverkan med IMF.¹²

En annan positiv sak hösten 2012 var att den permanenta stabilitetsmekanismen ESM startade sin verksamhet, sedan alla länder hade ratificerat ESM-fördraget. I september 2012 lade kommissionen fram sitt lagförslag om en tillsynsmekanism, vilket gjorde planerna på Bankunionen konkreta.

Bail-in blir normen

Ytterligare en medlemsstat behövde nödlån, nämligen Cypern som infört euron 2008. Cypern hade en överdimensionerad banksektor som drog till sig stora kapitalflöden från utlandet, inte minst från Ryssland dit relationen går tillbaka till Sovjettiden. De cypriotiska bankerna som höll stor volym grekiska statspapper drabbades hårt av den grekiska skuldomstruktureringen. Problem med marknads-access för den cypriotiska staten hade manifesterats redan 2011, men myndigheterna var ovilliga att ansöka om ett anpassningsprogram. I stället tog de ett lån från Ryssland i oktober 2011.

Men det lånet och andra åtgärder som vidtogs visade sig snart otillräckliga, och sommaren 2012 ansökte Cypern om ESM-stöd.

¹¹ Uttalandet av Merkel och Hollande löd i översättning: Frankrike och Tyskland är fundamentalt förbundna vid eurozonens sammanhållning. De är beslutna att göra allt för att skydda denna. Medlemsstaterna, liksom de europeiska institutionerna, var och en enligt sina prerogativ, har att uppfylla sina skyldigheter för det syftet. De (Frankrike och Tyskland) bekräftar nödvändigheten att snabbt genomföra Europeiska rådets senaste slutsatser den 28 och 29 juni.

¹² OMT beskrevs i ett pressmeddelande daterat 6.9.2012. En rättsakt aviserades, men den har aldrig presenterats.

Cypern blev en vändpunkt i eurozonens krishantering på så vis att man gick från *bail-out* till *bail-in*. Detta ville säga att man inte längre var villig att hålla bankers ägare, kreditorer och icke-garanterade insättare skadelösa, som man hade gjort i fallen Grekland 2010, Irland och Portugal. Till den förändringen bidrog att man såg risk för att gynna ryska intressenter, vilka sedan Sovjettiden använt Cypern som ett finansiellt fönster mot väst. Programförhandlingarna blev utomordentligt svåra, då Cypern ville skydda stora insättare (insättningar upp till 100 000 euro täcktes av nationell insättargaranti). Extrema åtgärder i form av stängda banker och kapitalkontroller följde, för att motverka en bankrusning. Till slut nåddes överenskommelse om ett program i mars 2013. Men Cyperns finansminister försökte dessförinnan förgäves få ett nytt lån i Ryssland och Putin citerade upprört Lenin då planerna på *bail-in* blev kända ("stöld från de redan bestulna").¹³ Dijsselbloem var nyvald ordförande för Eurogruppen då Cypernkrisen bröt ut på allvar, och han skildrar i detalj hanteringen i sin bok (2018, kap. 5). Reaktionen på *bail-in* var initialt negativ, men rätt snart vände omdömena.

Grexit nära 2015

Grekland var 2015 mycket nära att behöva lämna eurozonen.¹⁴ Efter en del politiska förvecklingar tillträdde i januari 2015 en regering under ledning av det vänsterradikala partiet Syriza. Det hade gått till val på att kräva ett slut på anpassningsprogrammets budgetsanering. Ironiskt nog skedde detta då tillväxten efter sex års nedgång hade återkommit till Grekland. Från andra euroländer hade det klargjorts att partiets krav var helt omöjliga. Den nye finansministern Yanis Varoufakis ställde krav som i praktiken innebar villkorslös finansiering, vilket naturligtvis euroländerna avvisade. Ändå slog man från grekisk sida in på en konfrontatorisk linje. Det fick svåra konsekvenser. I februari 2015 drog ECB tillbaka sin undantagsvisa

¹³ Dijsselbloem 2018, s. 127.

¹⁴ Greklands krisen 2015 har, från diametralt skilda utgångspunkter, skildrats av Dijsselbloem 2018, kap. 7 och Varoufakis 2017. Dijsselbloem berättar att Eurogruppen under perioden februari till augusti 2015 hade 22 möten. Varoufakis avbröt samarbetet med Trojkan, som hade till uppgift att kontrollera efterlevnaden och följa upp programmet. Schäuble (2025, s. 525ff) ger en mycket negativ bild av Varoufakis, och menar att denne inte alls förstod spelreglerna och dessutom agerade illojalt. Schäuble hade redan innan Syrizaregeringen tillträdde i karaktäristiskt klara ordalag förklarar för Varoufakis att hans handlingslinje var fullständigt omöjlig.

acceptans av grekiska statsobligationer som säkerhet. Så länge Grekland följde anpassningsprogrammet ansåg ECB att det var möjligt att acceptera grekiska statsobligationer trots deras dåliga kreditvärdering. När programmet gick *off-track* var den undantagsvisa behandlingen inte längre möjlig för ECB. Det grekiska banksystemet blev då beroende av dyrare finansiering genom *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), som gavs av den nationella centralbanken i Grekland, med ramar som sattes av ECB. Varoufakis spred budskapet att Grekland var bankrutt och inte kunde betala sina skulder, något som varken befrämjade relationen med euroländerna eller Greklands ekonomiska läge.

Efter besvärliga förhandlingar förlängdes ändå det andra anpassningsprogrammet med mindre ändringar till halvårsskiftet 2015. När fristen närmade sig steg förhandlingstemperaturen. Varoufakis skissade på ett parallellt betalningssystem för det fall att Grekland skulle lämna euron. Regeringschefen Tsipras reste till Moskva tillsammans med en regeringsmedlem på yttersta vänsterkanten i ett resultatlöst försök att få ett lån där. Tsipras utlyste till stor överraskning en folkomröstning om lånevillkoren till den 5 juli 2015. Syriza rekommenderade ett nej, med den underförstådda följderna att ett avtal med lättare villkor skulle kunna förhandlas fram. Utfallet av folkomröstningen blev ett klart nej, men det som följde var inte det aviserade. Läget var kritiskt då Grekland inom kort skulle betala både IMF och ECB betydande belopp, som landet inte hade. ECB stängde ELA-finansieringen, och det följdes av en bankrusning och kapitalkontroller. Möjligheten av en "Grexit" från euron blev konkret. Grexit hade diskuterats en längre tid och lyfts fram som en möjlighet av Tysklands finansminister Schäuble. Denne drev en grekisk *time-out* från euron, men han konkretiserade inte utåt vilka former den skulle ta. Hans chef Merkel hade en annan linje och prioriterade eurozonens sammanhållning.

När det blev tydligt att utfallet av folkomröstningen i realiteten inte betydde någon fördel förhandlingsmässigt för Grekland (men desto mer i ekonomisk skada), avgick Varoufakis. Han fick en samarbetsinriktad efterträdare. Förhandlingarna var ändå mycket svåra, då Greklands ekonomiska läge hade försämrats så att det andra programmet hade blivit otillräckligt. Dessutom hade euroländerna förlorat allt förtroende för de grekiska förhandlarna. Eurogruppen och Eurotoppmötet hade nära nog oavbrutna möten över en

dramatisk helg den 10–12 juli 2015. Sinnena skärptes av att Tyskland i helgens inledning sände ut en promemoria till en snäv personkrets med budskapet att om Grekland inte skulle vara berett till mycket långtgående åtgärder måste en diskussion om en minst femårig grekisk utestängning från euron tas upp.¹⁵ Till slut kunde ändå en överenskommelse om ett tredje anpassningsprogram nås. Ett nödvändigt överbrygningslån¹⁶ överenskomms senare under sommaren 2015. Grekland följde med framgång detta tredje program och kunde lämna det i augusti 2018 med självständig tillgång till de finansiella marknaderna. Grekland har sedan i omgångar fått lättnader av lånevillkoren från de offentliga långgivarna allt eftersom Grekland har levt upp till ekonomisk-politiska villkor. Den grekiske finansministern Kyriakos Pierrakakis valdes i slutet av 2025 till ordförande för Eurogruppen.

Kriser som inte blev

En stor oro var att Italien skulle behöva nödlån och ett anpassningsprogram. Eurozonens tredje största ekonomi och ett G7-land skulle ha varit en utomordentligt komplicerad sak att hantera, både ekonomiskt och politiskt. Lyckligtvis klarade sig Italien, till en del beroende på ECB. Slovenien var ett annat fall som kom nära att behöva en räddningsoperation. I Sloveniens fall gällde problemen en krisande banksektor. Även Slovenien klarade sig utan program.

2.3 Begränsande regelverk

När eurozonens beslutsfattare skulle bemästra krisen var de begränsade av EMU:s regelverk som är inskrivet i EU:s grundfördrag. Under eurokrisen spelade rättsprocesser i EU-domstolen och i Tysklands författningsdomstol en betydande roll. En central regel gäller förbudet för EU och dess medlemsstater att överta eller ta ansvar för en medlemsstats offentliga skuld (artikel 125 i FEUF). Denna så kallade *no-bail-out rule*, eller på svenska ”icke-undsätt-

¹⁵ Dijsselbloem (2018, s. 216) berättar om denna episod. Både Schäuble och Merkel ska ha stått bakom promemorian.

¹⁶ Denna finansiering kom från EFSM som alla medlemsstater stod bakom. Detta väckte missnöje från framför allt brittisk sida.

ning”, hindrar att EU eller enskilda medlemsstater tar över skuld eller ställer en garanti för en medlemsstat. Däremot är det inte förbjudet att (på vissa villkor) ge bidrag eller lån till en krisdrabbad medlemsstat. Men varken ECB eller enskilda euroländer har av legala skäl ansett sig kunna skriva av fordringar på Grekland och andra krisländer. Däremot har det varit möjligt att göra kreditvillkoren generösare.

En annan viktig begränsning är förbudet mot monetär finansiering (artikel 123 i FEUF). Detta förbud innebär att ECB inte får direktfinansiera offentliga underskott i en medlemsstat. Däremot får ECB för penningpolitiska ändamål köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden. ECB köpte under krisen statsobligationer på ett sätt som gynnade krisländerna. Gränserna för vad ECB kunde och inte kunde göra blev omstridda.

Euroländernas offentliga skuld är uttryckt i euro.¹⁷ Endast ECB får ge ut euro, så euroländernas nationella centralbanker kunde inte spela en roll som *lender of last resort*, som man annars kanske outtalat förutsätter att en centralbank kan.¹⁸ En annan begränsning för euroländernas krishantering var de starka reglerna för ECB:s oberoende med ett strikt instruktionsförbud (artikel 130 i FEUF).

Att nämna är också att regelverket för EMU inte innefattade instrument i form av nödlån. Man räknade i den ursprungliga EMU-konstruktionen i Maastricht med att alla euroländerna skulle ha uppnått och upprätthållit sunda offentliga finanser. Det finns ett instrument i EU för nödlån (betalningsbalansstöd), men detta är endast tillgängligt för de medlemsstater som inte har euron som valuta, inte för euroländerna. Grundfördraget innehåller en möjlig-

¹⁷ Euroländernas offentliga skuld blev ändrad från nationell valuta till euro då de införde euron som valuta, det vill säga den 1 januari 1999 för de elva första euroländerna och den 1 januari 2001 för Grekland. Därmed fick euroländernas offentliga skuld en ställning som kunde liknas vid utlandsskuld.

¹⁸ I vardagliga sammanhang används ibland termer som ”statsbankrutt” eller liknande. Stater kan dock inte som ett företag gå i konkurs, och det finns inte ett ramverk för skuldomstrukturerings för stater. Ett sådant ramverk har diskuterats, och ett konkret förslag framfördes av IMF:s dåvarande chefsekonom Anne Kruger 2002. Förslaget realiserades aldrig. Kreditvärderingsinstituten (Moody’s, Standard and Poor’s med flera) har precisa definitioner för *credit events*, det vill säga då underlåtenhet att till fullo och punktligt betala ränta och amorteringar på offentlig skuld ska betraktas som en *default* (betalningsinställelse). En *default* utlöser ofta följdverkningar, som att obligationsinnehavare får rätt att omedelbart säga upp ett lån för prompt betalning. En annan följd är nedgradering av kreditvärderingen med oftast försämrade lånevillkor eller till och med att krediter överhuvudtaget inte beviljas eller inte beviljas på acceptabla villkor (*no access*).

het till extraordinära åtgärder i en kris (artikel 122 i FEUF) som användes för EFSF, men dessa åtgärder måste vara temporära.

2.4 Litteratur om eurokrisen

Eurokrisen har gett upphov till en omfattande litteratur som skildrar det dramatiska skeendet och analyserar orsaker. Det är värt att kort nämna några större bidrag.

ECB-ekonomer (Rostagno m.fl. 2019) har gjort en analys av krisförloppet ur centralbanksperspektiv (se kapitel 4). Kommissionären för ekonomiska och monetära ärenden 2010–14, Olli Rehn (2019) från Finland, har skrivit en omfattande redogörelse om krisen. Det finländska Finansministeriet gjorde 2015 en rapport om vägval för EMU efter eurokrisen. Belgaren Herman van Rompuy (2014) var förste valde ordförande i Europeiska rådet (2009–14) och för Eurotoppmötet (2013–14). Han ger perspektivet från toppmötena med stats- och regeringschefer. Den tidigare nederländske finansministern Jeroen Dijsselbloem har skrivit en bok (2018) om eurokrisen och sin tid som ordförande för Eurogruppen 2013–18. Marco Buti (2021; Buti m.fl. 2020) hade som generaldirektör för kommissionens direktorat för ekonomiska och finansiella ärenden en nyckelroll under krisen. Hans bidrag som övervägande består av inlägg på internet (VOXEU) skrivna under krisens gång, ger en bild av kommissionens tänkande i krisens olika faser.

Tyskland var i kraft av sin storlek och ekonomiska styrka det viktigaste landet när eurokrisen skulle hanteras. Förbundskanslern Angela Merkel (2024) har ett kapitel om eurokrisen i sina memoarer, men hon är rätt översiktlig och sparsam med interiörer. Desto mer öppen hjärtig var hennes finansminister Wolfgang Schäuble (2025) som i sina postumt utgivna memoarer ägnar stort utrymme åt eurokrisen. Schäuble var en övertygad europé, som kunde tänka sig ett större gemensamt engagemang om medlemsstaterna var beredda att ge upp mer av suveränitet. Rapporter från det tyska oberoende rådet för ekonomisk politik¹⁹ eller olika bidrag från Hans-Werner

¹⁹ *Sachverständigenrat* (German Council of Economic Experts) inrättades 1963 för att ge oberoende kvalificerade råd om den ekonomiska politiken till den tyska regeringen. Rådet består av fem ledamöter som regelmässigt är framstående ekonomer, och det publicerar en årsrapport och tematiska rapporter.

Sinn (2014) vid Ifo-institutet i München ger tyska ekonomperspektiv på krisen.

Europeiska Stabilitetsmekanismen ESM (2019) har låtit ta fram en omfattande historik av institutionen, som täcker viktiga skeden av eurokrisen. Eurogruppen uppdrog 2016 åt den österrikiska ekonomen Gertrud Tumpell-Gugerell (2017) att leda en utvärdering av stödprogrammen från EFSF och ESM. Tidigare kommissionären Joaquin Almunia (2020) har utvärderat Greklandsstödet.

Tidigare chefsekonomen i IMF Kenneth Rogoff (2025) intar som en del andra amerikanska ekonomer (till exempel Martin Feldstein, 2011) en skeptisk hållning till EMU. Ekonomen Ashoka Mody (2018) med en bakgrund i IMF gör en kronologisk och detaljrik genomgång av krisens olika faser. Mody är kritisk och tycker att europaintegrationen med EMU har gått för långt. Nobelpristagaren i ekonomi Joseph Stiglitz (2017) är också kritisk mot hela EMU-projektet och menar att det tvingar euroländerna till åtstramning och stagnation. Greklands tidigare finansminister Varoufakis (2017) är mycket kritisk mot det han betecknar *Europe's deep establishment*.

Martin Sandbu (2015), journalist på *Financial Times*, tecknar i sin bok om eurokrisen en övervägande positiv bild av EMU. Han anser att krisen inte bör skyllas på euron utan på misstag, bland annat att inte tidigt omstrukturera den grekiska skulden. Journalisten och ekonomen David Marsh (2025) tar ett brett grepp på EU och sätter EMU i centrum och bygger på intervjuer med flera centrala aktörer. Han lyfter fram alternativa scenarier för Tyskland i samband med återföreningen. En rad ekonomer har i en antologi från CEPR försökt att formulera en samlad bild av eurokrisens förlopp och orsaker (Baldwin och Giavazzi 2015). De lägger stor vikt vid de finansiella flödena i Eurozonen och banksystemets roll. En senare antologi från CEPR (Corsetti m.fl. 2023) tar utgångspunkt i ERM-krisen 1992–93 och för analysen fram till eurokrisen och åren bortom den.

Brunnermaier m.fl. (2016) gör en analys av de djupgående skillnaderna i ekonomisk-politiska tankesätt mellan Frankrike och Tyskland och hur skillnaderna har färgat lösningarna på eurokrisen. De fokuserar särskilt på den finansiella sektorns roll, vars betydelse de menar blev gravt underskattad då EMU konstruerades. Ekonomhistorikern Harold James (2024) har i sin roll som IMF:s egen men ändå självständige historiker i detalj skildrat IMF:s roll i eurokrisen.

Värda att generellt nämna är tankesmedjorna Bruegel och Centre for Economic Policy Research (CEPR) som producerat en lång rad analyser och reformförslag. CEPR hade en aktiv internettjänst VOXEU där många kvalificerade bidrag löpande publicerades. Lika så bör man nämna IMF och OECD som återkommande gör ekonomiska analyser och prognoser för eurozonen.

Till detta kan man lägga omfattande rapportering och analys i tidskrifter och tidningar som *The Economist*, *Financial Times*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* och annan tysk kvalitetspress, *Der Spiegel*, *Le Monde*, *Le Figaro* med flera.

3 Reform, förslag och principer

People only accept change when they are faced with necessity and only recognize necessity when a crisis is upon them.

Jean Monnet

Europe will be forged in crisis and will be the sum of the solutions adopted for those crises.

Jean Monnet

Scheitert der Euro, dann scheitert Europa (Om euron går under, då går Europa under)

Angela Merkel i Förbundsdagen 2010

Europaintegrationens intellektuelle grundfader Jean Monnet har lämnat efter sig citat som fortfarande anföras. Det han sade om krisers roll för att driva integrationen framåt passar väl att anknyta till eurokrisen. Den uppdagade brister i EMU:s konstruktion. Det var svåra diskussioner om vilka åtgärder som behövdes. Olika synsätt på ekonomisk politik ställdes mot varandra.

3.1 Reform och reformförslag

6-paket och 2-paket

Redan i mars 2010, då Greklandskrisen var på väg att eskalera, etablerades en arbetsgrupp på hög nivå under Europeiska rådets ordförande Herman van Rompuy.²⁰ Resultatet blev ett paket av sex rättsakter som följdriktigt fick beteckningen ”6-paket”. Det blev lagstiftning 2011. De sex rättsakterna syftade till att förebygga kriser, stärka budgetdisciplinen samt bredda den ekonomisk-politiska samordningen med ett nytt förfarande mot makro-

²⁰ Punkt 7 i Europeiska rådets slutsatser 25–26 mars 2010.

ekonomiska obalanser. Paketet innehöll en del regler för samtliga medlemsstater och en del andra bara för euroländerna. Hösten 2011 föreslog kommissionen två ytterligare rättsakter för eurozonen. De syftade till en del förstärkta förfaranden för budgetdisciplin och samordning av den ekonomiska politiken och till att skapa sammanhang med nödlån och anpassningsprogram. Det så kallade 2-paket som blev resultatet trädde i kraft 2013.

Finanspakten

Över årsskiftet 2011/2012 förhandlades i stor hast Fördraget om stabilitet, samordning och styrning (FSSS). För att acceptera en permanent stabilitetsmekanism – ESM – krävde Tyskland starkare åtaganden om sunda offentliga finanser. Resultatet blev den så kallade Finanspakten, som är den viktigaste delen av det fördraget. Finanspakten innebar skärpta åtaganden för det medelfristiga budgetmålet. Fördraget innehöll även en del annat, som stärkt samordning av euroländernas ekonomiska politik och regler för toppmöten mellan euroländerna.

De fyra ordförandenas rapport

Vid ett informellt toppmöte i maj 2012 fick van Rompuy i uppdrag att i nära samarbete med ordförandena i ECB, kommissionen och Eurogruppen ta fram en rapport om att stärka det ekonomiska benet i EMU. Rapporten (van Rompuy 2012a) blev känd som ”de fyra ordförandenas rapport” och fick titeln *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. Den korta rapporten skissade på tätare integration finansiellt, finanspolitiskt, ekonomisk-politiskt samt när det gällde demokrati och ansvarsutkrävande. Den gemensamma tillsynen vid ECB var den viktigaste delen av rapporten (se kapitel 8). van Rompuy fick i uppdrag att utveckla rapporten till toppmötet i december 2012. Resultatet blev ett mer genomarbetat förslag för att utveckla EMU, särskilt med Bankunionen, men även genom en finanspolitisk kapacitet med stabiliseringspolitiska syften (van Rompuy 2012b).

Kommissionens ”Blueprint”

Till toppmötet i december 2012 lade kommissionen fram en egen framtidsrapport för EMU som blev känd som ”Blueprint”. Att kommissionen gjorde en parallell rapport ska nog ses mot bakgrund av att den i krisen inte kunnat spela sin traditionella roll som förslagsställare och motor för integrationen. Den rollen hade övertagits av medlemsstaterna och de mellanstatliga strukturerna i Eurogruppen och Europeiska rådet/ Eurotoppmötet. EMU borde enligt Blueprint utvecklas i tre faser som i betydande grad gick i överstatlig riktning med en finanspolitisk union och gemensam upplåning. Rapportens förslag betraktades på många håll som alltför långtgående och orealistiska och de följdes bara delvis upp. När Frankrike och Tyskland i maj 2013 gemensamt formulerade sig om EMU:s framtid i samband med det bilaterala Elyséefördragets²¹ 50-årsjubileum var innehållet mer modest. Under 2013 och 2014 bedrevs en hel del arbete i EU-systemet med att följa upp och närmare analysera olika enskilda förslag i de nämnda rapporterna.

De fem ordförandenas rapport

Ett större grepp togs i juli 2015 med en rapport känd som ”de fem ordförandenas rapport” (Juncker, 2015). Nu var det som brukligt kommissionen som fick spela förstafiolen. Kommissionen hade vid det här laget en ny ordförande i Jean-Claude Juncker, som hade en oöverträffat lång erfarenhet från EU-politiken som både finans- och statsminister i Luxemburg. Juncker var förste valde ordförande för Eurogruppen under åtta år från januari 2005, det vill säga över eurokrisens värsta år. Rapporten togs fram ”i nära samarbete” med ordförandena i ECB Mario Draghi (från Italien), för Eurotoppmötet (Donald Tusk från Polen), för Eurogruppen (Jeroen Dijsselbloem från Nederländerna) samt Europaparlamentets talman (Martin Schulz från Tyskland).²² De fem ordförandenas rapport följde rätt mycket de linjer som ”de fyra ordförandenas rapport” 2012 och kommissionens Blueprint från samma år hade dragit upp. Det skulle

²¹ Elyséefördraget reglerar det bilaterala tysk-franska samarbetet, som ofta betraktas som ett slags centralaxel i EU-samarbetet. Till fördraget hör regelbundna möten och nära samarbete i olika ekonomiska frågor.

²² Uppdraget gavs av Eurotoppmötet den 24 oktober 2014. Europaparlamentets ordförande var inte med i arbetet från början utan anslöt senare.

vara en process i två faser. Den första fasen skulle innefatta en stärkt samordning av den ekonomiska politiken där motivet var att eurokrisen visat på svåra konsekvenser av divergenser. Bankunionen skulle fullbordas. I en andra fas fanns långtgående förslag som var mer löst beskrivna. Samordningen skulle bli mer bindande, en makroekonomisk stabiliseringsfunktion skulle inrättas under ledning av en "finansminister" för eurozonen och gemensam upplåning skulle utvecklas. En del av förslagen kunde kräva ändring av EU:s grundfördrag.

Rapporten fick ett blandat mottagande. Förslagen ställde grundläggande val mellan ett centraliserat och decentraliserat EMU på sin spets. Den ursprungliga modellen i Maastricht är ett decentraliserat EMU där medlemsstaterna har ett strikt ansvar för sina offentliga finanser och annan ekonomisk politik utanför den monetära politiken som är helt överförd till EU-nivån. Tyskland har av olika skäl, både principiella och rättsliga, varit negativ till riskdelning och i stället drivit en stark regelstyrning, särskilt gällande budgetdisciplin. Från Bundesbank har framförts att den decentraliserade Maastrichtmodellen måste återupprättas, eftersom eurokrisen har medfört mer av ett solidariskt ansvar. Framför allt skulle det handla om att medlemsstaterna till fullo måste bära konsekvenserna av sitt ansvar för de offentliga finanserna. Det ska enligt Bundesbank kunna innefatta en skuldstrukturering. Liknande tankar har framförts av den tyska regeringens oberoende så kallade visemansråd.²³ Det egna ansvaret måste stärkas då tillräcklig central kontroll inte kan upprättas.

Frankrike har å andra sidan varit öppen för olika arrangemang för riskdelning, som gemensam upplåning och en bredare roll för ECB. Den ekonomisk-politiska samordningen ska enligt fransk syn inte vara överstatlig genom kommissionen utan mellanstatlig. Däremot är Frankrike inte benäget att ändra grundfördraget efter debaclet med det konstitutionella fördraget som avvisades i en folkomröstning 2005.

De fem ordförandenas rapport fick en uppföljning genom att olika delförslag utvecklades. Rapporten blev dock inte godkänd som färdplan. Det kan man tolka som att förslagen ansågs som alltför radikala.

²³ Deutsche Bundesbank 2015 och 2016, German Council of Economic Experts, årsrapporten 2017.

Nya tag efter Brexitomröstningen

Kommissionen hade aviserat en vitbok om EMU 2016, men den brittiska folkomröstningen om Brexit sommaren 2016 medförde att kommissionen ändrade sina planer. Våren 2017 kom i stället en vitbok om hela EU:s framtid efter Brexitomröstningen, där det fanns en allmänt hållen del om EMU (Kommissionen 2017a). Fem tematiska rapporter aviserades, varav en om EMU. Rapporten om EMU lades fram i maj 2017 (Kommissionen 2017b). Den byggde vidare på de fem ordförandenas rapport och kommissionens Blueprint från 2012. Den tematiska EMU-rapporten innehöll en rad rätt långtgående förslag. Kommissionen menade att det borde finnas en stabiliseringsfunktion för eurozonen så att man bättre kunde hantera djupa konjunkturedgångar och asymmetriska chocker. Samordningen av ekonomisk politik borde skärpas upp med bindande riktmärken (*standards*). Bankunionens gemensamma finansieringsresurser borde byggas ut. Det skulle finnas en finansminister för euroområdet och Eurogruppen borde få formella befogenheter att fatta beslut, enligt kommissionen.

I december 2017 lade kommissionen fram ett omfattande paket med förslag om EMU (Kommissionen 2017c). Paketet innehöll ett generellt meddelande om en färdplan för den fortsatta EMU-processen och därtill fyra lagförslag: 1) en europeisk valutafond byggd på ESM, 2) överföra det mellanstatliga fördraget om stabilitet, samordning och styrning med den s.k. Finanspakten till EU:s rättsliga ram, 3) nya budgetinstrument för ett stabilt euroområde, och 4) en europeisk ekonomi- och finansminister. Dessa förslag blev endast i mindre utsträckning realiserade. Reformdiskussionerna fortsatte ändå, och de innefattade skuldållbarhet, reform av ESM och inte minst Bankunionen.

Frankrike och Tyskland tog 2018 ett ambitiöst initiativ om framtiden för såväl EU som det bilaterala samarbetet länderna emellan. I den så kallade Mesebergdeklarationen togs flera samsarbetsområden upp, även EMU. Länderna linjerade upp sina hållningar om eurozonsbudget, Bankunionen och reform av ESM.²⁴

Kommissionen gjorde våren 2019 en samlad bedömning av uppföljningen av de fem ordförandenas rapport. Uppfattningen där var

²⁴ Katarina Engberg (2019) har gjort en översikt av de fransk-tyska relationerna med fokus på diskussionen om EU:s framtid.

att en del ändå hade skett eller kanske var på väg för att göra EMU mera robust, exempelvis Bankunionen. Samtidigt ville kommissionen se ytterligare framsteg på flera områden. Ett Eurotoppmöte i juni 2019 bad om fortsatt arbete om ekonomisk-politisk samordning, reform av ESM och Bankunionen.²⁵

Blygsam idé om reformkontrakt utvecklas till stora krisprogram för hela EU

En idé av äldre datum som fick ökad aktualitet gällde ekonomiska stimulanser till strukturreformer och investeringar i medlemsstaterna. En tidig version utvecklades i det tyska regeringskansliet och benämndes ”reformkontrakt”. Detta instrument diskuterades utförligt i EU-strukturen i eurokrisens början, men det fick aldrig riktigt momentum. Det återkom dock och följdes upp av kommissionen genom ett lagstiftningsförslag 2019. Instrumentet fick efter den engelska beteckningen akronymen BICC (*Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness*). Idén var att angelägna strukturreformer och investeringar skulle identifieras i diskussioner i Eurogruppen, och att euroländerna på den basen skulle göra åtaganden och kunna få vissa ekonomiska bidrag från en central budgetfunktion. Det hela skulle formaliseras i ett ”kontrakt” mellan medlemsstaten och EU (det blev aldrig riktigt klart vilken juridisk status som kontraktet skulle ha). Kommissionen föreslog även ett så kallat konvergensinstrument för icke-euroländer med syftet att hjälpa dem att kvalificera för euron.

BICC (och även konvergensinstrumentet) fick en oväntad skjuts framåt då Coronapandemin bröt ut i början av 2020.²⁶ Inte bara hälsomässigt utan även i ekonomiskt hänseende ställdes världen och EU inför en extrem och aldrig i modern tid skådad situation. BNP föll brant och det blev uppenbart att en kraftig ekonomisk stimulans behövdes. Inte bara penningpolitiken måste lättas, utan även finanspolitiken, vilket långt ifrån alla EU-länder hade budgetutrymme för. Kommissionen menade att EU hotades av besvärliga divergenser i ekonomisk utveckling och att EU behövde agera samlat. EU:s

²⁵ Kommissionen (2019a). Med anledning av eurons tjugårsjubileum 2019 gjorde kommissionen (2019b) en översikt av institutionella reformer av EMU.

²⁶ Världshälsoorganisationen WHO förklarade den 11 mars 2020 att den pågående spridningen av Covid-19 var en pandemi.

insatser skedde nästan uteslutande i formatet EU27, det vill säga samtliga medlemsstater, men insatserna skedde i former som hade diskuterats med anledning av eurokrisen. Vissa länder både innanför och utanför euroområdet gynnades mer än andra.

Mycket snabbt etablerades våren 2020 ett instrument på 100 miljarder euro som benämndes SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). SURE baserades på hastigt utställda nationella garantier till EU, som möjliggjorde gemensam upplåning av EU på de finansiella marknaderna. Uppläggningsen inspirerades av ett tidigare framgångsrikt tyskt program för att stödja korttidsanställning så att företag inte behövde säga upp personal som de senare skulle behöva då efterfrågan vände uppåt igen. En annan snabb insats var att aktivera en undanskymd men väsentlig undantagsklausul i Stabilitets- och tillväxtpaktens regelverk, så att medlemsstaterna fick handlingsutrymme i sina offentliga finanser. ECB agerade snabbt med lättnader i penningpolitiken och likviditet till banksystemet.

En omfattande insats kom lite senare 2020 genom "Återhämtningsinstrumentet" (*Recovery Instrument*).²⁷ Det omfattade 390 miljarder euro i bidrag och 360 miljarder euro i lån (2018 års penningvärde). Kommissionen satte insatsen i en samlad ram som *Next Generation EU* (NGEU) (Kommissionen 2020b). NGEU byggde på gemensam upplåning för EU:s räkning. Det som länge diskuterats i olika former för eurozonen realiserades nu för hela EU. Tyskland frångick sitt traditionella motstånd mot gemensam upplåning med den exceptionella krisen som motiv.²⁸ Vid den aktuella tidpunkten hade Brexit skett. Storbritannien hade med stor sannolikhet lagt veto mot NGEU om landet hade varit kvar vid förhandlingsbordet. EU:s grundfördrag har en regel som möjliggör extraordinära och temporära insatser i en krissituation (artikel 122 i FEUF) och denna möjlighet tillgreps för det nya instrumentet. Det krävdes ändå en komplicerad och sinnrik konstruktion. Rådets Rättstjänst utarbetade det kanske mest omfattande rättsliga utlåtandet någonsin och det gjordes för ovanlighetens skull offentligt.²⁹ Mera av en tillfällighet sammanföll coronakrisen med en revision av EU:s sjuårsbudget, så det nya instrumentet blev en del av denna. En

²⁷ Europeiska kommissionen (2020a).

²⁸ Frankrike och Tyskland (2020).

²⁹ EU:s råd (2020).

förutsättning för upplåningen var att taket för egna medel höjdes, så att EU (inte medlemsstaterna) kunde ställa garanti för upplåningen. En följd av NGEU blev att kommissionen fick anledning att etablera en funktion för professionell och storskalig upplåning på de finansiella marknaderna, i linje med vad medlemsstaterna har (i Sverige Riksgälden).³⁰

Ytterligare en EMU-reform bör nämnas i denna långa sekvens. Eurogruppen enades 2018 om att göra en reform av ESM. Den viktigaste komponenten gällde att förstärka de gemensamma resurserna för att bemöta bankkriser med ett *backstop* (finansiell säkerhetsmekanism) till den gemensamma resolutionsfonden. Samtidigt aktualiserades ett antal andra frågor i anknytning till ESM. De handlade om ESM:s olika instrument, ekonomisk-politiska villkor, krav på skuldållbarhet och skuldstrukturering samt en eventuell roll för ESM i den ekonomisk-politiska samordningen. Euroländerna skrev under ett reviderat ESM-fördrag i januari 2021. Det har ratificerats av samtliga euroländer utom Italien, så det har i skrivande stund inte trätt i kraft.

3.2 Skilda ekonomiska filosofier i Tyskland och Frankrike

Reformeringen av EMU är svår att förstå om man inte säger några ord om de djupgående skillnaderna i ekonomiska tänkesätt mellan Tyskland och Frankrike. Skillnaderna de bägge länderna emellan har inte bara ett akademiskt intresse, utan de har färgat de konkreta lösningar som har fallit ut av ofta hårda förhandlingar.

Skillnaderna i ekonomiskt tänkande har analyserats av Markus Brunnermeier m.fl. (2016). Den tyska varianten brukar benämnas *ordo-liberalism*³¹ och den har ingående behandlats i en antologi som Beck och Kotz (2017) har redigerat. Statsvetarna Kenneth Dyson och Kevin Featherstone (1999) tar i sin stora studie om Maastricht-förhandlingen utförligt upp de ideologiska skillnaderna mellan Frankrike och Tyskland, som de menar innefattar inte bara ekonomi utan även synen på statens roll.

³⁰ Kommissionen publicerar på sin webbsida en hel del information om sin upplåningsverksamhet under rubriken "The EU as a borrower – investor relations".

³¹ Termen är en kombination av *Ordnungspolitik* (ungefär fasta ramar) och marknadsliberalism med fri konkurrens.

Kröningsteorin och den monetaristiska skolan

Skillnader kom i dagen redan då Wernerplanen diskuterades runt 1970 och de gjorde sig gällande även i förhandlingarna om Maastrichtfördraget 20 år senare. Den tyska linjen om EMU brukar benämnas "kröningsteorin", som innebär att en gemensam valuta är tänkbar, men endast som slutet på en process av verklig konvergens mot ekonomisk stabilitet. Då kan konvergensen krönas med en gemensam valuta. Frankrike och likasinnade, å andra sidan, drev en argumentation som betecknades "den monetaristiska skolan". Denna satte tidiga institutionella förändringar i förgrunden och hävdade att när man väl fått sådana på plats så skulle de nödvändiga förändringarna i ekonomin och den ekonomiska politiken följa per automatik.

När Maastrichtfördraget förhandlades kunde Tyskland i hög grad få genomslag för sitt ekonomiska tänkande, eftersom EMU var otänkbart utan ankarvalutan D-mark. Det tyska inflytandet tog sig uttryck i utformningen av ECB, reglerna för offentliga finanser och inträdeskraven med konvergenskriterier. I EU:s grundfördrag kan man finna många avtryck från tyskt ordo-liberalt tänkande.

Under eurokrisen fick tyska synsätt stort inflytande på grund av Tysklands ekonomiska styrka. Men även Frankrike och likasinnade sydliga medlemsstater som Italien satte en del avtryck. Bland de sakfrågor där skillnaderna mellan Tyskland och Frankrike särskilt kom i dagen under eurokrisen bör nämnas riskdelning, gemensam upplåning (*eurobonds*), offentliga finanser, ekonomisk-politisk konditionalitet och ECB:s ställning.

I ett längre historiskt perspektiv har de två länderna intressant nog bytt sidor. Frankrike har en lång liberal tradition. Efter andra världskriget fick statsinterventionism och ekonomisk planering av olika skäl en stark ställning i Frankrike. I Tyskland skedde det omvända: efter kollapsen 1945 nollställdes det allra mesta och man bröt med förkrigstidens och nazitidens planeringsideologi som såg staten som den viktigaste ekonomiska aktören.

Omaka par

Den fransk-tyska relationen är stark, komplex, sammansatt och fundamental för EU. Historien rymmer fiendskap, invasioner och

växlingar i styrkeförhållandena. Kol- och stålunionen förverkligades tack vare framsynta franska och tyska visionärer som byggde både på realpolitik och idealism, men den blev verklighet också på grund av att USA drev på tysk återupprustning då kalla kriget bröt ut.³² Åtskilliga observatörer har pekat på de två ländernas gemensamma engagemang för Europa, men också på väsentliga skillnader. Tyskland har en orientering österut och Frankrike har vinnlagt sig om att binda in sin granne i västliga samarbetsstrukturer. Det var en ambition hos president François Mitterrand (1981–95) efter Berlinmurens fall då ett neutralt och återupprustat Tyskland framstod som ett reellt hot och som han berättar om i sin postumt utgivna bok (1997) om relationen de två länderna emellan. Fruktan för Tyskland är enligt en fransk tanketradition en central drivkraft för Europa-integrationen.³³

Frankrike är en centraliserad nationalstat med ett starkt centrum i Paris medan Tyskland är en federal förbundsstat med flera centra (Hamburg för media, Frankfurt för det finansiella systemet, München och Stuttgart för högteknologisk industri, Berlin för administration). Den ekonomiska strukturen skiljer sig genom fransk storföretagsdominans (nationella champions) och i Tyskland en stark ställning för mindre och medelstora företag (*Mittelstand*). Den franska finansiella sektorn är koncentrerad med få och stora banker, medan den tyska rymmer många mindre aktörer. De två ländernas järnvägsnät bär syn för sägen: det franska systemet har ett enda nav i Paris med förbindelser därifrån som ekrar i ett hjul, medan det tyska systemet har flera nav. Också arbetsmarknadens struktur skiljer genom en samverkanskultur i Tyskland (*Soziale Marktwirtschaft*, mer lik den svenska modellen) och ett konfrontatorisk mönster i Frankrike. Det tyska socialdemokratiska partiet SPD har sedan länge tagit avstånd från marxismen och bejakar bindningen till väst (Bad Godesbergprogrammet 1957). Det franska socialistpartiet har inte gjort upp med marxismen på motsvarande sätt.

³² Den tidiga Europaintegrationen har skildrats i flera källor. Här kan särskilt Monnets memoarer framhållas liksom Monnets biograf, engelsmannen Duchêne (1994). Utbrottet av det kalla kriget och Koreakriget 1950, ställde Frankrike inför perspektivet av tysk återupprustning. Schumaninitiativet innebar en ny struktur för att bemöta återuppväckt tysk styrka. Se även Lundberg (2013) där processen för att realisera EMU skildras. I en antologi (Waigel 1995) ger en rad tyska ekonomer och beslutsfattare sin syn på EMU.

³³ Ett exempel är Delmas (1999). Jfr även Marsh (2025) som utförligt skildrar skeendet efter Berlinmurens fall baserat på delvis nya källor. Frankrikes president Mitterrand släppte sitt motstånd mot den tyska återföreningen då Tyskland accepterade EMU.

Ordo-liberalism

Den teoretiska grunden för tysk ordo-liberalism kan hänföras till den så kallade Freiburgskolan, som influerades i viss mån av Friedrich Hayek men i mer konkret form utvecklades av Wilhelm Röpke och Walter Eucken; namn som sällan syns i svensk ekonomisk litteratur. Freiburgskolan betonade marknadsliberala principer för ekonomin. Etiska och moraliska aspekter gavs betydande vikt, tillsammans med andra föreställningar om vad som formar en effektiv ekonomi. En verkkningsfull konkurrenslagstiftning blev ett centralt inslag i den tidiga Förbundsrepublikens ekonomiska system. Men Freiburgskolan betonade även att staten skulle sätta starka generella regler för ekonomin. Den skulle inte lämnas åt sig själv som i "laissez-faire". Med fri konkurrens måste också följa ett strikt ansvar för konsekvenserna (*Haftungsprinzip*). Annorlunda uttryckt, ansvar och kontroll ska följas åt. Marknadsekonomi ska förenas med socialt ansvarstagande – social marknadsekonomi. Staten ska se till att sunda offentliga finanser upprätthålls.

Stor uppmärksamhet ges *moral hazard*, ett begrepp som ursprungligen kommer från teorin om försäkringar – är man försäkrad har man inte tillräcklig omsorg om sin egendom. Begreppet utvidgades till flera aspekter av det ekonomiska livet. Staten måste se till att ekonomiska aktörer inte får felaktiga incitament. Så kan bli fallet om staten kompenserar för risker som självständiga ekonomiska aktörer tar. Aktiv industripolitik ser man negativt på. Följaktligen har olika system för riskdelning som diskuterats intensivt under eurokrisen bemötts med skepsis i Tyskland. Tyskland har varit negativ till en explicit *lender of last resort* i EMU. Likaså har man sett negativt på ECB:s obligationsköp som man anser ger oskäliga lättnader för länder som inte har hanterat sina offentliga finanser på ett ansvarsfullt sätt.

Ett annat väsentligt element i tyskt tänkande är den fundamentala betydelsen av prisstabilitet och att en oberoende centralbank har prisstabilitet som sin huvuduppgift. Rätten till prisstabilitet är inskriven i den tyska grundlagen – och i EU:s grundfördrag. Keynesiansk stabiliseringspolitik är tänkbar i en mycket djup kris, som i fallen finanskrisen 2007/2008 eller coronakrisen 2020, men för övrigt är Tyskland negativ till aktiv stabiliseringspolitik. Finanspolitiska stimulanser ser man skeptiskt på; hellre upprätthålla sunda

offentliga finanser än att ge en kort och övergående stimulans (*Strohfeuer*). Bytesbalansöverskott är mer ett tecken på grundläggande konkurrenskraft än på otillräckliga investeringar och konsumtion. Tyskland har traditionellt stått emot upprepade krav på tysk stimulanspolitik i fora som G7, G20 och i EU-sammanhang,

Ordo-liberal filosofi underbyggde den ekonomiska återhämtningen under näringsministern Ludwig Erhard efter andra världskriget (*Wirtschaftswunder*), likaså den högt respekterade D-marken och framgången för Bundesbank att bekämpa inflationen.

Ordo-liberalism är starkt företrädd i Bundesbank och i kvalitetspressen. Bundesbank hade stort inflytande i Maastricht. Akademiska ekonomer i Tyskland idag är inte ordo-liberaler i särskilt stor utsträckning. Det nämnda visemansrådet brukar betecknas som ordo-liberalt fastän alla dess medlemmar nog inte anser sig vara sådana. Bland ekonomiskt intresserade jurister och på det tyska Finansministeriet finns en ordo-liberal orientering. Wolfgang Schäuble, jurist och tysk finansminister under eurokrisen, bekände sig till Freiburgskolan och en regelbaserad ordning baserad på fasta principer.³⁴ Det ordo-liberala tänkesättet har tagit sig uttryck i flera rättsfall om EMU i den tyska Författningsdomstolen, där det också finns en ordo-liberal ådra.

Frankrike – pragmatism och marknadskritik

Det franska ekonomiska tänkandet, som förstås också kan variera mellan olika aktörer, hämtar betydligt mer från Keynes och amerikansk neoklassisk ekonomisk teori och pragmatism, samtidigt som det finns en tilltro till planering och aktiv industripolitik. Brunnermaier och hans medförfattare pekar på att den tidigare ekonomiska modellen fick skulden för den militära kollapsen då Nazityskland anföll – strikta budgetrestriktioner ansågs ha hämmat upprustning – samt en spridd beundran för Sovjetunionens planekonomi som förskonade det landet från 30-talsdepressionen. Efter kriget utvecklades investeringsplaner i Frankrike där tung industri spelade en viktig roll. Planeringen leddes av Jean Monnet, Europaintegrationens drivande kraft. Planeringstänkande är mindre fram-

³⁴ Schäuble 2025, s. 490f. Angela Merkel däremot hade ett mer pragmatiskt och öppet sökande sätt att verka.

trädande idag, men synbara uttryck är ändå "nationella champions" i flygindustri och snabbtåg (TGV) liksom en positiv hållning till aktiv industripolitik som man tror är bra för konkurrenskraften.

En övergripande fransk tankemodell handlar om politikens helhetsansvar och republikens odelbarhet. Detta tänkande har skapat friktioner med Tyskland i två centrala avseenden. Det ena gäller en oberoende centralbank, som var ett oavvisligt tyskt villkor för att ens diskutera EMU. En genuint oberoende centralbank var enligt franskt synsätt problematisk då staten skulle avstå från ansvars-tagande för en central del av den ekonomiska politiken. Det andra gäller synen på regler. Politiken ska inte hämmas av regler, det är odemokratiskt. Budgetregeln om att underskottet inte ska vara större än 3 procent av BNP innebär en svåracceptabel begränsning för politiken, något som färgat fransk inställning till Stabilitets- och tillväxtpakten ända från början.

Ekonomisk liberalism har inte stark förankring i Frankrike. Presidenterna Chirac och Sarkozy har förkastat "anglo-amerikansk ultraliberalism". Olika slag av restriktioner för internationell handel betraktas i rätt positivt ljus. Fria kapitalrörelser är inte en självklarhet, medan den tyska synen är att restriktioner för ekonomiskt utbyte över gränserna leder till ineffektivitet och korruption (press att förhandla selektiva undantag). Frankrike har traditionellt drivit fasta växelkurser och kan tänka sig en aktiv växelkurspolitik för euron, något som Tyskland motsätter sig.

I krishanteringen betonade Frankrike flexibilitet och pragmatism. På fransk sida fanns en större öppenhet för att pröva nya lösningar, medan Tyskland gärna höll fast vid sina principer. Frankrike menade att EMU kräver mer av riskdelning och var öppen för gemensam upplåning. Samtidigt finns det en fransk tradition av skepsis mot överstatliga lösningar som går tillbaka till de Gaulles syn på Europaintegrationen. Generalen såg skeptiskt på överstatlighet och ville begränsa kommissionens roll. Frankrike ser positivt på ekonomisk-politisk samordning, men denna bör ha mellanstatlig form. Följdriktigt är det Frankrike som har drivit fram Eurogruppen där kommissionen får finna sig i en underordnad roll.

När Frankrike och Tyskland kommer överens blir uppgörelser på EU-planet ofta möjliga. Frankrike får med sig likasinnade som

Italien, Belgien, Spanien, och Portugal. Tyskland får med sig likasinnade som Nederländerna, Österrike, Finland och Sverige.³⁵

³⁵ Ett notabelt försök av en rad prominenta tyska och franska ekonomer att överbrygga ländernas skilda perspektiv på eurokrisen gjordes 2018 (Bénassy-Quéré m.fl. 2018). Det centrala enligt dem var att finna vägar att både minska risk (tysk prioritet) och att dela risk (fransk prioritet).

4 Europeiska centralbanken

4.1 ECB och Bundesbank

ECB är utan tvekan det viktigaste organet i EMU. ECB och de nationella centralbankerna i euroområdet utgör Eurosystemet. Det utformar och genomför penningpolitiken i euroområdet. ECB har monopol på att ge ut euro. Eurosystemets verksamhet är omfattande och sammansatt. Det som följer här försöker fånga huvuddragen.

När man till Maastricht utformade regelverket för ECB var förslaget den högt respekterade och på många håll beundrade tyska centralbanken Deutsche Bundesbank. Det betydde inte att man i alla läger ville ha Bundesbank som modell. Frankrike var i Maastricht-förhandlingen skeptiskt och såg hellre något som liknade den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

Men den tyska förhandlingspositionen var stark. Bundesbank deltog aktivt i förhandlingen och hade en etablerad ställning i den tyska allmänna opinionen. Tyska ståndpunkter fick stort genomslag. Det betydde för ECB och de nationella centralbankerna starkt oberoende, prisstabilitet som huvudmål, ett snävt mandat, förbud mot monetär finansiering, ingen uttrycklig roll som *lender of last resort* samt tydliga, detaljerade regler som skrevs in i grundfördraget och som endast kunde ändras med tyskt medgivande.³⁶

När Sverige folkomröstade om euron 2003 var ECB ännu en ung institution som endast funnits i fem år, inrättad i juni 1998. ECB har sedan dess genomgått betydande förändringar, särskilt till följd av

³⁶ Reglerna finns huvudsakligen i avdelning VIII i FEUF och dess kapitel 2 om Monetär politik (artiklarna 127–132), artiklarna 282–284 samt i protokoll nummer 4 om stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken. Det var centralbankscheferna i dåvarande EG som i det väsentliga skrev stadgan för ECB. Reglerna har inte ändrats i de följande fördragsrevisionerna genom Nice-, Amsterdam- och Lissabonfördragen, utom en viss redaktionell bearbetning i Lissabonfördraget och en ändring i Nicefördraget gällande möjlighet att göra om röstningsreglerna i ECB-rådet.

eurokrisen.³⁷ ECB satte under eurokrisen in flera icke-konventionella och för banken nya åtgärder som var på kanten av det juridiskt möjliga. Åtgärderna var kontroversiella, särskilt i Tyskland.

4.2 ECB:s penningpolitik: Konventionellt och icke-konventionellt³⁸

Tre perioder

ECB:s första dryga decennium utmärktes av en rätt stabil tillväxt med inflationsrisker på uppsidan. Att etablera trovärdighet för den nya centralbanken var grundläggande. Från utbrottet 2007 av den globala finanskrisen och därefter med eurokrisen följde en andra period under ett decennium som utmärktes av kris, okonventionell penningpolitik och deflationsrisker. En tredje period med kraftig inflation följde från 2021, med pandemin, Ukrainakriget och geopolitisk osäkerhet. ECB ställdes inför nya utmaningar. Den aktuella situationen kan man se som starten på en fjärde period efter det att inflationen bringats ned mot ECB:s mål.

Starten

ECB:s uppgift i starten var inte lätt: att skapa en fungerande penningpolitik i elva olika jurisdiktioner med betydande skillnader i ekonomisk struktur. Därtill kom att när ECB:s föregångare Europeiska Monetära Institutet förberedde den gemensamma, enhetliga penningpolitiken var det inte känt vilka länder som skulle ingå i euroområdet. Det fanns inget *track record* och statistiken, som

³⁷ Förre EU-kommissionären, senare chefen för Finlands centralbank, Olli Rehn (2019, s. 14ff) har beskrivit ECB:s förändring under rubriken "*The silent transformation of the ECB: From BuBa to Fed*". BuBa syftar på Bundesbank och Fed syftar på USA:s centralbank Federal Reserve.

³⁸ Detta avsnitt bygger främst på den utförliga analys som ECB-ekonomer gjort, redovisad i Rostagno m.fl. (2019). Massimo Rostagno var till början av 2026 generaldirektör (högste tjänsteman) med ansvar för penningpolitik. Andra källor är Hartman och Smets (2018) som också har gjort en analys av ECB:s första 20 år, samt intervjuer med expertis i ECB. Även ECB:s i bokform publicerade historik (2011a) av penningpolitiken till 2011 och information på ECB:s webbsida har använts. Rostagno m.fl. gör en rad modellanalyser där de försöker utvärdera i efterhand effekterna av olika penningpolitiska beslut. De omnämner en rad analyser med en mer ifrågasättande eller negativ värdering av ECB:s penningpolitik än deras egen. De redovisar även den livaktiga akademiska debatten om ECB:s penningpolitik. En utvärdering av ECB:s penningpolitik ligger utanför ramen av föreliggande kapitel.

är så viktig i ekonomisk politik, var bristfällig. Dessutom var det gott om dystra förutsägelser om EMU bland prominenta ekonomer. Att leverera på huvudmålet prisstabilitet hade enorm betydelse, givet den kamp över decennier som EU:s medlemsstater fört mot inflationen, nationellt och genom ERM, och de förväntningar som fanns på EMU.

Inför starten av euron definierade ECB i oktober 1998 prisstabilitet som en årlig ökning av det harmoniserade indexet HICP (*Harmonised Index of Consumer Prices*) på under 2 procent för euroområdet på medellång sikt. Det betydde alltså noll till under 2 procent, men inte negativ prisförändring. Definitionen gjorde inte tydligt om alla utfall i intervallet var lika önskvärda.³⁹ Medvetet valdes en formulering som avvek från ett inflationsmål, som annars var gängse bland flera centralbanker vid denna tid, däribland Sveriges Riksbank.⁴⁰ ECB:s penningpolitik skulle utformas i en modell med två pelare. Den ena pelaren var en analys av inflationen och den reala ekonomin. Den andra pelaren var en analys av den monetära utvecklingen med det breda måttet M3 för penningmängden. Detta var en analysmodell som tagits över från Bundesbank, vars trovärdighet man ville bygga på.

I starten fanns yttre utmaningar i form av verkningarna av de finansiella kriserna i Asien 1997 och Ryssland 1998, liksom av terrorattacken den 11 september 2001 och den brustna it-bubblan 2000. ECB agerade inte mot den kreditexpansion som ägde rum efter ”dot.com-kraschen”, utan lät marknaderna verka fritt. Den snabba återhämtningen gav anledning att tro på marknadernas självkorrigering. Detta ter sig i efterhand som en felbedömning, vilken bäddade för problem som manifesterades i eurokrisen.⁴¹

Ett betydande tema i debatten den första tiden var eurons försvagning mot dollarn. När euron infördes den 1 januari 1999 var

³⁹ Definitionen föranledde en livaktig debatt i akademiska kretsar. Flera bedömare ansåg att definitionen var otydlig och alltför restriktiv. Samtidigt fick ECB:s tidiga penningpolitik en del beröm.

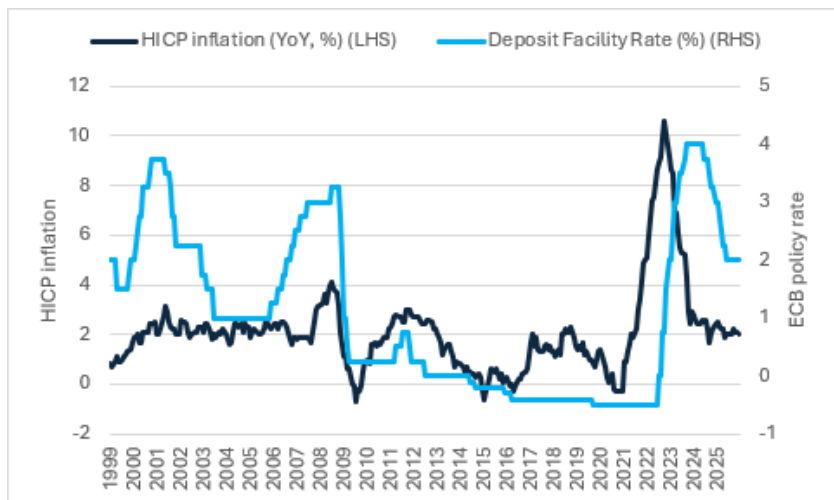
⁴⁰ En diskussion fördes om intermediära mål, däribland ett växelkursmål. Ett sådant avvisades dock då det kunde komma i konflikt med prisstabilitetsmålet. Riksbanken har inget växelkursmål. Det var också en diskussion om huruvida golvet var lika hårt som taket i ECB:s definition. ”Medelfristigt” innebar ett framtidsblickande perspektiv på 1,5–2 år, enligt ECB-chefens klargörande.

⁴¹ Denna bedömning framkom i författarens intervjuer på ECB. ECB var inte den enda aktören med den hållningen. Politikmisstaget låg även på berörda medlemsstater, kommissionen och Eurogruppen. Det var medlemsstaterna som vid denna tid främst hade redskapen för att stävja den kreditexpansion som förebådade eurokrisen.

kursen 1,19 dollar för en euro. När euron var som svagast i oktober 2000 kostade en euro endast 0,83 dollar.⁴² Detta väckte oro för att den nya valutan kanske brast i trovärdighet. Det visade sig så småningom att det snarare rörde sig om det välbekanta fenomenet att europeisk och amerikansk ekonomi befann sig i olika konjunkturfaser. Ändå ingrep man från euroområdet sida med verbala uttalanden och interventioner för att stärka eurons växelkurs.

En översyn av det penningpolitiska ramverket rapporterades 2003. Den resulterade i att den gällande definitionen av prisstabilitet bekräftades. Samtidigt överenskomms en strävan att hålla inflationen ”under men nära 2 procent”, vilket innebar ett klargörande att varje inflationstakt i spannet 0–2 procent inte var lika önskvärd. Tanken var att tydligare markera mot risker för deflation. Ett motiv var även att ta hänsyn till en möjlig statistisk feltendens. Den monetära pelaren behölls, men den blev något nedtonad. Från 2003 hölls styrräntan konstant i två och ett halvt år (figur 4.1). Enligt ECB-ekonomer etablerades en stark trovärdighet för att ECB effektivt skulle motverka inflation över 2 procent. Inflationförväntningar i linje med ECB:s definition etablerades.

Figur 4.1 ECB:s styrränta och inflation i euroområdet 1999 till 2025



Källa: ECB.

Anm.: *Deposit Facility Rate* är den viktigaste av ECB:s styrräntor. HICP är EU:s harmoniserade inflationsmått som är ECB:s viktigaste prisindikator.

⁴² Kursen sommaren 2026 låg på runt 1,15 dollar per euro.

Global finanskris

Från 2007 följde en lång period av extrema ekonomiska förhållanden i världen och i euroområdet. Först kom krisen i det amerikanska banksystemet med så kallade *sub-prime* lån, som paketerats i strukturerade produkter som visade sig ha mycket högre risk än allmänt förväntat. Några tyska medelstora banker som hade engagerat sig i den verksamheten räddades med offentligt stöd. Sommaren 2007 behövde ECB agera för att förse banksystemet med likviditet efter ett fall i förtroende. Den systemviktiga banken Lehman Brothers i USA fallerade 2008. Euroområdet och världen drabbades av djup recession med fallande BNP. Problemen i banksystemen förvärrades kraftigt med flera stora banker i allvarigt läge. Banker brukar normalt låna till varandra för att jämna ut likviditet, men den verksamheten stannade i stort sett upp. De stora centralbankerna, inklusive ECB, ingrep med omfattande åtgärder för att upprätthålla likviditeten i banksystemen. I en samordnad aktion i oktober 2008 sänkte ECB och andra centralbanker (däribland Riksbanken) styrräntorna i flera steg till historiskt låga nivåer. Problembilden dominerades av deflationsrisker.

Under krisens inledande skeden försökte ECB att följa en "separationsprincip". Den innebar att dels sätta en styrränta med sikte på prisstabilitet, dels att förse banksystemet med likviditet för att upprätthålla finansiell stabilitet. Det gällde också att se till att det finansiella systemet kunde fylla sin funktion att förmedla ECB:s styrränta till den reala ekonomin. Det gäller penningpolitikens transmission, det vill säga mekanismerna i ekonomin som gör att penningpolitiken får genomslag och blir effektiv och där bankerna spelar en nyckelroll. Det handlade också om att hantera intern opposition gällande inflationsrisker med de okonventionella instrumenten, samtidigt som ECB verkade för finansiell stabilitet. Rätt snart ersattes separationen med en kombinerad och mer holistisk ansats där penningpolitik och likviditetsåtgärder skulle stödja varandra.

Eurokrisen

Då eurokrisen bröt ut i början av 2010 var ECB redan från starten en huvudaktör. ECB började i maj 2010 att köpa statsobligationer

med det nyinrättade *Securities Markets Programme* (SMP).⁴³ ECB:s stadgar tillåter köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden. Däremot är det uttryckligen förbjudet för ECB att köpa statsobligationer direkt av en stat. Det faller under förbudet mot monetär finansiering.⁴⁴ SMP var aktivt till september 2012 med syftena att stödja finansiell stabilitet och effektiv transmissionsmekanism. SMP hade en selektiv inriktning genom att SMP skulle gälla "*those market segments which are dysfunctional*". I praktiken betydde detta att det var de utsatta länderna i euroområdet som gynnades (tabell 4.1). Särskilt för Grekland och Portugal var köpen stora i relation till BNP. Enligt ECB:s analys ledde SMP till lägre räntor och lägre volatilitet. Obligationsköpen under SMP kunde ha en inflationsdrivande effekt, men denna motverkades genom att köpen steriliserades, det vill säga att ECB genom marknadsoperationer såg till att penningutbudet hölls konstant.

Tabell 4.1 ECB:s köp av statsobligationer inom *Securities Markets Programme*, SMP, 2010–12

Land	Nominellt värde, mdr euro	Andel av BNP 2010, procent
Irland	14,2	9,0
Grekland	33,9	15,3
Spanien	44,3	4,2
Italien	102,8	6,6
Portugal	22,8	13,2
Summa	218,0	6,9

Källa: ECB.

Anm.: Värdet på ECB:s köp var lägre än det nominella värdet eftersom obligationerna kunde köpas till lägre pris än det nominella.

Under 2011–12 genomförde ECB i två omgångar omfattande tillförsel av likviditet till bankerna i eurozonen genom *Very Long Term Refinancing Operations* (VLTRO). Totalt var volymen lite drygt 1 000 miljarder euro med en löptid på upp till 3 år, vilket är ovanligt långt för dylik finansiering. Dessutom halverade ECB

⁴³ Bland ECB-ekonomer (Rostagno m.fl. 2019) lastas tvånget för ECB att inta en så aktiv roll i eurokrisen på frånvaron av institutioner och organ som annars finns i utvecklade ekonomier. Det handlade särskilt om de senare tillkomna ESM, SSM och MIP.

⁴⁴ De aktuella rättsreglerna finns i artikel 123.1 i FEUF och artikel 18.1 och 21.1 i ECBS-stadgan.

kassakravsprocenten från 2 till 1 procent, vilket förbättrade bankernas likviditet med 100 miljarder euro.

VLTRO knöts till lägre krav på säkerhet. ECB får låna ut till banker endast mot "tillfredsställande säkerhet".⁴⁵ ECB publicerar löpande listor på värdepapper som godtas som säkerhet. Där anges även storleken på eventuell *haircut* som tillämpas, det vill säga reduktion av det nominella värdet med hänsyn tagen till risk. Eurokrisen medförde sänkta kreditbetyg på statsobligationer och andra värdepapper. Om ECB inte skulle ha sänkt sina krav på säkerheter skulle många banker ha fått knapphet på godtagbara säkerheter och därmed svårigheter att finansiera sig i ECB. Sådan finansiering är särskilt viktig i ett trängt läge. För ECB fanns dilemmat att å ena sidan skydda sig mot kreditförluster och å andra sidan se till att banksystemen kunde fungera någorlunda normalt. Justeringarna av säkerhetskrav understödde bankernas köp av statsobligationer, så att de köpen kunde fortsätta; en aspekt som på sina håll sågs med kritiska ögon med tanke på förbudet mot monetär finansiering.⁴⁶ För de euroländer som fick anpassningsprogram lättades säkerhetskraven med logiken att så länge villkoren i programmen följdes, kunde ECB acceptera de ländernas statsobligationer.⁴⁷ Ett illustrativt fall är beslutet i februari 2015 då ECB slutade acceptera grekiska statsobligationer som säkerhet eftersom Grekland upphörde med att respektera villkoren i sitt anpassningsprogram. Konsekvenserna för Grekland blev allvarliga då grekiska banker därmed fick svårt att finansiera sig i ECB.

Ett relaterat arrangemang är nödkrediter till banker från den nationella centralbanken genom *Emergency Liquidity Assistance* (ELA). ECB centralt har inte befogenhet att ge bankerna dylika nödkrediter, som således utmärks av låga krav på säkerheter (men höga räntor). Det är i stället de nationella centralbankerna som får ge sådana krediter och stå risken, men det är ECB centralt som ger tillstånd, sätter ramar och villkor.⁴⁸ Till kraven hör att ELA endast

⁴⁵ Artikel 18.1 i ECBS-stadgan.

⁴⁶ Bankerna köpte statsobligationer och använde dessa som säkerhet för likviditet i ECB. Statsobligationerna kom således via bankerna till ECB.

⁴⁷ Eftersom anpassningsprogrammen skulle återställa hållbarheten i de offentliga finanserna och därmed låneåterbetalningsförmågan.

⁴⁸ Arrangemanget baserar sig på artikel 14.4 i ECBS-stadgan, som säger att de nationella centralbankerna kan få utföra verksamhet som inte faller inom ECB:s befogenheter. Det finns inom ECBS ett avtal om ELA, som offentliggjordes först i juni 2017. Ett reviderat avtal om

får ges till solventa banker och att räntan ska sättas högt. ELA fick mycket stor betydelse för Irland, Cypern och Grekland, där bankerna blev helt beroende av ELA som nådde stora volymer. Den grekiska krisen blev riktigt akut då ECB i juni 2015 drog in tillståndet för ELA då Greklands anpassningsprogram löpte ut.

ECB gjorde 2011 en åtstramning av penningpolitiken genom två räntehöjningar (som Riksbanken följde). Tillväxten såg då ut att återvända och inflationen låg rätt högt. Åtstramningen kritiserades i många läger, då en fördjupad recession snart följde. Sedan Mario Draghi tillträtt som ny ECB-chef i slutet av 2011 reverserades räntehöjningarna snabbt.

Våren och sommaren 2012 förvärrades eurokrisen. Det rådde stor osäkerhet om Grekland, Spanien och Italien. Det tog sig uttryck i en kapitalflykt från periferin, som märktes i stigande obalanser i ECB:s betalningssystem TARGET2.⁴⁹ De finansiella marknaderna började prissätta en "redenomineringsrisk". Denna tekniska term betecknar katastrofscenariot med en möjlig upplösning av euroområdet, med följden att innehavare av statsobligationer inte skulle få betalt i euro utan i en redenominerad, svagare nationell valuta. Enligt en analys av en ECB-ekonom (De Santis 2015) berodde så pass mycket som 30, 40 respektive 50 procent av franska, italienska och spanska ränteskillnader gentemot tyska statsobligationsräntor under första kvartalet 2012 på risken för redenominering. En betydande del av pressen på utsatta euroländer skulle med andra ord kunna förklaras av att investerare befarade att euroområdet inte skulle bestå. Redenomineringsrisken förstärkte kapitalflödena från periferi tillbaka till centrum.

I juli 2012 höll ECB-chefen Mario Draghi sitt berömda tal om *whatever it takes*. Orden uppfattades av marknaderna som att ECB stod berett att med obegränsad likviditet se till att euroområdet hålls

ELA slöts 2024, med rätt marginella ändringar. Tidigare ECB-chefen Mario Draghi har föreslagit att ECB får befogenhet att ge ELA, men det skulle av allt att döma kräva en fördragsändring.

⁴⁹ TARGET2 (numera ersatt av ett moderniserat system) hanterade betalningar i euroområdet. Riksbanken har ett motsvarande system. Varje nationell centralbank inom Eurosystemet får ett saldo, beroende på nettot av in- och utgående betalningar. Obalanserna i TARGET2 blev ett framträdande tema i debatten, särskilt i Tyskland. Den ordo-liberalt sinnade ekonomen Hans-Werner Sinn framförde i flera skrifter tesen att obalanserna betydde att Tyskland tog på sig alltför stor risk. Obalanserna var enligt Sinn ett ovillkorat betalningsbalansstöd. ECB och även Bundesbank däremot menade att dylika obalanser var temporära och inte ett problem på sikt.

ihop.⁵⁰ Talet följdes i handling av att det nya programmet *Outright Monetary Transactions* (OMT) presenterades kort därefter.⁵¹ OMT gav konkretion åt Draghis tal. OMT avser köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden. Syftet anges av ECB vara att säkra transmissionsmekanismen och enhetligheten i penningpolitiken. Viktigt var att ingen övre beloppsgräns skulle finnas. Ekonomisk-politisk konditionalitet angavs som ett nödvändigt villkor för OMT, vilket innebar att de länder som skulle gynnas av OMT måste ha ett tillämpligt anpassningsprogram hos ESM. Även IMF skulle engageras. Detta betydde att det inte var ECB som skulle definiera de ekonomisk-politiska villkoren, vilket vore problematiskt med tanke på att ECB:s mandat gäller penningpolitik och inte annan ekonomisk politik. OMT har aldrig aktiverats. Programmet finns ännu kvar bland ECB:s tillgängliga instrument. Då OMT annonserades avslutades SMP.

ECB var ovillig att agera själv. Det hade av allt att döma avgörande betydelse att eurozonens politiska beslutsfattare hade tagit viktiga steg i början av 2012: Finanspakten, Bankunionen och ESM.

Från denna period bör även nämnas att ECB 2012 började med så kallad *forward guidance*, det vill säga att i förväg uttala sig om kommande inriktning på penningpolitiken. Detta är ett styrmedel som flera centralbanker använder. Riksbanken brukar annonsera sin förväntade räntebana. ECB hade tidigare inte velat använda detta instrument, som varit föremål för en akademisk debatt. Praktiken med *forward guidance* räknas bland okonventionella instrument. Syftet är att förbättra penningpolitikens effektivitet. Aktörer på de finansiella marknaderna ska få rimliga förväntningar, något som kan underlätta bankernas finansiering.

Deflationsrisker och kvantitativa lättnader

Efter det att eurokrisens akuta stadium hade övervunnits blev åtgärder för att motverka deflation centrala i ECB:s verksamhet. Under 2013 föll inflationen under 1 procent. I juni 2014 sänkte ECB

⁵⁰ I talet gjordes (två gånger) det viktiga tillägget *within our mandate* som ska ha tillförts av den direktionsledamot som hade ansvaret för legala frågor. Tillägget kan ses som riktat till tysk publik som bevakade att ECB inte skulle överskrida sina befogenheter om exempelvis monetär finansiering.

⁵¹ Presentationen gjordes i form av ett pressmeddelande 2012-09-06. En rättsakt aviserades men någon sådan har aldrig lagts fram.

sin insättningsränta till minus (-0,10 procent) för första gången, det ville säga att banker som satte in pengar på konto i ECB belastades med en avgift. Detta var ett radikalt steg som centralbanker inte hade tagit tidigare i syfte att stimulera ekonomin.⁵² ECB gjorde analyser och utvärderade erfarenheter av minusränta, däribland bankernas kostnader för alternativet att hålla likviditet i form av sedlar.⁵³ I september 2014 sänkte ECB räntan ytterligare till -0,20 procent, men med detta deklarerade ECB att den nedre gränsen för styrräntan var nådd.

ECB ansåg att den lättare penningpolitiken inte nådde fram till alla delar av euroområdet. Sommaren 2014 inrättade ECB ett ytterligare program för finansiering till banker, *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTRO). Här var syftet annorlunda än tidigare, nämligen att få bankerna att öka utlåningen till näringsliv och hushåll för att stimulera ekonomin och få inflationen närmare målet. Bedömningen var att enbart en passiv likviditetsförsörjning (bankerna lånar likviditet av ECB mot säkerhet) inte skulle vara tillräcklig för att upprätthålla önskad aktivitet i ekonomin. Särskilt i eurozonens periferi stramade bankerna åt kreditgivningen. För att få en stimulans av ekonomin till stånd kopplades belopp och ränta på TLTRO-lån till bankernas utlåning till näringslivet och till hushåll (utöver bostadslån). På så vis tänkte man sig att den lägre räntan skulle nå ut också till periferin.

Hösten 2014 inledde ECB, mot bakgrund av utsikterna för deflation, ett flerårigt och omfattande program med kvantitativa lättnader, *Asset Purchase Programme* (APP).⁵⁴ När centralbanken köper värdepapper ökar likviditeten i ekonomin, och det innebär lättare monetära förhållanden och en stimulans, det vill säga den effekt som en styrräntesänkning ger. Den klart största delen av APP gällde köp av statsobligationer (PSPP, *Public Sector Purchasing Programme*) som inleddes i januari 2015. Till skillnad från SMP var inte PSPP selektivt, utan köpen skedde utifrån ECB:s fördelningsnyckel (som baseras på befolkning/BNP). Kortsiktigt kunde dock köp ske med

⁵² Danmarks Nationalbank och Schweiz centralbank hade dock för andra syften sänkt styrräntan till minus.

⁵³ Innehav av sedlar har inte någon ränta, varken positiv eller negativ, men att hålla lager av sedlar medför ändå kostnader för bankerna.

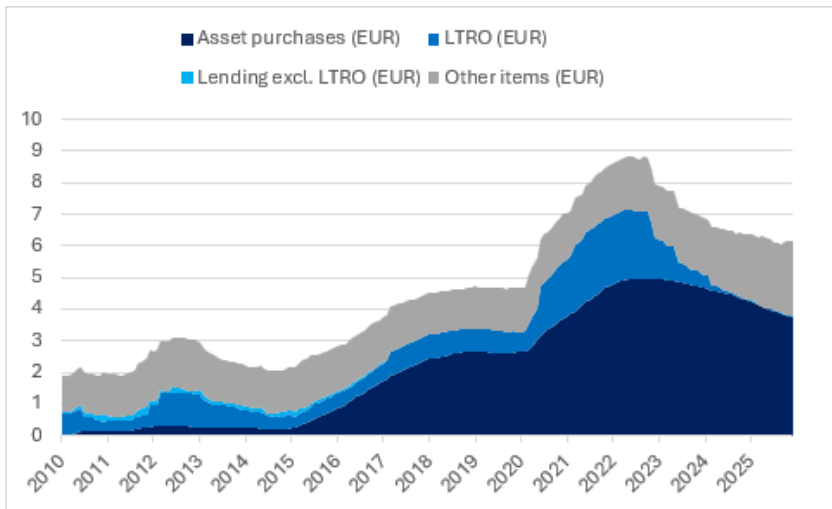
⁵⁴ Information om ECB:s program för köp av obligationer redovisas på ECB:s webbsida. Liksom fallet är för Sveriges Riksbank har Eurosystemets obligationsköp lett till stora förluster 2023 och särskilt 2024. Förlusterna har uppstått både hos ECB centralt och hos de nationella centralbankerna.

viss selektion. Volymen totalt kalibrerades vid flera tillfällen de kommande åren, liksom ECB:s syn på detta nya instruments effekter på ekonomin och dess plats i ECB:s penningpolitik där även den negativa styrräntan och *forward guidance* ingick. Det mesta av köpen i APP och risken skulle de nationella centralbankerna svara för (10 procent centralt, 90 procent nationellt). PSPP innebar att Eurosystemet blev stor innehavare av euroländernas statsobligationer. Till exempel ägde ECB och de nationella centralbankerna i Eurosystemet 17 procent av euroområdet offentliga skuld hösten 2017. APP började trappas ned först sommaren 2022 då inflationen i euroområdet efter pandemin började stiga långt över ECB:s mål. I APP ingick senare köp av företagsobligationer som har högre risk. Programmen för obligationsköp ledde till mycket kraftiga öknings av ECB:s balansräkning (figur 4.2).

Pandemin och PEPP

I mars 2020 införde ECB ett omfattande temporärt program för köp av både offentliga och privata obligationer för att bemöta de ekonomiska effekterna av pandemin, *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Ramen sattes inledningsvis till 750 miljarder euro och utökades sedan stegvis till 1 850 miljarder euro. Köpen under PEPP fördelades proportionellt enligt ECB-nyckeln. Till skillnad från PSPP genomfördes köpen på ett flexibelt sätt i syfte att nå effekt i alla delar av euroområdet. Statsobligationer från alla medlemsstater ingick i programmet, även de från Grekland, fastän landet hade en låg kreditvärdighet. Nettoköpen under PEPP avslutades i december 2021 och programmet trappades därefter ned. Även under pandemin tillförde ECB betydande volymer likviditet till banksystemen.

Figur 4.2 ECB:s balansräkning 2010–25



Källa: ECB.

Anm.: Asset purchases = köp av värdepapper. LTRO = finansiering till banker.

Strategiska översyner 2021 och 2025

ECB presenterade i juli 2021 en översyn av sin penningpolitiska strategi.⁵⁵ Det handlade denna gång om en grundlig genomlysning. Översynen utgick från lägre tillväxt, lägre produktivitet och lägre jämviktsräntor än tidigare, vilket ansågs begränsa styrräntan som penningpolitiskt instrument då denna inte kunde sänkas hur mycket som helst. Inte minst var låg inflation en central utgångspunkt – detta var alltså innan den senaste perioden med hög inflation från 2022. ECB ansåg att en större buffert mot deflation var motiverad, och införde ett symmetriskt, medelfristigt inflationsmål på 2 procent, likt det som Riksbanken har. Det betonades att tillfälliga avvikelser kunde förekomma. Det något högre inflationsmålet ska enligt ECB ge en tillräcklig buffert till alltför låg inflation. Inflationen skulle liksom tidigare mätas med det harmoniserade HICP, men en nyhet var att kostnaden för ägarbostäder skulle inkluderas i måttet.

Uppsättningen av icke-konventionella instrument som hade utvecklats under krisåren skulle vara kvar i ECB:s verktygslåda. Den

⁵⁵ *The ECB's monetary policy strategy statement* (2021). En utförlig presentation av översynen redovisas i *Economic Bulletin* 2021:5.

gällande tvåpelarmodellen ersattes med en "integrerad analys", som skulle innefatta en bred krets områden, inte minst finansiell stabilitet. Den monetära analysen sades fortfarande vara mycket viktig, men det skulle inte längre vara en lika tydligt tudelad ansats som tidigare.⁵⁶ I översynens slutrapport diskuterades hur ECB kunde bidra till sitt sekundära mål "att stödja den allmänna ekonomiska politiken inom unionen ..." (artikel 127.1 i FEUF). En slutsats blev att ECB skulle inkludera klimatförändringar i sin verksamhet, och ECB har antagit en handlingsplan för det syftet. Klimatrisker kan exempelvis påverka hur ECB bedömer säkerheter.

En skiktad (*layered*) kommunikation var också en komponent. Detta innebar att information om verksamheten inte bara skulle utformas med tanke på professionella avnämare utan också att ECB:s information skulle vara begriplig för en bredare allmänhet.

En uppföljning av översynen 2021 presenterades i slutet av 2025. Den kom efter en svår period med en kraftig inflation efter pandemin och Rysslands anfall på Ukraina. Men denna gång var ändå förändringarna rätt marginella. Uppföljningen bekräftade de befintliga instrumenten för penningpolitiken, inklusive olika slag av obligationsköp.

TPI

Räntorna på italienska och grekiska statsobligationer jämfört med de tyska (*spreads*) steg kraftigt 2022. ECB såg risker för en ökad fragmentisering med problem för penningpolitikens transmission i ett läge där ett flertal räntehöjningar skulle krävas för att få bukt med den stigande inflationen samtidigt som PEPP var på väg att trappas ned och upphöra.⁵⁷ Till problembilden hörde även avsaknaden av en gemensam riskfri tillgång i euroområdet. Vid en kris söker sig investerare till riskfria statsobligationer (ofta tyska) och bort från dem med högre risk. Detta kan skapa en självuppfyllande spiral där *spreads* inom euroområdet ökar utan relation till ekonomiska fundamenta. Följden kan i sin tur bli en ojämn transmission av ECB:s penningpolitik.

⁵⁶ Enligt information i intervju med författaren på ECB.

⁵⁷ Bundesbank stödde TPI mot bakgrund av att instrumentet ansågs viktigt för att möjliggöra den förestående kraftiga åtstramningen av penningpolitiken.

Detta var en bakgrund till det nya program för selektiva köp av statsobligationer som ECB presenterade i ett pressmeddelande i juli 2022.⁵⁸ Det nya instrumentet kallas *Transmission Protection Instrument* (TPI). Det har flera likheter med OMT, men även viktiga skillnader. Till likheterna hör att det syftar till att skydda penningpolitikens genomslag (transmission). TPI liksom OMT gör det möjligt för ECB att köpa ett lands statsobligationer på andrahandsmarknaden utan någon i förväg annonserad övre gräns. ECB accepterar så kallad *pari passu*, det vill säga att inte få betalt före andra innehavare vid en eventuell skuldstrukturering, något som har betydelse för att privata investerare ska finna det attraktivt att köpa statsobligationer.

En skillnad jämfört med OMT är att under TPI kan en bredare krets statsobligationer köpas, med löptider upp till tio år (OMT 1–3 år). TPI ska kunna aktiveras om ett lands finansieringsvillkor försämrats på ett sätt som är ”oberättigat” med hänsyn till ekonomiska fundamenta i landet. En ännu viktigare skillnad är att konditionaliteten är lättare och att den är angiven i vaga termer. OMT kräver ett anpassningsprogram i ESM, medan TPI har en mer flexibel konditionalitet. TPI ska kunna aktiveras för länder som respekterar Stabilitets- och tillväxtpakten, makroobalansförfarandet, har skuld-hållbarhet samt uppfyller kraven i program under EU:s Corona-facilitet (NGEU/RRF). ECB förbehåller sig rätten att bedöma hur konditionaliteten uppfylls.⁵⁹

Inte heller TPI har i skrivande stund aktiverats. Ändå tyder en del på att TPI har betydelse. Det tycks vara en fördel att skrivningarna om villkor och kriterier ger ECB ett betydande utrymme för bedömningar. TPI har en koppling till ESM-stöd på så vis att TPI kan motverka behov av sådant stöd. Hos kommissionens expertis anses att TPI bidragit till att finansmarknaderna inte överreagerar och att ECB har etablerat en *constructive ambiguity*. Den som överväger spekulation mot ett land måste beakta möjligheten att ECB med sina stora resurser intervenerar. Även ECB:s experter anser att skadlig spekulation och en okontrollerad utveckling motverkas av TPI. De betonade samtidigt att marknadernas bedömning av kreditrisk alltför är relevant och avspeglas i att det finns spreadar.⁶⁰

⁵⁸ En ekonomisk och juridisk analys och jämförelse med OMT görs i Bernoth m.fl. (2022).

⁵⁹ Det kan diskuteras om villkoren för TPI är bättre anpassade för Italien, mot bakgrund av Italiens ovilja att acceptera konditionaliteten i ett ESM-program.

⁶⁰ Författarens intervjuer med tjänstemän vid kommissionens DG ECFIN respektive på ECB.

4.3 Ny finansiell teknik

Digital euro

ECB bedriver sedan 2021 ett omfattande arbete för att införa en digital euro. Projektet möts av ett betydande intresse från allmänhet, banker och den politiska sidan. Bakgrunden är den minskade användningen av kontanter och innovationer på de finansiella marknaderna. ECB:s bedömning är att det behöver finnas centralbanks-pengar inte bara i form av fysiska betalningsmedel (sedlar och mynt), utan även i digital form. Det finns många olika frågor att klara ut, som exakt i vilken form digitala euro ska erbjudas, den tekniska infrastrukturen, säkerhet, distribution, bankernas roll, beloppsgränser, tillgänglighet för tredjelandsvalutor (inklusive svensk krona)⁶¹ och personlig integritet. Nödvändig lagstiftning i form av två rättsakter är på väg att antas under 2026.

ECB har inte tagit ett definitivt beslut om att införa en digital euro, men det skulle kunna ske 2029. Arbetet med att utveckla en digital euro är omfattande och det bedrivs i faser. I slutet av 2025 inleddes en ny fas som mer aktivt och i experimentform undersöker olika aspekter av en digital euro. Den digitala euron påverkar Riksbankens arbete med en e-krona. Inget beslut är taget om att ge ut en digital krona, men det kan bli så att en e-krona i någon form knyts till den digitala euron.⁶²

Betalningssystem

En av ECB:s huvuduppgifter är att främja väl fungerande betalningssystem. Sådana system är grundläggande för att ekonomin ska fungera. ECB har från starten drivit betalningssystemet TARGET och Riksbanken har en motsvarighet i systemet RIX. Den tekniska utvecklingen har emellertid medfört betydande förändringar av denna sida av ECB:s verksamhet. Idag har ECB fyra olika betalningssystem: T2 för stora betalningar, T2S för värdepapper, TIPS för omedelbara betalningar och ECMS för hantering av säkerheter. Dessa fyra system utgör ett slags infrastruktur för eurozonens

⁶¹ Riksbanken låg tidigare långt framme med att utveckla en e-krona, men det projektet lades på is 2023 och länkas till utvecklingen av en digital euro.

⁶² Se ECB 2025a och tal av ledamoten i Riksbankens direktion Aino Bunge 2025-12-04.

ekonomi. Systemen kommer att förändras till följd av fortsatt teknisk utveckling. En digital euro är ett element i utvecklingen, men inte det enda. Så kallad distribuerad databasteknik (*Distributed Ledger*, DLT) skapar nya möjligheter för att utföra betalningar och hantera finansiella data genom blockkedjeteknik. Till denna utveckling hör ”tokenisering”, som innebär att finansiella tillgångar får en digital representation. ECB har konkreta projekt för att pröva användningen av DLT-teknik med centralbankspengar. Utvecklingen anses rymma stora möjligheter, men också risker och begränsningar som måste hanteras. ECB:s hållning är att det är nödvändigt att anpassa betalningssystemen för eurozonens strategiska autonomi, sammanhållning, tillgång på centralbankspengar och eurons internationella roll.⁶³

De nämnda fyra systemen är öppna för användare utanför eurozonen. Externa användare kan nå kostnadsfördelar genom anslutning till ECB:s plattformar jämfört med att utveckla egna system. Riksbanken är ansluten till TIPS, både för betalningar i kronor och euro. Exempelvis går SWISH-betalningar över TIPS. Riksbanken har beslutat förhandla med ECB om anslutning till T2 hellre än att fortsätta utveckla det egna systemet RIX. Riksbanken avser även att ansluta sig till T2S.⁶⁴

4.4 Rättstvister och kontroverser

Tysk kritik

ECB:s bruk av okonventionella instrument väckte kritik från ordoliberalt håll i Tyskland. I februari 2011 lämnade Axel Weber sin post som chef för Bundesbank och drog därmed tillbaka sin kandidatur att bli ECB:s tredje president. Missnöje med ECB:s obligationsköp låg bakom och Weber hade röstat emot SMP. I september 2011 lämnade Jürgen Stark sin post i direktionen som ECB:s chefsökonom av ”personliga skäl”, men allmänt sågs avgången som en protest mot ECB:s obligationsköp. SMP kritiserades i den inflytelserika tyska kvalitetspressen. ECB:s förste chefsekonom Otmar Issing

⁶³ ECB:s hållning har utvecklats i flera tal, t.ex. den ansvarige ledamoten i direktionen Piero Cippolone 2025-12-08.

⁶⁴ Tidigare chefen för Riksbanken, Stefan Ingves (2025) redovisar läge och överväganden för Riksbankens anslutning till ECB:s betalningsplattformar. Aktuell information om Riksbankens relation till ECB:s betalningsplattformar finns på Riksbankens webbsida.

(2022), som spelade en stor roll under ECB:s inledande år, har kritiserat det som han ser som ECB:s *overreach*. Det var allmänt känt att Bundesbank ställde sig kritiskt till ECB:s obligationsköp och att dess chef Jens Weidmann (2011–21) röstade emot i ECB-rådet.

Mario Draghi sågs med stor skepsis i Tyskland och fick en hel del kritik i kvalitetspressen. I tyska tabloider fick han epitetet ”falsk-myntare”. Men Draghi lade stor vikt vid att förklara och söka stöd i Tyskland. Han har framträtt i den tyska Förbundsdagen (parlamentet) 2012, 2014 och 2016. Om den tyska regeringen hade velat hade den förmodligen kunnat göra Draghis berömda *whatever it takes* verkningslöst, men förbundskanslern Angela Merkel prioriterade eurozonens sammanhållning framför tyska principer. Hennes finansminister Wolfgang Schäuble däremot uttryckte sig inte alltid positivt om ECB:s politik. Notabelt är att Merkel i sina memoarer (2024) inte säger ett kritiskt ord om Draghi i sin genomgång av eurokrisen.

ECB:s huvudsakliga mandat gäller penningpolitik, men de okonventionella åtgärderna ledde ECB in på annan ekonomisk politik. SMP gynnade särskilt euroländer med svaga statsfinanser. Ett dilemma för ECB blev att göra det som behövs men inte ta bort incitamenten nationellt för sunda offentliga finanser. Det resulterade i att ECB skrev brev till regeringarna i Irland, Italien och Spanien. I breven framfördes en rad krav på den ekonomiska politiken gällande budgetförstärkningar och strukturreformer. Irland anmodades att anta ett anpassningsprogram, vilket också skedde. Även i anknytning till ELA ställdes krav på den ekonomiska politiken. På samma sätt har ECB:s medverkan i trojkan setts som problematisk eftersom denna befattar sig med en bred krets ekonomisk-politiska ärenden. EU-domstolen har ansett att ECB:s medverkan i trojkan ska vara begränsad till att ge råd.⁶⁵

Den tyska Författningsdomstolen

Den tyska Författningsdomstolen har flera gånger tagit upp mål som gällt ECB:s verksamhet. Domstolen har fällt viktiga domar om själva Maastrichtfördraget inför Tysklands ratificering, vid starten av den tredje etappen och i samband med ratificeringen av Lissabon-

⁶⁵ Detta framgår av Pringledomen (C-370/12).

fördraget. I Tyskland finns ett starkt författningsmässigt skydd, och i det är Författningsdomstolen central. Om en medborgare kan göra troligt att hon eller han lider personlig skada kan domstolen ta upp ett fall. En återkommande tes i domstolens resonemang är att tyska medborgare har rätt till en stabil valuta och att Tyskland endast kan avstå sina monetära befogenheter om fördraget tolkas snävt och strikt (*eng und strikt*).⁶⁶ Annars är det EU-domstolen som i sista hand tolkar EU-rätten. Det har genom åren blivit en del friktioner mellan EU-domstolen och den tyska Författningsdomstolen.

OMT blev 2012 föremål för klagan till Författningsdomstolen från ett stort antal målsäganden (känt som Gauweiler-målet). De klagande menade att ECB med OMT går utanför sitt mandat.⁶⁷ Domstolen anordnade 2013 uppmärksammade muntliga förhandlingar. Bundesbank respektive ECB framträdde var och en för sig, med skiljaktig argumentation. I en skriftlig inlägga framförde Bundesbank att ECB med OMT skulle ägna sig åt monetär finansiering och ta på sig oacceptabel risk.⁶⁸ ECB försvarade naturligtvis OMT, och det gjorde även den tyska regeringen genom finansministern Schäuble. ECB menade att de behövde agera mot farhågorna att eurozonen skulle brytas upp, och att köpen i praktiken skulle vara begränsade. Schäuble framförde att ECB hade fått ett starkt oberoende och vida ramar att agera inom.

Författningsdomstolen bad EU-domstolen om ett så kallat förhandsavgörande, och gjorde medskicket att den lutade åt att OMT är olagligt. EU-domstolen godkände i juni 2015 OMT (mål C-62/14), med motiveringen att ECB har stort utrymme att avgöra vad som är penningpolitik. Men den framhöll även att OMT inte får sätta prismekanismerna ur spel och att konditionaliteten är väsentlig. Ett år senare godkände också den tyska Författningsdomstolen OMT, dock utan att helt överta EU-domstolens resonemang. Bundesbank skulle bara få delta i OMT om volymen begränsas från början och att köpen inte sker alltför snabbt efter en emission (*black-out-period*) så att man ger tid för prisbildning samt att OMT bara får ges till stater med marknadsaccess.

⁶⁶ Den tidigare domaren i Författningsdomstolen Udo di Fabio (2013) menar att Tyskland måste utträda ur euron om förbudet mot monetär finansiering överträds.

⁶⁷ Enligt EU-rätten får en institution endast agera där den har befogenheter (principen om tilldelade befogenheter). Går den utanför sina befogenheter kallas det med en juridisk term *ultra vires*, och det var vad ECB av somliga ansågs ha gjort sig skyldig till.

⁶⁸ Inlägget finns att läsa på Bundesbanks webbsida. På tankesmedjan Bruegels webbsida kan man finna material om OMT-rättegången.

I augusti 2017 anmäldes PSPP-programmet till den tyska Författningsdomstolen, med argument liknande dem i OMT-målet (känt som Weissmålet). Även denna gång hänsköts ärendet till EU-domstolen med medskicket att PSPP förmodligen är olagligt då ECB skulle ha överskridit sina befogenheter (*ultra vires*). Argumentationen var att köpen i praktiken är förannonserade, obligationerna hålls löptiden ut, det finns en stor risk och att det snarare handlar om finanspolitik än penningpolitik. EU-domstolen godkände PSPP i sitt avgörande i slutet av 2018 (C-493-17). EU-domstolen menade att bara för att en åtgärd har effekt på den reala ekonomin så betyder inte det att ECB går utanför sitt mandat. Tvärtom är det så att penningpolitiken syftar till effekter på den reala ekonomin, menade EU-domstolen. Eftersom PSPP gör bruk av ett instrument som är angivet i grundfördraget och att ECB:s ekonomiska analys gav vid handen att det behövs åtgärder för att få upp inflationen mot ECB:s mål, så är PSPP legitimt. Styrräntan var knappast tillgänglig, då den låg nära sin undre gräns, menade domstolen. Vidare, de begränsningar som redan fanns i PSPP, som beloppsgränser och riskfördelning, bedömdes vara tillräckliga. Därmed hade ECB inte överträtt förbudet mot monetär finansiering, var EU-domstolens slutsats.

Historien tog emellertid inte slut där. I maj 2020 återkom den tyska Författningsdomstolen med ett avgörande, som beaktade det som EU-domstolen hade kommit fram till. Men i stället för att godta EU-domstolens slutsats att PSPP är lagligt, menade den tyska domstolen att EU-domstolens resonemang inte kunde godtas. Slutsatsen var att den tyska regeringen och Förbundsdagen måste vidta åtgärder så att ECB lägger fram en analys av proportionaliteten. Annars skulle Bundesbank förbjudas att delta i PSPP. Detta ville säga att sidoeffekterna av obligationsköpen inte fick vara orimligt stora. Ställningstagandet skapade något av en institutionell kris, eftersom EU-domstolens tolkning av EU-rätten är bindande för nationella domstolar. Krisen kunde dock avväjas genom att Författningsdomstolen i april 2021 konstaterade att det hade kommit tillfredsställande dokumentation om proportionalitet från ECB via Bundesbank.⁶⁹ Saken hade kunnat få följder för ECB:s nya Coronaprogram (PEPP), som vid det här laget pågick.

⁶⁹ Författningsdomstolens utlåtande 2021-04-29. ECB hade även hänvisat till den påbörjade översynen av penningpolitiken (se ovan), där ett moment skulle vara att analysera sido-

Det nya instrumentet TPI har inte varit föremål för rättstvist. Det har egenskaper som kan ifrågasättas utifrån tidigare domar. En central aspekt gäller att TPI ska kunna tillgripas då finansieringsvillkoren (spreadar) inte reflekterar ekonomiska fundamenta, något som inte är så lätt att objektivt fastställa. Höga låneräntor för ett land kan vara berättigade med hänsyn till kreditrisken, och då ska ECB inte ingripa. En debatt om OMT gällde just om det är ECB:s uppgift att neutralisera spreadar, och man kan se kvalifikationen i TPI-reglerna som ett sätt att bemöta kritiken mot att ECB i alltför hög grad skulle vara berett att lätta på länders skuldsituation.⁷⁰

Sammanfattningsvis, rättsfallen anses ha klargjort en del viktiga krav på obligationsköpen. Köp får endast göras av statsobligationer från länder med marknadsaccess och köpen får inte underminera incitamenten för sunda offentliga finanser. Det måste finnas en tillräcklig *black-out period*, det vill säga att ett marknadspris ska hinna bildas efter emission, och ECB:s köp ska bara få omfatta en begränsad del av en emission, inte hela.

4.5 Öppenhet, legitimitet och ansvarsutkrävande⁷¹

En centralbank som har mycket starkt oberoende och samtidigt ska vara underkastad demokratisk kontroll, det är en inte helt lätt ekvation. När Sverige folkomröstade 2003 fanns ECB:s fördragsmässiga arrangemang för legitimitet på plats (Scheller 2004, kap. 4). De innefattade flera bitar. Rapporteringsskyldigheter har gällt från början, så att ECB:s verksamhet förklaras för EU:s medborgare och så att resultat av ECB:s verksamhet blir tydliga, särskilt hur målet om prisstabilitet uppfylls. ECB-ordföranden presenterar en årsrapport för Europaparlamentet som kan hålla en debatt om den. Ordföranden och andra i ECB:s direktion framträder inför den av

effekterna av olika penningpolitiska instrument. I författarens intervju med tjänstemän på ECB framhölls att bedömningar av proportionalitet görs hela tiden, men just i detta fall var det viktigt att bedömningen hade en formell karaktär – helst skulle bedömningen enligt Författningsdomstolen ha varit i en rättsakt.

⁷⁰ ECB-chefen Christine Lagarde sade vid ett uppmärksammat tillfälle i mars 2020 att det inte är ECB:s uppgift att neutralisera spreadar. Uttalandet fick omedelbara marknadseffekter på Italiens låneräntor, och Lagarde mildrade snabbt sitt uttalande och sade att ECB kommer att bekämpa fragmentisering.

⁷¹ I en artikel i Monthly Bulletin 2018:5 redogörs samlat för olika aktiviteter förbundna med ansvarsutkrävande av ECB, inklusive Tillsynsmekanismen. Det framgår att rapportering och annan interaktion med EP ökade betydligt under eurokrisen. En artikel i Monthly Bulletin 2024:7 ger en uppdatering för EP:s mandatperiod 2019–24. Jfr även Claves m.fl. 2014.

EP inrättade kommittén för ekonomiska och valutafrågor (kortform ECON) som har särskilt ansvar för relationerna med ECB. Ett annat förfarande av intresse är rättigheten för medlemmar i parlamentet att ställa skriftliga frågor till ECB, en rättighet som EP lade till och som ECB accepterade.⁷² Parlamentet har utfrågningar av kandidater till ECB:s direktion, men det har endast en rådgivande roll och kan inte avvisa en kandidat. ECB har därtill relationer till EU:s råd, där ECB deltar regelmässigt i Ekofinrådets möten, liksom i Eurogruppen och Ekonomiska och finansiella kommittén. Revisionsrätten har vissa begränsade befogenheter gällande ECB som inte innefattar penningpolitiken.

ECB:s rättsakter⁷³ kan prövas i EU-domstolen, som alltså har en roll för att kontrollera att ECB håller sig till EU-rätten. Men rättigheten är begränsad och handlar om att pröva att rättsakter har antagits på ett korrekt sätt och att ECB inte överskrider sina befogenheter. Rättigheten gäller inte att ifrågasätta ECB:s penningpolitiska bedömningar. Medlemsstater kan ta ECB till EU-domstolen.

Monetär dialog

Något som utvecklats sedan 2003 är formerna för det som benämns "monetär dialog" mellan Europaparlamentet och ECB. ECB lägger betydande resurser på relationen med Europaparlamentet.⁷⁴ Numera äger en monetär dialog rum minst fyra gånger per år. ECB-ordföranden framträder inför det ansvariga utskottet ECON med ett anförande, som följs av frågor och diskussion med ledamöterna. Mötena är offentliga och görs tillgängliga på internet. Till varje monetär dialog låter ECON ta fram underlag om utvalda ämnen mot bakgrund av att EP-ledamöternas brist på ekonomiska och finansiella sakkunskaper ansågs kunna försämra kvaliteten på EP:s ansvarsutkrävande. De underlagen beställs av tankesmedjor och fristående akademiker och är ofta läsvärda. ECB har utvecklat sin rapportering till EP, inte minst till följd av sin roll i eurokrisen. Ledamöter i ECB:s

⁷² ECB:s skyldigheter i förhållande till Europaparlamentet fastställs i artikel 284.3 i FEUF. Ytterligare regler finns i Europaparlamentets arbetsordning, artiklarna 140 och 146.

⁷³ ECB:s bindande rättsakter är förordningar, beslut och riktlinjer. Icke-bindande rättsakter är yttranden och rekommendationer.

⁷⁴ EP och ECB har tydliggjort formerna för sin interaktion i en brevväxling 2023.

direktion kan framträda vid andra tillfällen i ECON om speciella ämnen. Ett exempel är en rad möten om den digitala euron, som också har varit föremål för särskild rapportering och seminarier.

Årsrapporten presenteras i ECON av ECB:s vice ordförande och ECB-ordföranden deltar sedan i debatten om den i plenum. Parlamentet antar efter debatt en resolution om årsrapporten, där ett flertal synpunkter framförs. Efter 2014 publicerar ECB varje år sina reaktioner på Europaparlamentets synpunkter. Parlamentet har dock inte någon rätt att avsätta ledamöter i direktionen eller ECB-rådet, vars ansvar är kollektivt och inte individuellt. Parlamentet lyder därtill under det generella instruktionsförbudet, som även gäller för medlemsstaternas regeringar och kommissionen.

Öppenhet

En notabel förändring sedan 2003 gäller protokollen från ECB-rådets möten. ECB har tidigare inte velat publicera sådana protokoll, något som Riksbanken och en del andra centralbanker gör. Saken var uppe redan i Maastrichtförhandlingarna, men Tyskland ställde sig negativt. Argumentet emot publicering var att det skulle riskera att enskilda ledamöter utsätts för påtryckningar nationellt. Sedan februari 2015 publicerar ändå ECB protokoll från ECB-rådets penningpolitiska möten (*monetary policy accounts*), där det dock inte framgår vem som har sagt vad, utom att den föredragande ledamoten i direktionen kan namnges. Protokollens språk är inte särskilt lättillgänglig för den som inte är expert, men det behöver ses mot bakgrund av att ordvändningarna noga granskas av aktörer på de finansiella marknaderna. Offentliggörandet innebär ändå en förbättrad insyn i ECB-rådets diskussioner.

Efter varje penningpolitiskt möte i ECB-rådet framträder ECB-ordföranden på en presskonferens, ett pressmeddelande med beslut och motiveringar publiceras och ordföranden håller ett förberett inledningsanförande följt av frågestund. En hel del arbete läggs ned på ECB-chefens presentation efter penningpolitiska beslut.

Direktionsledamöterna håller ett rätt stort antal tal varje år. Talen förklarar olika delar av ECB:s verksamhet och de är ofta informativa. ECB publicerar åtta gånger per år en *Economic Bulletin*, som regelmässigt innehåller en artikel om aktuell penningpolitik och därtill

olika tematiska artiklar. ECB bedriver en omfattande och välrenommerad utrednings- och forskningsverksamhet vars resultat publiceras i olika rapportserier. ECB har en informativ webbplats där en riklig information är tillgänglig.

Med översynen 2021 infördes som nämnts en ”skiktad kommunikation” (*layered communication*), där ECB försöker att anpassa sin kommunikation till expertis respektive en bredare publik. ECB har tydligt ökat sin aktivitet på sociala media. ECB tog 2004 ett beslut om allmänhetens tillgång till handlingar som ska svara upp mot de generellt ökade krav på öppenhet som ställs inom EU.⁷⁵

4.6 ECB-rådets omröstningsregler

ECB-rådet tar beslut om penningpolitiken och de flesta andra ärenden med enkel majoritet enligt principen ”en person, en röst”. I ECB-rådet ingår de sex ledamöterna i direktionen och alla nationella centralbankschefer i eurozonen. Det innebär att antalet 2003 var 18 (6+12). Sedan dess har eurozonen vuxit till 21 länder, vilket innebär att ECB-rådet idag består av 27 ledamöter. Fler kan tillkomma.

I Nicefördraget 2003 infördes en möjlighet till ändring av ECB-rådets omröstningsregler. Bakgrunden var EU:s stora utvidgning med förmodan att det så småningom skulle finnas rätt många ledamöter i ECB-rådet. Eftersom de flesta nya medlemsstater är små skulle centralbankscheferna från de små länderna med tiden få en stor övervikt i ECB-rådet, vilket sågs som ett problem. Samtidigt ville man behålla systemet en person – en röst, som är väsentligt för ECB:s oberoende och penningpolitikens enhetlighet.⁷⁶

Efter långa förhandlingar överenskomms en komplicerad rotationsordning där principen en person/en röst bibehålls men där alla centralbankschefer i ECB-rådet inte har rösträtt samtidigt. Den nya ordningen beslutades med enhällighet av Europeiska rådet (stats-

⁷⁵ ECB:s beslut av den 4 mars 2004 om allmänhetens tillgång till Europeiska centralbankens handlingar (ECB/2004/3, senast ändrat 2015). Sverige har ända sedan medlemskapet 1995 drivit ökad öppenhet i EU-systemet.

⁷⁶ Tyskland insisterade i Maastricht på att ledamöterna i ECB-rådet inte på något vis skulle representera sina hemländer (eller institutioner), utan att de objektivt och kollektivt skulle utforma en penningpolitik för hela eurozonen. Visserligen kan detta ses som en eftergift från de stora länderna, men för Tyskland vägde principen om objektivitet tyngre. Det finns en berömd anekdot från ECB-rådets första möte 1998 där någon hade satt ut landskyllar vid alla stolar, som man ofta gör på internationella möten. Bundesbanks chef Hans Tietmeyer blev mycket upprörd och gick personligen runt och tog bort skyltarna.

och regeringschefer) och efter ratifikation i alla medlemsstater, ett förfarande som kan ses som ett uttryck för den stora betydelsen av saken.⁷⁷

I korthet innebär rotationsordningen att antalet röstberättigade ledamöter begränsas till 21. Rösträtten roterar varje månad. En viss viktning efter landstorlek görs, så att centralbankscheferna från de fem största euroländerna bildar en grupp och de övriga en andra grupp. Den första gruppen ges fyra rösträtter och den andra gruppen ges elva rösträtter. Det innebär att även ledamöterna från de största länderna, som de av tysk eller fransk nationalitet, ibland saknar röst-rätt. Alla ledamöter får dock vara med på ECB-rådets möten och de har full rätt att yttra sig. De sex ledamöterna i direktionen har alltid rösträtt. ECB-rådet tar ofta beslut konsensuellt, så omröstning tillämpas inte så ofta.

Från det att antalet centralbankschefer i ECB-rådet uppgår till 22 (idag 21) ska centralbankscheferna delas in i tre grupper. Gruppindelningen baseras på ländernas storlek. Storleken mäts med BNP (5/6) och den finansiella sektorns storlek (1/6).

ECB:s webbsida har information om den ordning som gäller vid varje tillfälle.

4.7 Några slutsatser om ECB

Om man jämför dagens ECB med läget 2003 skulle man kunna göra det med följande sju punkter:

1. ECB är en mogen institution efter närmare 30 års verksamhet. Banken har fått hantera svåra kriser och perioder av såväl låg som hög inflation. Huvudmålet om prisstabilitet har upprätthållits, liksom oberoendet.
2. ECB har tillgripit okonventionella medel i form av stora obligationsköp och speciella instrument (OMT, TPI, PEPP). Detta var varken förutsett eller önskat av de i Tyskland som ville att ECB strikt skulle byggas på Bundesbanks modell med en snävare uppsättning åtgärder.

⁷⁷ Den nya rotationsordningen finns (i sina huvuddrag) i artikel 10.2 i ECBS-stadgan. Förfarandet för att ändra röstreglerna anges i artikel 40.2 i ECBS-stadgan.

3. De rättsliga tvisterna i den tyska Författningsdomstolen och EU-domstolen har klarlagt gränser för ECB:s agerande. Det som har klarlagts har gällt väsentligheter som förbudet mot monetär finansiering, att upprätthålla incitamenten för sunda offentliga finanser och avgränsningen mellan penningpolitik och annan ekonomisk politik. ECB:s åtgärder har i det stora hela blivit godkända, men restriktioner att beakta har tillförts.
4. ECB har i handling demonstrerat att banken påtar sig en funktion som *lender of last resort*, inom de rättsliga ramar som gäller. Detta betraktas på de flesta håll som en nödvändig funktion för en centralbank, men ändå skrevs den funktionen inte in i ECB:s mandat. Det förefaller som om ECB (inom sitt mandat) påtar sig ett ansvar för, och även uppfattas som, i högre grad än tidigare, en garant för eurons fortbestånd.
5. ECB har blivit en mer öppen centralbank genom att protokoll numera publiceras, att formerna för bankens interaktion med Europaparlamentet har utvecklats och att tillgängligheten för dokument är bättre. Därtill kommer att ECB vinnlägger sig om en öppen och begriplig kommunikation på olika sätt. Förutsättningarna för ansvarsutkrävande är därmed bättre.
6. ECB anpassar sig till teknisk utveckling och innovationer på de finansiella marknaderna genom utveckling av en digital euro och av plattformar för betalningar gällande olika slag av transaktioner.
7. ECB som institution har blivit än mer betydelsefull genom Bankunionen, som innebär att ECB har blivit den centrala myndigheten för banktillsyn. ECB:s banktillsyn är en omfattande verksamhet, som hålls åtskild från penningpolitiken.

5 Offentliga finanser

5.1 Motiven för sunda offentliga finanser i EMU

Offentliga finanser står på ett eller annat sätt i fokus för flera av EMU-reformerna. Vare sig det handlar om skuldstrukturering, Bankunionen, ECB:s roll eller ESM så är offentliga finanser ett centralt tema. En del av förändringarna sedan 2003 är reformer som uttryckligen gäller budgetdisciplin, medan annat är resultat av reformer på inte direkt berörda områden eller av rättsliga avgöranden. Avsikten med den följande redogörelsen är att fånga huvud dragen i förändringarna. Däremot kommer många detaljer att förbigås.

Sunda offentliga finanser är en hörnsten i EMU med avspeglning i flera bestämmelser i grundfördraget.⁷⁸ Underlåtenhet att upprätthålla sunda offentliga finanser kan till och med ha bötesbelopp som konsekvens, något som är unikt i internationell rätt. Sunda offentliga finanser är förvisso en dygd, men varför är saken så viktig i EMU att det finns möjlighet till starka ingrepp i centrala nationella befogenheter? Det är ändå så att den beslutsmakt som nationella regeringar och parlament har över statsbudget och skatter är fundamental i en demokrati och grundläggande för en suverän stat. Det är genom statsbudgeten som viktiga delar av det demokratiska beslutsfattandet utövas. Såväl den tyska Förbundsdagen som den svenska riksdagen har slagit vakt om rätten att nationellt besluta om utgifter och skatter, det som i Sverige benämns ”finansmakten”.⁷⁹ Sunda offentliga finanser förespråkas ofta i internationellt ekonomiskt samarbete av IMF och OECD, men dessa organisationer har inte tillnärmelsevis samma rätt att ingripa som EU har gentemot euro-

⁷⁸ Särskilt artiklarna 119.3, 120, 123, 124, 125, 126, 136, 140 i FEUF.

⁷⁹ Regeringsformen, kapitel 9.

länderna, utan dessa organisationers roll är begränsad till att övertyga med sakargument.

Det finns många skäl till sunda offentliga finanser. De är uttryck för en välskött ekonomi, de befrämjar tillväxt, de ger utrymme för att bemöta en lågkonjunktur eller en kris, de inger förtroende hos finansiella marknader, de stärker tilltron till EMU och EU. För att rätt förstå motiven för sunda offentliga finanser i EMU bör fyra motiv observeras:

1. EMU ska inte vara en "transfereringsunion" där det finns ett solidariskt ansvar för offentliga finanser mellan medlemsstater. Offentliga finanser ska förbli ett nationellt ansvar. Det är till och med olagligt för EU eller en medlemsstat att påta sig ansvaret för en medlemsstats offentliga skuld. Detta är en omdiskuterad aspekt av EMU, där många menar att en finanspolitisk union i någon form och till någon del måste komplettera den gemensamma monetära politiken. Verkligheten är inte heller svartvit, men huvudprincipen är att varje medlemsstat ska ansvara för sina offentliga finanser.
2. ECB ska syssla med penningpolitik och inte med finanspolitik. En farhåga på främst tysk sida var att vanskötsel av statsfinanserna skulle tvinga ECB att ta på sig en finanspolitisk roll.⁸⁰ Detta var något som faktiskt skedde till viss del under eurokrisen (se kapitel 4). Men regelverket är så utformat att ECB ska syssla med penningpolitik och inget annat. Det kan finnas en mållkonflikt mellan press att finansiera skuld med korta löptider och ECB:s styrränta. Enligt tysk syn, som fick prägla EMU:s regelverk, kan ECB:s långtgående oberoende endast motiveras om ECB:s mandat är snävt och avgränsat till penningpolitik. Därför måste ECB:s mandat skyddas genom att euroländerna varaktigt upprätthåller sunda offentliga finanser.⁸¹
3. I en valutaunion finns en risk att oansvarig finanspolitik uppmuntras av en problematik med *free-rider*. Till skillnad

⁸⁰ Facktermen är *fiscal dominance*, det vill säga att penningpolitiken inte utformas renodlat efter inflationen (eller sakligt valda beslutskriterier), utan att hänsyn till de offentliga finanserna snedvrider penningpolitiken. För svensk del nämns ibland hushållens stora räntekänslighet på grund av hög skuldsättning som något som kan snedvrida penningpolitiken.

⁸¹ Den potentiella mållkonflikten mellan offentliga finanser och penningpolitik tas upp i Bundesbanks konvergensrapport 1998, s. 23.

från den nationella situationen uppstår effekter av en hög skuld inte på samma sätt på räntor, inflation och växelkurs. Det kan uppmuntra till oansvarighet. Därför behöver alltför stora underskott motverkas i en valutaunion. Dessutom kan det finnas smittoeffekter på andra länder i euroområdet.

4. En fjärde aspekt som inte var tydlig från början men som eurokrisen uppenbarade handlar om sambandet mellan offentliga finanser och banksystemet. Staten uppfattas ofta som en garant för banksystemet, men det är inte självklart att en stat kan axla den rollen. Samtidigt finns ett beroende åt andra hållet. Om förtroendet för ett lands offentliga finanser eroderar kan det leda till att bankerna försvagas finansiellt eftersom statsobligationer är viktiga i bankernas balansräkningar. Statsobligationer används som säkerheter för bankers lån i ECB och spelar därmed en väsentlig roll för likviditeten i ekonomin. I sista hand kan banker få svårigheter att finansiera sig i ECB med svåra konsekvenser för den reala ekonomin. Sambandet har betecknats som en *doom-loop*.

5.2 Regeln om eget ansvar

Artikel 125

1. Unionen ska inte ansvara för eller åta sig förpliktelser som har ingåtts av centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i en medlemsstat, dock utan att detta påverkar ömsesidiga finansiella garantier för det gemensamma genomförandet av ett visst projekt. En medlemsstat ska inte ansvara för att åta sig förpliktelser som har ingåtts av centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i en annan medlemsstat, dock utan att detta påverkar ömsesidiga finansiella garantier för det gemensamma genomförandet av ett visst projekt.

Eurokrisen har föranlett preciseringar av principen om eget ansvar – också benämnd *no-bail-out* (icke-undsättning). Som redan nämnts är denna princip – uttryckt i artikel 125 i FEUF – central för EMU.

Den ska förhindra att EMU blir en transfereringsunion och den ska ge medlemsstaterna rätt incitament att själva ta ansvar för sina offentliga finanser. Ändå var det så att principen inte riktigt togs på allvar; så kan man uppfatta det faktum att räntorna på statsobligationer under flera år var i stort sett desamma för euroländerna (figur 2.1). De finansiella marknaderna satte inte någon riskpremie på euroländer med svagare kreditvärdighet, något som de hade gjort innan euron infördes. Denna situation förändrades radikalt då eurokrisen bröt ut och det blev stora ränteskillnader (*spreads*) mellan tyska statspapper och de från Grekland, Irland, Portugal, Spanien och Italien.

Pringlemålet

EU-domstolen har i den vida uppmärksammade Pringledomen⁸² tolkat artikel 125. Målet är uppkallat efter en irländsk parlamentariker som klagade i irländsk domstol mot Irlands ratificering av ESM-fördraget.⁸³ Den irländska Högsta domstolen vände sig till EU-domstolen för ett så kallat förhandsavgörande (tolkning av EU-rätten). Det avgavs i november 2012 efter en omfattande process där en rad medlemsstater lämnade in skriftliga yttranden.

Domstolens resonemang var att artikel 125 inte förbjuder varje form av finansiellt stöd till en medlemsstat från andra medlemsstater eller EU. Sådant stöd är möjligt, men det får endast ges på ett sådant sätt att de i grundfördraget gällande incitamenten för sunda offentliga finanser upprätthålls. Därför måste strikta villkor gälla, och det är fallet för ESM-stöd som ska förenas med ekonomisk-politiska krav. Domstolen gick tillbaka till Maastrichtfördragets förarbeten och kom fram till att syftet med artikel 125 är att se till att medlemsstaterna för en sund finanspolitik genom att de måste finansiera underskott på marknadsvillkor.

EU-domstolen sade också att det inte är möjligt att stödet ges i form av garanti, vilket ju skulle innebära att en medlemsstat eller EU tar på sig ansvaret (går i borgen) för en annan medlemsstats offentliga skuld. Men att ge stödet i form av ett lån som ska betalas tillbaka med ränta är tillåtet. Det måste vara den berörda medlems-

⁸² Mål C-370/12 i EU-domstolen, spec. punkterna 129–147.

⁸³ Thomas Pringle menade att ESM-fördraget bland annat skulle tillföra nya befogenheter och att Irland skulle påta sig nya skyldigheter genom ESM.

staten som är ansvarig för lånet. En annan viktig sak var att stödet inte får ges i vilken situation som helst, utan det skulle ske då euro-områdets finansiella stabilitet är hotad. I sin nationella inlägga framhöll Tyskland att artikel 125 inte fick tolkas så att den skulle förbjuda finansiellt stöd då en medlemsstat hotas av finansiell kollaps eller då hela valutaunionen är under hot. Samtidigt måste *moral hazard* (felaktiga och snedvridande incitament) undvikas.⁸⁴

Det finns flera slag av finansiella förbindelser mellan medlemsstater och mellan medlemsstaterna och EU, vilket man lätt konstaterar med lite eftertanke. EU ger genom sin budget olika slag av bidrag till medlemsstater för exempelvis regional utveckling och jordbrukspolitik. Medlemsstaterna ställer garantier för EU-budgeten och för Europeiska investeringsbankens upplåning. EU kan också i kris-situationer ge stöd i olika former, dock inte på ett sådant sätt att artikel 125 åsidosätts. EU:s medlemsstater garanterar EU:s budget genom beslut om egna medel. Betalningsbalansstödet till icke-euro-länder ingår i grundfördraget och är därmed per definition förenligt med artikel 125 (fördraget kan inte innehålla inre motsägelser).⁸⁵

Författningsdomstolen

Även den tyska Författningsdomstolen har tolkat implikationerna av artikel 125 för den tyska författningen i domar 2011 och 2012.⁸⁶ Där är resonemanget lite annorlunda. Den tyska nationella situationen är särskilt relevant, eftersom Tyskland är så centralt för EMU och att landet är förpliktigt att efterleva Författningsdomstolens avgöranden. Den tyska Författningsdomstolen undersökte framför allt om Tysklands grundlagsfästa demokrati kunde inskränkas genom finansiella åtaganden gentemot andra medlemsstater. Det framhålls att den tyska Förbundsdagen (parlamentet) måste i tillräcklig omfattning kunna utöva sin grundlagsfästa rättighet att besluta om offentliga utgifter och skatter. Därför måste internationella finansiella åtaganden vara begränsade och förutsebara. Tyskland får inte göra sig beroende av beslut i andra medlemsstater

⁸⁴ Tysklands skriftliga inlägga i Pringle-målet, spec. punkt 52–55.

⁸⁵ En kommentar till något som kan uppfattas som udda: Skrivningen i artikel 125 om "ömsesidiga projekt" handlar om exempelvis ett stort infrastrukturprojekt som en bro mellan två medlemsstater, där bägge berörda länder ställer garantier. Exempel är tunneln under Engelska kanalen, Öresundsbron och bron över Fehmarn Bält.

⁸⁶ Pressmeddelanden nummer 55/2011 och 67/2012.

på ett sätt som inskränker Förbundsdagens finansmakt, framhåller Författningsdomstolen. Åtaganden måste därför vara begränsade (även om belopp inte anges), och Tyskland kan inte ställa garantier som kan leda till stora, oöverskådliga konsekvenser.

I Tyskland uppfattas artikel 125 som en av EMU:s hörnstenar. När finansministern Wolfgang Schäuble (CDU) luftade tankar om ett europeiskt IMF 2010 kom häftiga reaktioner från ordo-liberala kretsar. Det befarades att detta skulle kräva att man gav upp artikel 125 och att "alla fördämningar skulle öppnas". Risken att behöva ansvara för andra medlemsstaters offentliga finanser baseras i Tyskland på såväl rättslig argumentation som ekonomisk övertygelse.

Jämfört med 2003 är det idag tydligare vad artikel 125/no-bail-out innebär. EU och andra medlemsstater kan ge stöd då en medlemsstat hotas av finansiell kollaps och då euroområdet finansiella stabilitet är hotad. Men stödet måste ges på ett sådant sätt att incitamenten för sunda offentliga finanser inte sätts ur spel. Nationella parlaments budgetmakt ska värnas.

Tolkningen av artikel 125 har betydelse för två omdiskuterade instrument under eurokrisen. Det ena är en eurozonsbudget. Om en sådan skulle innebära ett solidariskt ansvar för andra medlemsstaters nationella budget, skulle en eurozonsbudget knappast vara tillåten utan fördragsändring. Det andra instrumentet är *eurobonds*, det vill säga gemensamt utgivna obligationer. Gemensam upplåning som förs till nationella budgetar ser omöjlig ut på permanent basis, eftersom den skulle innebära en otillåten garanti. Tyskland har konsekvent motsatt sig *eurobonds*, dels av princip då de skulle innebära oacceptabel *moral hazard*, dels av rättsliga skäl då den nationella budgetmakten skulle urholkas på ett sätt som möjligen strider mot tysk grundlag och EU:s grundfördrag. Den gemensamma upplåningen i NGEU (för EU27) var dock rättsligt möjlig eftersom det handlade om en krissituation och att instrumentet var temporärt.⁸⁷

⁸⁷ NGEU prövades rättsligt av den tyska Författningsdomstolen i en dom 2022, se även Nguyen och van den Brink (2022). NGEU godkändes. Den mest kritiska punkten i domen gällde tillämpbarheten av artikel 122 och om det verkligen finns en tillräcklig länk mellan de upplånade medlen och krisen i form av Covid-19. Det var inte utan tvekan som domstolen accepterade NGEU. En annan viktig punkt gällde Förbundsdagens budgetmakt, där bedömningen blev att denna inte begränsades på ett oacceptabelt sätt. Mario Draghi (2024, kap. 5) har i sin rapport om EU:s konkurrenskraft rekommenderat gemensam upplåning för att finansiera stora investeringar, men sådan upplåning ter sig svår att genomföra givet de rättsliga begränsningarna.

Samma sak gäller upplåningen för upprustningsändamål inom instrumentet säkerhetsaktion för Europa (SAFE, EU27).⁸⁸

Slutligen: det är väsentligt att lydelsen av artikel 125 inte har ändrats.

5.3 Stabilitets- och tillväxtpakten

Stabilitets- och tillväxtpakten (här i korthet STP eller ”pakten”) har fått mycket uppmärksamhet i Sverige. Den bör sättas i sitt sammanhang, ty den är inte det enda instrumentet för sunda offentliga finanser i EMU. En grundtanke är att medlemsstaterna ska vara underordnade en ”marknadslogik” när det gäller att finansiera underskott i de offentliga finanserna. De får inte vända sig till sina nationella centralbanker eller till ECB (förbud mot monetär finansiering, artikel 123), de får inte lagstiftningsvägen tvinga finansiella institutioner som banker eller pensionsfonder att köpa statsobligationer (förbudet mot privilegierad tillgång, artikel 124) och EU eller andra medlemsstater får inte överta eller ansvara för offentlig skuld (artikel 125, se ovan). Om de finansiella marknaderna fungerar väl, ska de reagera med att kräva allt högre låneräntor om en medlemsstats offentliga finanser försämrats. Erfarenheten är emellertid att marknadernas reaktion inte är linjär, utan kapitalplacerare kan länge underlåta att reagera på en stigande skuld för att sedan hastigt omvärdera sin bedömning och kraftigt höja räntekraven eller till och med neka att köpa ett lands statsobligationer. Kreditvärderingsinstituten (ratinginstitut) som Standard and Poor’s eller Moody’s borde understödja grundfördragets marknadslogik med välgrundade och tidsmässigt riktiga bedömningar, men under eurokrisen visade det sig att de i flera fall inte gjorde rättvisande bedömningar.⁸⁹

STP baseras på EU-rättsliga regler och är alltså ett legalt instrument där det ställs rättsliga krav på medlemsstaterna. Samtidigt är pakten en ram för samarbete och kollegialt tryck (*peer pressure*). Idealt ska pakten främja en ”stabilitetskultur” av delade värderingar.

⁸⁸ SAFE baseras på artikel 122 i FEUF, som möjliggör speciella åtgärder i en tillfällig kris-situation. Enligt SAFE lånar kommissionen upp medel på de finansiella marknaderna (ram 150 miljarder euro) som sedan kan lånas ut till medlemsstaterna. Rådets förordning (EU) 2025/1106 av den 27 maj 2025.

⁸⁹ Från EU:s sida riktades allvarlig kritik mot ratinginstituten för deras agerande under finans-krisen och eurokrisen. Det fick följder i lagstiftning 2009, 2011 och 2013.

Denna dubbla syn på pakten framgår av auktoritativa politiska uttalanden. Medlemsstaterna förväntas vilja följa både paktens regler och dess anda. Samtidigt är pakten omstridd, föremål för ofta intensiv debatt och reformförslagen är många. Effektiviteten kan betvivlas då man ser till de faktiska skulderna och underskotten i euroländerna. Samtidigt känner vi inte den kontrafaktiska situationen, det vill säga hur det skulle ha sett ut utan STP.

Waigels förslag 1995

Den tyske finansministern Theo Waigel (CSU) lade 1995 fram ett förslag om en Stabilitetspakt.⁹⁰ Bakgrunden var dels en negativ EMU-opinion i Tyskland, dels – och kanske viktigare – att man i såväl det tyska Finansministeriet som i Bundesbank gjorde analysen att Maastrichtfördragets regler om offentliga finanser var otillräckliga. När euron väl var införd skulle det starkaste påtryckningsmedlet för att etablera sunda offentliga finanser inte längre vara kvar, nämligen konvergenskriterierna för att kvalificera sig för euron. Hur skulle man varaktigt säkra sunda offentliga finanser i EMU?

Waigels förslag chockade många. Om referensvärdet 3 procent av BNP överskreds och inte snabbt rättades till skulle automatiska depositioner och böter bli följden, enligt förslaget. Ett enhetligt medelfristigt budgetmål på -1 procent av BNP skulle gälla. Euroländerna skulle inrätta ett ”Stabilitetsråd” för att administrera pakten. Euroländerna skulle sluta ett mellanstatligt, bindande fördrag om Stabilitetspakten, utanför EU-ramen.

De påföljande förhandlingarna blev långa och svåra. Frankrike ville inte acceptera så hårt bindande regler, men kunde samtidigt inte helt avvisa Waigels förslag eftersom de var angelägna att Tyskland fullföljde EMU-planerna. Kommissionen ville föra in förslaget i EU-ramen, inte ha ett mellanstatligt fördrag som Waigel föreslog. Svåra EU-rättsliga frågor behövde redas ut.

⁹⁰ Jürgen Stark (1999) var vid den aktuella tiden statssekreterare vid tyska Finansministeriet, och han har i en uppsats i detalj skildrat förhandlingarna om det tyska förslaget.

Den första Stabilitets- och tillväxtpakten 1997

Utfallet av förhandlingarna om pakten blev en uppgörelse 1997 med två rättsakter för en förebyggande respektive korrigerande del, vilka kompletterades med en politisk text med vissa utfästelser.⁹¹ Den korrigerande och mest tvingande delen byggde på artikel 126 i FEUF (underskottsförfarandet). Denna artikel, som alltså redan fanns i Maastrichtfördraget, lägger fast eskalerande påtryckningsmedel om en medlemsstat inte tillräckligt effektivt rättar till ett underskott som är större än referensvärdet 3 procent av BNP. Även en skuld högre än 60 procent av BNP kan föranleda artikelns tillämpning, men där blev mekanismerna svaga. I sista hand kunde sanktioner med kännbara böter beslutas. Bundesbanks tidigare president Hans Tietmeyer (1997, s. 14) har betecknat förpliktelsen att undvika alltför stora underskott som ”början på en politisk union i bemärkelsen att den inskränker deltagarnas suveränitet på ett kärnområde”. Den griper in i de nationella parlamentens urgamla rätt att besluta om stora underskott som finansieras med krediter.

Artikel 126 i FEUF är en av de allra mest komplicerade i hela grundfördraget. Där finns en delikat institutionell balans mellan rådet, kommissionen och medlemsstaterna. EU-domstolen har inte befogenheten att döma om tillämpningen av underskottsförfarandet. Det kan begrundas med att kvalificerade ekonomiska bedömningar måste göras, men än mer med att man inte velat ge EU-domstolen väsentliga befogenheter över de offentliga finanserna.⁹² Den stora förändringen med STP blev att artikel 126 i FEUF skulle bli mera trovärdig med tidsfrister och långtgående automatik i tillämpningen.

Den förebyggande delen av pakten bygger på artikel 121 i FEUF som handlar om samordning av ekonomisk politik. Den ger inte alls samma möjligheter till ingripande från EU-nivån som artikel 126. Medlemsstaterna skulle enligt paktens förebyggande del anta medel-

⁹¹ Frankrike fick 1997 en ny regering ledd av socialistpartiet. Den var kritisk till pakten, men tvingades ändå att acceptera den. Ett initiativ om sysselsättning togs fram i samband med att STP antogs. Där ingick förtida tillämpning av den på svenskt initiativ tillkomna avdelningen i fördraget om sysselsättning. Ordet ”tillväxt” lades till i paktens namn. Den politiska texten är en resolution av Europeiska rådet.

⁹² EU-domstolen undantas explicit från befogenheter i artikel 126.10 i FEUF. Det har föreslagits under eurokrisen att helt enkelt ta bort denna paragraf. Detta skulle dock troligen kräva en komplicerad fördragsrevision med ett konvent. EU-domstolens befintliga roll i underskottsförfarandet gäller att säkra verkställigheten av beslutade sanktioner (depositioner, böter med mera).

fristiga budgetmål som lades fast i stabilitetsprogram som blev föremål för bedömning av kommissionen och Ekofinrådet. Påtryckningsmedlen var rätt milda.⁹³

En förändring jämfört med Waigels förslag var att STP fick omfatta samtliga medlemsstater, således även dem utanför eurozonen. Tanken var att sunda offentliga finanser är viktigt för alla och att medlemsstaterna med nationell valuta förväntas försöka kvalificera sig för euron. De starkaste påtryckningsmedlen böter och depositioner skulle inte gälla för icke-euroländer.

Stabilitets- och tillväxtpakten⁹⁴ blev med tiden alltmer komplicerad. Där fanns krav på kvalificerade ekonomiska bedömningar och invecklade regler. De anknöt till underskottens storlek, real och potentiell BNP, olika kategorier av offentliga utgifter och offentliga åtaganden, det icke observerbara måttet strukturellt saldo, ekonomiska prognoser, komplexa undantagsregler, ibland svåröverskådlig fördelning av uppgifter och befogenheter mellan kommissionen och rådet, för att nämna några saker. Uppgiften att på samma gång ha ett regelverk som ger budgetdisciplin, inte motverkar tillväxt, är ekonomiskt realistiskt och som håller en rimlig balans mellan medlemsstaterna och EU-nivån är minst sagt svår. Komplexitet blir följden när det samtidigt finns ytterst allvarliga konsekvenser (kännbara böter, möjliga marknadsreaktioner, politiska konsekvenser) att tänka på. Den följande redogörelsen syftar endast till att fånga milstolpar och huvuddrag, inte att behandla pakten i alla sina detaljer.

Efter 2003 har STP väsentligt förändrats fem gånger.

Reformen 2005

En första förändring blev klar i juni 2005 då nya regler för STP trädde kraft. Förspelet ägde rum 2003, och det på ett sätt som inte gynnade ja-sidan i den svenska folkomröstningen. Tyskland och Frankrike, med stöd av Italien, motsatte sig kommissionens förslag att eskalera underskottsförfarandet som kommissionen föreslog enligt det som

⁹³ Även medlemsstaterna utanför euron gjorde dylika program, som då benämndes "konvergensprogram".

⁹⁴ De centrala elementen i STP:s regelverk var de två rådsförordningarna 1466/97 (förebyggande delen) och 1467/97 (korrigerande delen). Det finns en omfattande handledning (icke rättslig) för paktens tillämpning i en *Code of Conduct* som kommissionen sammanställde och vid behov uppdaterade. Den skriften innehåller en rad definitioner, procedurella klargöranden och annan teknisk information. Vederhäftiga redogörelser för paktens regler och tillämpning finns i kommissionens årliga rapport *Public Finances in EMU*.

förutsågs i paktens regler. De berörda ländernas offentliga finanser var påverkade av en lågkonjunktur och för Tyskland var återföreningen en kvarvarande börda. Det var naturligtvis ironiskt att just Tyskland,⁹⁵ som under hård motvind drivit STP, skulle gå i bräsch för att mjuka upp reglerna. Kommissionen tog rådet till EU-domstolen, som 2004 gav bägge parter delvis rätt.

Domen utmynnade i förändringar i regelverket som var föremål för omfattande förberedelser av kommissionen, rådet och i toppmöten. Händelserna gav anledning till en vid översyn av pakten, som inte begränsades till att följa upp EU-domstolens dom. Ett större arbete gjordes som resulterade i en omfattande rapport från Ekofinrådet till Europeiska rådet som vid sitt möte i mars 2005 ställde sig bakom rapporten.⁹⁶

Förändringarna innebar större flexibilitet och att rådet (medlemsstaternas finansministrar) fick större manöverutrymme när det gällde att sätta tidsfrister för när ett underskott skulle rättas till. Ett motiv till reformen var insikten att STP vid fall i BNP kunde framtvunga procyklisk åtstramning. Fristen gjordes därför längre än den ursprungliga regeln om ett år, och vissa steg i underskottsförfarandet kunde upprepas om nya omständigheter tillkom. En ny definition av ”allvarlig ekonomisk nedgång” infördes så att man tog större hänsyn till utdragna BNP-fall. Samtidigt klargjordes att rådet måste göra sina ställningstaganden i den form som reglerna föreskriver. Reformeringen 2005 innehöll även andra moment, som hur man skulle beräkna det medelfristiga målet och hur man skulle beakta strukturreformer. Kraven på det medelfristiga budgetmålet skärptes så att de skulle vara mer ambitiösa för medlemsstater med större skuld. Euroländer som inte hade nått sitt medelfristiga mål skulle åstadkomma en årlig förbättring av sitt strukturella underskott på minst 0,5 procent av BNP. Det klargjordes att medlemsstaterna skulle utnyttja ekonomiskt goda tider bättre för att stärka de offentliga finanserna.

⁹⁵ Tyskland hade vid denna tid en regering ledd av socialdemokratiska SPD, som hade en mindre strikt inställning till pakten, som ju hade drivits fram av en regering ledd av CDU/CSU. SPD-regeringens aktion väckte mycket bitterhet bland tyska ordo-liberaler.

⁹⁶ Europeiska rådet 22-23 mars 2005, punkt 3 och annex II *Improving the implementation of the Stability and Growth Pact – Council report to the European Council*.

Lissabonfördraget 2009

En andra förändring kom genom Lissabonfördraget 2009. Vissa ändringar i grundfördraget berörde pakten. Som nämnts hade Lissabonfördraget en flerårig förberedelseprocess, då pakten emellanåt diskuterades intensivt. Ändringarna var dock försiktiga och rörde inte mycket i den känsliga balansen mellan EU och medlemsstaterna. En ändring gäller möjligheten till tidig varning i den förebyggande delen av pakten. Förut var det rådet som stod för denna, men ett steg med lägre tröskel infördes genom att kommissionen fick rätt att varna en medlemsstat. Detta är inte något starkt påtryckningsmedel, men erfarenheten hade visat att det ändå fanns en betydande känslighet hos medlemsstaterna för denna typ av signal. I underskottsförfarandet skedde också några mindre ändringar i den del av proceduren som gäller beslutet att ett alltför stort underskott föreligger.⁹⁷

Den viktigaste förändringen av pakten gällde relationen mellan euroländerna och övriga medlemsstater. Före Lissabonfördraget gällde huvudregeln att samtliga medlemsstater deltar i beslutsfattandet om pakten.⁹⁸ Visserligen kunde euroländerna i praktiken göra upp informellt i Eurogruppen, varefter Ekofinrådet formaliserade uppgörelsen. Möjligheten fanns ändå för medlemsstaterna utanför euron att påverka beslut, särskilt då Storbritannien hörde till EU. Genom Lissabonfördraget blev det så att endast euroländerna har beslutsrätt i ärenden inom STP som gäller en medlemsstat med euro som valuta. Däremot är det fortsatt så att ärenden som gäller en medlemsstat utanför euron beslutas av samtliga medlemsstater. När Waigel 1995 lade fram sitt förslag om Stabilitetspakt var tanken att den endast skulle gälla euroländerna. Med ändringarna i Lissabonfördraget kan man säga att så har blivit fallet beslutsmässigt.

En väsentlig ändring i den riktning som nyss omnämnts gäller en ny rättslig grund för euroområdet ekonomisk-politiska samordning. I artikel 136.1a i FEUF ges euroländerna rätt att vidta åtgärder

⁹⁷ Kommissionen utövar sin initiativrätt i form av förslag i stället för rekommendation, och det ger kommissionen en starkare ställning. I beslutet om huruvida alltför stort underskott föreligger (artikel 126.6) ska inte rösten från den berörda medlemsstaten räknas. Till ändringarna hörde också en mångordig förklaring om pakten, som fogades till Lissabonfördraget på begäran av Nederländerna. Av allt att döma har denna förklaring ringa praktisk betydelse.

⁹⁸ Hela tiden har det dock varit så att endast euroländerna tar beslut om de delar av underskottsförfarandet som enbart gäller euroländerna och som gäller de starkaste påtryckningsmedlen i form av föreläggande och sanktion (artikel 126.9 och 126.11 i FEUF).

som gäller dem med syftet att stärka deras budgetdisciplin (se kapitel 6 nedan).

6-packet 2010–11

En tredje förändring kom genom 6-packet hösten 2010. Det nya regelverket trädde i kraft 2011. Då handlade det om radikala skärpningar av pakten, och man gjorde bruk av den nya rättsliga grunden i artikel 136 och andra rättsliga innovationer. Tre av rättsakterna i 6-packet gällde STP.

Den nya artikel 136 i FEUF gjorde det möjligt att införa sanktioner (böter och depositioner med eller utan ränta) för euro-länderna i ytterligare steg både i den förebyggande och korrigerande delen av pakten. I flera processteg infördes en ny beslutsregel som innebar att det krävs antingen enkel majoritet eller kvalificerad majoritet *mot* kommissionens förslag (omvänd QMV). Normalt krävs en majoritet för att anta ett förslag; nu infördes således det omvända – en majoritet för att hindra ett förslag. Detta slags beslutsregel finns i den så kallade kommitologin, det vill säga då kommissionen genomför EU-lagstiftning med olika rättsakter. Innebörden i en sådan beslutsregel är att kommissionens och EU-nivåns ställning stärks. Samtidigt lades det på kommissionen att göra svåra politiska och ekonomiska avvägningar.

Flera nya substanskrav och regler infördes, vilka i betydande grad krävde sofistikerade bedömningar och speciella villkor som gjorde pakten ännu mer komplicerad. Sanktioner i form av depositioner och böter infördes i flera ytterligare delar av pakten. Även i den förebyggande delen infördes sanktioner. I underskottsförfarandet kunde sanktioner i vissa fall komma redan då det fastställs att ett land har ett alltför stort underskott (referensvärdet 3 procent av BNP överskrids). Det klargjordes att även skuldkriteriet skulle kunna utlösa underskottsförfarandet. Ett numeriskt riktmärke för skuldreduktion infördes. Det innebar att länder med en skuld över referensvärdet 60 procent av BNP skulle genomföra en årlig skuldminskning på 1/20-del av skillnaden mellan den faktiska skuldkvoten och referensvärdet. I den förebyggande delen av pakten infördes begreppet ”signifikant avvikelse” i relation till anpassningen till det medelfristiga målet. Där tillkom även riktmärken för utgifter och

begränsningar för hur de kunde öka i relation till om inkomsterna var av tillfälligt eller permanent slag. Utgifterna skulle i vissa fall endast få öka mindre än BNP-ökningen. En koppling gjordes till det regionalpolitiska stödet (strukturfonderna) så att efterlevnad av pakten kopplades till reduktioner av det stödet, något som gäller samtliga EU-länder.⁹⁹

Reformeringen av pakten genom 6-paket kompletterades 2012 med en revidering av tillämpningsreglerna i den så kallade *Code of Conduct*. Det skedde i form av slutsatser från Ekofinrådet.¹⁰⁰ De gällde det medelfristiga målet, ett antal preciseringar av hur underskottsförfarandet skulle tillämpas och innehållet i stabilitets- och konvergensprogram.

Ett väsentligt element i 6-paket var införandet av den europeiska planeringsterminen (*European Semester*). Terminen är i teknisk mening en sammanhållen ram för olika processer med specifikationer och tidsfrister för initiativ och analytiska underlag från EU-nivån och rapporter från medlemsstaterna. Mer i substans handlar terminen om en bred krets kriterier (utöver offentliga finanser) av olika slag och med skilda rättsliga status som medlemsstaterna ska leva upp till. Terminen har förts vidare i de följande reformeringar som relateras nedan och som har inneburit att de olika komponenterna i terminen har växlat utformning.¹⁰¹

2-paket 2013

År 2013 trädde 2-paket i kraft.¹⁰² Det gäller endast euroländerna och blev möjligt genom den nya rättsliga grunden i artikel 136 i FEUF. Den ena av dessa två förordningar hänger samman med reglerna för stabilitetsstöd genom ESM, EFSF och EFSM. En medlemsstat som får stabilitetsstöd blir underkastad stränga rapporteringskrav. Förordningen 472/2013 har funktionen att skapa sam-

⁹⁹ Reglerna om indragning av regionalpolitiskt stöd finns inte i regelverket om STP utan i reglerna för de aktuella fonderna (förordning 1303/2013). En sådan påföljd kan vara kännbar för mindre rika länder i EU.

¹⁰⁰ Rådets (Ekofin) slutsatser 24 januari 2012. *Specifications of the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the content of Stability and Convergence programmes* 3.9.2012.

¹⁰¹ Leino-Sandberg och Losado Fraga (2020) är kritiska mot att terminen är alltför diskretionär och bred och att den inte på allvar beaktar motsättningen mellan nationell demokrati och diktat utifrån. De refererar negativa utvärderingar av terminens effektivitet.

¹⁰² Förordning 472/2013 respektive 473/2013.

stämmighet mellan de rapporteringskrav som gäller generellt i den ekonomisk-politiska övervakningen och de som gäller för stabilitetsstöd. Det är onödigt att gå in på detaljer i dessa processer som förenklas som följd av den allra senaste reformen av STP.

Den andra förordningen i 2-paket kan emellertid ses som en substantiell komplettering och utbyggnad av STP för euroländerna. Den inrättade en del nya förpliktelser. Euroländerna måste senast den 15 oktober varje år lämna information om sin budgetplan för nästkommande år. Informationen bygger således på det framlagda nationella budgetförslaget och den har därmed en annan konkretion än vad som sägs i fleråriga planer.

Kommissionen ska sedan snabbt utarbeta ett yttrande som offentliggörs. Där kan kommissionen begära att en reviderad budgetplan läggs fram, i fall av allvarlig underlåtenhet att respektera STP. I praktiken skulle alltså en medlemsstat uppmanas att omarbota sin budget och lägga fram en ny budget till sitt nationella parlament. Det är dock så att kommissionens begäran läggs fram i ett yttrande, som inte är tvingande. Det får nog ändå anses svårt för en medlemsstat att bortse från kommissionens önskemål. Tanken är att en sådan begäran endast ska framföras i exceptionella fall, och regeln har endast tillämpats en gång 2018 på Italien. När kommissionen gör sina yttranden om budgetplanerna försöker den att begränsa sig till ekonomiska risker i planerna och inte att kommentera sådant som handlar om politiska värderingar.¹⁰³

Det här förfarandet går inte så långt som att kommissionen eller rådet ska *godkänna* budgetplanen. Det hade förmodligen krävt en fördragsändring. Men det har diskuterats under eurokrisen att inrätta en sådan procedur, vilket skulle vara långtgående. Att observera är att regeln om att kommissionens yttrande ska vara offentligt innebär att de finansiella marknaderna får en möjlighet att reagera. Det kan ha sin betydelse för medlemsstater i en utsatt position, vilket visade sig i Italiens fall 2018 då en reviderad budgetplan begärdes. En tanke med förfarandet är också att det nationella parlamentet ska bli medvetet om paktens krav.¹⁰⁴

¹⁰³ Författarens intervju i kommissionens DG ECFIN.

¹⁰⁴ Kommissionen föreslog 2025 ändringar av förordningen för att anpassa den till den senaste reformen av STP.

Europeiska finanspolitiska nämnden

Kommissionen beslutade 2015 att inrätta ett nytt rådgivande organ, Europeiska finanspolitiska nämnden (EFN).¹⁰⁵ Idén fanns i ”De fem ordförandenas rapport” om fördjupning av EMU. Nämnden är knuten till kommissionen som ett rådgivande organ. EFN ska utvärdera genomförandet av EU:s regelverk om offentliga finanser. Den ska också ge råd om genomförandet av pakten. Nämnden ska ha en oberoende ställning och den får inte ta emot instruktioner från kommissionen eller någon medlemsstat. I samband med reformeringen av den ekonomiska styrningen 2024 ändrades bestämmelserna om nämnden så att dess oberoende ställning markerades tydligare och nämnden ska mer kontinuerligt granska paktens tillämpning. Nämnden har en del andra uppgifter, däribland att hålla i samarbetet med och mellan de nationella finanspolitiska råden. EFN:s förste ordförande 2016–24 var en nestor inom europeiskt monetärt samarbete, den danske ekonomiprofessorn Nils Thygesen (född 1934). Genom åren har EFN publicerat en lång rad rapporter om STP och finanspolitiken i EU samt årsrapporter. I rapporterna kan man finna en hel del kritik mot hur STP tillämpas.

Med EFN har underlaget för att granska och debattera STP förstärkts. Det finns visserligen debatt och analys bland tankesmedjor och i akademiska kretsar av pakten, men EFN innebär ändå en institutionell förstärkning. Att EFN är oberoende och står fri att framföra kritik mot kommissionen och medlemsstaterna är väsentligt.

Aktivering av undantagsklausulen 2020

När pandemin Covid-19 bröt ut i början av 2020 stod det klart att medlemsstaternas offentliga finanser skulle utsättas för mycket stora påfrestningar. Det handlade dels om effekterna av det väntade fallet i BNP, dels om behovet av olika slag av offentliga stödinsatser. Detta aktualiserade behovet av att se till att STP inte skulle förhindra ett effektivt svar på pandemin. En del av reformeringen av STP i 6-pack var att införa en flexibilitet vid ekonomiska händelser utanför

¹⁰⁵ Kommissionens beslut 2015/1937 av den 21 oktober 2015 om inrättande av en oberoende rådgivande europeiska finanspolitisk nämnd. Beslutet reviderades genom kommissionens beslut 2024/2115.

medlemsstaters kontroll.¹⁰⁶ Det kunde gälla antingen en händelse som är specifik för en enskild medlemsstat eller en händelse som är generell för hela EU eller euroområdet. I fallet Covid-19 handlade det om det senare slaget av händelse.

Kommissionen föreslog i ett meddelande¹⁰⁷ att klausulen skulle aktiveras och Ekofinrådet höll med om det i ett videomöte i mars 2020. Därmed sattes i praktiken STP ur spel. Klausulen förblev aktiverad under hela Covid-19-pandemin, och den avaktiverades först från början av 2024.¹⁰⁸ Under de nästan fyra år som klausulen var aktiverad tillämpades inte STP. Exempelvis togs inga nya beslut om alltför stort underskott och den medlemsstat som redan var i underskottsförfarandet behövde inte följa de annars gällande kraven på rättelse.

Undantagsklausulen fanns visserligen genom reformen i 6-packet 2011 men att den skulle vara aktiv generellt under en lång period får ändå betecknas som ett tillkommande inslag i STP.

Reformen 2024

Reformeringen av pakten 2024 blev omfattande.

Det fanns en översynsklausul i regelverket om pakten, och av den anledningen initierade kommissionen en reformering i början av 2020. Den sattes emellertid nästan på en gång i vänteläge på grund av att Covid-19 bröt ut. Så småningom återupptogs översynen. Den innefattade en bred digital offentlig hearing, där det fanns möjlighet för olika intressenter att lämna bidrag. Ett omfattande arbete ägde rum bland experter och på politisk nivå. Det var en livaktig debatt i tankesmedjor och bland annan expertis. En väsentlig förändring efter pandemin var att den offentliga skulden hade stigit. I november 2022 summerade kommissionen sina planer (Kommissionen 2022). I april 2023 lade kommissionen fram lagförslag om reformering av pakten. Förslagen blev föremål för långvariga förhandlingar. De nya

¹⁰⁶ Undantagsklausulen var inte omedelbart tydlig i reglerna utan krävde en rätt noggrann läsning av texten. Den bestod av flera regler. De fanns i artiklarna 5.1, 6.3, 9.1 och 10.3 i förordning 1466/97 (förebyggande delen) och artiklarna 3.5 och 5.2 i förordning 1467/97 (korrigerande delen).

¹⁰⁷ Kommissionen 2020c.

¹⁰⁸ Kommissionen 2023a, s. 6ff.

förordningarna trädde i kraft i april 2024.¹⁰⁹ Förordningen om den förebyggande delen av pakten omarbetades helt. I förordningen om den korrigerande delen gjordes ändringar. Ändringarna av STP¹¹⁰ innebar en betydande förnyelse av pakten på flera olika sätt:

- Differentiering av kraven med hänsyn till medlemsstaternas olika förutsättningar.
- Nationellt ägarskap ges större vikt.
- Tidsperspektivet blir längre och inte som tidigare fokuserat på enstaka år.
- Skuld hållbarhet får ökad tyngd.
- Fokus på offentliga utgifter, som är en observerbar och direkt påverkbar variabel.
- Anknytning till investeringar och reformer som ökar tillväxten och bidrar till EU-mål.
- Större hänsyn till risk.
- Minskning av bötesbeloppen. Böter tillämpas mer gradvis. De finansiella marknaderna ska spela en disciplinerande roll.

Det blir en helt ny cykel för rapportering, övervakning och uppföljning i den europeiska planeringsterminen. Varje medlemsstat ska utarbeta en medelfristig finans- och strukturpolitisk plan som ersätter tidigare rapporteringskrav.¹¹¹ Denna plan ska föregås av teknisk vägledning från kommissionen. Det centrala i planen är en anpassningsbana för de offentliga utgifterna på fyra-fem års sikt.¹¹²

¹⁰⁹ Det gällde således förordningarna 1466/97 (förebyggande) och 1467/97 (korrigerande). Förordningen om den förebyggande delen omarbetades helt, och resulterade i en ny förordning (2024/1263). Kommissionen (2025c) lade hösten 2025 fram lagförslag som anpassar sanktionerna till tänkandet i det nya paketet och som förenklar och anpassar en hel del rapporteringskrav.

¹¹⁰ Reformeringen av STP innebär att substansen i den så kallade Finanspakten anses ha införlivats i EU:s rättsliga ram. Det framgår av ingressats 42 i förordning 2024/1263, ingressats 21 i förordning 2024/1264 och ingressats 8 i direktiv 2024/1265. Det framhålls att de tre nämnda rättsakterna bildar ett paket som införlivar Finanspaktens regler i den EU-rättsliga ramen.

¹¹¹ Kommissionen har gett ut en omfattande och detaljerad vägledning (delvis bindande, delvis icke bindande) för hur medlemsstaternas rapportering bör utformas (OJ C/2024/3975 av 21.6.2024). Se även Kommissionen (2024b).

¹¹² Det svenska Finanspolitiska rådet gör i sin rapport 2025, (kapitel 5) en pedagogisk genomgång av hur anpassningsbanan för de offentliga nettoutgifterna räknas fram i det nya ramverket.

Tiden kan förlängas till sju år om anpassningen kombineras med strukturella reformer (identifierade i den europeiska terminen) och offentliga investeringar, en möjlighet som bygger på att detta förväntas höja tillväxten och på så vis stärka hållbarheten i de offentliga finanserna.¹¹³ Hänsyn tas till regeringars mandatperioder. Planen ska ha politiskt stöd. Kommissionen gör en bedömning av den föreslagna planen och rådet godkänner den, efter eventuella korrigeringar. Kommissionens bedömning ska göras offentlig, och på det viset tänker man sig att de finansiella marknaderna ska kunna spela en disciplinerande roll.

När utgiftsbanan utarbetas måste den förhålla sig till en referensbana som baseras på en skuldhållbarhetsanalys utförd av kommissionen. Metodiken för skuldhållbarhetsanalyser har utvecklats som en del av STP-reformen, och analyserna redovisas i återkommande, utförliga rapporter. En första rapport om skuldhållbarhet enligt den nya metodiken kom 2024, och den innehåller en mängd information om medlemsstaternas offentliga skuld (Kommissionen 2024a). Rapporten skiljer på risk på kort, medellång och lång sikt. Risken bedömdes vara låg på kort sikt, men längre bort identifierades risker för de flesta medlemsstater, även Tyskland men inte Sverige. Rapporten analyserar flera aspekter av hållbarheten i de offentliga finanserna, som finansieringsbehoven (behov av upplåning och förnyelse av lån), garantiförbindelser och kostnader för en åldrande befolkning.

Varje medlemsstat ska årligen rapportera om genomförandet av sin plan. Kommissionen granskar genomförandet och upprättar ett "kontrollkonto", där den ackumulerade avvikelserna från den godkända banan för utgifterna ska anges. Om avvikelserna överskrider vissa gränsvärden kan det bli fråga om ett underskottsförfarande och så småningom ekonomiska sanktioner för euroländerna. Möjligheter finns att ändra anpassningsbanan om oförutsedda omständigheter har tillkommit. Begränsningarna gäller dock inte medlemsstater som i likhet med Sverige respekterar referensvärdena för underskott (3 procent av BNP) och skuld (60 procent av BNP).

Förutsättningarna för att ingripa mot en skuldutveckling som inte är hållbar har blivit tydligare, liksom differentieringen mellan

¹¹³ Enligt en analys av ECB-ekonomerna (ECB 2025b) kan en förlängning av perioden till sju år avsevärt minska det årliga anpassningskravet. Flera euroländer har utnyttjat möjligheten till förlängning.

medlemsstater med hög respektive låg skuld. Endast länder med en skuldkvot över 60 procent av BNP eller ett underskott större än 3 procent av BNP får en referensbana och tydliga anpassningskrav. En skuldkvot över 90 procent av BNP medför strängare krav. Länder som respekterar referensvärdena får lösare ”teknisk information” från kommissionen.¹¹⁴ Den tidigare uniforma regeln om att minska skulden med 1/20-del av skillnaden mellan skuldnivån och referensvärdet 60 procent av BNP avskaffas, då den visat sig vara orealistisk och omöjlig att genomdriva. Regeln ersätts med krav på efterlevnad av den landspecifika utgiftsbanan som förutsätter striktare anpassningskrav för länder med högre skuldhållbarhetsrisker. Ett regeringsskifte kan medföra rätt att ändra anpassningsbanan.

När de medelfristiga planerna bedöms ska alltså hänsyn tas till om medlemsstaten gör offentliga investeringar och reformer som förväntas öka tillväxten. Konjunkturen ska beaktas, liksom EU-mål om exempelvis försvar eller grön omställning. I granskningen av planerna ska nationella finanspolitiska råd spela en efterhand allt viktigare roll. Samtliga medlemsstater ska ha sådana råd, inte bara euroländerna som tidigare. Sverige har sedan länge ett Finanspolitiskt råd.

Filosofin kring sanktioner har ändrats i grunden. De tidigare mycket höga sanktionerna visade sig av olika skäl vara omöjliga att tillämpa. Böter och depositioner i den förebyggande delen av pakten har avskaffats. Böter finns kvar i den korrigerande delen, men beloppen är väsentlig lägre. Bötesbeloppet sätts numera till 0,05 procent av BNP (tidigare 0,2 procent av BNP) när en medlemsstat inte genomför effektiva åtgärder efter en rekommendation i anslutning till beslut om att ett alltför stort underskott föreligger. Denna bot kan upprepas var sjätte månad tills effektiva åtgärder vidas. En central sak är att de finansiella marknaderna väntas förstärka effekten av ett beslut om böter. Ett beslut om böter signalerar allvarliga problem med vilja och förmåga att ta itu med problem i de offentliga finanserna. Därmed skapar böter så kallad *reputational risk* som kan väntas ha en påtaglig effekt på upplåningskostnaderna (låneränta/*spreads*).

¹¹⁴ För Sverige gäller att det svenska nationella finanspolitiska ramverket ställer högre krav än den reformerade STP. Regeringen valde därför vid den första tillämpningen av den reformerade STP 2024–2025 att låta det nationella ramverket vara styrande.

Undantagsklausulen har gjorts tydligare. Det finns liksom tidigare en generell undantagsklausul och en ny nationell undantagsklausul. Detta ger en ökad flexibilitet som kanske inte blir helt lätt att hantera. Den nationella undantagsklausulen aktiverades 2025 på ett samordnat sätt för militär upprustning, vilket flertalet medlemsstater har utnyttjat (Kommissionen 2025b). Det finns dock ett tak på 1,5 procent av BNP 2025–28 och villkoret att skuldhållbarheten inte äventyras. Klausulens utnyttjande ger ändå ett betydande bidrag till ökade rustningsåtaganden upp till totalt 5 procent av BNP (som även inkluderar civilt försvar).

Det reviderade ramverket omfattar samtliga medlemsstater. Det är inte specifikt för euroländerna, utöver de bestämmelser som fanns tidigare.

Stora förändringar men problem är kvar

Stabilitets- och tillväxtpakten har således genomgått viktiga förändringar sedan 2003. Det som har varit beständigt är de två berömda referensvärdena 3 procent av BNP för underskottet och 60 procent av BNP för skulden. För övrigt kan man säga att det har varit svårt att finna den rätta avvägningen mellan strikta krav, ekonomisk realism och tydlighet. Det är ovedersägligt att pakten har blivit mer komplicerad, och att förstå regelverkets alla detaljer är dessvärre begränsat till en liten krets experter. Om man med reformen 2024 har funnit den rätta avvägningen mellan de olika hänsyn som måste styra paktens utformning får framtiden utvisa. Fokus på en observerbar och mer begriplig variabel – de offentliga utgifterna – och skuldhållbarhet är ändå något som gör pakten mer överskådlig.¹¹⁵

Europeiska finanspolitiska nämnden har en databas för hur de numeriska reglerna (som inte är identiska med de legala reglerna) i STP efterlevs.¹¹⁶ De numeriska reglerna gäller underskott, skuld, utgifter och medelfristigt mål. Sett över hela perioden 1998–2021 finner nämnden att Luxemburg, tätt följt av Sverige, har varit bäst

¹¹⁵ En bedömning på tjänstemannaplanet i kommissionen är att reformen bidragit till en bättre nationell debatt om budgetdisciplin och en flerårig planeringshorisont (författarens intervju vid kommissionens DG ECFIN).

¹¹⁶ Larch m.fl. 2023. Databasen kan nås på länken *compliance tracker* på EFN:s webbsida där det också finns definitioner. De numeriska målen är underskott (3 procent av BNP), skuld (60 procent av BNP), offentliga utgifter samt medelfristigt mål. Numerisk efterlevnad är inte samma sak som legal efterlevnad, det senare beror också på den flexibilitet som finns i regelsystemet.

med efterlevnad i 93 procent av fallen. Frankrike har varit sämst med efterlevnad i endast 22 procent av fallen. När EFN (2026) utvärderade den första tillämpningen av det nya ramverket framförde den en rad kritiska synpunkter mot alltför svagt agerande. Bland de kritiska punkterna fanns en alltför överseende attityd mot Frankrikes budgetplaner, underlåtenhet att dra in Rumäniens regionalpolitiska stöd och svagt genomförande av underskottsförfarandet.

Utvecklingen av de offentliga finanserna i eurozonen har inte varit bra. Skuldnivåer och underskott är alltför stora i flera fall. I tabell 5.1 redovisas några uppgifter för de sex euroländer som hade en skuldkvot på 90 procent av BNP eller mer. Både Grekland och Portugal har överskott i de offentliga finanserna och deras skuldkvot väntas sjunka. Grekland uppfyllde 2024 samtliga fyra numeriska krav, Portugal tre av fyra. Även Spanien har en fallande skuldkvot och uppfyllde två av fyra numeriska krav.

I den sämre änden bland euroländerna finns Frankrike med stort underskott, en hög och stigande skuldkvot samt dåligt uppfyllande av de numeriska kraven (noll av fyra). Italien har en hög och något stigande skuldkvot som väntas bli större än den grekiska 2027. Italien har dock ett primäröverskott och uppfyllde två av fyra numeriska krav. För Belgien är utvecklingen inte bra med stort underskott, stigande skuldkvot på över 100 procent av BNP och dåligt uppfyllande av de numeriska kraven (noll av fyra).

Tabell 5.1 Uppgifter om de offentliga finanserna i de sex euroländer som hade en skuldkvot på 90 procent av BNP eller mer 2025

Land	Saldo 2025	Skuldkvot 2025	Trend till 2027	Numeriska krav 2024
Belgien	-5,2	108	Ökar	0/4
Grekland	+1,7	146	Minskar	4/4
Spanien	-2,4	101	Minskar	2/4
Frankrike	-5,1	116	Ökar	0/4
Italien	-3,1	137	Ökar	2/4
Portugal	+0,7	90	Minskar	3/4

Källa: Kommissionens vårprognos 2026 och Europeiska finanspolitiska nämnden (EFN).
Anm.: Saldo avser procent av BNP. Kolumnen för numeriska krav avser antalet av fyra krav som uppfylldes. Enligt kommissionens prognos kommer Finland (skuldkvot 89 procent av BNP 2025) att 2027 ha en skuldkvot på 93 procent av BNP.

5.4 Statistik

Jämfört med 2003 är en nyhet att det har tillkommit väsentliga krav på medlemsstaternas budgetramverk och på statistik. Till en del är de kraven resultat av dyrköpta erfarenheter.

Statistik har ofta en undanskymd plats i debatten, men man inser lätt att statistik kan vara av stor, för att inte säga avgörande, betydelse i vissa lägen. När man bedömer om länder ska få införa euron eller då STP tillämpas är statistiken helt central. Grundfördraget innehåller en del regler om statistik. Generellt gäller enligt artikel 338 i FEUF att statistiken ska uppfylla krav på opartiskhet, tillförlitlighet, objektivitet och oberoende. För just offentliga finanser finns specifika krav.¹¹⁷ Det sägs till exempel att statistiken om offentliga finanser ska omfatta hela den offentliga sektorn. Det sägs också att det är kommissionen som ska tillhandahålla statistiken i viktiga delar av EMU. Det innebär i praktiken kommissionens statistikgren Eurostat. Det finns en normerande EU-ram genom Europeiska national- och regionalräkenskapssystemet, förkortat ENS 2010, som löpande uppdateras. Ibland uppstår tolkningsfrågor, och de hanteras i en etablerad process mellan medlemsstaterna och kommissionen. För statistiken på EU-planet, liksom nationellt, gäller en princip om oberoende och saklighet. Det sker efterhand en utveckling av metodiken. EU:s system för nationalräkenskaper utvecklas löpande och det har genomgått större översyner då och då. Det finns efter 2003 några händelser som vägt särskilt tungt.

Ett flagrant fall gäller Grekland som systematiskt hade lämnat oriktig budgetstatistik för att klara konvergenskraven. Det uppdagades 2004 att för perioden 1997–2003 hade budgetsaldot överskattats på i genomsnitt 2,1 procentenheter av BNP. Det innebar att Grekland vid prövningen år 2000 inte skulle ha varit kvalificerat för att införa euron. Det är emellertid inte möjligt att i efterhand ändra ett sådant beslut, det är "oåterkalleligt". Men fallet ledde till ett skarpt uttalande av Ekofinministrarna i december 2004, under nederländskt ordförandeskap. Kritik uttalades mot Eurostat/kommissionen, ECB och även självkritik mot rådet för otillräcklig noggrannhet vid prövningen av Greklands konvergens år 2000.¹¹⁸ Ändå återkom allvarliga problem med den grekiska

¹¹⁷ Protokoll nr 12 i FEUF om förfarandet vid alltför stora underskott.

¹¹⁸ Slutsatser av Ekofinrådet 2004-12-07.

statistiken om offentliga finanser, då ånyo kraftiga revideringar blev nödvändiga hösten 2009. Underskottet var i själva verket 12,5 procent av BNP, dubbelt så stort som tidigare rapporterats. Nyheten ledde till en förtroendekris för eurozonens övervakning av offentliga finanser och en ökning av spreadar. Allvarliga brister i den grekiska statistikmyndighetens oberoende uppdagades under eurokrisen.

En annan viktig förändring som har inneburit utmaningar för statistiken är de stora utvidgningarna av EU med tio nya medlemsstater i östra Europa. De länderna har inte någon lång tradition av oberoende statistik av hög kvalitet.

Det finns en förordning¹¹⁹ om statistik för underskottsförfarandet. Den har ändrats flera gånger. Större översyner av statistiken har gjorts vid några tillfällen. Ändringar 2014 innebar utökade rättigheter för Eurostat att göra kontrollbesök vid de nationella statistikmyndigheterna. Då har Eurostat rätt att verifiera olika slag av rutiner och processer, och Eurostat ges även access till statistikunderlag. Eurostat hade tidigare inte befogenhet att kontrollera den nationella statistiken, så systemet byggde på förtroende – eller förhoppning. När det grekiska falsariet 2009 uppdagades ledde det till att kommissionen tog initiativ till att ge Eurostat kontrollbefogenheter.

Möjligheter till kännbara böter för manipulering av statistik infördes genom 6-pack 2011. Böterna kan uppgå till som högst 0,2 procent av BNP. Kommissionen ges vidsträckta befogenheter till inspektioner och kontroller vid misstanke om att statistiken manipuleras.¹²⁰

Direktivet (2011/85, se nedan) om budgetramverk innehåller krav på statistiken för offentliga finanser. Kraven handlar om uppdaterad och frekvent publicering av statistik om olika delar av den offentliga sektorn, i enlighet med det europeiska nationalräkenskapssystemet. Manipulering av statistik kan leda till böter. Det har skett två gånger för brister på delstatlig nivå gällande Spanien (2015) och Österrike (2018).

För statistik generellt bör nämnas att i det Europeiska statistiksystemet (ESS) ingår en *Code of Conduct* från 2005 som täcker en

¹¹⁹ Rådets förordning 479/2009 om tillämpningen av protokollet om förfarandet vid alltför stora underskott som är fogat till fördraget om Europeiska Gemenskapen. Ändrad 2010 och 2014.

¹²⁰ Artikel 8 i förordning 1173/2011. Reglerna om böter och kontroll gällande statistik ändrades inte genom reformen 2024.

rad aspekter av hur statistik av god kvalitet tas fram, utöver lagstiftning. EU:s generella förordning om statistik¹²¹ reviderades 2015, bland annat med regeln att statistikmyndigheternas oberoende ska gälla ovillkorligen.¹²²

En hel del har således gjorts för att få till stånd tillförlitlig statistik. Kommissionen betraktar inte kvaliteten på statistik som ett problem längre.¹²³

5.5 Nationella budgetramverk

En annan förändring efter 2003 är krav på medlemsstaternas nationella budgetramverk. Sådana krav fanns överhuvudtaget inte 2003. Med budgetramverk menas den uppsättning regler som styr budgetprocessen. Reglerna kan innefatta statistik, numeriska mål för skuld och budgetsaldo, utgiftsregler, granskningar och utvärderingar och en del annat. För svensk del stärktes budgetramverket väsentligt efter 90-talsskrisen, och det omfattar i dagsläget saldomål, utgiftstak, skuldankare, bestämmelser om budgetens enhetlighet och regler för hur riksdagen fattar beslut om budgeten.¹²⁴

I 6-paket 2011 ingick ett direktiv (2011/85) om budgetramverk. Det gällde samtliga medlemsstater, och det kunde antas på grundval av en bestämmelse i fördraget (artikel 126.14, tredje stycket i FEUF) som handlar om genomförandet av underskottsförfarandet. Kommissionen inrättade redan 2006 en databas om medlemsstaternas budgetramverk, och där framgick tydligt att det fanns stora skillnader i utformning och kvalitet mellan medlemsstaterna. Med direktivet, som inte är direktverkande utan som medlemsstaterna har att genomföra nationellt, infördes en rad krav. Kraven är minimistandarder, som naturligtvis får införas på ett mer ambitiöst sätt. De gällde redovisning, statistik (se ovan), prognoser, införande av

¹²¹ Förordning 223/2009, senast ändrad 2024.

¹²² En annan generell förändring är inrättandet 2008 av *European Statistical Governance Advisory Board to the European Parliament and the Council* av Europaparlamentet och EU:s råd. Denna grupp som ska vara oberoende har i uppdrag att granska hur reglerna för EU:s statistik genomförs av Eurostat och andra. Gruppen leddes under sina första år av ordföranden i Eurogruppens arbetsgrupp (EWG); något som visar på betydelsen av just EMU-relaterad statistik. Gruppen publicerar en årsrapport som också innehåller rekommendationer. I sin årsrapport 2024 gjorde gruppen en överblick av hur alla tidigare rekommendationer hade följts upp. Den konstaterade att mer behöver göras, bland annat för att säkra statistikens oberoende.

¹²³ Författarens intervju med kommissionens DG ECFIN.

¹²⁴ Det finns ett beslut (enligt prop. 2025/26:1, avsnitt 5.5) om ändring av saldomålet till ett balansmål enligt förslag i SOU 2024:76.

numeriska regler och transparens. För euroländerna tillkom en del ytterligare krav genom 2-packet 2013.

Med reformen 2024 av den ekonomiska styrningen ändrades kraven på nationella budgetramverk.¹²⁵ Det betonades att ett medelfristigt perspektiv ska gälla, det vill säga att ramverket inte bara ska gälla ett enskilt år utan sträcka sig längre fram i tiden. De makroekonomiska prognoser som underbygger budgeten får inte vara för optimistiska – större skillnader jämfört med kommissionens prognoser ska förklaras. Det har diskuterats att ha en enhetlig prognosram, men så långt går inte kraven. Medlemsstaterna ska redogöra för viktiga utgiftsposter som inte syns direkt i budgeten, som garantiåtaganden och så kallade skatteutgifter som uppstår då selektiva skatteavdrag kan ha samma effekt som bidrag.

En nyhet är som nämnts att samtliga medlemsstater ska inrätta finanspolitiska råd ("oberoende finanspolitiska institutioner"). Ett sådant krav gällde tidigare endast euroländerna. Direktivet specificerar ett antal krav på dessa institutioners uppgifter och utformning. De ska ha en roll när det gäller att bedöma och utvärdera budgeten i olika aspekter.

5.6 Finanspakten

"Finanspakten" (*Fiscal Compact*) är den centrala delen i "Fördraget om stabilitet, samordning och styrning" (FSSS) som förhandlades över nyåret 2011/2012. FSSS var ett tyskt krav i förbindelse med att ESM inrättades.¹²⁶ Det diskuterades att göra en fördragsändring för att reglera Finanspakten, och då tänkte man sig att använda ett förenklat förfarande som finns i grundfördraget och som kunde vara tillämpligt i detta fall.¹²⁷ Storbritannien lade emellertid in veto, så i stället blev det ett mellanstatligt fördrag. I FSSS görs dock flera referenser till EU-lagstiftning, och såväl kommissionen, rådet som EU-domstolen tilldelas roller i fördraget. Det sägs också att reglerna inom fem år skulle införas i EU-lagstiftning. En del gjordes redan i

¹²⁵ Direktiv 2024/1265.

¹²⁶ Länken till ESM tydliggörs genom att det i ingressen i FSSS sägs att ett villkor för ESM-stöd är att landet i fråga har ratificerat FSSS och efterlever Finanspakten.

¹²⁷ Artikel 126.14, andra stycket, i FEUF.

2-paket. Med reformen 2024 av den ekonomiska styrningen anses substansen i Finanspakten vara införd i EU:s lagstiftning.¹²⁸

Finanspaktens tillkomst hänger samman även med ECB. Mario Draghi tillträdde som ECB-chef hösten 2011. Han sade då att större ambitioner för budgetdisciplin i form av en *fiscal compact* kunde bana väg för en mer aktiv insats från ECB:s sida. För ECB var det ett dilemma att hjälp till utsatta euroländer skulle kunna underminera incitamenten för budgetdisciplin, och det skulle vara djupt problematiskt med hänsyn till grundfördraget. Från kommissionens sida var man inte särskilt entusiastisk över Finanspakten, utan man ansåg att 6-paket kunde räcka (Rehn 2019, s. 300).

Det centrala i Finanspakten var att "härdas" det medelfristiga målet, ofta benämnt MTO (*medium-term-objective*). MTO gäller rättsligt sett inte lika strikt som referensvärdet för underskottet på 3 procent av BNP.¹²⁹ Förslagan var den tyska "skuldbromsen" som finns inskriven i den tyska grundlagen. I Finanspakten sägs att varje medlemsstat som har euron som valuta måste införa en regel om en budget i balans eller överskott. Det definieras i Finanspakten som ett strukturellt underskott på högst 0,25 procent av BNP eller 1 procent av BNP om skulden är låg. En viktig punkt gällde en automatiskt verkande korrigeringsmekanism, som skulle aktiveras om betydande avvikelser från MTO eller anpassningsbanan dit konstateras.

Det var mycket diskussion om formen på lagkravet. Tyskland ville att det skulle skrivas in i varje lands grundlag. Den slutliga formeln blev "bindande och permanenta bestämmelser, helst på konstitutionell nivå". En kontroll och uppföljning skrevs in, på så vis att kommissionen skulle rapportera om hur varje medlemsstat hade följt upp sin skyldighet om MTO, och en negativ bedömning kunde leda till process vid EU-domstolen. Även en annan medlemsstat kunde ta saken till EU-domstolen. Kommissionen har bara en gång (2017e) rapporterat om uppföljningen, och den konstaterade då att berörda medlemsstater efterlevde reglerna, även om sättet att göra det varierade.

Kommissionen fick en stärkt ställning i STP genom att euroländerna politiskt förband sig att stödja ett förslag från

¹²⁸ Se ovan, not i avsnittet om reformen 2024.

¹²⁹ Referensvärdet 3 procent av BNP baseras på artikel 126 i FEUF med protokoll nummer 12. MTO baseras på den mindre förpliktiggande artikel 121 i FEUF.

kommissionen om att ett alltför stort underskott föreligger, såvida inte en kvalificerad majoritet är emot. Detta innebar en utvidgning av beslutsregeln för omvänd kvalificerad majoritet som tillämpas på flera ställen i 6-packet.¹³⁰

FSSS gäller i sin helhet för samtliga euroländer. Övriga medlemsstater kunde frivilligt låta sig vara bundet av reglerna. Det har Danmark, Bulgarien och Rumänien gjort. Sverige har undertecknat och ratificerat FSSS, men valde att inte låta sig bindas av de materiella reglerna.¹³¹

5.7 Statsobligationer

Med Finanspakten och 2-packet infördes en skyldighet för euroländerna att kvartalsvis informera kommissionen och Eurogruppen om sina planer för emissioner av statsobligationer, det vill säga upptag av lån på de finansiella marknaderna. En sådan öppenhet ansågs kunna ge en bättre samordning och transparens, till exempel genom att undvika samtidiga mycket stora emissioner. Nyligen har rapporteringskravet förenklats.

Samordningen av statsobligationer stärktes ytterligare genom ESM-fördraget 2012. Där infördes en regel om att euroländernas statsobligationer skulle ha en klausul om *collective action*, allmänt förkortat CAC.¹³² Åtagandet emanerade från en lång och svår diskussion om skuldstrukturering. Grundregeln i många statsobligationer är att varje innehavare har vetorätt när det gäller att ändra villkoren, till exempel att skriva av en fordran, att sätta ned räntan eller att ändra amorteringstiden. Med en CAC ändras regeln om enhällighet till en kvalificerad majoritet, så att en enskild innehavare inte kan blockera beslut. Det blir därmed enklare att genomföra en skuldstrukturering.

Det har diskuterats att införa regeln även för medlemsstater som inte har euron som valuta, men detta har aldrig realiserats. För svensk del gäller att det finns CAC i statsobligationer som ges ut under engelsk lag. För dem som ges ut under svensk lag (huvuddelen) finns inte CAC.

¹³⁰ Beslutsregeln kunde inte införas på ställen där grundfördraget föreskriver en reguljär QMV.

¹³¹ Se prop. 2012/13:39.

¹³² Artikel 12.3 och ingressats 11 i ESM-fördraget, uttalande av Eurogruppen 2010-11-28.

Ytterligare steg togs av euroländerna i det reviderade ESM-fördrag som förhandlades fram till början av 2021.¹³³ Där ändrades regeln på så vis att så kallad *single limb aggregation* (på svenska enstegsaggregation) ska gälla för statsobligationer. Den tidigare överenskommelsen gällde för varje enskild emission. En stat emitterar statsobligationer vid flera tillfällen och med olika löptider. Det innebär att det kunde bli olika utfall av en omröstning för olika serier av statsobligationer. Den nya överenskommelsen från 2021 innebär att man gör en aggregation över alla statsobligationer med en CAC. Tanken var att det skulle bli ännu enklare att genomföra en skuld-omstrukturering. Det reviderade ESM-fördraget har dock inte ratificerats av Italien, så den nya regeln har i skrivande stund inte trätt i kraft.

¹³³ Tillägg till artikel 12.3 och till ingressats 11.

6 Samordning av ekonomisk politik

6.1 Samordning kan betyda olika saker

Offentliga finanser är en sak och där ställer EU:s regler substantiella och väsentliga krav som begränsar euroländernas handlingsutrymme. Men det finns förstås ett bredare spektrum av ekonomisk politik som har stor betydelse för ett lands ekonomiska utveckling och ibland för att EMU ska fungera bra. Det är politik som ligger i händerna på medlemsstaterna, men där det finns ett intresse för EMU:s funktion att medlemsstaterna agerar ansvarsfullt.

Modellen i Maastricht blev att monetär politik helt centraliseras till EU-nivån (exklusiv befogenhet) medan övrig ekonomisk politik beslutas av medlemsstaterna. Sådana beslut fattas i medlemsstaterna i demokratisk ordning av regeringar och parlament på basen av allmänna val. Det finns således en spänning mellan å ena sidan behovet att för EMU:s funktion kunna påverka den nationella ekonomiska politiken utifrån, och å den andra sidan demokratin på nationell nivå. OECD och IMF ger sedan länge råd om ekonomisk politik som länder kan välja att följa eller ignorera. Inom EU och EMU går ambitionen längre, men exakt hur relationen mellan EU-nivån och medlemsstater ska vara är inte alldeles klart.

Det är värt att göra några observationer:

- Syftar samordningen till att ländernas ekonomiska politik ska bli likartad (konvergera) eller är det fråga om att vissa grundregler eller principer respekteras? Eller ska man till och med sikta på en sammanhängande helhet, såsom man idealt sett tänker sig ett lands nationella ekonomiska politik? Detta klargörs inte av EU:s regelverk, som talar om "gemensamt intresse". Politiskt har man betonat ömsesidiga beroenden och effekter på andra länder och på eurozonen som helhet.

- Vad ska samordnas? Vad är egentligen ”ekonomisk politik”? Någon definition ges inte i grundfördraget. Makroekonomisk politik i form av penningpolitik, valutapolitik och finanspolitik är givna, liksom finansiell lagstiftning och banktillsyn, industripolitik och konkurrenspolitik. Men det finns områden där det kan vara svårt att dra gränsen, som klimat- och annan miljöpolitik, forskning och utveckling, ramarna för lönebildning och arbetsmarknadspolitik, för att ta några exempel som kan ha stor ekonomisk betydelse.
- Subsidiaritetsprincipen är grundläggande i EU-systemet; att beslut ska tas så nära medborgarna som möjligt. Men principen är dubbelriktad; om målen nås bättre genom centrala beslut är det så de ska tas. Befogenheter kan flyttas både uppåt och nedåt.
- Vilka påtryckningsmedel ska användas? Det kan vara fråga om politiskt uttalade mål, mjuka kollegiala påtryckningar eller skarpa instrument som höga böter eller ekonomiska belöningar. Valet av instrument påverkar naturligtvis hur styrande samordningen är.
- Är samordningen byggd på uppföranderegler eller på processer? Man kan likna vid trafiken där det finns regler för hur man ska bete sig. Det förenklar. I EU:s samordning av ekonomisk politik finns beteenderegler i form av de berömda referensvärdena för underskott och skuld (3 respektive 60 procent av BNP). Det finns också vissa principer om sunda offentliga finanser, inre marknaden, en öppen marknadsekonomi med fri konkurrens, prisstabilitet, effektiv resursfördelning, sunda monetära förhållanden och stabil betalningsbalans. Men mycket bygger på förhandlade lösningar och att man formulerar gemensamma mål. Förhandlade lösningar är mer krävande att nå fram till.

6.2 Läget 2003

Läget 2003 var i stora drag att reglerna i grundfördraget innebar en samordning i mjuka former. Medlemsstaterna ska ”betrakta den ekonomiska politiken som en fråga av gemensamt intresse” hette

det.¹³⁴ Ett nytt instrument hade införts från 1994 genom Maastricht-fördraget, nämligen de allmänna riktlinjerna för ekonomisk politik. Dessa överenskomms årligen av rådet på rekommendation av kommissionen, men riktlinjerna är inte bindande. Europeiska rådet hade i en resolution 1997 uttalat nödvändigheten av nära samordning av medlemsstaternas ekonomiska politik och pekat på några särskilt viktiga politikområden: eurons växelkurs, offentliga finanser, strukturpolitik gällande arbetsmarknad, produkt- och tjänstemarknader, kostnadsutveckling samt skatter. Principer om subsidiaritet och demokrati betonades.

Det fanns 2003 en komplex väv av olika samordningsprocesser, som hade fått namn efter den ort där de inrättades. Den mest synliga samordningen var Lissabonprocessen, som tillkom 2000 med det ambitiösa målet att EU till 2010 skulle bli "världens mest konkurrenskraftiga och dynamiska ekonomi med fler och bättre arbetstillfällena och en högre grad av social sammanhållning." Det fanns också en Luxemburgprocess för sysselsättning och en Cardiffprocess för strukturpolitik. Processerna utmärktes av tendenser till okontrollerad ökning av antalet mål, delmål och rapporteringskrav. Påverkan utövades i lösliga former.

Eurokrisen visade att det kan få allvarliga konsekvenser om medlemsstaters ekonomiska politik divergerar alltför mycket och inte svarar upp mot de krav som en gemensam valuta ställer. Krisländerna hade, i olika grad, stora underskott i bytesbalansen, dålig internationell konkurrenskraft, överhettad ekonomi, dåliga offentliga finanser, illa fungerande marknader eller osunda institutionella arrangemang. Krisen tydliggjorde att dålig ekonomisk politik skadar inte bara berört land utan även hela euroområdet. Den insikten förstärkte argumenten för en bättre samordning av medlemsstaternas ekonomiska politik. Det framstår i efterhand som ett politikmisstag att inte agera mot kreditexpansionen under eurons första decennium.

¹³⁴ Basen för samordning av den ekonomiska politiken är främst artikel 121 i FEUF. Därutöver finns skrivningar i artikel 119 (principer), artikel 120 och i artikel 3 i FEU (anknytning till målen för EU), samt i avdelning IX i FEUF om sysselsättning. Särskilt Storbritannien var mycket känsligt för långtgående skrivningar om samordning av den ekonomiska politiken. Således talas i den engelska fördragsversionen om medlemsstaternas *economic policies* (artikel 119.1 i FEUF) i pluralis, för att markera att det inte ska handla om att definiera en enda, enhetlig ekonomisk politik för medlemsstaterna. Den distinktionen görs inte i den svenska versionen av språkliga skäl (ordet politik har inte pluralform).

6.3 Lissabonfördraget

När Lissabonfördraget i en flerårig process togs fram av först ett konvent och sedan en regeringskonferens såg EMU ut att fungera väl. Förändringarna blev därför måttliga, men ändå av viss betydelse.¹³⁵ Starten för fördragsrevisionen var en deklaration 2001 i Bryssel förorten Laeken. EMU var långt ned på dagordningen men det ställdes en EMU-relaterad fråga i deklarationen, nämligen "Hur kan ekonomisk-politisk samordning ökas?" Konventet inrättade en arbetsgrupp för ekonomisk styrning. När Lissabonfördraget så småningom trädde i kraft 2009 kunde tre förändringar gällande ekonomisk-politisk samordning noteras.

För det första fick euroländerna *stor självständighet och nya instrument* för sin samordning. Tidigare gällde sammanhållning,¹³⁶ med tanken att det finns beroenden mellan alla länder i EU och att de medlemsstater som inte infört euron skulle försöka kvalificera sig. Det slogs fast i Lissabonfördraget om samordningen att "Särskilda bestämmelser ska tillämpas på de medlemsstater som har euron som valuta" (artikel 5 i FEUF). Ett nytt kapitel 4 om "Särskilda bestämmelser för de medlemsstater som har euron som valuta" infördes i avdelningen i FEUF som handlar om "Ekonomisk och monetär politik". Där infördes också (som framgått) en helt ny rättslig grund i artikel 136 som ger möjlighet till sekundärlagstiftning med mer långtgående regler för euroländerna. Det infördes även en bestämmelse om att kunna anta riktlinjer för den ekonomiska politiken för euroländerna. I de här frågorna beslutar rådet, med alla medlemsstater vid bordet, men endast euroländerna har rösträtt. Tidigare hade det funnits en sektion i de allmänna riktlinjerna som handlade om euroområdet och som euroländerna i praktiken utformade, men formellt sett hade alla medlemsstater rösträtt även om den sektionen.

Särskilt den nya artikel 136 i FEUF är värd att uppmärksamma. Den möjliggör lagstiftning för euroländerna som går längre än tidigare. Instrumenten som ingår i artikel 121 om samordning av ekonomisk politik och i underskottsförfarandet i artikel 126 kan användas på ett bredare fält än tidigare. Det handlar om övervakning, varning, rekommendation, samt förelägganden och sanktioner i

¹³⁵ En översikt finns i Lundberg (2010).

¹³⁶ På det monetära området gällde dock en princip om strikt uppdelning, så att icke-euroländer varken fick besluta om eller delta i möten om ECB:s penningpolitik.

form av böter, depositioner med mera. Det är inte så lätt att säga exakt vad som är möjligt på basen av artikel 136. Den tillämpades på ett extensivt sätt under eurokrisen.

Det andra området för förändring gällde *befogenheter och principer* för samordning av den ekonomiska politiken. Ett av konventets huvudsyften var att bringa reda i vilka beslut som tillhör EU respektive medlemsstaterna. Man skilde på exklusiv, delad och mellanstatlig befogenhet. I artikel 5 i FEUF sägs att "Medlemsstaterna ska samordna sin politik inom unionen." Det finns även skrivningar om sysselsättningspolitik och socialpolitik, men de skrivningarna är en bit svagare. Ett tidigare utkast om den ekonomiska politiken hade talat om att "Unionen ska samordna ...". Men mot det vände sig Storbritannien, som inte ville ha en samordning uppifrån.

Ett tredje område gällde *Eurogruppen*. Denna hade 2003 endast basen i en politisk text, nämligen den nämnda resolutionen från 1997. I Lissabonfördraget omnämns Eurogruppen i huvudtexten och Eurogruppen fick ett särskilt protokoll nummer 14 som ingår i fördraget. Eurogruppen är ett viktigt forum för ekonomisk-politisk samordning och behandlas närmare i kapitel 9 nedan.

6.4 6-packet och det makroekonomiska obalansförfarandet

Den europeiska terminen

Med 6-packet 2011 skedde viktiga förändringar av den ekonomisk-politiska samordningen. En läxa av krisen var att samordningen inte hade fungerat. En innovation var att inrätta den europeiska planeringsterminen. Tanken med den var att ge en enhetlig ram för alla olika processer. Möten i olika fora, initiativ från kommissionen, analytiska underlag, rapporteringskrav, antagande av olika slag av rättsakter; allt ska utgöra en fungerande helhet.¹³⁷ Ett centralt inslag i dagens termin är som framgått nationella medelfristiga finans- och strukturpolitiska planer, vars genomförande övervakas av kommissionen och rådet. Planerna är breda, och de ska förutom

¹³⁷ Den europeiska terminen infördes genom förordning 1466/1997, sektion 1-A, numera ersatt av förordning 2024/1263 där kapitel II reglerar den europeiska terminen. Sanktionerna för euroländerna regleras i förordning 1174/2011.

omfattande information om de offentliga finanserna även gälla den gröna omställningen, sociala frågor, energi och FN:s hållbarhetsmål.¹³⁸ Ett annat inslag i terminen, som dock fanns även 2003, är landspecifika rekommendationer om den ekonomiska politiken.

MIP

I substansen var en nyhet i 6-packet det makroekonomiska obalansförfarandet (*Macroeconomic Imbalances Procedure*, MIP). Två av rättsakterna inom 6-packet handlade om MIP, dels en som gäller alla medlemsstater, dels en som specifikt gäller för euroländerna och som innehåller skarpa påtryckningsmedel i form av depositioner och böter. MIP innebar en breddning av den förpliktigande samordningen för euroländerna. Förslaget om MIP var föremål för intensiv debatt.

Makroekonomiska obalanser var ett ämne som inte togs upp i förhandlingen i Maastricht och inte heller i förberedelserna för den tredje etappen. Fokus där låg på budgetdisciplin och risken för asymmetriska chocker mot bakgrund av teorin för optimala valutaområden. Bakgrunden till makroekonomiska obalanser i en valutaunion är sammansatt, men en viktig roll spelas av stora flöden på de finansiella marknaderna. En annan viktig sak är alltför stor och riskfylld skuldsättning i den privata sektorn. Risker av det slaget underskattades tidigare. Finländaren Olli Rehn (2019, kap. 18), som var ansvarig kommissionär då 6-packet lades fram, menar att det var en allvarlig försummelse att inte långt tidigare uppmärksamma risken för makroekonomiska obalanser av olika slag, särskilt de som var relaterade till de finansiella marknaderna. Mot den bakgrunden kan man säga att MIP representerar ett väsentligt tillägg till EMU:s arkitektur. Finansiella risker övervakas därutöver genom tillsynen i Bankunionen och myndigheterna EBA och ESRB.

Bytesbalansen är en central variabel i MIP. Underskott i bytesbalansen var ett väsentligt inslag i eurokrisen. Sådana underskott kunde i sin tur bero på andra obalanser (överhettning, dålig internationell konkurrenskraft). Men även överskott i bytesbalansen sågs som ett problem. Sådana överskott har länge varit ett omtvistat

¹³⁸ Kommissionen har gett ut en detaljerad vägledning om hur medlemsstaterna bör utforma sin rapportering. Se not i kapitel 5.

ämne, där länder med stora och långvariga överskott i bytesbalansen (Tyskland, Nederländerna och även Sverige) av flera länder anses utgöra problem som handlar om att investeringar och inhemsk efterfrågan är otillräckliga, vilket kan leda till en obalans för hela euroområdet. Tyskland har en lång historia att bemöta sådan kritik, inte minst i globala sammanhang som IMF och G20. Men det är ändå så att stora underskott i bytesbalansen är en mer direkt risk för de länder som har sådana. Det som har hänt är att underskottsländerna har korrigerat sina underskott, medan överskottsländerna inte har ändrat sig.

MIP omfattar samtliga medlemsstater, men möjliga negativa effekter på EMU pekas särskilt ut. Kommissionen har uppdraget att övervaka makroekonomiska obalanser. MIP startar på hösten med en årlig rapport, där risker för obalanser i alla medlemsstater identifieras och analyseras med syftet att tidigt upptäcka sådana som behöver ytterligare analys. En bas för analysen är en resultattavla (*scoreboard*) med en uppsättning indikatorer som ska täcka både interna och externa obalanser. Det ska finnas tröskelvärden som inte bör överskridas. Indikatorerna är i dagsläget 13 till antalet och innefattar bytesbalans, enhetsarbetskostnader, exportandelar, externa investeringar, hushållens skuldsättning, huspriser, arbetslöshet och arbetskraftsdeltagande. Förutom de 13 huvudindikatorerna finns det ett större antal hjälpindikatorer. På denna basis väljs sedan de länder för vilka en fördjupad analys behövs för att identifiera eventuella obalanser eller alltför stora obalanser (*excessive imbalances*).

Ett möjligt följande steg i MIP är att efter det att en alltför stor obalans har identifierats trappa upp processen (*Excessive Imbalances Procedure*, EIP). Då kan den berörda medlemsstaten uppmanas att upprätta en plan för korrigerande, vars genomförande sedan övervakas av kommissionen och rådet. Processen liknar underskottsförfarandet, med eskalerande påtryckningar. Den här delen av MIP har dock inte aktiverats så här långt. För euroländerna innehåller den möjlighet till kännbara sanktioner i form av icke-räntebärande depositioner och böter. Sådana sanktioner kan följa om berörd medlemsstat inte lägger fram en tillräckligt bra plan för att korrigera obalansen och inte genomför en plan. Beslut tas med omvänd kvalificerad majoritet, det vill säga att kommissionens initiativ (i form av en rekommendation) antas om inte en kvalificerad majoritet röstar emot.

Själva förfarandet om makroekonomiska obalanser ändrades inte genom den stora reformen 2024 av den ekonomiska styrningen. Det görs dock en länk genom att de nyinrättade finans- och strukturpolitiska planerna kopplas till MIP.¹³⁹

MIP möter ännu starkare problem med legitimitet än sanktionerna i STP. MIP kan ses som en breddning av den ekonomisk-politiska samordningen som är problematisk att tillämpa. Att utifrån, med starka påtryckningsmedel ingripa mot medlemsstater som inte korregerar sina makroekonomiska obalanser är inte lätt. MIP har inte en lika stark förankring i grundfördraget som STP.¹⁴⁰ Den tillämpning som gäller är att de fördjupade analyserna följs av en specifik övervakning, som innebär en intensifierad dialog mellan medlemsstat och kommission. Det förfarandet gäller alla medlemsstater. Den mest inträngande delen av MIP har således inte tillämpats så här långt. Att instrumenten ändå finns kan ha sin betydelse i Extremsituationer. Det kan bidra till att undvika en sådan uppbyggnad av obalanser som föregick eurokrisen om berört land inte rättar till obalanser i eget intresse.

6.5 Europluspakten och produktivitetsnämnder

Ett par samordningsinitiativ av löslik karaktär bör omnämnas. Våren 2011 då eurokrisen var i ett allvarligt läge antogs den så kallade "Europluspakten".¹⁴¹ Pakten var bred vad gäller berörda politikområden, men mjuk vad gäller styrinstrument. Upplägget var att medlemsstaterna utifrån gemensamma mål skulle göra åtaganden om konkreta åtgärder för konkurrenskraft, offentliga finanser, sysselsättning och finansiell stabilitet. Pakten skulle följas upp genom rapportering av kommissionen och återkommande kontrollstationer i Europeiska rådet. Deltagandet var obligatoriskt för euroländerna

¹³⁹ De två rättsakter i 6-paket som reglerar MIP är förordningarna 1174/2011 och 1176/2011, vilka inte ändras. Det finns i artikel 31 i den nya rättsakten 1263/2024 en anknytning till MIP så att rapporteringskraven blir konsistenta.

¹⁴⁰ MIP baseras på artikel 121 (icke bindande samordning) tillsammans med artikel 136 (möjlighet till starkare påtryckningsmedel för euroländerna). Se vidare Leino-Sandberg och Losado Fraga (2020).

¹⁴¹ Europeiska rådets slutsatser den 24–25 mars 2011, Bilaga I. Tillämpning av den så kallade öppna samordningsmetoden. Denna fick en viss spridning genom Lissabonstrategin och det diskuterades i konventet att fördragsfästa den. Kritikerna menade dock att så inte borde ske, då metoden strider mot den kommittära metoden (lagstiftning genom kommissionen och rådet) som anses höra till Europaintegrationens kärna.

och frivilligt för övriga medlemsstater. Storbritannien, Sverige, Tjeckien och Ungern valde att inte delta. Pakten har efterhand avaktiverats och gått upp i andra förfaranden.

Euroländerna rekommenderades 2016 att inrätta nationella produktivitetsnämnder med oberoende ställning.¹⁴² Icke euroländer uppmuntrades att göra detsamma. Dessa nämnder skulle ha i uppdrag att analysera nationell produktivitet och konkurrenskraft och bidra till debatt och förslag på detta vida område.

6.6 Legalism eller kollegial samverkan?

Det höjs ofta röster för en bättre ekonomisk-politisk samordning i eurozonen, men ändå används inte tillgängliga styrmedel. Analyser av genomslaget för EU:s rekommendationer i medlemsstaternas ekonomiska politik visar på en låg grad av påverkan. En rapport från tankesmedjan Bruegel (Efsthathiou och Wolff 2019) med fokus på MIP visade på att EU:s rekommendationer inte följdes i någon större grad. När de följdes fann man ett samband med press från marknaden, däremot inte från EU:s legala ramverk. En senare och bredare studie från Bruegel (Darvas 2024) gav liknande resultat. Bundesbank konstaterade 2015 lakoniskt *Despite all the coordination mechanisms in place, the euro-area member states have more or less free rein in economic and fiscal policy*.¹⁴³

Orsaken kan naturligtvis vara att kommissionens och rådets rekommendationer är av dålig kvalitet eller inte ses som en prioritet. Men hellre bör man reflektera över relationen EU – medlemsstat.¹⁴⁴ Det är ändå så att det som ska samordnas är beslut som ligger i händerna på medlemsstaternas regeringar och parlament som utses genom demokratiska val. Legitimiteten för EU-ingripanden är inte oproblematisht. Inte ens offentliga finanser, där det finns tydligare normer och en fastare grund för påtryckningar, har blivit föremål för sanktioner. MIP har breddat samordningen till områden där be-

¹⁴² Rådets rekommendation av den 20 september 2016 om inrättande av nationella produktivitetsnämnder (2016/C 349/01). Sverige har inte inrättat en sådan nämnd men Danmark har gjort det. En översikt av genomförandet finns i Garcia m.fl. 2024.

¹⁴³ Bundesbank Monthly Report 2015:3, s. 15ff.

¹⁴⁴ Leino och Saarenheimo (2016) diskuterar utförligt legitimiteten för en ingripande samordning.

fogenheterna ännu tydligare inte ligger hos EU utan hos medlemsstaterna.¹⁴⁵

I EMU-fördjupningen har en längre gående ekonomisk-politisk samordning diskuterats. Kommissionen har lagt fram förslag om bindande standarder, vilket skulle kunna gälla specifikationer på tvingande strukture reformer. Detta har dock uttryckligen avvisats av euroländerna.¹⁴⁶ Det är en realitet att det finns en ovilja att avstå från nationella befogenheter i den ekonomiska politiken, även efter eurokrisen.

En annan idé är en makroekonomisk samordning för att nå en lämplig stabiliseringspolitisk policy-mix av finans- och penningpolitik. Frankrike har sedan länge drivit på för en sådan makroekonomisk samordning, men Tyskland säger nej. ECB säger bestämt nej till att medverka i en samordning som kan inkräkta på dess oberoende. Här har man ändå kommit en bit på vägen. Den Europeiska finanspolitiska nämnden (EFN) ska ge en rekommendation om vad som är lämplig finanspolitisk hållning för euroområdet som helhet. De allmänna riktlinjerna för euroområdet kan innehålla skrivningar om den samlade finanspolitiken.

Ett alternativt sätt att se på reglerna för ekonomisk-politisk samordning är att betrakta dem som en ram för samarbete. För euroområdet är det verksamheten i Eurogruppen som det finns skäl att se närmare på (kapitel 9). Där är det övertygelse genom sakargument och kollegiala påtryckningar som ska leda till en ansvars-tagande ekonomisk politik. När det kommer till kritan är det ändå ett nationellt egenintresse att föra en ekonomisk politik som svarar upp mot det som krävs i en valutaunion.

Samtidigt bör man ha i minnet att EU-systemet inrymmer kraftfulla styrmedel i vissa fall:

- Om en medlemsstat behöver betalningsbalansstöd (ESM) innebär det i praktiken förlust av den ekonomisk-politiska självständigheten och starkt tvång att vidta kraftfulla åtgärder på en rad områden.
- De planer som infördes till följd av pandemin (NGEU) innebär starka ekonomiska incitament för en bred krets ekono-

¹⁴⁵ En tidigare domare i den tyska Författningsdomstolen har i en intressant analys bedömt att MIP är alltför ingripande i politiska beslut som tillhör medlemsstaterna (di Fabio 2013).

¹⁴⁶ Förslaget finns i "Five Presidents' Report" (Juncker m.fl. 2015). Det avvisades av Eurogruppen i mars 2016, se uppsummeringsbrev från det mötet.

miska åtgärder, men NGEU gäller samtliga medlemsstater och är inte specifik för euroområdet.

Det är möjligt att blotta existensen av sanktioner bidrar till bättre ekonomisk politik, men det är svårt att belägga.

7 Stabilitetsmekanismer

När Sverige folkomröstade om euron 2003 fanns inte någon stabilitetsmekanism¹⁴⁷ för euroländerna. Det fanns ett betalningsbalansstöd för medlemsstater utanför euron. Ett sådant hade funnits länge i EU, utformat som ett möjligt komplement till stöd från Internationella Valutafonden (IMF) och med viss anknytning till växelkursmekanismen ERM.¹⁴⁸ Eurokrisen gjorde emellertid tydligt att även euroländer kan behöva stöd av detta slag. Förmodan var annars att endast stabila länder skulle få införa euron och sådana länder ska inte få problem med sin statsskuld. Det fanns även en farhåga för *moral hazard* – om man räknar med att bli räddad ser man inte om sitt hus. I Maastricht inrättades följaktligen inte någon mekanism för euroländer i kris. Idag finns den permanenta Europeiska Stabilitetsmekanismen (ESM), som är en viktig del av EMU:s arkitektur.

7.1 Varför behövs stabilitetsmekanismer?

Så gott som alla stater har en offentlig skuld, och det innebär att räntor och amorteringar ska betalas. Lån behöver förlängas, och det sker oftast genom att staten säljer nya obligationer på de finansiella marknaderna, samtidigt som man löser in obligationer som har

¹⁴⁷ Det finns flera termer i omlopp för samma sak: förutom stabilitetsmekanism också räddningsskärm, brandvägg, krismekanism med mera. Här används genomgående "stabilitetsmekanism" (och "stabilitetsstöd") som blivit den etablerade termen och som även skrivits in i Lissabonfördraget (artikel 136.3 i FEUF).

¹⁴⁸ EU:s betalningsbalansstöd har funnits sedan Wernerplanen 1971 och det ges enligt artikel 143 i FEUF samt förordning 332/2002, senast ändrad genom förordning 431/2009. Stödet har använts flera gånger: Italien (1974, 1976, 1977, 1993), Irland (1976), Frankrike (1983) samt Grekland (1985, 1991) och på senare år Ungern (2008), Lettland (2008) och Rumänien (2009, 2011, 2013). Detta stöd består av lån som återbetalas och som är knutna till ekonomisk-politiska villkor. Medel för lånen tas inte från EU-budgeten, utan de lånas upp av EU på de finansiella marknaderna med stöd av garantin i beslutet om egna medel.

förfallit till betalning, vilket innebär att gamla lån ”rullas över” till nya lån. Nya lån kan behöva tas upp om det är underskott i budgeten. I normala tider är denna process inte något problem och den fortgår obemärkt för de flesta. Men i en djup kris kan det bli svårigheter. Investerare kan förlora förtroendet för landets ekonomi och kräva höga räntor eller vägra att låna ut till landet i fråga. Då ställs landets ledning inför svåra val. Den kan lägga om den ekonomiska politiken och göra kraftfulla budgetförstärkningar för att återställa förtroendet. Den kan omprioritera bland offentliga utgifter så att det finns pengar till räntor och amorteringar. Den kan sluta att betala räntor och amorteringar, men det leder som regel till fördjupad kris då kreditvärdigheten försämras. En annan lösning är att försöka omstrukturera skulden genom överenskommelse med långivarna. Det kan, om det lyckas, innebära omläggning av betalningsfrister och räntor, amorteringsfria perioder eller nedskrivning av skuldbeloppet. Men en sådan omstrukturering är smärtsam för långgivare och den kan långvarigt ge ett dåligt rykte som låntagare. Dessutom brukar politiska konsekvenser följa i form av regeringskriser och annat.

I en valutaunion som eurozonen tillkommer ytterligare omständigheter. Euroländernas offentliga skuld liknar utlandsskuld, eftersom de inte har en egen valuta med en nationell centralbank som i absolut sista hand kan träda in och köpa statsobligationer.¹⁴⁹ För banksystemen är innehav av statsobligationer en viktig tillgång som normalt är likvid och av hög kvalitet. Som framgått finns en *home bias*, det vill säga att bankerna har en benägenhet att inneha sitt hemlands statsobligationer i hög grad. Om dessa förlorar i kreditvärdighet minskar bankernas möjligheter att låna i ECB och i förlängningen att förse företag i hemlandet med krediter för investeringar och drift. Ännu en omständighet är risken för smittoeffekter. Den risken demonstrerades tydligt vid en del tillfällen under eurokrisen, och denna risk finns inskriven i regelverket för ESM som en omständighet att beakta då ESM tar ställning till stöd.

Det finns således goda skäl till att stater ska ha tillgång till nödlån, så att de i ordnade former kan återställa förtroendet för sin ekonomiska politik samtidigt som de sköter räntor och amorteringar. I

¹⁴⁹ Medlemsstaterna utanför euroområdet har en egen centralbank med fulla befogenheter, men även de lyder under förbudet mot monetär finansiering (artikel 123 i FEUF) som gäller monetarisering av statsskulden (”sedelpressfinansiering”).

Bretton Woodssystemet var en central uppgift för IMF att kunna ge betalningsbalansstöd till medlemsstater i kris. Den funktionen finns kvar, även sedan systemet med fasta växelkurser övergavs i början av 1970-talet. En lång rad låg- och mellaninkomstländer har genom åren fått IMF-stöd. Bland utvecklade länder är sådant stöd sällsynt, men både Italien (1974 och 1977) och Storbritannien (ett omfattande program 1976–77 och flera andra lån) har behövt gå till IMF. Många länder av det förstnämnda slaget har haft skuldkriser, då de inte klarat sina betalningar och omstrukturerat sin offentliga skuld, som regel med hjälp av IMF. Men utvecklade länder i väst har under efterkrigstiden inte omstrukturerat sin offentliga skuld – fram till den stora grekiska omstruktureringen 2012. För EU:s medlemsstater är skuldomstrukturering något närmast otänkbart; ett faktum som i hög grad präglat diskussionerna om stabilitetsmekanismer.

Det har funnits tankar om ett slags IMF inom EU – en europeisk valufond, men de har aldrig realiserats i sin mer ambitiösa form trots att kommissionen gjorde ett allvarligt försök 2017.

7.2 En svår väg till ESM¹⁵⁰

Improvisationer

När den grekiska krisen bröt ut på allvar i början av 2010 hade en möjlighet varit en omstrukturering av den höga grekiska statskulden. Grekland är inte en avancerad ekonomi, och många mellaninkomstländer har genomgått skuldomstruktureringar. Men de förödande effekterna av USA:s beslut att låta Lehman Brothers gå i konkurs låg då nära i tiden och den erfarenheten var ett huvudskäl till att eurozonens beslutsfattare fruktade svåra smittoeffekter om de valde den vägen. I stället genomfördes komplicerade improvisationer under stor tidspress:

- Samordnade, bilaterala lån från euroländerna till Grekland på 80 miljarder euro (kombinerat med ett IMF-program på 30 miljarder euro).
- Inrättande av ett program för betalningsbalansstöd på 60 miljarder euro genom upplåning baserad på EU-budgeten;

¹⁵⁰ Avsnittet bygger på ESM (2019), Rehn (2020) och författarens egna anteckningar.

European Financial Stability Mechanism (EFSM). EFSM blev möjligt genom att tillämpa en regel om särskilt krisstöd.¹⁵¹

- Utfästelse om att euroländerna snabbt skulle inrätta en temporär stabilitetsmekanism, det som sedan blev *European Financial Stability Facility* (EFSF), med en nominell utlåningskapacitet på 440 miljarder euro.

Tidigare förbundskanslern Angela Merkel (2024, s. 388f) berättar att hennes ekonomiske rådgivare Jens Weidmann (sedermera chef för Bundesbank) gjorde ett överslag på hur stort det samlade paketet behövde vara, baserat på de utsatta ländernas kommande skuldtjänst (nya lån, betalning av räntor och amorteringar). Han kom fram till ett belopp på 750 miljarder euro. Därav skulle EFSF stå för 440 miljarder euro, EFSM för 60 och IMF för 250. Beloppet från EFSF visade sig senare vara en överskattning.¹⁵²

Alla de valda instrumenten hade svagheter. De bilaterala lånen krävde en komplicerad koordinering, som man dock lyckades med. EFSM var ett instrument för hela EU och det begränsades av utrymmet under taket för EU-budgetens egna medel, som vid det aktuella tillfället råkade tillåta en upplåning på 60 miljarder euro.¹⁵³ Storbritannien var från början skeptiskt, men accepterade ändå EFSM i en stund av nöd. EFSF kunde bara bli temporär, eftersom en sådan mekanism behövde respektera att dylika krisinsatser måste vara tillfälliga – det var i alla fall den konservativa tyska synen. Till det samlade paketet bör man även räkna ECB:s SMP-program med obligationsköp som gynnade de utsatta länderna (se kapitel 4).

ECB lade fram förslag om den permanenta ESM redan vid krismötet i maj 2010, men det kom legala invändningar.¹⁵⁴ Det blev i stället den temporära EFSF. EFSF förhandlades i stor hast på försommaren 2010. Faciliteten baserades helt på garantier från euroländerna, och den inrättades som ett privat bolag under Luxemburgs lagstiftning för en period på tre år. Reglerna skrevs in i ett avtal som

¹⁵¹ Artikel 122.2 i FEUF, som tillåter flera olika slags EU-stöd i en krissituation.

¹⁵² Den reella kapaciteten hos EFSF låg på cirka halva beloppet då den kunde bygga endast på de garantier som kom från medlemsstaterna med den högsta kreditvärdigheten, givet att EFSF behövde ha högsta rating (AAA). I oktober 2011 utökades därför garantiramen till 780 miljarder euro för att nå upp till den eftersträlvade kapaciteten.

¹⁵³ EFSM regleras av förordning 407/2010, som ändrades 2015 efter det grekiska överbrygningslånet, där Storbritannien och även Sverige ville ha särskilda säkerheter om EFSM framdeles skulle användas för euroländer.

¹⁵⁴ Rostagno m.fl. 2019, s. 182.

undertecknades den 7 juni 2010. EFSF behövde byggas upp helt från grunden. Ingenting fanns att bygga på. Personalstyrkan var minimal, endast tolv personer från starten. En kritisk funktion var att organisera upplåningen på de finansiella marknaderna. Det är ingen självklar sak för en ny aktör att lyckas låna de stora belopp som det var fråga om. Omfattande kontakter med ratinginstitut och potentiella investerare krävdes. En del anpassningar behövdes för att få den eftersträvarde AAA-ratingen, som erhöles redan i september 2010 av alla de tre ledande ratinginstituten.¹⁵⁵ Det fanns en tanke från början att blotta existensen av EFSF skulle vara nog för att lugna marknaderna. Men det visade sig snart att EFSF behövde aktiveras. Det första fallet var Irland hösten 2010, som snart därefter följdes av Portugal och senare Grekland.

Permanent mekanism och fördragsändring

Diskussioner om en permanent stabilitetsmekanism fördes 2010 i en arbetsgrupp ledd av Europeiska rådets ordförande Hermann van Rompuy. Gruppens huvudprodukt var 6-packet, men den rekommenderade även en permanent stabilitetsmekanism. Ett toppmöte i oktober 2010 godkände i princip en sådan mekanism, med det viktiga förbehållet att artikel 125 i FEUF (eget ansvar/*no-bail-out*) inte skulle ändras. Eurogruppen enades om huvuddragen i mekanismen vid ett möte i oktober 2010. Vid toppmötet i december 2010 godkändes att arbeta vidare med mekanismen. Inte minst viktig var en överenskommelse om en begränsad fördragsändring. Det gällde en ny artikel 136.3 i FEUF:

De medlemsstater som har euron som valuta får inrätta en stabilitetsmekanism som ska aktiveras om det är oundgängligt för att trygga stabiliteten i euroområdet som helhet. Beviljande av varje erforderligt finansiellt stöd inom ramen för mekanismen kommer att vara föremål för strikta villkor.

En viktig poäng med den valda formuleringen var att den inte krävde en stor process med konvent för att ändra grundfördraget, därför att inga nya befogenheter överfördes till EU. Det är bara fråga om ett klarläggande samt de viktiga villkoren om ”strikta villkor” och att

¹⁵⁵ Anpassningarna gällde att höja garantinivån för enskilda emissioner till först 120 procent och senare till 165 procent samt att inrätta en kontantreserv.

mekanismen ska aktiveras endast om det är ”oundgängligt för att trygga stabiliteten i euroområdet som helhet” (*ultima ratio*). Särskilt från tysk sida ansågs att ett sådant klarläggande var nödvändigt, framför allt för att inte komma i konflikt med artikel 125 om eget ansvar (som förblev oförändrad). Fördragsändringen behövde sedan ratificeras av alla medlemsstater.¹⁵⁶

Först smalt, sedan bredare

ESM baseras på ett mellanstatligt fördrag. Det arbetades snabbt fram i början av 2011, och den 11 juli 2011 undertecknades ett ESM-fördrag. När eurokrisen intensifierades insåg man att ESM behövde förstärkas. Från början fanns endast stödformerna lån och obligationsköp på primärmarknaden. Arsenalen stödinstrument utökades väsentligt – med inspiration från IMF – till två förebyggande stöd, ett stöd för indirekt rekapitalisering av banker och ett stöd för obligationsköp på sekundärmarknaderna. Skrivningarna om skuld-hållbarhet mjukades upp och starten för ESM tidigarelades från 2013 till 2012. Ett reviderat ESM-fördrag skrevs under den 2 februari 2012.

En liknande förändring skedde med EFSF. Från början fanns endast stödformen lån, förbundet med ekonomisk-politiska villkor enligt IMF:s modell. Den 18 oktober 2011 undertecknades ett reviderat EFSF-avtal med flera nya stödformer. Dessutom skulle gälla att nya EFSF-stöd inte ges då ESM väl hade startat.

Rättsliga gränser

ESM blev rättsligt utmanat i det så kallade Pringlemålet (se ovan kapitel 5). Där var en huvudfråga om artikel 125 om eget ansvar/*no-bail-out* verkligen tillåter ett stöd av det slag som ESM ger. EU-domstolen menade i sitt avgörande i november 2012 att dylikt stöd är tillåtet förutsatt att det ges på ett sådant sätt att incitamenten för sunda offentliga finanser upprätthålls. Ett lån förbundet med villkor är därmed tillåtet. Det är däremot inte tillåtet för ESM att ge stöd i

¹⁵⁶ För svensk del godkände riksdagen ändringen i maj 2012 efter förslag i prop. 2011/12:66. Se även Ds 2011:25. Den förenklade proceduren för fördragsändringar regleras i artikel 48.6 i FEU.

form av garanti för offentlig skuld. I den tyska Författningsdomstolen drev ett stort antal klagande rättsprocesser mot EFSF och ESM. I domar som kom 2011, 2012 och 2014¹⁵⁷ gav domstolen grönt ljus för tyskt deltagande, men den ställde villkor som har präglat ESM:s utformning.

En idé som luftats är att ge ESM samma möjlighet som banker att finansiera sig i ECB mot säkerhet.¹⁵⁸ Det skulle potentiellt ge ESM väldiga resurser. Men det har avvisats med hänvisning till att ESM i rättslig mening inte är något kreditinstitut som har tjänster för allmänheten och som tar emot insättningar. Därmed är förbudet mot monetär finansiering tillämpligt.

ESM startade sin verksamhet den 8 oktober 2012.

7.3 Användning av stabilitetsmekanismerna

Fem euroländer har fått stabilitetsstöd (tabell 7.1). Det mest omfattande och komplicerade stödet har gått till Grekland. Irland fick stöd av både EFSM och EFSF och dessutom bilaterala lån från Sverige, Danmark och Storbritannien. Portugal fick också stöd från EFSF och EFSM. I alla dessa fall rörde det sig om reguljära lån med konditionalitet (ekonomisk-politiska villkor). Det spanska programmet vid ESM bestod av indirekt rekapitalisering av banker. Det ville säga att ESM gav stöd till spanska staten, som ansvarade för lånet och använde det för att rekapitalisera banker. Mindre än hälften av programmets 100 miljarder euro betalades ut.

¹⁵⁷ Den slutliga domen om ESM kom den 18 mars 2014, se pressmeddelande om mål 2BvR 1390/12. Centralt i domen var att säkra Förbundsdagens (parlamentets) budgetmakt som domstolen anser vara fundamental för tysk demokrati.

¹⁵⁸ Den förmodade möjligheten finns i artikel 123.2 i FEUF (förbud mot monetär finansiering), som säger att offentligt ägda kreditinstitut ska behandlas på samma sätt som privata kreditinstitut när det gäller tillförsel av centralbanksreserver.

Tabell 7.1 Program med stabilitetsstöd. Miljarder euro, utbetalt.

Land	Tid	EFSF	EFSM	ESM	IMF	Bilateralt	Summa
Grekland I	2010–12	-	-	-	20,1	52,9	73,0
Grekland II	2012–15	130,9	-	-	12,0	-	142,9
Grekland III	2015–18	-	-	61,9	-	-	61,9
Irland	2010–13	17,7	22,5	-	22,5	4,8	67,5
Portugal	2011–14	26,0	24,3	-	26,4	-	76,7
Spanien	2012–13	-	-	41,3	-	-	41,3
Cypern	2013–16	-	-	6,3	1,0	-	7,3
Summa		174,6	46,8	109,5	82,0	57,7	470,6

Källa: ESM.

Anm.: Bilateralt stöd till Grekland I bestod av samordnade bilaterala lån från euroländerna, den så kallade Greek Loan Facility (GLF). Bilaterala lån till Irland kom från Sverige (0,6 miljard euro), Danmark och Storbritannien.

IMF medverkade i de två första Greklandsprogrammen och i programmen för Irland, Portugal och Cypern. Inledningsvis fanns det en viss skepsis mot att engagera IMF, men rätt snart betraktades IMF:s medverkan som närmast oundgänglig på grund av IMF:s djupgående erfarenheter av ekonomiska kriser. För IMF har det dock inte varit oproblematiskt att medverka, dels därför att stödbeloppen var så stora, dels för att, i Greklands fall, IMF fick göra avkall på sin princip om att den offentliga skulden måste vara hållbar. Det var huvudskälet till att IMF inte deltog i det tredje Greklandsprogrammet.

Utvärderingar

Eurogruppen har låtit göra två oberoende utvärderingar av stödprogrammen.¹⁵⁹ Utvärderingen som leddes av den österrikiska ekonomen Gertrude Tumpell-Gugerell (2017) gällde alla program under EFSF/ESM. Man fann att programmen hade nått sitt huvudsyfte, nämligen att upprätthålla finansiell stabilitet i eurozonen som helhet och att de länder som fått stöd återfick marknadsaccess under ordnade former. Samtidigt fanns det flera saker att förbättra. Man fann att länderna hade väntat för länge med att söka stöd. Programmens utformning borde tydligare prioritera de saker som är

¹⁵⁹ En analys av programmen gjord av ECB-ekonomer ger vid handen att de fyra programländerna Grekland, Irland, Portugal och Cypern alla har haft en betydligt bättre utveckling än genomsnittet för euroområdet sedan deras program avslutades. Det gäller brett, för tillväxt, sysselsättning, offentliga finanser och banksystem (ECB-blog 2024-12-03).

väsentliga för makroekonomisk stabilitet. I utvärderingen av Greklandsprogrammen (Almunia 2020) påtalas en rad svårigheter under den nästan decennielånga insatsen. Visserligen säkrades eurozonens sammanhållning och Grekland kunde behålla euron som valuta. Men det saknades en samlad och delad diagnos av Greklands problem. Otillräcklig hänsyn togs till de sociala aspekterna. Viktiga framsteg i reformeringen av den grekiska ekonomin nåddes, men samtidigt konstaterades flera kvarstående brister.¹⁶⁰

7.4 ESM – en presentation

ESM är en produkt av ekonomisk nödvändighet, farhågor för *moral hazard* och syn på offentlig skuld samt inte minst rättsliga begränsningar. Tyska perspektiv har vägt tungt. Man bör ha i minnet att ESM är tänkt att med sin blotta existens ge stabilitet. Kanske kommer mekanismen inte att användas på lång tid, måhända aldrig mer. Villkoren är inte tilltalande för länder som tar emot ESM-stöd. Den första försvarslinjen är att varje land i eget intresse ser om sitt hus. En andra försvarslinje är att de gemensamma arrangemangen i form av ECB:s banktillsyn, STP och MIP fungerar. Hit hör även den ekonomisk-politiska samordningen i Eurogruppen. ESM ska vara en lösning i sista hand (*ultima ratio*). ESM har utformats med internationella finansiella institutioner (IFI) som förebild. Särskilt IMF var exemplet att följa i val av och villkor för stödformer, medan Europeiska banken för återuppbyggnad och utveckling (EBRD) som en modern IFI var förebild för organisation och ekonomisk struktur.

Stödinstrument

ESM har i dagsläget sju olika stödinstrument (tabell 7.2). Varje instrument styrs av detaljerade, särskilda regler. Möjligheten finns i ESM-fördraget att med enhälligt beslut lägga till nya instrument eller

¹⁶⁰ Grekland står under övervakning flera år efter det tredje programmets avslutning, både av kommissionen och ESM. Grekland gynnas av stegvisa generösa, villkorade lättnader i sin skuldtjänst.

att ändra reglerna. Ramen är alltid ESM-fördraget.¹⁶¹ ESM:s utlåning är maximerad till 500 miljarder euro, vilket bedöms vara tillräckligt för att ge trovärdighet. Sommaren 2026 återstår 433 miljarder euro av kapaciteten.¹⁶²

Standardinstrumentet är ett lån, och det har tillämpats för fyra länder. Ett lån förbinds med ett makroekonomiskt anpassningsprogram där de ekonomisk-politiska villkoren preciseras. Programmet är formellt en överenskommelse mellan kommissionen och landet i fråga, som behöver se till att programmet är förankrat i regering och parlament. I realiteten är det finansministrarna i Eurogruppen/ESM-rådet som sätter konditionaliteten. Lånet betalas ut i omgångar (trancher), där man inför varje utbetalning kontrollerar att villkoren följs. ESM har två slag av stöd för att köpa statsobligationer. Det kan ske antingen direkt vid emission eller indirekt sedan obligationerna har kommit ut på marknaden. Det finns två slag av stöd för bankrekapitalisering, direkt och indirekt. Den direkta varianten hade 2012 en stor roll i tillkomsten av Bankunionen, men detta stöd har hela tiden setts med kritiska ögon av Tyskland och likasinnade. I praktiken är det svårt att tillämpa, och det ska avskaffas om ESM-reformen 2021 träder i kraft. Det indirekta bankstödet har använts för Spanien. En poäng med det stödet är att konditionaliteten kan begränsas till sådant som gäller den finansiella sektorn.

De två förebyggande stöden skiljer sig åt i konditionaliteten. PCCL har lättare villkor som handlar om att landet i grunden ska ha en sund ekonomi och uppfylla kraven i STP och andra samordningsförfaranden. För ECCL blir villkorligheten mer krävande, då stödet är till för länder som är mindre stabila. Både ECCL och PCCL är tänkta för situationer som inte har blivit så allvarliga att marknadsaccess är hotad eller stängd. Stöden är även tänkta att kunna användas som stabilisering då ett land går ur sitt låneprogram.

När ESM-reformen träder i kraft kommer ESM att svara för backstop i form av en kreditlina till Resolutionsnämnden, det vill säga en förstärkning av Resolutionsfonden. Detta blir en viktig aktivitet för ESM. I tabellen har även medtagits ESM:s pandemistöd, som numera har upphört. Det var en kreditlina som kunde användas

¹⁶¹ Utöver själva ESM-fördraget finns ett flertal bindande regler (*by-laws*) för ESM:s verksamhet. För de olika stödformerna finns för vart och ett detaljerade riktlinjer (*guidelines*). Dessa regler finns att tillgå på ESM:s webbsida.

¹⁶² ESM publicerar löpande uppgifter om sin utlåningskapacitet, som påverkas av amorteringar och eventuella nya åtaganden.

för hälsokostnader och en del annat relaterat till pandemin. Konditionaliteten var mycket lätt.

Tabell 7.2 Stödinstrument i ESM

Instrument	Beskrivning	Tillämpning	Kommentar
Lån.	Ett lån som förbinds med ett makro-ekonomiskt anpassningsprogram. Utbetalas i etapper (trancher).	Grekland, Irland, Portugal, Cypern.	
Köp av statsobligationer på primärmarknaden.	Statsobligationer köps direkt av berört land.	Inte använt.	Kombineras med annat stödinstrument.
Köp av statsobligationer på sekundärmarknaden.	Statsobligationer köps efter att de kommit ut på marknaden.	Inte använt.	
Lån för indirekt bankrekapitalisering.	Lånet ges till en stat som använder lånet för att ge stöd till banker.	Spanien.	
Direkt bankrekapitalisering.	Stödet går direkt från ESM till banker.	Inte använt.	Avskaffas om ESM-reform träder i kraft. Ram 60 miljarder euro.
Förebyggande villkorad kreditlina (PCCL, Pre-cautionary Conditioned Credit Line).	Lånelöfte till länder med fundamentalt sund ekonomi. Vissa villkor i förväg.	Inte använt.	Ändras något om ESM-reform träder i kraft.
Förebyggande ytterligare villkorad kreditlina (ECCL, Enhanced conditions credit line).	Lånelöfte till länder som inte uppfyller kraven för PCCL.	Inte använt.	Ändras något om ESM-reform träder i kraft.
Backstop för resolution.	Kreditlina till SRB med ram på 68 miljarder euro.	Inte använt.	Inrättas om ESM-reform träder i kraft.
Pandemistöd.	Kreditlina upp till 2% av BNP för utgifter relaterade till Covid-19.	Inte använt. Tillgängligt 2020–22.	Upphört.

Källa: ESM-fördraget och ESM:s webbsida.

Anm: Lånen till Irland och Portugal gavs av EFSF, men förvaltas nu av ESM. EFSF finns formellt kvar tills lånen är återbetalda. Lånet till Spanien beslutades av EFSF men överfördes till ESM.

Den stora poängen med ESM-finansiering är dels att stödda länder överhuvudtaget får finansiering – utgångsläget kan vara att landet inte får några lån från marknaden, dels att räntan blir mycket lägre.

Som en tumregel gällde att en låneränta på 7–8 procent för tioåriga lån under eurokrisen betraktades som i praktiken omöjlig. ESM kan låna upp till låg ränta och ESM för denna fördel vidare till mottagande land. ESM publicerar löpande uppgifter om genomsnittlig utlåningsränta, och sommaren 2026 uppgick den till cirka 1,8 procent.¹⁶³

Medlemsstater utanför euroområdet, som Sverige, kan ge lån ”jämsides” med ESM. Den rollen hade Sverige, Danmark och Storbritannien i stödet för Irland. Därefter har dylika stödinsatser inte förekommit eller aktualiserats. Men om så sker i framtiden ska medverkan i ESM-beslut på likvärdiga villkor gälla.

Ekonomisk-politiska villkor

De ekonomisk-politiska villkoren (konditionaliteten) som ställs för att få lån är fundamentala i ESM:s regelverk. Det har varit intensiva diskussioner i ämnet. Konditionaliteten är rättsligt sett nödvändig för att ESM-stöd inte ska sätta incitamenten för sunda offentliga finanser ur spel. Men vad konkret betyder detta? Ett fullödigt makroekonomiskt anpassningsprogram innebär att ett land i praktiken förlorar sin ekonomisk-politiska självständighet. Därför är det också i sista hand, efter påtryckningar och ibland väl sent, som länder har vänt sig till ESM eller EFSF. I Grekland orsakade konditionaliteten sociala oroligheter och politiska omvälvningar. Kontrasten är Irland som ambitiöst uppfyllde villkoren som ansågs ligga i landets eget intresse. Ett program är även förbundet med stigma, det vill säga att ryktet fläckas av att man har gravt misskött sin ekonomi. I reglerna – inklusive Lissabonfördragets artikel 136.3 – står att stöd ska vara förbundet med ”strikt villkor”. Det finns dock ett tillägg i ESM-fördraget om att villkoren ska vara ”... anpassade till de valda finansiella stödinstrumenten. Sådana villkor kan gälla allt från ett makroekonomiskt anpassningsprogram till fortlöpande iakttagande av i förväg fastställda kvalifikationskrav.”¹⁶⁴ Med andra ord kan konditionaliteten i vissa fall vara lätt. En extrem var det aldrig använda pandemistödet.

¹⁶³ Utlåningsräntan skiljer sig mellan programländer och löptider. Detaljinformation finns på ESM:s webbsida.

¹⁶⁴ Artikel 12.1 i ESM-fördraget.

Villkoren kontrolleras av den så kallade ”trojkan”, bestående av kommissionen, ECB och IMF. Trojkan har regelmässigt gjort kontroller på plats. Den kan även föreslå förändringar i programmen. Trojkans roll har varit omstridd. Särskilt i fallet Grekland var trojkan illa tåld. ECB:s roll har ifrågasatts, eftersom ECB inte har mandat att syssla med ekonomisk politik utanför det monetära och finansiella området.

Återbetalning

ESM ger lån som ska återbetalas. För varje kredit från ESM fastställs ett särskilt avtal med lånets finansiella villkor, där räntor, amorteringar och betalningsterminer preciseras. ESM tillerkänns ställning som prioriterad fordringsägare, efterställd endast IMF, vilket betyder att om en låntagare får problem att sköta sin skuldtjänst är det IMF och ESM som ska betalas allra först. Det skulle ha starka negativa konsekvenser att inte sköta ett lån från ESM. Exempelvis skulle ratinginstituten reagera, med möjlig rätt för alla andra långivare att omedelbart säga upp sina lån. Även bidrag från EU-budgeten kan påverkas. Vid eventuella uteblivna eller försenade betalningar skulle lånet naturligtvis vara kvar, och det är inte att förvänta att fordran någonsin skulle skrivas av eller reduceras av ESM.¹⁶⁵ En låntagares återbetalningskapacitet följs upp. Även efter det att ett program avslutas står en ESM-låntagare under kommissionens övervakning tills 75 procent av lånet är återbetalt.¹⁶⁶ ESM övervakar betalningsförmågan ända tills lånet är helt återbetalt. ESM ska inrätta ett varningssystem för att säkerställa att återbetalning sker punktligt och till fullo. ESM har så här långt inte registrerat någon enda försenad betalning efter ett stort antal betalningsfrister gällande alla fem mottagarländer.

Det finns möjlighet till förtida återbetalning, vilket kan signalera stabilitet och ge förtroende. Grekland har utnyttjat den möjligheten.

¹⁶⁵ Det torde vara olagligt enligt artikel 125 i FEUF att skriva av skuld till ESM.

¹⁶⁶ De närmast aktuella reglerna finns i ingressats 13, 17 och artikel 13 och 16.3. ESM ska göra en noggrann prövning av kreditvärdigheten och upprätta ett system för tidig varning för att upptäcka eventuella betalningsproblem. I förordning 372/2013 (ingår i 2-paket) finns regler om intensifierad övervakning och uppföljning av betalningsåtaganden för ESM-stöd.

Beslutsformer

Beslutsformerna har varit ett kontroversiellt ämne. Som huvudregel gäller enhällighet för att bevilja stöd och ta ett flertal andra beslut. Varje delägare, det vill säga euroländerna, har ett veto. Detta kan ses som en svaghet när en kris ska bemästras. Det finns dock en nöd-procedur i särskilt brådskande lägen med en kvalificerad majoritet på 85 procent, där rösterna vägs med hänsyn till ägarandelen. Den regeln ger Tyskland, Frankrike och Italien vetorätt. Mindre länder som Finland förlorar sitt veto, vilket inte var helt lätt att acceptera för dem. Till bilden hör att ESM är en mellanstatlig institution, utanför EU-ramen. Kommissionen har inte sin vanliga roll, utan det är medlemsstaterna som har ESM i sina händer – något som varit viktigt för bland andra Tyskland.

ESM:s finansiering och garantiåtaganden

ESM ska kunna finansiera sig på kapitalmarknaderna även i ett krisläge. Därför har man velat ge ESM en solid kapitalbas och hög kreditvärdighet. ESM har ett kapital på totalt 708,5 miljarder euro som fördelas på 81,5 miljarder euro inbetalt kapital och resten, huvuddelen, är så kallat garantikapital.¹⁶⁷ Detta är samma grundstruktur som andra internationella finansiella institutioner som Europeiska investeringsbanken (EIB), Europeiska banken för återuppbyggnad och utveckling (EBRD) eller Världsbanken. ESM är betydligt större än de institutionerna. ESM använder inte det inbetalda kapitalet för utlåning, utan det hålls som likviditet så att ESM alltid ska kunna betala räntor och amorteringar till sina finansörer. ESM har högsta rating (AAA) hos alla de tre ledande instituten. Garantikapital finns alltså hos alla liknande institutioner, men en intressant aspekt är att garantikapital aldrig har inkrävts. Man har alltså inte erfarenhet av hur det skulle fungera i praktiken.¹⁶⁸ Ändå finns ett högt förtroende för att det hela skulle fungera bra. ESM har dessutom regler som innebär enkla beslutsformer för att kräva in garantikapital. Upplåning på bra villkor har inte varit en självklarhet för ESM och EFSF. De var nya och oprövade låntagare. När de

¹⁶⁷ Till detta kapital från ägarna (*subscribed capital*) kommer 3,5 miljarder euro i reservfond från årsvinster.

¹⁶⁸ Detta framgår av en stor genomgång av finansiell struktur i internationella finansiella institutioner som G20 (2022, s. 19) genomfört.

startade var eurokrisen djup. Det krävdes mycket arbete för att etablera ett nätverk av investerare och att få dem att förstå EFSF och ESM.¹⁶⁹

En farhåga särskilt i Tyskland har gällt hur stora garantiåtagandena egentligen är. Kommer inte en orätmätigt hög andel att falla på Tyskland och andra ägare med högsta kreditvärdighet? Den tyska Författningsdomstolen har argumenterat att Förbundsdagens budgetmakt inte får inskränkas genom beslut i andra länder. Det kunde teoretiskt bli fallet om ett låntagarland inte uppfyller sina förpliktelser och att det är de ekonomiskt starka länderna som måste fylla igen hålen i ESM:s balansräkning. I ESM-fördraget finns preciserat hur stort varje lands garantiåtagande är. Efter Författningsdomstolens preliminära dom 2012 gjorde euroländerna ett uttalande där de klargjorde att det garantibelopp som anges i ESM-fördraget är det maximala åtagandet. Därtill ledde domen till att Förbundsdagen fick en roll i beslut om ESM-stöd, så att man skulle säkra en medverkan i bedömningen om stödets storlek.¹⁷⁰

Hög kreditvärdighet betyder bra lånevillkor för ESM. Efter ett litet påslag för upplåningskostnader och administrativa kostnader för ESM denna fördel vidare till de länder som lånar av ESM. Det innebär stora besparingar, jämfört med alternativet att vända sig till de finansiella marknaderna.

Skuldhållbarhet

Skuldhållbarhet och skuldomstrukturerings har varit en central fråga i ESM-sammanhang. Ska skuldomstrukturerings vara ett krav om en skuld bedöms som icke hållbar? Detta är IMF:s hållning, med logiken att kreditrisken blir oacceptabel om låntagaren inte har en hållbar skuld. Tyskland har drivit att ESM ska ha samma linje. Det har framförts förslag till en mekanism för skuldomstrukturerings för euroområdet.¹⁷¹

¹⁶⁹ Ansträngningarna för att starta upplåningen har ingående skildrats i ESM:s egen, utförliga historik (ESM 2019, kap. 9, 12, 18).

¹⁷⁰ Uttalandet av euroländerna gjordes den 27 september 2012. Taket för garantiåtaganden framgår av artikel 8.5 och annex II i ESM-fördraget. Författningsdomstolens slutliga dom avser mål 2BvR 1390/12 den 18 mars 2014.

¹⁷¹ Grund och Stenström 2019, utvecklar ett förslag till en mekanism för skuldomstrukturerings för euroområdet. De refererar debatten i detta ämne och diskuterar ingående rättsliga och ekonomiska aspekter av olika alternativ.

Den förre ECB-chefen Jean-Claude Trichet var bestämt emot att utvecklade länder skulle omstrukturera sin offentliga skuld. Han motsatte sig Greklands skuldomstrukturering, som Tysklands finansminister Schäuble ändå drev igenom. Trichet hade i egenskap av ordförande för Parisklubben lett skuldförhandlingar för flera mindre utvecklade länder, så han visste vad han talade om. Han var mycket kritisk till Deauvilleöverenskommelsen hösten 2010. Denna skapade en presumtion för skuldomstrukturering, vilken dock reverserades genom ett uttalande från Eurogruppen den 26 oktober 2011. Där lovade alla euroländer i högtidliga ordalag att alltid sköta sin skuldtjänst. Grekland omtalades som ett unikt och exceptionellt fall.

I den första versionen av ESM-fördraget (som aldrig ratificerades och således inte trädde i kraft) fanns en rätt långtgående skrivning om krav på skuldhållbarhet.¹⁷² I det följande ESM-fördraget tonades skrivningen om skuldhållbarhet ned, och den blev mindre tydlig. Det sägs dock att deltagande av den privata sektorn – kodord för skuldomstrukturering – ska övervägas då stödet är förknippat med ett makroekonomiskt anpassningsprogram, i linje med IMF-praxis.¹⁷³ Detta tycker ändå en del medlemsstater är att gå för långt.

En viktig sak blev ett bindande åtagande att euroländerna enligt ESM-fördraget har en skyldighet att alla deras framtida statsobligationer ska ha en klausul för *Collective Action* (CAC). Det är en regel om att ändringar av villkor i en statsobligation kan tas med kvalificerad majoritet, något som underlättar skuldomstrukturering och gör den mer förutsägbar. I avsaknad av en CAC-klausul är det enhällighet som gäller, det vill säga att en enskild innehavare av en statsobligation har veto.¹⁷⁴ CAC skulle innebära att kvalificerad majoritet krävs i varje enskild emission av statsobligationer och aggregat.

¹⁷² Om ett ESM-program inte bedömdes kunna återställa skuldhållbarhet, krävdes att den mottagande medlemsstaten skulle ha en trovärdig plan för att återställa skuldhållbarhet och demonstrera ett åtagande hos privata långgivare att delta, det vill säga en skuldomstrukturering.
¹⁷³ Ingressats 12 i ESM-fördraget.

¹⁷⁴ Artikel 12.3 i ESM-fördraget. Det fanns viss osäkerhet om marknadsreaktionerna på denna regel, men erfarenheten blev att ingen reaktion kunde märkas när regeln började tillämpas. Det kan tilläggas att den grekiska skuldomstruktureringen 2012 underlättades av att den största delen av obligationerna löd under nationell, grekisk lagstiftning, så det var möjligt att påtvinga långivarna villkor (se ovan kap. 2).

7.5 Reformering av ESM

Två större försök till reformering av ESM har gjorts. Det ena är kommissionens förslag om en Europeisk Monetär Fond 2017. Det andra är den överenskomna revideringen av ESM-fördraget 2021, som i skrivande stund inte har trätt i kraft.

Europeisk Monetär Fond

I december 2017 lade kommissionen (2017d) fram ett förslag om att ESM skulle integreras i EU:s rättsliga ram under namnet Europeiska Monetära Fonden (EMF).¹⁷⁵ Det var en uppföljning av de fem ordförändernas rapport. Själva namnet var en vidareföring av en under många år närd idé om att Europa skulle ha ett eget IMF för att kunna hantera sina egna problem.

I substansen skulle enligt kommissionens förslag den nya EMF överta ESM:s kapital och de flesta av reglerna. Några förändringar ville dock kommissionen ha. Kravet på enhällighet ansågs innebära risk för ineffektivitet, och därför borde man i huvudsak övergå till kvalificerad majoritet (85 procent). EMF borde kunna spela en viss konjunkturstabiliserande roll. Europaparlamentet borde svara för ansvarsutkrävande. EMF borde ha en större roll i utformning och uppföljning av anpassningsprogram.

Förslaget mötte motstånd från flera euroländer, inklusive Tyskland och Frankrike. De ville hellre ha kvar den mellanstatliga formen. Det kom också invändningar mot kommissionens påstående att EMF kunde förverkligas utan fördragsändring.¹⁷⁶ Det skulle vara riskfyllt om EMF:s rättsliga bas blev ifrågasatt, menade man. ECB accepterade i stort förslagets substans, men var bestämt emot att ett annat EU-organ skulle ha ett namn med anspråk på monetära uppgifter. Resultatet blev att ESM skulle fortsätta att baseras på ett mellanstatligt fördrag, men en del förändringar skulle ändå ske.¹⁷⁷

¹⁷⁵ KOM(2017)827.

¹⁷⁶ Kommissionen föreslog som rättslig grund "generalklausulen" artikel 352 i FEUF som på vissa villkor tillåter rättsakter i EU, beslutade med enhällighet.

¹⁷⁷ Rapport från Eurogruppen 4.12.2018, godkänd i Eurotoppmötet i december 2018.

ESM-reformen 2021

Efter åtskilligt förhandlingsarbete undertecknades ett reviderat ESM-fördrag i början av 2021.¹⁷⁸ Förändringarna blev ändå måttliga. Den största förändringen är att ESM ska tillhandahålla en backstop (finansiell säkerhetsmekanism) för resolutionsfonden i form av en kreditlina (se kapitel 8). Samtidigt skulle stödet för direkt rekapitalisering avskaffas. Lån och de två instrumenten för obligationsköp är i stort oförändrade. Däremot finns vissa ändringar av det lättare förebyggande stödet som kallas PCCL. Det ska kunna ges i form av en kreditlina (lånelöfte) till länder som är fundamentalt sunda. Konditionaliteten diskuterades intensivt. Resultatet blev att villkoren är rätt stränga. Ett antal siffersatta krav måste uppfyllas i förväg. De innefattar att underskottet måste vara högst 3 procent av BNP, det medelfristiga budgetmålet ska respekteras och skulden ska antingen vara under 60 procent av BNP eller minska med 1/20-del per år av skillnaden mellan faktisk skuld och 60 procent av BNP. Det ska inte finnas makroekonomiska obalanser enligt MIP. Stigma skulle reduceras genom att det räcker att formalisera villkoren i ett *Letter of Intent* i stället för ett *Memorandum of Understanding* (MoU). Skillnaden kan verka subtil, men begreppen skiljer sig betydligt i signalvärde för de berörda.

Skuldhållbarhet var åter ett svårt ämne. Här enades man om att analysen av skuldhållbarhet ska bli bättre, med bidrag av både kommissionen och ESM som ska samarbeta, men som även kan lägga fram självständiga slutsatser. Metoden utvecklades. Formuleringarna vägdes noga, så att det å ena sidan läggs större vikt vid denna analys, å andra sidan att det inte ska bli en rent mekanisk exercis utan att utrymme ska finnas för bedömning. Inte minst, det ska inte vara någon automatik för skuldomstrukturerings vid ESM-stöd. I ESM-reformen ingår att utöka ambitionen för *collective action clauses* (CAC). De ska ändras så att rösterna räknas aggregerat och inte för varje emission enskilt. Förändringen skulle ytterligare underlätta en skuldomstrukturerings. Att även ESM analyserar skuldhållbarhet kan ses som en inte oviktig förändring.

Rollen för ESM diskuterades ingående. ESM får genom reformen utökade uppgifter. Tyskland var inne på att ge ESM uppgifter som kommissionen har, då man menade att kommissionen inte är

¹⁷⁸ Hela paketet med olika dokument finns på ESM:s webbsida.

tillräckligt strikt. Frankrike ville inte ha ett ESM med bredare mandat som konkurrerar med kommissionen. Utfallet blev att ESM får en roll både i utformning och övervakning av anpassningsprogram. Men ESM förblir en liten organisation, med uppgifter som relaterar till rollen som långivare. Det betyder medverkan i skuld-hållbarhetsanalys samt bedömning av återbetalningskapacitet och marknadsaccess. Det innebär en större roll för ESM än tidigare. Kommissionen å sin sida har sina befintliga uppgifter inom EU:s ekonomisk-politiska samordning och ska säkerställa att de processerna är konsistenta med ESM-beslut.

I skrivande stund har inte ESM-reformen trätt i kraft, därför att Italien inte har slutfört sin ratificering av det ändrade ESM-fördraget. Det finns i Italien i breda politiska kretsar en kritik som handlar om att ESM orsakar åtstramning och risker för finansieringen av den offentliga skulden.

8 Bankunionen

8.1 Banknationalism och "doom loop"

Det finansiella systemet är fundamentalt för den reala ekonomin, för penningpolitiken och för annan ekonomisk politik. Banker och nationell politik har av lång tradition ömsesidiga beroendeförhållande. Historiskt har staten förväntats stå som garant för bankerna i en kris, medan bankerna kan finansiera offentliga underskott genom att köpa statsobligationer och styra kreditgivningen i politiskt önskvärd riktning. Relationen betecknas ibland med termen "banknationalism". Kontroll av banksystemet betraktas som en del av kärnan i nationell suveränitet. Det blev dock allt tydligare under eurokrisen att förbindelsen mellan bank och stat också kan vara skadlig. Den starka kopplingen visade sig bli en ond cirkel som tenderade att förvärra de makroekonomiska problemen. Bankerna och statsfinanserna försvagade varandra och det stramade åt ekonomin. Det skadliga samberoendet betecknades med termen *doom loop* och blev ett viktigt skäl att bilda Bankunionen.

När Sverige folkomröstade om euron 2003 var banktillsyn och hantering av bankkriser ett nationellt ansvar också för euroländerna. Det fanns då ingen debatt om att dessa viktiga områden borde vara en angelägenhet för EU-nivån. Samarbetet om banktillsyn inskränkte sig i huvudsak till informationsutbyte mellan de ansvariga nationella myndigheterna.

Finansiella marknader var ändå ett viktigt område i EU:s ekonomiska samarbete. Kapitalrörelser över gränserna hade liberaliserats 1990 genom ett direktiv som ingick i EMU:s första etapp. Kapitalets fria rörlighet är en av de fyra friheterna på EU:s inre marknad. Men det fanns inte någon bred insikt om vilken stor betydelse som tillkomsten av euron hade för de finansiella marknaderna. Till bilden hör även att bankverksamhet och finansiella

marknader under senare decennier har vuxit i såväl storlek som komplexitet. Moderna banker finansierar sig mindre genom insättningar och mer genom de finansiella marknaderna, vilket ger en större känslighet för risk. Till detta kommer att det finansiella systemet numera inrymmer aktörer som inte är banker i traditionell mening och att det finns en finansiell, teknisk utveckling (*fintech*) som inrymmer nya finansiella instrument och metoder.

Centraliserad banktillsyn och gemensam hantering av bankkriser är den största enskilda överföringen av befogenheter i EMU som har skett sedan 2003. I Bankunionen ingår element av finanspolitisk centralisering, dock med starka begränsningar. Nationella myndigheter har fortsatt viktiga roller både i banktillsyn och krishantering. Det finns en debatt om att Bankunionen är ofullständig, särskilt att en gemensam insättningsgaranti saknas (se avsnitt 8.5). Somliga menar att minskade risker i bankerna bör vara prioriteten.

8.2 Vägen till EU:s Bankunion¹⁷⁹

Finansiell integration är en gammal idé

Redan på 1960-talet fanns inom dåvarande EG ambitioner att stärka den finansiella integrationen, men de kom inte långt. På 1970-talet var angreppssättet harmonisering av nationell lagstiftning. Men den metoden var svår då lagstiftningen i de olika EG-länderna i hög grad skilde sig åt och då beslutsregeln var enhällighet. Med programmet för den inre marknaden från mitten av 1980-talet började nationella, protektionistiska skyddsbarriärer att avvecklas. Metoden för integration ändrades. Ömsesidigt erkännande av nationella lagar, minimiregler, ERM och fria kapitalrörelser skulle ge en institutionell konkurrens, samtidigt som beslutsregeln blev kvalificerad majoritet. En *single passport* skulle gälla – om en bank fick tillstånd i ett land skulle den ha tillstånd att ha verksamhet på hela den inre marknaden. Ändå förblev de finansiella marknaderna väsentligen fragmenterade efter nationsgränser. I Norden fick dock integrationen stor betydelse, främst genom att Nordea och Danske Bank etablerade sig i grannländerna.

¹⁷⁹ Avsnittet baseras på Véron (2024), SOU 2019:52, kap. 2, James (2012, s. 291ff), Teixeira (2017).

Maastrichtfördraget

EG:s centralbankschefer, som skrev stadgan för det blivande ECB/ECBS, övervägde allvarligt att ge den nya centralbanken befogenheter att utöva banktillsyn. I Sverige har Riksbanken inte hand om banktillsyn, utan här finns den separata myndigheten Finansinspektionen. I Europa är det dock så att centralbanken i flera länder har tillsynsansvar, helt eller delvis. Det låg således rätt nära till hands att ECB skulle få tillsynsuppgifter. Det fanns ett utkast till fördragstext innan Maastricht, som skulle ge ECB rätt att formulera, tolka och genomföra politik rörande tillsyn. Men det kom invändningar från främst Bundesbank som såg faror med en sammanblandning av penningpolitik och banktillsyn. På tysk sida var synen att man inte uteslöt att ECB i ett allvarligt krisläge kunde förse ekonomin med likviditet och spela rollen som *lender of last resort*, i enlighet med den klassiska och inflytelserika rekommendationen från den brittiske 1800-talsekonomen William Bagehot. Men man befarade att ett uttryckligt mandat gällande banktillsyn skulle uppfattas som en implicit ECB-garanti för banksystemet. Det skulle skapa *moral hazard* och dubbla roller för ECB.

Detta medförde att Maastrichtfördraget begränsade ECB:s roll till att "... medverka till att de behöriga myndigheterna smidigt kan genomföra sin politik när det gäller tillsyn över kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet" (artikel 127.5 i FEUF). Det uppdraget fullföljde ECB genom att stå värd för möten mellan företrädare för dessa myndigheter. Sammantaget blev ECB:s roll för finansiell tillsyn och krishantering blygsam.

Dock, i Maastrichtfördraget skrev man in en möjlighet att tilldela ECB "särskilda uppgifter" i finansiell tillsyn, något som blev betydelsefullt för att realisera Bankunionen.¹⁸⁰ Det dåvarande nederländska ordförandeskapet i regeringskonferensen inför Maastricht lyckades få till stånd stöd för denna klausul, trots att tre stora länder (Tyskland, Frankrike och Storbritannien) var emot.

¹⁸⁰ Numera artikel 127.6 i FEUF, i stort sett likalydande från Maastrichtfördraget. Beslutsregeln är enhällighet (EU27) och artikeln undantar försäkringsbolag.

Höjda ambitioner med euron och finanskrisen

När euron infördes 1999 ville man fördjupa den finansiella integrationen. En respons var en omfattande handlingsplan för finansiella tjänster med över 40 olika initiativ till lagstiftning. Handlingsplanen representerade ett slags återgång till ambitionen att harmonisera regelverket med syftet att komma bort från det lapptäcke av nationella regler och olikheter i tillsynsmetodik som var rådande. Men ett problem var att lagstiftningsprocessen var tidskrävande. Ett svar på det problemet var att inrätta ett arbetssätt i fyra nivåer, benämnt "Lamfalussymodellen", som godkändes vid toppmötet i Stockholm 2001.¹⁸¹ Det ledde till en snabbare lagstiftningsprocess och ökad finansiell integration med pan-europeiska bankgrupper och andra finansiella länkar över gränserna.

Då den globala finanskrisen bröt ut 2007 skedde en åternationalisering av de finansiella systemen. Länderna skyddade sina banker med stöd och garantier, vilket fick stora negativa konsekvenser för de offentliga finanserna. Finanskrisen ledde till flera globala initiativ genom G20, däribland att inrätta ett *Financial Stability Board* och ökad aktivitet inom Baselkommittén, där centralbanker och tillsynsmyndigheter utformar regler för banker och andra organ på finansmarknaderna. I EU lade en kommitté ledd av tidigare IMF-chefen Jacques de Larosiére fram förslag 2009 om hur den finansiella tillsynen kunde förbättras, vilka godkändes samma år. Kommittén kritiserade tillsynen inom EU och diskuterade att ge ECB tillsynsuppgifter. Men så långt ville man inte gå. Ändringarna blev ändå stora genom att "Europeiska systemet för finansiell tillsyn" inrättades. Det innebar fyra nya separata myndigheter med en del befogenheter inom banktillsyn, värdepapper, försäkringar samt systemrisk. De fyra myndigheterna är *European Banking Authority* (EBA), *European Securities and Markets Authority* (ESMA), *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) samt *European Systemic Risk Board* (ESRB). En annan förändring gällde begreppet *single rulebook* (enhetligt regelverk), som innebar en återgång till harmoniseringsambitioner men med bruk av

¹⁸¹ Efter Alexander Lamfalussy, chef för ECB:s föregångare Europeiska Monetära Institutet (EMI) och ordförande för den grupp av "vise män" som utformade systemet. Det byggde på ramlagstiftning och så kallad kommitologi, styrd av kommissionen och under medverkan av nationella myndigheter. Det låg i linje med den dåvarande kommissionens strävan generellt att finna effektivare arbetssätt och styrningsformer.

direktverkande förordningar i stället för direktiv. Direktiv har nackdelen att de måste följas upp nationellt med lagstiftning som kan skilja sig åt en del mellan länder.

Ett arbete utfördes också om bättre krishantering av banker i en grupp under ledning av tidigare vice riksbankschefen Lars Nyberg. Gruppen lade 2010 fram en rad förslag om gränsöverskridande banker, som handlade om bättre samordning, krisplanering och en resolutionsfond. Förslagen blev delvis genomförda.

Ekonomen Nicolas Véron, som länge följt EU:s samarbete om finansmarknader, ställer sig ytterst kritisk till hur banktillsynen fungerade innan krisen: *"In short, the euro area experienced a strikingly general failure of its bank supervisory regime based on near-exclusively national oversight"* (2024, s. 31). Tillsynen kunde vara otillbörligt mjuk för att undvika bankkriser, för att konkurrera om banketableringar eller av skäl som kanske inte tål dagens ljus. Hållningen till offentligt bankstöd under krisens inledning var att ge frikostigt stöd som höll alla kreditgivare och till och med aktieägare i stort sett skadeslösa. Europeiska rådet uttalade så sent som i oktober 2011 att nationella regeringar ska rekapitalisera banker om det behövs. Samtidigt medförde den generösa hållningen till bankstöd ökad nervositet bland investerare för att utsatta länder inte skulle vara kapabla att stödja sina banker. Detta gällde särskilt Irland, Grekland och Portugal men även stora länder som Frankrike, Italien och Spanien.

Avgörande steg

Mot slutet av 2011 och våren 2012 började röster höras för att centralisera banktillsynen i eurozonen. IMF var en inflytelserik sådan röst.¹⁸² Upptakten till det avgörande toppmötet den 29 juni 2012 rymde dramatik.¹⁸³ Veckan innan mötet mottog kommissionären Olli Rehn ett samtal från USA:s finansminister Timothy Geithner, där denne uttryckte stark oro för situationen i EU. Hemliga möten ägde rum med de största euroländerna, kommissionen, ECB och några nyckelpersoner. Frankrike som tidigare varit emot central tillsyn godtog då en sådan i utbyte mot

¹⁸² Véron (2016) menar att IMF tidigt förstod banksystemets ändrade roll genom euron.

¹⁸³ Skeendet har skildrats av kommissionären Olli Rehn (2020, s. 172ff) och Véron (2024, kap. 3) som intervjuat flera av de deltagande personerna.

tyisk acceptans för centralt bankstöd – direktrekapitalisering. Att Frankrike var berett att luckra upp symbiosen mellan staten och de egna bankerna var ett signifikant steg, som inte togs lättvindigt. Något som gjorde intryck var att marknadernas oro spritt sig även till Frankrike. Det kan ha underlättat att Frankrike våren 2012 fick en ny president som inte var hårt bunden vid tidigare ståndpunkter. På tysk sida fanns en hel del skepsis mot direktrekapitalisering, som skulle utsätta tyska skattebetalare för risk. Efter förhandlingar och ett antal utkast till slutsatser blev det enighet vid Europeiska rådets möte i juni 2012 om en text som betraktas som historisk:

We affirm that it is imperative to break the vicious circle between banks and sovereigns. The Commission will present Proposals on the basis of Article 127(6) for a single supervisory mechanism shortly. We ask the Council to consider these Proposals as a matter of urgency by the end of 2012. When an effective single supervisory mechanism is established, involving the ECB, for banks in the euro area the ESM could, following a regular decision, have the possibility to recapitalize banks directly.

Vid det här laget användes inte termen ”bankunion”, men den blev rätt snart vedertagen. Det var från början ett givande och tagande mellan att centralisera tillsynen och att rekapitalisera banker direkt från ESM. Central hantering av bankkriser fanns med i den rapport om framtiden för EMU som lades fram av ordföranden i Europeiska rådet (Van Rompuy 2012a) och som blev accepterad i utvecklad form till slutet av 2012. Direktrekapitalisering betraktades med djup skepsis av Tyskland, Nederländerna och Finland, och de länderna gjorde den 25 september 2012 (då den värsta marknadsoron lagt sig) ett gemensamt, starkt negativt, uttalande i frågan. Så småningom infördes en särskild stödform om direktrekapitalisering vid ESM, men den förbands med så starka begränsningar att den i praktiken blev närmast omöjlig att tillämpa och har aldrig använts.

För tillsyn och resolution gick processen snabbt. I september 2012 lade kommissionen fram lagförslag om tillsyn vid ECB. I oktober 2013 publicerades förordningen som gav ECB tillsynsansvar och i november 2014 startade tillsynsverksamheten vid ECB. Gemensam resolution krävde ett paket av rättsakter, som blev klart sommaren 2014. Den nya myndigheten Resolutionsnämnden (*Single Resolution Board*, SRB) hade 2016 sitt första verksamhetsår med fulla befogenheter.

8.3 Tillsynsmekanismen¹⁸⁴

Single rulebook

Den tillgängliga rättsliga grunden för ECB:s tillsyn innebar att ett obligatorium var möjligt endast för euroländerna, eftersom ECB:s rättsakter¹⁸⁵ inte är bindande för medlemsstater utanför eurozonen. Detta betydde ett slags dubbel natur hos Tillsynsmekanismen. Den är exklusiv för eurozonen och samtidigt ett instrument för den inre marknaden. Basen för tillsynen är ett gemensamt regelverk för hela den inre marknaden, benämnt *single rulebook*. Detta regelverk gäller en rad områden som kapitaltäckning, krishantering, riskhantering, likviditet, ledningsformer och insättningsgaranti.¹⁸⁶ Men tillsynen är uppdelad. Den utövas dels av ECB och nationella tillsynsmyndigheter inom Bankunionen, dels av de nationella tillsynsmyndigheterna i medlemsstater som inte har euron som valuta, såsom Finansinspektionen i Sverige. Detta riskerar att skapa skillnader i regeltillämpning och praktisk tillsyn och därmed brister i enhetligheten på den inre marknaden. Tanken är dock att skillnaderna ska vara små genom att regelverket är gemensamt och att den Europeiska Bankmyndigheten (EBA) ska verka för enhetlighet över hela EU:s inre marknad. Ändå medför Bankunionen skilda rättsliga och institutionella regimer på den inre marknaden för banktjänster.¹⁸⁷ I detta perspektiv kan det vara en fördel för en bank med dotterbolag eller filialer i flera euroländer att ingå i Bankunionen, eftersom den endast behöver interagera med en tillsynsmyndighet (baserat på sin enda licens som är tillräcklig).

¹⁸⁴ Avsnittet baseras till en del på författarens intervjuer vid ECB-SSM.

¹⁸⁵ ECB:s rättsakter består av förordningar, beslut och riktlinjer som är bindande samt rekommendationer och yttranden som inte är bindande.

¹⁸⁶ *Single Rulebook* innefattar direktiv om kapitaltäckning (CRD IV) och förordning om kapitaltäckning (CRR), krishanteringsdirektivet (BRRD) samt direktivet om insättningsgaranti. Därutöver finns en rad andra rättsakter och rättsakter från EBA.

¹⁸⁷ Den rättsliga basen för Tillsynsmekanismen är SSM-förordningen (förordning EU nr 1024/2013 av den 15 oktober 2013 om tilldelning av särskilda uppgifter till Europeiska centralbanken i fråga om politiken för tillsyn över kreditinstitut. EGT L 287/63, 29.10.2013). Kommissionen gör vart tredje år en rapport om dess tillämpning och ser då även på den inre marknadens funktion.

Nära samarbete

Medlemsstater utanför eurozonen kan välja att delta i Bankunionen genom så kallat ”nära samarbete”. Det är en anslutning som kan återkallas på initiativ både av det deltagande landet och av ECB.¹⁸⁸

Nära samarbete innebär att en medlemsstat utanför euron inrättar arrangemang så att ECB:s bindande rättsakter också blir bindande i medlemsstaten. Chefen för nationell tillsynsmyndighet medverkar i Tillsynsnämnden på samma villkor som euroländerna.¹⁸⁹

Oberoende och separation

Även för ECB:s Tillsynsmekanism gäller ett långtgående oberoende, som har en bakgrund i önskan att göra tillsynen inträngande. Denna skulle separeras från nationellt politiskt inflytande. Principen om oberoende innefattar ett långtgående och dubbelriktat instruktionsförbud.¹⁹⁰ En annan viktig princip för tillsynen är separation från ECB:s penningpolitik. Det sägs uttryckligen i SSM-förordningen att tillsyn och penningpolitik ska hållas helt separata och att de inte får blandas ihop. Motivet är som berörts ovan befarade målkonflikter.¹⁹¹ Det har resulterat i att det finns skilda beslutsstrukturer inom ECB för penningpolitik respektive tillsyn, och att funktionerna även på andra sätt hålls separata.¹⁹²

¹⁸⁸ ”Nära samarbete” kan numera inte uppfattas som helt frivilligt, eftersom det är kopplat till inträde i ERM2, vilket i sin tur ingår i den fördragsmässiga skyldigheten att sträva efter att uppfylla konvergenskriterierna.

¹⁸⁹ Dock kan ett land utanför euron inte få plats i ECB-rådet som formellt, men inte i realiteten, tar tillsynsbesluten. Detta faktum har fått stor uppmärksamhet i Sverige och det betraktas på en del håll som en oacceptabel risk för diskriminering. Det är dock ändå så att det finns säkerhetsmekanismer mot diskriminering. En sådan mekanism är att ECB:s Tillsynsnämnd i praktiken fattar beslut, utan att ECB-rådet medverkar (annat än genom att invända eller godkänna). En annan säkerhetsmekanism är att det finns arrangemang i den händelse svår oenighet skulle uppstå mellan ECB-rådet och nämnden. I sista hand kan landet i fråga välja att lämna Bankunionen. Inom SSM fattas omkring 2 000 tillsynsbeslut varje år och hittills har inte ECB-rådet begärt ändring i något fall.

¹⁹⁰ Regeln om oberoende finns i artikel 19 i SSM-förordningen. Instruktionsförbudet är dubbelriktat; det är förbjudet för ledamöter i Tillsynsnämnden att ”efterfråga eller ta emot” instruktioner.

¹⁹¹ Det var inte rättsligt möjligt med befintligt grundfördrag att skapa en egen tillsynsmyndighet. Medlemsstaterna har gjort ett politiskt uttalande om att i en kommande fördragsrevision göra det möjligt att inrätta ett särskilt tillsynsorgan, skilt från ECB.

¹⁹² Regeln om separation finns i artikel 25 i SSM-förordningen. Vissa funktioner är dock av effektivitetsskäl gemensamma. Dit hör hr, it och rättsliga tjänster.

Betydande och mindre betydande banker

I Bankunionen finns det omkring 2 000 banker. Det skulle vara en stor uppgift för ECB att ta på sig tillsynen av alla dessa. När reglerna för ECB:s tillsyn skrevs var det en öppen fråga om ECB ensamt skulle ha ansvaret för all tillsyn eller om en del skulle vara kvar hos nationella tillsynsorgan. Modellen blev att ECB har direkt tillsyn endast över så kallade betydande banker. Dessa väljs utifrån storlek, ekonomisk betydelse, om banken hör till de tre största i ett enskilt land, storleken på gränsöverskridande aktiviteter samt om banken mottagit direkt offentligt stöd. ECB publicerar löpande en lista på betydande banker och i skrivande stund omfattar den 110 banker. Dessa banker svarar för den större delen av bankverksamheten i eurozonen (runt 80 procent av tillgångarna).

För övriga banker är tillsynsansvaret delegerat från ECB centralt till nationella myndigheter som står för tillsynen, det vill säga för den stora majoriteten om man ser till antalet banker. Särskilt Tyskland, Österrike och Italien har många mindre banker, medan bank-systemet i Frankrike (liksom i Sverige)¹⁹³ är koncentrerat till ett fåtal stora banker. ECB centralt kan ta över tillsynen även för övriga banker under vissa villkor, som att en bank anses ha stor betydelse för EU:s marknader. ECB utövar en övervakning av de nationella myndigheterna med syftet att tillsynen ska vara konsistent över hela bankunionen.¹⁹⁴

Det här innebär att Tillsynsmekanismen består både av ECB centralt och de nationella tillsynsmyndigheterna. De senare kan utgöras av centralbanken, en separat myndighet eller i en del medlemsstater bägge två som delar på ansvaret. De nationella tillsynsmyndigheterna har många anställda, och när man betraktar Tillsynsmekanismens samlade resurser och verksamhet bör man följaktligen se till bägge nivåerna – ECB centralt och de nationella myndigheterna. Ett omdöme i intervjuer är att den gemensamma organisationen inom Tillsynsmekanismen har inneburit en betydande kompetensutveckling hos personalen både centralt och i nationella tillsynsmyndigheter.

¹⁹³ Även om det svenska banksystemet är koncentrerat genom dominansen av de fyra stora bankerna (Handelsbanken, SEB, Swedbank samt Nordea (med huvudkontor i Finland och systemviktig filial i Sverige)) så bör nämnas att det också finns omkring 125 mindre banker.

¹⁹⁴ De många mindre betydande bankerna i Tyskland och Österrike är organiserade i grupper eller nätverk med regleringsmässiga fördelar.

ECB har drygt 1 000 anställda i sin tillsyn. De finns alla i Frankfurt am Main. Majoriteten av dem har en bakgrund i nationella tillsynsorgan. För de signifikanta bankerna har inrättats tillsynsgrupper (*joint supervisory teams*, JST), som leds från ECB centralt och där även tjänstemän från berörda länder ingår. Ett JST leds av en inspektör av annan nationalitet än berörd bank.

Beslutsmekanismer

Beslutsmekanismerna är utformade utifrån principerna om separation och oberoende. Tillsynsmekanismens beslutsprocedurer är i detalj reglerade. Ett helt nytt organ inrättades inom ECB, Tillsynsnämnden. Den består av en ordförande, en vice ordförande, fyra ledamöter som ECB utser och cheferna från de nationella tillsynsorganen. Nämnden tar beslut enligt principen ”en person, en röst”, det vill säga utan viktning efter ländernas storlek. Enkel majoritet gäller.¹⁹⁵ Ledamöterna representerar inte sitt land eller sin myndighet och de verkar under ett dubbelriktat instruktionsförbud. De ska agera i det gemensamma intresset. Det är dock ECB-rådet som är högsta organ i ECB, och det måste därför formellt vara högsta beslutsorgan även för tillsynen. I praktiken är det dock Tillsynsnämnden som beslutar. Proceduren (*no-objection-procedure*) är att Tillsynsnämnden skickar ett utkast till beslut till ECB-rådet som har en snäv frist att invända. Om så skulle ske finns ett medlingsinstitut och Tillsynsnämnden kan ändra sitt utkast till beslut. Trots att ECB-rådet är högsta beslutande organ för tillsynen, kan det inte ändra ett utkast till beslut som det får av Tillsynsnämnden, endast godkänna eller invända.¹⁹⁶ ECB-rådet har aldrig invänt i något tillsynsärende efter mer än tio års verksamhet och flera tusen ärenden.¹⁹⁷

¹⁹⁵ I länder där centralbanken och en separat myndighet delar på ansvaret får bägge ha ledamöter i Tillsynsnämnden, men de har endast en röst tillsammans. Principen ”en person, en röst” kan i likhet med ECB-rådet sägas vara en betydande eftergift från de stora ländernas sida, men principen är fundamental för oberoende, objektivitet och agerande i hela Bankunionens intresse.

¹⁹⁶ Proceduren gäller inte bara beslut i enskilda tillsynsärenden, utan även rättsakter om tillsynens utövande och olika policydokument.

¹⁹⁷ Författarens intervju med tjänstemän på ECB/SSM. Det finns kommunikationsvägar mellan Tillsynsnämnden och ECB-rådet genom att en ledamot i ECB:s direktion ingår i Tillsynsnämnden som dess vice-ordförande samt att fyra ledamöter i nämnden representerar ECB (behöver inte vara anställda i ECB då de utses).

Tillsynens utövande

En viktig aktivitet i starten var en genomlysning av bankernas balansräkningar (*comprehensive assessment*). Inom Tillsynsmekanismen görs regelbundet riskanalyser som beaktar en bred krets externa och interna risker. Årligen görs stresstester. Vartannat år är ECB:s stresstester en del av EBA:s stresstester.

Att få en enhetlig metodik till stånd var en betydande uppgift för ECB i starten. Den utfördes genom att utveckla en rad skriftliga standarder. Denna fleråriga fas betecknas nu som i huvudsak klar.¹⁹⁸ Enhetligheten säkras genom en legalistisk och formalistisk metodik, vilket vill säga att tillsynsbesluten utfärdas i form av rättsakter. Nationell tillsyn kunde tidigare vara informell och bygga på mer eller mindre klara, ibland muntliga överenskommelser, något som inte anses vara möjligt med en enhetlig flernationell tillsyn av hög kvalitet.¹⁹⁹ Samtidigt kan det vara ett problem att en del EU-lagstiftning på området görs i form av direktiv som följs upp på skiftande sätt med nationell lagstiftning.

ECB (2024) har utarbetat en detaljerad manual som redogör för Tillsynsmekanismens organisation och tillsynens utövande. Där beskrivs beslutsprocedurer och hur rättssäkerhet och ansvarsutkrävande säkras.²⁰⁰ Tillsynen innefattar flera delar. ECB granskar bankernas efterlevnad av kapitalkrav, likviditet, interna kontrollsystem, riskhantering, affärsmodell, förvärv, personal till ledningen och en del annat. ECB beslutar också om tillstånd för banker. Tillstånd i en medlemsstat ger rätt att verka i hela EU.²⁰¹ I tillsynen ingår även att granska efterlevnad av regler om penningtvätt och finansiering av kriminella aktiviteter. Tillsynen utövas både utanför bankerna och genom inspektioner i bankernas lokaler.

ECB har en årlig mekanism för granskning av varje enskild bank; *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP). Denna är ett centralt inslag i tillsynen. I SREP analyseras i brett perspektiv olika slags risker för bankerna, inklusive bankernas interna kontrollsystem. Om en bank bedöms negativt kan det resultera i ytterligare kapitalkrav (benämnt pelare 2) utöver minimikraven. Det aggrege-

¹⁹⁸ Enligt författarens intervju med tjänstemän i ECB/SSM.

¹⁹⁹ Denna bild förmedlades i författarens intervju med tjänstemän på ECB/SSM.

²⁰⁰ ECB:s tillsynsbeslut för signifikanta banker kan överklagas till EU-domstolen medan nationella tillsynsbeslut gällande övriga banker kan överklagas till nationella domstolar.

²⁰¹ Om en svensk bank vill etablera filial eller dotterbolag inom Bankunionen gör ECB en prövning och klassificering.

rade resultatet av SREP publiceras årligen. Dessutom publiceras kraven för enskilda banker under pelare 2 (med bankernas medgivande). En extern och i huvudsak positiv utvärdering av SREP rapporterades 2023 (Dahlgren m.fl. 2023), utförd av en internationell grupp.²⁰²

Prioriteringarna för tillsynen ses över med jämna mellanrum, baserat på en bedömning av risker, de årliga stresstesterna och annat från en vid krets av källor. En större översyn av tillsynsmetodiken rapporterades 2024, baserad på analyser från IMF, EBA, Revisionsrätten, banker och den nämnda externa expertgruppen. Bland förändringarna märktes ett ökat och bredare riskfokus mot bakgrund av den geopolitiska utvecklingen, bättre horisontell samordning, förenklingar, utveckling av en gemensam arbetskultur och åtgärder för att minska kostnader för bankerna. Det sker en ökad delegering av tillsynsbeslut av enklare karaktär, så att Tillsynsnämnden inte blir överbelastad. En delegering måste dock upprätthålla enhetlighet och EU-rättsliga krav ("Meronidoktrin").²⁰³

Regulatory Capture

Ser man på tillsyn generellt (till exempel inom miljö och andra områden utöver det finansiella) finns i forskningen begreppet *regulatory capture* som handlar om att tillsynsorgan i alltför hög grad påverkas, styrs och i värsta fall "erövrar" av sina ofta resursstarkare objekt. Resultatet kan bli en alltför svag reglering som inte är i det allmänna intresset. Banker är ofta stora och resursstarka jämfört med nationella tillsynsorgan. I samtal med initierade personer i ECB förmedlas en bild av att det på sina håll rådde mycket stora brister i banktillsynen innan SSM etablerades. Att banktillsyn utövas av ett stort, övernationellt organ som ECB minskar risken för otillbörlig påverkan. Exempelvis, om tjänstemän ser karriärvägar i sina tillsynsobjekt (banker), kan det påverka tillsynen och sådant gör sig mer troligt gällande i nationell tillsyn.

²⁰² På ECB:s webbplats finns information om resultat och metod för SREP. SREP styrs av EU-gemensam metod genom EBA, som även svenska Finansinspektion tillämpar.

²⁰³ Meronidoktrinen innebär i korthet att en delegering aldrig får gå utanför ramarna för det högre organets befogenheter.

Makrotillsyn

I Tillsynsmekanismen ingår även delar av makrotillsynen, det vill säga instrument för att säkra funktionen i det finansiella systemet som helhet. Det kan gälla kapitalkrav för att se till att bankerna har tillräckliga buffertar i sina balansräkningar. ECB:s ansvar på detta område är begränsat till en kompletterande roll. Huvudansvaret inom makrotillsynen finns kvar på nationell nivå. ECB har möjligheten att toppa upp vissa buffertar i de verktyg som är harmoniserade, som till exempel att ställa högre kapitalkrav om nationella myndigheter inte anses göra tillräckligt. Det rör sig om verktyg som bedöms vara av gränsöverskridande karaktär. Detta innebär att exempelvis bolånetak och amorteringskrav helt beslutas på nationell nivå. En viss samordning av makrotillsynen sker genom ESRB. Hittills har ECB använt sina befogenheter inom makrotillsyn mycket sparsamt, men det kan ändå ha haft betydelse att ECB har en viss beslutsrätt inom makrotillsynen.

Ansvarsutkrävande

ECB:s tillsyn är ansvarig inför Europaparlamentet under former som liknar dem som gäller för penningpolitiken. Enligt separationsprincipen utövas dock ansvarsutkrävandet för Tillsynsmekanismen i särskild ordning. Även här utarbetas en årsrapport som presenteras för ECON-kommittén och Europaparlamentets plenum. EP antar en resolution om årsrapporten, Tillsynsnämndens ordförande framträder i ECON-kommittén, EP-ledamöter kan ställa frågor till Tillsynsnämnden. Ett tillkommande moment är konfidentiella möten där information av förtrolig art kan diskuteras.²⁰⁴ Tillsynsnämndens ordförande framträder två gånger om året i Eurogruppen.²⁰⁵

²⁰⁴ En översikt av ansvarsutkrävande för Tillsynsmekanismen ges i avsnitt 6.1, årsrapporten för 2025.

²⁰⁵ Det finns ett interinstitutionellt avtal mellan EP och ECB samt ett samförståndsavtal med rådet (Ekofin).

Utvärderingar

IMF (2025) gjorde i sin andra rapport om SSM en mycket positiv bedömning av den gemensamma tillsynen. ECB anses ha utvecklat en kapabel tillsyn med hög kompetens och oberoende. Tillsynen har blivit mer effektiv och ingripande och en *level playing field* (rättvis, jämn spelplan) har etablerats. Genom ECB:s tillsyn har banksystemen avskärmats från nationell politisk påverkan menade IMF. Bankernas kapital och lönsamhet har förbättrats väsentligt. IMF ansåg samtidigt att det finns problem i form av kvarvarande nationella skillnader och en del annat. Även den externa expertgruppen (Dahlgren m.fl. 2023) gjorde en positiv bedömning av hur ECB:s tillsyn har presterat efter dess första decennium. Gruppen ansåg att ECB hade byggt en stark tillsynsmetod som resulterat i ökad motståndskraft i banksektorn.

Nicolas Véron (2024, s. 84ff) gjorde en i huvudsak positiv värdering av hur ECB:s tillsyn har fungerat under sitt första decennium. Större bankkriser har inte ägt rum och bankerna har generellt stärkt sina balansräkningar. Andelen icke-presterande lån har sjunkit. ECB har lyckats utveckla en effektiv och sammanhållen metodik för tillsynen. En liknande positiv värdering av tillsynen gjordes av kommissionen (2023b) och i den svenska utredningen om bankunionen (SOU 2019:52). Peter Englund och Pehr Wissén (i Calmfors 2025, s. 348ff) har inte studerat Bankunionens funktion, men de har gjort en analys av EU:s banksystem och de skriver att "...det europeiska banksystemet har stärkts påtagligt" sedan 2014, och de pekar på ökad kapitaltäckningsgrad och lägre andel dåliga lån (NPL). Det har inte varit någon större bankkris i euroområdet efter eurokrisen, trots chocker i form av pandemin och geopolitisk oro.

8.4 Resolutionsmekanismen

Utgångspunkter

Det andra benet av Bankunionen är den gemensamma resolutionsmekanismen. Den syftar till en ordnad avveckling av större banker i kris. Annorlunda uttryckt handlar det om att skydda skattebetalarna samtidigt som finansiell stabilitet upprätthålls. Hanteringen ska så mycket som möjligt likna den som gäller ett företag vilket som helst.

Dilemmat är att fallissemang av systemviktiga banker kan leda till en finansiell kris med gränsöverskridande effekter, och det vill man naturligtvis undvika. Bakgrunden är överenskommelser i G20 som 2010 och 2011 antog riktlinjer om ett förfarande som benämns resolution. Det ska vara svaret på problemet med *too big to fail*, det vill säga att det skulle vara ofrånkomligt att ur statskassan rädda systemviktiga banker för att det ekonomiska systemet inte ska ta allvarlig skada. Resolution går i korthet ut på att aktieägare och kreditorer som inte är prioriterade är de som i första hand ska ta förluster och svara för rekapitalisering så att man undviker att offentliga medel ska behöva användas. Samtidigt ska den fallerade bankens systemviktiga aktiviteter fortsätta.

Resolutionsmekanismen tillkom efter det att betydande svårigheter av både saklig och rättslig art hade övervunnits. Man övergav den långvariga filosofin med generöst offentligt stöd till fallerande banker, liksom tanken att EU/eurozonen centralt och solidariskt skulle ge sådant stöd (direktrekapitalisering). När kommissionen lade fram förslag till SRM-förordningen sommaren 2013 använde man en artikel om den inre marknaden som rättslig grund – rimliga alternativ fanns inte i grundfördraget.²⁰⁶ Den artikeln fick man dock utnyttja till sitt maximum, och det krävdes en del särskilda arrangemang för att det hela skulle fungera.

SRB och SRF

Den nya myndigheten Resolutionsnämnden (*Single Resolution Board*, SRB) startade sin verksamhet 2015 och fick fulla befogenheter 2016. En uppgift för SRB är att se till att kritiska funktioner för en fallerad bank kan fortsätta.

SRB fattar beslut i två olika formationer. Den verkställande sessionen beslutar i resolutionsärenden och ansvarar för löpande arbete. Denna session är liten och består av en ordförande, en vice ordförande samt fyra ledamöter som är heltidsanställda vid SRB. I ett resolutionsfall utvidgas deltagandet till berörda nationella resolutionsmyndigheter och de har rösträtt.²⁰⁷ Det är nationell resolutionsmyndighet som genomför en resolution. Plenarsessionen

²⁰⁶ Artikel 114 i FEUF.

²⁰⁷ Om konsensus inte nås kan ordföranden och de fyra heltidsmedlemmarna besluta med enkel majoritet.

beslutar i övergripande ärenden som arbetsprogram och budget. Den består av den verkställande sessionen och cheferna för samtliga nationella resolutionsmyndigheter.

SRB ska samarbeta nära med nationella myndigheter inom Bankunionen. SRB samarbetar nära med resolutionsmyndigheter även utanför Bankunionen – i Sverige Riksgälden – inte minst i de särskilda så kallade resolutionskollegier som bildats för de större bankerna med gränsöverskridande verksamhet.

I resolutionsmekanismen ingår resolutionsfonden (*Single Resolution Fund*, SRF) som på vissa villkor kan användas för att finansiera en del resolutionsåtgärder. SRF ansågs inte kunna upprättas med stöd av EU:s grundfördrag, utan det slöts ett mellanstatligt fördrag som rättslig bas för fonden.²⁰⁸ SRF har byggts upp genom årliga avgifter som tagits ut av alla banker inom Bankunionen. Fonden nådde sin målnivå på 78 miljarder euro vid utgången av 2023.²⁰⁹ Då var också fonden efter en stegvis process med separata nationella fack helt gemensam (mutualiserad). SRF får användas i resolutionsprocessen, men med rätt betydande begränsningar och villkor. SRF är tänkt som en sista utväg; som ett slags försäkring. Hittills, efter ett decennium, har fonden inte använts, så hela kapitalet är kvar. SRF:s kapital förvaltas försiktigt och hålls med hög likviditet.

Resolution

I stora drag ser processen för resolution ut på följande vis. Starten på en resolutionsprocess är att ECB:s tillsyn bedömer att en bank har fallerat eller är nära att falla. SRB ska då bedöma om det finns utsikter till alternativa åtgärder, som att den privata sektorn ingriper, och om resolution ligger i det allmännas intresse. Om resolution inte anses vara i det allmänna intresset går ansvaret över till nationella myndigheter, som ska avveckla banken enligt nationell lagstiftning. Godkännande av en resolutionsordning, som redovisar bankens finansiella status, vilka åtgärder som SRB kommer att vidta samt hur åtgärderna ska finansieras, visade sig av rättsliga skäl kräva medverkan av både kommissionen och EU:s råd (Ekofin). Det handlar

²⁰⁸ Avtal om överföring och ömsesidighet för bidrag till den gemensamma resolutionsfonden.

²⁰⁹ Målnivån är fastställd till 1 procent av de garanterade insättningarna (= de som täcks av nationella bankgarantier) i bankerna i de deltagande medlemsstaterna.

om att värdera bedömningen av allmänintresset, regelverket om statsstöd, eventuellt bruk av resolutionsfonden och förenlighet med regeln om eget ansvar för de offentliga finanserna (artikel 125 i FEUF).

Hela denna komplicerade process ska gå mycket fort, helst ska den klaras av på högst 48 timmar (under en helg). Om resolutionsordningen godkänns, kan processen gå vidare, med användning av ett eller fler av de fyra resolutionsverktygen. Verktygen är försäljning, broinstitut (separat, tillfälligt bolag), avskiljande av tillgångar samt skuldnedskrivning. Därutöver är det möjligt att använda medel från resolutionsfonden för att absorbera förluster och rekapitalisera en bank, under förutsättning att skuldnedskrivning på minst 8 procent av bankens totala skulder och eget kapital har genomförts. Detta är en hög tröskel, särskilt för mindre och medelstora banker. Förväntningen är att resolution framför allt är tillämpligt för betydande banker. Övriga banker i kris kan likvideras, men under ordnade former.²¹⁰

Beslutsordningen i Resolutionsmekanismen är således mer komplicerad än den som gäller för tillsynen (SSM). Kommissionen gör en prövning enligt konkurrensreglerna. EU:s råd och nationella myndigheter är också involverade i processen. Till bilden hör att beslut i bankkriser ofta medför kännbara förluster för bankers intressenter, och att omfattande domstolsprocesser därför följer. Detta faktum är något som kan verka återhållande för att tillämpa de överstatliga resolutionsreglerna.

SRB beslutar årligen om resolutionsplaner i förväg för alla drygt hundra betydande banker och även för ett antal andra banker med större gränsöverskridande verksamhet. I granskningen av planerna samarbetar SRB med ECB:s tillsyn, som ger ett utlåtande. Om en bank bedöms vara på väg in i kris har ECB:s tillsyn starka instrument att tillgripa.

Kapitalkrav

Ett viktigt element i mekanismen – som gäller hela EU – är lagstiftning om förstärkning av bankernas balansräkningar. Kraven

²¹⁰ Till och med 2023 hade drygt 20 banker fallerat i Bankunionen och samtliga hade likviderats (Macroprudential Bulletin, december 2023).

syftar till att göra bankerna motståndskraftigare. Det handlar om krav på olika slag av kapital. Särskilda krav gäller bankernas nedskrivningsbara kapital (MREL), som är av betydelse i en resolution. Principen är att sådant kapital ska kunna omvandlas till aktier, så att banken efter förlust av det egna kapitalet ska kunna drivas vidare i ny form. Det är ECB:s Tillsynsmekanism som övervakar att bankerna uppfyller kapitalkraven. ECB har möjlighet att utfärda kännbara sanktioner mot banker som inte rättar sig efter kraven.

Resolution sällsynt

Erfarenheten hittills är att resolution sällan har förekommit (Véron 2024, s. 103ff). Resolution tillämpades 2017 på en större spansk bank, *Banco Popular Español*. Processen fungerade där som förutsett, och den underlättades av att det fanns en stark köpare i form av en stor spansk bank. Annorlunda blev hanteringen 2017 av två medelstora italienska banker. SRB bedömde inte att det låg i allmänt intresse att göra bankerna till föremål för resolution genom SRB, utan det blev italienska myndigheter som tog hand om fallen. Det resulterade i att bankerna fick en hel del offentligt stöd. Ett ytterligare resolutionsfall inträffade 2022 gällande den österrikiska banken Sberbank med dess dotterbolag i Kroatien och Slovenien. Den österrikiska moderbanken bedömdes inte uppfylla kriterierna för allmänintresse, medan de bägge dotterbolagen övertogs av andra banker i de berörda länderna.²¹¹

8.5 Bankunionen kan byggas ut

Diskussionerna om Bankunionens utveckling har varit långa och svåra. Schematiskt kan man beskriva frontlinjen genom att gruppera medlemsstaterna i dels de som förespråkar mer riskdelning, dels de frugalt sinnade medlemsstater som i stället ser det som ett nationellt ansvar att åtgärda riskerna i banksystemen (och stärka sina offentliga finanser) innan det möjligen kan bli tal om mer av gemensamma mekanismer. Förhandlingarna har konkret handlat om en del saksfrågor som redan från början var på agendan, medan annat efterhand

²¹¹ Resolutionsnämndens årsrapport 2022, s. 49f.

har kommit till. En färdplan för att färdigställa Bankunionen antogs 2016, och den var länge styrande. En ny färdplan antogs 2022.²¹² Nedan följer huvuddragen i de byggstenar som kan vara aktuella, med bakgrund i färdplanen och en del annan information. En kritisk analys från tankesmedjan Bruegel (Beck m.fl. 2022, s. 4) konstaterade lakoniskt att felande byggstenar och stora nationella befogenheter bekräftar den kända generaliseringen att banker är *“international in life, but national in death”*. Banknationalism gör sig alltså gällande i diskussioner om bankunionens utveckling.

Starkare kapitaltäckning

En handlingsväg är att fortsätta att stärka bankernas finanser. Det handlar om att de ska uppfylla kraven på kapitaltäckning, inklusive kravet på nedskrivningsbara skulder (MREL). Det har även gällt att reducera andelen dåliga lån (NPL). Här har ECB:s tillsyn en viktig roll när det gäller att se till att bankerna följer reglerna. Utvecklingen följs upp av kommissionen och övriga institutioner. Generellt har, som nämnts, bankerna i euroområdet betydligt starkare balansräkningar och lägre andel dåliga lån idag än när Bankunionen startade. Det finns dock en tankeskola som går i motsatt riktning och som handlar om att förenklingar och lättnader behövs för att stärka EU:s konkurrenskraft.

Effektivare krishantering

En annan handlingsväg är att förbättra hanteringen av banker i kris. Som framgick ovan har resolution inte tillgripits i den grad som förväntades. Detta vill man i den senaste färdplanen 2022 ändra på. En förändring av lagstiftningen beslutades 2025.²¹³ Denna innebär att det blir möjligt för mindre och medelstora banker att få finansiering från nationell insättningsgaranti för överbryggnings så att de kan uppfylla kravet på 8 procent nedskrivning av kapitalet och därmed få tillgång till SRF. Dessa banker har svårt att leva upp till kraven på nedskrivningsbart kapital då de i mindre grad har bra

²¹² Slutsatser från Eurogruppen i inkluderande format den 16 juni 2022.

²¹³ Reformen innebär förändring av ramen för krishantering och insättningsgaranti (CMDI), som regleras i tre rättsakter (KOM(2023)c). CMDI bygger på erfarenheter från den globala finanskrisen och eurokrisen.

tillgång till extern finansiering. I reformen ingick även att ändra reglerna för att bedöma allmänintresset. En annan ambition är att harmonisera de viktigaste delarna av nationell konkurslagstiftning. Det har visat sig att det finns stora skillnader mellan EU:s medlemsstater i hur man ser på egendomsskyddet och bankers möjlighet att driva in säkerheter (panter). Sådana skillnader motverkar en effektiv och enhetlig hantering av bankkriser, och de är även hinder för en gemensam kapitalmarknad.

Gemensam insättningsgaranti (EDIS)

Ett särskilt tvisteämne är gemensam insättningsgaranti. En gemensam insättningsgaranti (förkortat EDIS) betraktas som en nödvändig, tredje beståndsdel i Bankunionen. Det finns sedan 2014 ett EU-direktiv med en enhetlig täckningsnivå på 100 000 euro (eller motsvarande i annan valuta) för nationella system. Regeln ger ett skydd per person och bank för insättningar i banken upp till det beloppet, och tanken är att ge insättarna ett gott skydd men även att förhindra *bank runs*. Svagheten med nationella system är att medlemsstaterna har olika förutsättningar – och trovärdighet – för att infria garantin. Likaså skiljer sig risknivåerna åt mellan olika länders banksystem. För att bryta den skadliga kopplingen mellan statsfinanser och banker skulle ett europeiskt system vara lösningen. Invändningen är att det skulle medföra *moral hazard* och stora budgetrisker. Någon EDIS har det därför inte blivit, trots långvariga diskussioner och konkreta förslag från kommissionen 2015 och 2017. I den gällande färdplanen är EDIS nedtonat. Det talas i stället om att utveckla harmoniseringen av de nationella systemen och att ge dem en utökad roll i resolutionsprocessen. ECB och kommissionen är starkt positiva till ett EDIS.

Likviditet i resolution

Ett relaterat ämne är likviditet i resolution. Det handlar om att finansiera den känsliga, normalt kortvariga, fasen mellan en genomförd resolution och återupptagande av bankverksamheten. Den fasen karaktäriseras av dålig likviditet, som försvårar för banken att återkomma i full funktion, och att det är svårt för banken att få

extern finansiering. En del menar att det är en rimlig uppgift för ECB att centralt tillhandahålla sådan likviditet som ett lån, medan andra menar att risken skulle vara alltför stor. Ingen lösning har överenskommits, trots att olika tekniska lösningar har prövats.

Statliga exponeringar

Termen ”statliga exponeringar” (*sovereign exposures*) handlar om bankers benägenhet att köpa statsobligationer från hemlandet. Det är förbjudet i EU:s grundfördrag (artikel 124 i FEUF) att genom lagstiftning tvinga banker att köpa statsobligationer. Detta har inte hindrat att banker ändå i hög grad köper det egna landets statsobligationer, så kallad *home bias*. Det kan vara resultatet av informella påtryckningar, förväntningar, ekonomiska incitament, eller helt enkelt sedvänja. Praktiken ryms inom banknationalism. Statliga exponeringar var länge ett illa kartlagt fenomen, som nationell tillsyn inte såg som problematiskt. Det var först med EBA:s stresstester och uppmärksamhet från ESRB som medvetenheten om problemet blev mer allmän.

Statsobligationer är i princip en likvid, stark och bra tillgång för banker och räknas i reglerna om kapitaltäckning med noll risk, till skillnad från en del andra tillgångar. Detta har en bas i globalt gällande regler och principer som viktiga länder utanför EU inte har någon tanke på att ändra. Realiteten kan emellertid vara att det är hög risk i vissa statsobligationer, och att bankers balansräkningar därför kan vara en bra bit svagare än vad de verkar vara. Medianen för stora banker i Bankunionen låg 2023 på 71 procent för hemlandets statsobligationer av det samlade innehavet av euroområdet statsobligationer. Ser man på det innehavet som en andel av bankernas kapitaltäckning, finner man särskilt höga tal för Spanien, Italien och Grekland.²¹⁴ Med andra ord, en eventuell statsfinansiell kris i de länderna skulle hota att kraftigt försvaga bankernas balansräkningar.

Ämnet är ytterst känsligt, och diskussioner har inte lett någon vart. En lösning som föreslagits är att stora koncentrationer av hemlandets statsobligationer ska beläggas med en avgift. ECB/SSM har inte rättslig möjlighet att ingripa mot systemet som sådant, men

²¹⁴ Véron 2024, s. 89 ff.

ECB granskar ändå risker som är förbundna med hög koncentration av vissa tillgångar. Länder med höga statsskulder ser systemet som ett tillförlitligt och beprövat sätt att finansiera statsskulden, medan det motsatta perspektivet är att denna praxis befäster och förvärrar den skadliga kopplingen mellan statsfinanser och banker.

Backstop

En förstärkning av resolutionsfonden genom en backstop (finansiell säkerhetsmekanism) överenskoms i princip i samband med uppgörelsen om resolutionsfonden. Under 2018 och 2019 ägde förhandlingar om backstop rum. De mynnade ut i att ESM skulle tillhandahålla ett backstop i form av en kreditlina till SRB. Det innebär att när resolutionsfonden blir uttömd, skulle SRB ha tillgång till backstop som mycket snabbt kunde aktiveras då villkoren är uppfyllda. Storleken på backstop skulle vara ungefär lika som fonden, så det handlade om en fördubbling av resurserna. Backstop ska kunna användas för samma ändamål som fonden, det vill säga olika slag av finansiering i samband med resolution. Det finns en del ytterligare villkor. Backstop ska efter användning fyllas på med efterhandsbidrag från bankerna på normalt tre år och på så vis vara budgetmässigt neutral för de offentliga finanserna. Backstop skulle införas senast 2023 då SRF blev helt gemensam, men det kunde ske tidigare om riskerna i Bankunionens banksystem hade reducerats tillräckligt.

Reglerna om backstop skrevs in i ett reviderat ESM-fördrag som undertecknades i början av 2021. Det rörde sig om en bredare reformering av ESM. Alla euroländer utom Italien har som tidigare nämnts ratificerat det reviderade ESM-fördraget, så backstop har i skrivande stund inte trätt i kraft.

Kapitalmarknadsunionen/Spar- och investeringsunionen

En handlingsplan för att förverkliga en ”kapitalmarknadsunion” antogs 2015, på förslag i de fem ordföranden rapport. Tanken var att undanröja kvarvarande hinder för en integrerad kapitalmarknad i EU. Kapitalmarknadsunionen består av ett flertal lagstiftningsinitiativ. Flera av initiativen i handlingsplanen är redan antagna, men kommissionen ville ändå ge arbetet för att komma bort från

fragmentiseringen av de finansiella marknaderna i EU en ny skjuts framåt. Det skedde genom en "Spar- och investeringsunion" 2025, med en rad komponenter. Handlingsplanerna är i formell mening inte en del av Bankunionen, men de har setts som en viktig komplettering.²¹⁵

²¹⁵ Spar- och investeringsunionen (SIU) presenteras i ett meddelande från kommissionen (2025). SIU bygger på rapporterna om inre marknaden (Letta 2024) respektive konkurrenskraft (Draghi 2024).

9 Eurogruppen och eurozonens styrning

9.1 Behov att agera samlat

I olika sammanhang behöver euroområdet agera samlat. Med 21 medlemsstater är det inte någon lätt sak. Effektivt kollektivt agerande fordrar beslutsföra som är adekvata, beslutsregler som är effektiva och administrativ kapacitet så att beslut är väl förberedda och blir genomförda.

I Maastricht försågs den monetära sidan med fullödiga beslutsorgan i form av ECB-rådet tillsammans med en direktion som svarar för förberedelser och genomförande av beslut. Beslutsregeln enkel majoritet säkrar operativ förmåga för ECB. ECB har friheten och resurserna att bygga upp lämplig administrativ kapacitet för sin verksamhet.

För övrig ekonomisk politik blev bilden inte så tydlig. Man föreställde sig att EMU med tiden skulle omfatta alla medlemsstater, och att de sedan länge etablerade institutionerna – EU:s råd (Ekofin med finansministrarna) med underkommittéer och kommissionen – skulle vara tillräckliga. I Maastricht såg man inte att de finansiella och ekonomiska beroendena skulle bli så starka att samordningen av den ekonomiska politiken skulle kräva mer utvecklade former och instrument. Att flera medlemsstater skulle stå utanför euron var heller inte väntat.

Den enda institutionella innovation av vikt som hade gjorts till den svenska folkomröstningen 2003 var etableringen av Eurogruppen 1998. Denna var dock under sina första år inte särskilt betydelsefull.

Efter 2003 har eurozonens styrning genomgått en hel del förändringar. Särskilt eurokrisen demonstrerade att det som fanns inte

räckte till. Under ett intensivt skede av krisen tog ett toppmöte 2011 beslut om tio förändringar för att stärka eurozonens styrning.²¹⁶ Men även genom Lissabonfördraget 2009 stärktes euroområdet som beslutsenhet. Eurogruppen är det centrala organet, och det är främst den som får en närmare presentation i detta kapitel.

9.2 Eurogruppen

Historia

Eurogruppen startade 1998 efter en besvärlig förhandling där både Storbritannien och Sverige befarade att bli exkluderade från viktiga överläggningar.²¹⁷ Det var Frankrike som ville ha Eurogruppen. Sedan lång tid anser Frankrike att euron kräver en stark samordning av den ekonomiska politiken i sin helhet. Men kommissionen ska inte vara den drivande kraften, utan det bör vara medlemsstaterna som bildar en ekonomisk regering (*gouvernement économique*). Tyskland tyckte att det nya organet var rätt onödigt och befarade dessutom hot mot ECB:s oberoende. Ändå accepterades Eurogruppen, men med begränsningen att den blev informell. Euroländernas finansministrar skulle behandla ”frågor som har samband med det särskilda ansvar som de delar för den gemensamma valutan.”

Från början etablerades praxis att Eurogruppen möts dagen innan det formella Ekofinrådet. Ordförandeskapet roterade inledningsvis varje halvår,²¹⁸ men 2004 blev Luxemburgs finansminister Jean-Claude Juncker den förste valde ordföranden med en mandatid på två och ett halvt år. Verksamheten under Eurogruppen första decennium var inte dramatisk och den tilldrog sig inte större intresse. I efterhand kan man konstatera att politikmisstag begicks under denna tid. De gäller att man inte i tid agerade mot överhettning i en del länder, problemen i den finansiella sektorn och att Grekland fick införa euron.

²¹⁶ Eurotoppmötets uttalande den 26 oktober 2011, annex 1.

²¹⁷ Quatremer och Klau (1999) har i detalj skildrat Eurogruppens bildande. Eurogruppen fick sitt kortfattade mandat i Europeiska rådets resolution den 13 december 1997.

²¹⁸ Endast finansministrar från euroländer kunde komma i fråga. Om en medlemsstat som inte infört euron hade ordförandeskapet i rådet (som Sverige första halvåret 2001) gick uppdraget till det följande euroland som hade det roterande rådsordförandeskapet. Det fanns vid Junckers val ett utkast till fördragstext som sade att Eurogruppen skulle ha en vald ordförande.

I Eurogruppen deltar endast en minister med en nära medarbetare per land. Man kunde tänka sig att även deltagare i ERM2, som Danmark, skulle få lov att ingå i Eurogruppen, eftersom en centralkurs i ekonomiskt hänseende medför villkor som liknar euroländerna. Men Frankrike har insisterat på att endast länder som har tagit det avgörande politiska steget att införa euron ska få vara med.

Lissabonfördraget 2009 innebar att Eurogruppen fick en fördragsmässig förankring. Det nya fördraget innebar även ett ökat självbestämmande för euroländerna. De fick rätten att själva ta de formella besluten inom den större delen av Stabilitets- och tillväxtpakten och övrig ekonomisk-politisk samordning (se kapitel 6). Listan på rättsakter som endast gäller euroländerna utökades. Det innebar att de formella besluten visserligen togs i det lagstiftande Ekofinrådet med alla runt bordet, men substansdiskussionerna ägde rum i Eurogruppen.

Det var under eurokrisen som Eurogruppen på allvar etablerade sig som ett centralt beslutsorgan. De viktiga besluten om Greklandsstödet, EFSF, ESM, Bankunionen, krisstöden till Irland, Portugal, Spanien, Cypern, förändringarna av EMU:s arkitektur – de togs eller förbereddes alla i Eurogruppen. Ministrarna i Eurogruppen kan byta hatt och bli ESM-rådet som tar beslut om krisstöd. Eurogruppen var i EFSF beslutsfattande organ. Euroländerna beslutar i praktiken om nya medlemmar i eurozonen. De bildar en kvalificerad majoritet i EU:s råd.

Från 2017 har Eurogruppen börjat mötas i så kallat inkluderande format med samtliga medlemsstater vid bordet. Sådana möten har blivit rätt vanliga. Återkommande ämnen har varit Bankunionen och EMU-fördjupningen. I detta mötesformat togs viktiga beslut under coronakrisen, vilka sedan formaliserades i EU:s råd. En fördel med detta mötesformat är att kunna agera snabbt och utan tyngande procedurregler. En nackdel är att Sverige och andra medlemsstater utanför euron inte har likvärdiga villkor.

Regler om Eurogruppen

Grundreglerna för Eurogruppen finns i Lissabonfördraget. Artikel 137 i FEUF säger att ”Närmare bestämmelser om möten mellan ministrar i de medlemsstater som har euron som valuta ska fastställas

i ett protokoll om Eurogruppen.” Eurogruppen nämns ingen annanstans i fördraget och den tilldelas inga befogenheter. I det kortfattade protokollet nummer 14 om Eurogruppen anges som motiv att en *ever-closer coordination of economic policies within the euro area* önskas. Formuleringen är en transponering av den berömda portalen i flera generationer av EU-fördrag om *ever-closer union*.

Eurogruppen tilldelas ett brett mandat. Den ska ”diskutera frågor förknippade med det särskilda ansvar som de [euroländerna] delar när det gäller den gemensamma valutan.” Det öppnar för många olika slags ämnen. När Eurogruppen först överenskomts 1997 fanns en begränsande regel som sade att närhelst ämnen av gemensamt intresse kommer upp ska de diskuteras av samtliga medlemsstater.²¹⁹ Den begränsningen finns inte längre kvar, vilket har betydelse för Sverige och andra medlemsstater utanför euron.

Det sägs också att kommissionen ska delta i mötena och att ECB ska bjudas in. Protokollet säger även att Eurogruppen med enkel majoritet ska välja en ordförande för två och ett halvt år.

ECB:s ställning i relation till Eurogruppen är inte oproblematisk. Frankrike har velat ha en samordning av makropolitiken i sin helhet, det vill säga finans-, penning- och valutapolitik. Men enligt tysk syn (och ECB:s egen syn) är ECB oberoende, tar sina egna beslut och kan inte delta i förpliktigande samordning av något slag. ECB var i början skeptisk till Eurogruppen men har efterhand accepterat och till och med uppskattat att gruppen finns som ett forum för dialog.²²⁰ Men att ECB ska ”inbjudas” innebär att ECB inte är skyldigt att delta – en inbjudan kan man tacka nej till.

Kommissionen har en rätt att delta, vilket inte var en självklarhet. Rollen i Eurogruppen liknar ett utredningssekretariat, så kommissionen är inte lika stark som i EU-systemet i övrigt. Mötena ska enligt protokollet förberedas av ministrarnas ”företrädare”, vilket i praktiken betyder deras allra närmaste medarbetare. I Sverige motsvaras det av statssekreterare. Utöver det som står i grundfördraget finns en promemoria från 2008 om arbetsformer (*Working methods of the Eurogroup*) och det uttalande av Eurotoppmötet 2011 som nämndes ovan.

²¹⁹ Den regeln fanns i det kortfattade mandatet för Eurogruppen, punkt 6 i Europeiska rådets resolution den 13 december 1997.

²²⁰ ECB:s förste chef, holländaren Wim Duisenberg, uttryckte detta i ett tal 2003-10-29.

Eurogruppens överenskommelser kan ha bäring på påföljande formella beslut, men enligt ett rättsfall 2018 i EU-domstolen är gruppen ändå till sin karaktär informell och utan formella befogenheter.²²¹ Rättsfallet medförde en viss renodling av Eurogruppens verksamhet. EU-domstolen klargjorde att Eurogruppen är informell och att den inte fattar formella beslut. Det blev tydligt att Eurogruppen inte ska engagera sig i lagstiftningsarbete, och tendenser till sådant arbete upphörde.²²²

Ekonomisk-politisk samordning

En huvuduppgift för Eurogruppen är således samordning av den ekonomiska politiken. Det blev en läxa under eurokrisen att euroländernas ekonomiska politik inte kunde avvika alltför mycket från det nödvändiga. Som redan framgått tillkom nya samordningsinstrument genom Lissabonfördraget och eurokrisen: särskilda riktlinjer som gäller för eurozonen, en rättslig grund att införa starkare samordningsinstrument, 6-paket och 2-paket.²²³ Euroländerna fick ett ökat självbestämmande genom tillägg på den lista av beslut som euroländerna själva tar och som fanns sedan tidigare.

När det gäller den samlade makropolitiken går inte samordningen längre än att ECB informerar om sin penningpolitik i Eurogruppen. För euroländernas finanspolitik finns det en viss ambitionshöjning genom riktlinjerna för eurozonen och analyser från kommissionen och Europeiska Finanspolitiska rådet om den samlade finanspolitiska hållningen (*fiscal stance*).

Offentliga finanser tar en hel del plats i Eurogruppen. Den diskuterar regelmässigt euroländernas budgetplaner i slutet av året, med utgångspunkt från reglerna i 2-paket. Därtill diskuteras tillämpningen av Stabilitets- och tillväxtpakten och makroobalans-

²²¹ EU-domstolen (målen C-597/18P, C-598/18P, C-603/18P och C-604/18P), det så kallade Chrysostimidesfallet, som gällde om Eurogruppen kunde hållas ansvarig för beslut om villkoren i Cypernstödet, vilket medförde kännbara nedskrivningar av fordringar i cypriotiska banker. Utslaget innebar att Eurogruppen ska betraktas som ett mellanstatligt, informellt organ som inte kan hållas skadeståndsansvarigt. Generaladvokaten, som förbereder slutlig dom, hade dock en annan mening och hävdade att Eurogruppens ställningstaganden kunde ha en formell karaktär.

²²² Författarens intervju med Tuomas Saarenheimo, ordförande i EWG.

²²³ Bestämmelserna finns i artikel 136.1 i FEUF, som ger rättslig grund för starkare samordningsinstrument och som omtalar riktlinjer för euroländernas ekonomiska politik.

förfarandet. Finansiering av försvarsutgifter är ett nytillkommet ämne. Beslut kan sedan formaliseras i EU:s råd (Ekofin).

En del av verksamheten ägnas åt utvalda, tematiska strukturpolitiska frågor. Exempel på ämnen är konkursförfaranden, lönebildning, innovation, konkurrenskraft eller pensionssystem. Finansiella frågor tar en hel del plats. Det kan finnas ett underlag från kommissionen och/eller en inbjuden expert från den akademiska världen eller en tankesmedja. Ibland har uttalanden gjorts i strukturfrågor, för att summera diskussionen och eventuell konsensus om handlingslinjer. Samtidigt gäller att det ska vara fråga om en icke-bindande samordning, där det snarare är analys och diskussion som ska forma en gemensam hållning. Eurogruppen har klargjort att diskussionerna kunde utmynna i *benchmarks*, men ”... *these exercises are not compulsory and do not equate to the binding convergence standards as envisaged in stage II of EMU deepening in the Five Presidents’ Report.*”²²⁴

Andra sakfrågor

Det finns en rätt lång rad av andra substansfrågor som Eurogruppen tar upp:

- Förberedelser för internationella möten i IMF, G7 och G20. Detta innefattar valutafrågor men det kan också gälla en del annat.
- Stabilitetsstöd i ESM.
- Utveckling av kapitalmarknadsunionen, sparande och investeringsunionen och digital euro.
- Eurons internationella roll.
- Euroområdet konkurrenskraft.
- Institutionella frågor med anknytning till EMU.
- Utvidgning av eurozonen med nya medlemsstater.
- ERM2 (deltagarkretsen utvidgas till deltagarna i ERM2).

²²⁴ Ordförandens uppsummeringsbrev från möte i mars 2016.

- Bankunionen, där ordförandena i ECB:s Tillsynsnämnd respektive Resolutionsnämnden två gånger per år redogör för verksamheten. Då deltar även de icke-euroländer som är med i Bankunionen.

Arbetsformer

Eurogruppen har med tiden fått allt fastare arbetsformer. Den för två och ett halvt år valde ordföranden är en komponent. Så här långt har ordförandeskapet inte innehafts av någon från de största länderna, utan det har utövats genom finansministrar från Luxemburg, Nederländerna, Portugal, Irland och senast Grekland.

Eurogruppen utformar halvårsvis ett arbetsprogram. Kommissionen bidrar med underlag. En del av kommissionens formella initiativ kan diskuteras i Eurogruppen i bredare termer.

Ordföranden utarbetar efter mötena ett brev som sammanfattar mötet. Brevet gäller inte som ett formellt protokoll, men det cirkuleras i förväg till deltagarna för kommentarer, så att man ändå har en dokumentation av vad som har förevarit och överenskommits. Eurogruppen antar ibland, med konsensus, uttalanden i diverse frågor, där politiska ställningstaganden uttrycks. Dessa gäller inte som regelrätta slutsatser, eftersom Eurogruppen är informell. I mötena deltar regelmässigt ESM och ibland även IMF.

EWG

Eurogruppens möten förbereds av *Eurogroup Working Group* (EWG), som består av ministrarnas närmaste medarbetare. EWG fick 2011 en heltidsanställd, Brysselbaserad ordförande. Hittills har detta ordförandeskap utövats av tjänstemän från Österrike, Nederländerna och Finland. EWG:s ordförande ska förbereda Eurogruppens dagordningar, underlag och på olika andra sätt arbeta med mötena. EWG har även en ställföreträdarkommitté, det vill säga medarbetare till de statssekreterare (eller motsvarande) som sitter i EWG. Knutet till kommissionen finns ett sekretariat som betjänar Eurogruppen, utöver andra uppgifter. EWG har även en undergrupp som ordföranden kan använda för utvalda sakfrågor. För strukturfrågor kan EU:s etablerade Kommitté för ekonomisk politik

sammanträda enbart med euroländerna. EWG är ett viktigt organ. EWG sammanträder ibland i inkluderande format (EU27). Verksamheten är inte publik.

Klubbanda

En tanke med Eurogruppen var att återskapa den klubbkaraktär som tidigare funnits i det formella Ekofinrådet. Efter de stora utvidgningarna österut och söderut kan det vara 150 personer i rummet då Ekofinrådet möts. Tidigare tyske finansministern Wolfgang Schäuble lyfte fram Eurogruppens *Teamgeist* som forumets egentliga styrka. Även tidigare nederländske finansministern Jeroen Dijsselbloem som var ordförande i Eurogruppen 2013–18 och ekonomen Sixten Korkman som under en tioårsperiod i egenskap av generalsekreterare i Rådssekretariatet deltog i Eurogruppens möten har vittnat om betydelsen av de informella och ofta uppriktiga diskussionerna mellan ministrarna.²²⁵ Korkman menar att betydelsen av de delade bedömningar som växte fram ur diskussionerna inte skulle underskattas. Den informella statusen var en fördel genom att man kunde undvika mödosamma procedurer och vara flexibla.

Inre kabinett

Enligt slutsatserna 2011 om eurozonens styrning skulle det finnas ett slags inre kabinett för att förbereda Eurogruppens möten och Eurotoppmöten. Konstellationen skulle vara ordförandena för Eurotoppmötet, Eurogruppen och (på inbjudan) ECB och ESM, tillsammans med ansvarig kommissionär. Kommissionären Olli Rehn (2019, s. 106) omtalar denna krets i positiva termer; den bidrog till att få överenskommelser till stånd. Verksamheten ges inte offentlighet och det verkar som om den periodvis inte har varit aktiv. Ovan har relaterats hur viktiga överenskommelser om Bankunionen förbereddes i en snäv krets med stora länder och de viktigaste institutionerna. Det finns även en personkrets benämnd ”Washington Group” efter platsen där den först möttes.

Man kan se olika på inre kabinett av detta slag. De kan fungera exkluderande för mindre länder, samtidigt som de realpolitiskt kan

²²⁵ Schäuble (2025 s. 528), Dijsselbloem (2018, kap. 1) och Korkman (2005, s. 197).

vara väsentliga för att få beslut till stånd. Att Frankrike och Tyskland bilateralt gör upp i centrala EU- och EMU-frågor är ett sedan länge etablerat faktum som få invänder mot.

Transparens och demokratiskt ansvarsutkrävande

Eurogruppen har ofta setts som hemlighetsfull. Kritik har kommit från EU:s ombudsman och *Transparency International*.²²⁶ Med tiden har Eurogruppen blivit betydligt mer öppen och 2019 antogs riktlinjer för gruppens policy om transparens. Eurogruppen har numera en informativ webbsida. Där publiceras arbetsprogram, mötesagendor, ordförandens uppsummerande brev och de flesta underlagsdokument, liksom eventuella uttalanden som antas. Regelmässigt har ordföranden tillsammans med kommissionär och ESM:s vd en presskonferens efter mötena. Eurogruppen menar att tillgången på mötesdokument i praktiken är på samma nivå som EU:s råd, även om Eurogruppen i formell mening inte lyder under EU:s öppenhetsregler.

Eurogruppens karaktär – att samtidigt vara informell och i realiteten ett viktigt beslutsforum – är problematisk i perspektivet demokratisk legitimitet och utkrävande av ansvar. För att komma en bit på vägen framträder Eurogruppens ordförande två gånger per år (eller mer vid behov) inför Europaparlamentets utskott för ekonomiska och monetära frågor (ECON), vars ordförande då och då bjuds in till Eurogruppens möten. Ställningstaganden om ESM-stöd kan ha stora ekonomiska och politiska konsekvenser, och här finns i Tyskland och en del andra länder arrangemang med de nationella parlamenten.

²²⁶ Den europeiska ombudsmannen skrev till Eurogruppen i mars 2016. Angående *Transparency International*, se Braun och Hübner (2019), som menade att Eurogruppens brister i öppenhet inte var acceptabla med tanke på gruppens faktiska betydelse. Eurogruppens öppenhetspolitik överenskomts i september 2019 i dokumentet *Eurogroup transparency policy review and way forward*, som bekräftades i en översyn 2021.

9.3 Eurotoppmötet

EU:s stats- och regeringschefer höll en rad möten för att bemästra eurokrisen, ibland i formatet enbart ledarna från euroländerna.²²⁷ Benämningen var "Eurotoppmöten". Frankrike har länge haft ambitionen att ge Eurotoppmötena en fastare ställning, något som ibland har betraktats med skepsis från Tyskland. Ändå var tyska förbundskanslern Angela Merkel pådrivande för att ge stats- och regeringscheferna en tung roll i eurokrisen. I oktober 2011 träffades en överenskommelse om Eurotoppmöten. Dessa möten formaliserades genom Fördraget om stabilitet, samordning och styrning (FSSS-fördraget). Där finns en artikel 12 som rätt utförligt anger regler för Eurotoppmötena. Därtill finns en särskild arbetsordning för Eurotoppmötena. Något paradoxalt är Eurotoppmötena mer noggrant reglerade än vad Eurogruppens verksamhet är.²²⁸

På flera sätt liknar Eurotoppmötena Eurogruppen. Mötena ska vara informella, ordförandena för kommissionen deltar och ECB inbjuds. Mötena ska handla om frågor som gäller det särskilda ansvaret för euron, det vill säga ett brett mandat. Bland kretsen frågor nämns styrningen av euroområdet, riktlinjer för ekonomisk politik och politik för ökad konvergens. En ordförande ska väljas samtidigt som ordföranden för Europeiska rådet väljs, och det har så här långt inneburit personalunion mellan de två posterna. Det sägs också att Eurotoppmöten ska hållas minst två gånger per år, något som inte alla år blivit fallet. Mötena ska förberedas av Eurogruppen, och inför varje Eurotoppmöte brukar Eurogruppens ordförande sända ett brev om förberedelserna. Eurotoppmöten kan anta skriftliga uttalanden med politiska riktlinjer. I arbetsordningen finns en rad detaljregler om hur mötena organiseras.

Eurotoppmötena har flera gånger hållits i inkluderande format, det vill säga med alla medlemsstater. Reglerna ger icke euroländer rätten att vara med då EMU:s arkitektur och konkurrenskraft diskuteras. Likaså har alla suttit runt bordet då Bankunionen eller kapitalmarknadsunionen har stått på dagordningen.

²²⁷ De första mötena i formatet stats- och regeringschefer från enbart eurozonen hölls 2008 då den globala finanskrisen brutit ut och i början av 2010 två gånger då eurokrisen brutit ut.

²²⁸ Reglerna för Eurotoppmötet är samlade i en broschyr från Rådssekretariatet (EU:s råd 2013).

9.4 Förslag som inte blivit av

Det finns ett antal förslag på institutionella reformer i eurozonen som av olika orsaker inte har blivit av:

- Ett formellt Euroråd med bara euroländerna.
- En ordförande på heltid för Eurogruppen.
- Ett "finansministerium" för eurozonen som leds av en "finansminister".
- Fördjupat samarbete.
- Ett särskilt "Euroutsrott" i Europaparlamentet.

Ett formellt Euroråd var något som explicit övervägdes i det konvent som förberedde det som till slut blev Lissabonfördraget.²²⁹ Detta skulle ha inneburit att Eurogruppen fick formella befogenheter att anta rättsakter och blev en konstellation av EU:s råd (som finns i flera olika uppsättningar av fackministrar). Den praktiska skillnaden skulle dock inte bli så stor. I utgångsläget kan EU:s råd med alla 27 medlemsstater runt bordet ta ett flertal beslut där endast euroländerna har rösträtt. Det befintliga systemet med den informella Eurogruppen innebär att beslut som rör endast eurozonen i praktiken är avgjorda då de kommer till det formella EU:s råd. Enligt Lissabonfördraget ska EU:s råd bestå av företrädare från *varje* medlemsstat, så ett formellt Euroråd kräver fördragsändring.²³⁰ Det finns således vägande invändningar mot en dylik ändring.

En heltidsanställd ordförande för Eurogruppen skulle aktivt övervägas enligt ställningstagandet 2011 om att stärka eurozonens styrning.²³¹ Det finns dock åtminstone två invändningar. Den ena är att det är tveksamt om uppdraget fyller en heltid. Den andra är att personen i fråga skulle få lämna sitt nationella uppdrag som finansminister. Dessutom verkar förstärkningen av undergruppen EWG vara tillräcklig. Så här långt tycks förslaget sakna aktualitet.

²²⁹ Förslaget har framförts även i kommissionens "Blueprint" 2012 och i reflektionsrapporten 2017 om EMU-fördjupning.

²³⁰ Artikel 16.2 i FEU.

²³¹ Förslaget har även framförts i de fem ordförandenas rapport 2015 (s. 18) och reflektionspappret om EMU 2017 (s. 27) samt i ett fransk-tyskt inspel 2013.

Ett "finansministerium" lett av en "finansminister" för euro-zonen ingår som en komponent i federalistiskt inriktade idéer.²³² Funktionen skulle vara knuten till uppgifter som en eurozonsbudget med stabiliseringspolitiska funktioner, förstärkt ekonomisk-politisk samordning med skarpare instrument, gemensam upplåning med en *safe asset*, ett ESM inom EU:s ram och längre gående extern representation (se kap.10). Så här långt har dylika idéer inte samlat något större stöd och de förefaller mindre angelägna sedan euro-krisen har klingat av. Troligen skulle fördragsändringar krävas, vilket naturligtvis är en väsentlig svårighet.

Fördjupat samarbete är ett sätt att komma framåt i EU-arbetet även då vissa medlemsstater blockerar beslut. Sådant samarbete är inte specifikt knutet till EMU, men i FSSS-fördraget uttalades att euroländerna står beredda att använda denna samarbetsform. Dock är det inte okomplicerat att tillgripa fördjupat samarbete, och det har hittills inte använts i EMU-sammanhang. Det har aktivt prövats för en skatt på finansiella transaktioner.²³³

Europaparlamentet har en viktig roll i EMU-arkitekturen när det gäller demokratisk legitimitet och i rollen som lagstiftare. Förslag har kommit om att det borde finnas ett särskilt Euroutskott med parlamentariker som enbart kommer från de medlemsstater som har euron som valuta. Utskotten i Europaparlamenten har, liksom i de nationella parlamenten, viktiga uppgifter för att förbereda beslut i plenum. Det finns som framgått ett utskott för ekonomiska och monetära frågor (ECON) som hanterar EMU-relaterade ärenden. Idén med ett Euroutskott möter dock den väsentliga rättsliga invändningen att Europaparlamentarikerna inte representerar sina hemländer utan EU:s medborgare (artikel 14.2 i FEU). I dagsläget verkar idén sakna aktualitet.

²³² Förslag finns i kommissionens "Blueprint" 2012, de fem ordförandenas rapport (2015) och reflektionspappret om EMU (2017).

²³³ Fördjupat samarbete regleras i artikel 20 i FEU och artiklarna 326 – 334 i FEUF.

10 EMU globalt

Att EU genom euron skulle kunna spela en större roll på den globala arenan, det har länge varit en tanke. Visserligen tog ECB inledningsvis över Bundesbanks passiva syn på D-markens roll i världen: den får bli vad den blir och någon särskild politik för att främja den globala rollen ska inte bedrivas. Efterhand har EU:s institutioner uttryckt tydligare ambitioner för att öka eurons globala roll

Geopolitik spelar en ökande roll inom EU. Eurotoppmötet uppmanade 2026 ”Eurogruppen att arbeta vidare med konkreta sätt att stärka eurons internationella roll.”²³⁴ Senare tiders geopolitiska spänningar, Rysslands anfallskrig mot Ukraina och USA under Trump har drivit på strävandena för EU:s ”strategiska autonomi”. EU-ländernas säkerhetspolitik och militära upprustning drivs mestadels inom ramen för Nato. Men hotet från Ryssland och försvagningen av länken till USA har stärkt motiven för EU att utöka sitt försvarssamarbete. På det ekonomiska området är flexibiliteten inom STP för militära utgifter ett av uttrycken för det.

När Sverige folkomröstade 2003 hade euron blivit en global valuta och arrangemang för en samlad röst i internationellt ekonomiskt samarbete fanns. Förändringarna sedan dess är inte radikala. Men det har ändå hänt en del som motiverar att se närmare på EMU och euron i globalt perspektiv. Euron är idag en etablerad världsvaluta. Men dollarn är alltså dominerande, och euron har inte en plats globalt som motsvarar euroområdets ekonomiska tyngd.

²³⁴ Uttalande av Eurotoppmötet (i inkluderande format) 2026-03-19.

10.1 Euron som världsvaluta

Dollarn dominant

När Bretton Woodssystemet förhandlades i andra världskrigets slutskede betraktades både dollar och pund som världsvalutor. Sedan dess har den amerikanska dollarn blivit den helt dominerande valutan i världsekonomin. D-mark, yen och schweizerfranc blev också högt ansedda, men ingen av de valutorna är, eller har varit, i närheten av att mäta sig med dollarn i global betydelse.

Vad är det som betingar en valutas internationella betydelse?²³⁵ Flera saker brukar pekas ut: ekonomins storlek, de finansiella marknadernas likviditet och integration, geopolitisk styrka inklusive militär makt, ekonomins öppenhet, ekonomiskt och politiskt förtroende. Rättsstaten med legal säkerhet och egendomsskydd anses vara vital. Det finns också en tröghet; när en valuta väl har etablerat sig som dominant är tendensen att den fortsätter att vara det även om underliggande betingelser ändrar sig. Enligt *the dominant currency paradigm* kommer den dominerande valutan dollar ofta att användas även i transaktioner som inte involverar USA. Prissättningen på råvaror görs ofta i dollar, exempelvis för olja. Framväxten av globala värdekedjor stärker den dominerande valutans ställning (Eichengreen och Gros 2020).

Ställningen som dominerande valuta ger fördelar, ibland benämnt *exorbitant privilege*. Eftersom investerare behöver tillgångar i dollar (som amerikanska statsobligationer) blir möjligheterna att finansiera offentliga underskott till förmånliga villkor goda.²³⁶ Den dominerande valutan (dollar) efterfrågas i länders valutareserver och den blir tillflykt i kriser. Därmed kan USA låna till bra villkor också i krislägen. Valutarisker blir mindre för nationella export- och importföretag. Räntan tenderar att bli lägre. Utgivningen av sedlar ger större vinster (*seignorage*). Sedlar i höga valörer efterfrågas i den svarta ekonomin. Många betalningar går genom det amerikanska systemet. De stora internationella kreditkortet är amerikanska, inte europeiska. Dollarns starka ställning i det internationella finansiella systemet ger politiska fördelar eftersom USA därigenom får möjligheter att påföra sanktioner, vars effekter europeiska länder känner

²³⁵ Det följande baseras en hel del på Rogoff (2025).

²³⁶ USA har i dagsläget mycket stora underskott i de offentliga finanserna och en mycket hög offentlig skuld. Det finns tecken på att den rådande situationen inte är hållbar.

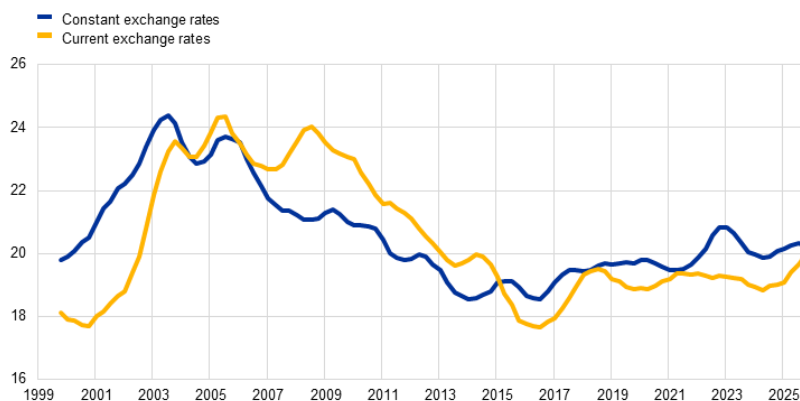
av även i de fall då de inte politiskt står bakom dem.²³⁷ En annan politisk fördel är stort inflytande över internationella finansiella regler.

Det kommer även ansvar och skyldigheter med ställningen som dominant valuta, särskilt att i en krissituation tillhandahålla likviditet. Det har skett genom att den amerikanska centralbanken har så kallade swaplinor till andra centralbanker, inklusive ECB och Riksbanken. Swaplinor blev särskilt viktiga senast i coronakrisen.

ECB-statistik visar att euron är klar tvåå

ECB gör årligen statistiska analyser av eurons internationella ställning. Den samlade bild som kommer fram är att euron initialt fick en betydande internationell roll, men att denna minskade tydligt med den globala finanskrisen och eurokrisen (figur 10.1). Därefter har rollen samlat stabiliserats eller vuxit något. I den senaste rapporten noterar ECB att eurons internationella attraktivitet ökade 2025.

Figur 10.1 Kompositindex för eurons globala användning



Källa: ECB 2026.

²³⁷ Ekonomen Stephen Miran (2024) med tidigare centrala poster i USA anser att fördelarna är överdrivna. Dollarns ställning som reservvaluta medför en systematisk övervärdering som drivit på en avindustrialisering i USA, menar han. Fördelen med att låna billigt är enligt hans analys överskattad, möjligen innebär den att upplåningen kan vara större än annars. Den andra Trumpadministrationen tycks dela synsättet, och den vill se en annan bördefördelning globalt, där även kostnaderna för USA:s säkerhetspolitiska ansvar vägs in, tillsammans med handels- och valutapolitik.

Eurons roll varierar beroende på typ av användning. Ser man till centralbankernas valutareserver har eurons andel varit rätt konstant på ungefär 20 procent, medan dollarn har närmare 60 procent. En notabel förändring på senare tid är att vissa centralbanker kraftigt har ökat sitt innehav av guld. Euron har liknande andelar även om man ser till internationell skuld (statsobligationer och privat upplåning), men volymen har ökat. Euro som denomineringsvaluta för handel är på nivå med dollarn, men det beror mycket på att eurozonen har större utrikeshandel än USA och att euron är viktig i handeln med närområdet. Dollarn har en större roll än euron om man ser till transaktioner som inte involverar USA respektive eurozonen. ECB fann i kontakter med aktörer på de finansiella marknaderna att geopolitiska omständigheter hade betydande vikt för valet av valutor. Euron tycks spela en roll som tillflyktsvaluta i kriser. En förändring på senare tid är den ökade internationella användningen av kryptovalutor vilka dock, så här långt, har liten betydelse totalt.

Det är värt att påpeka att en hel del skuld i euro har långa löptider, på tio eller 20 år. I EU-kommissionens upplåning finns löptider på upp till 30 år.²³⁸ Detta kan ses som uttryck för att de finansiella marknaderna inte tvivlar på eurons fortbestånd. Att observera är dock att EU-upplåning som inte är temporär av allt att döma kräver en fördragsändring.

Försök att stärka eurons globala roll

Kommissionen har tagit initiativ för att främja eurons internationella roll.²³⁹ Uppläggningsen har varit att lyfta fram olika ekonomisk-politiska områden och åtgärder som man bedömer kunna stärka eurons internationella ställning. Ett område är att fullborda EMU:s fördjupning. Det kan man se mot bakgrund av att euron tappade i global betydelse då eurokrisen gav upphov till tvivel på euroområdets långsiktiga överlevnad. Exakt vad i kommissionens EMU-

²³⁸ EU:s upplåning har ökat dramatiskt sedan pandemin bröt ut. Programmen SURE och NGEU bygger på gemensam upplåning, liksom det sedan länge etablerade makrofinansiella stödet till tredjeländer. Upplåningen för det sistnämnda slaget av stöd har också ökat kraftigt för att ge finansiering till Ukraina. Kommissionen har etablerat en centraliserad och sammanhållen organisation av all EU-upplåning med syftet att bedriva denna på ett effektivt och professionellt sätt. Information om EU:s upplåning finns på internet (*EU as a borrower*).

²³⁹ Kommissionens meddelanden COM(2018)796/4 och COM (2021)32.

agenda som är viktigast är inte lätt att säga. Ett område som särskilt lyfts fram är de finansiella marknaderna. Där är det en nackdel i EU att marknaderna ännu är uppdelade efter nationsgränser då spar- och investeringsunionen och Bankunionen inte är fullt genomförda.

En potentiell åtgärd är att få till stånd en säker tillgång som är jämförbar med amerikanska statsobligationer. Förslag i det syftet har framförts, utan att få stöd. Tre euroländer – Tyskland, Nederländerna och Österrike – har högsta rating (AAA), men de bedriver alla traditionellt en försiktig finanspolitik, vilket begränsar utbudet av statsobligationer. En ökning sker dock genom den militära upprustningen. En förändring är också den stora gemensamma upplåningen i euro (EU27) genom NGEU. Upplåningen görs i namn av kommissionen som har AAA-rating. EU genom kommissionen är numera EU:s femte största låntagare, efter Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien. Denna upplåning är dock till största delen temporär, men det kan bli en viss fortsättning med anledning av Ukrainastödet och den nya fleråriga budgeten. Om man i stället för den löpande utlåningen ser till hela stocken av statsobligationer är kommissionen en mycket mindre låntagare. Det finns även en del annat på den aktuella agendan, som att utveckla eurons roll i vissa sektorer (energi), att på diplomatisk väg främja euron och att påverka i EIB och EBRD. Det finns alltså politiskt stöd för önskan om en starkare global roll för euron.

ECB mer aktiv

ECB:s hållning har gått från en i huvudsak neutral linje, där eurons internationella roll sågs som ett resultat av marknadskrafter, till en mer stödjande och strategisk ansats där ECB aktivt stärker förutsättningarna för att euron ska bli attraktivare globalt. Skiftet har varit gradvist och det har blivit tydligare i takt med att geopolitiska risker, finansiell fragmentering och strategisk autonomi har fått större tyngd på EU:s agenda.

Inom sitt mandat bidrar ECB och Eurosystemet i dag på tre centrala områden. För det första arbetar man för bättre gränsöverskridande betalningar i euro, bland annat genom att länka samman system för snabba betalningar med viktiga partnerländer. För det andra stödjer man framväxten av ett europeiskt ekosystem för

digitala tillgångar för att öka effektiviteten och attraktionskraften i Europas finansmarknader. För det tredje stärker man eurons globala användning genom att tillhandahålla faciliteter för likviditet i euro (repo- och swaplinor) till centralbanker utanför euroområdet.²⁴⁰

En digital euro väntas få betydelse för eurons internationella roll. ECB arbetar med att utveckla den digitala euron, som dock ännu inte är beslutad. Eurotoppmötet har uttalat att arbetet för att införa en digital euro bör accelereras.²⁴¹

Sist men inte minst bör man nämna att ECB:s oberoende och prisstabilitetsmål har en starkare rättslig ställning än vad amerikanska Federal Reserve har. Reglerna för ECB är inskrivna i EU:s grundfördrag som är omöjligt att ändra utan alla medlemsstaters samtycke, medan Fed:s mandat kan ändras med vanlig lag.²⁴²

10.2 Gemensam internationell representation

En sammansatt bild

Euroområdet är ett av världens tre stora ekonomiska block tillsammans med USA och Kina. Det är allra störst om man ser till handel. Detta ger såväl ansvar som intresse att aktivt delta i internationellt ekonomiskt samarbete.

De viktigaste internationella ekonomiska samarbetsorganen är IMF, OECD, G7, G20 och *Bank for International Settlements* (BIS). I IMF deltar nästan alla jordens länder. IMF är ett centralt forum för ekonomisk analys och samordning av ekonomisk politik. IMF har en nyckelroll i ekonomiska kriser och var en viktig samarbetspartner under eurokrisen. OECD har 38 medlemsländer från hela världen med tyngdpunkt i avancerade ekonomier. OECD analyserar en rad ekonomiska frågor och är ett forum för samordning av olika slag. G7 består av sju stora avancerade ekonomier i väst: USA, Kanada, Japan, Tyskland, Storbritannien, Frankrike och Italien. G20 består av i princip de 20 största ekonomierna över hela världen och har med sin breda krets medlemmar från olika delar av världen blivit centralt forum för att hantera globala frågor. BIS är forum för samarbete

²⁴⁰ Jfr ECB pressmeddelande 2026-02-14. En analys av två tidigare ECB-ekonomer (Andreopoulos och Tordoir 2026) tillmäter detta beslut stor betydelse.

²⁴¹ Uttalanden av Eurotoppmötet i inkluderande format (där Sverige ingår) i mars och oktober 2025. På relevanta webbsidor finns information om digital euro.

²⁴² Detta faktum lyfts fram av Kenneth Rogoff (2025, s. 51).

mellan centralbanker, och spelar bland annat genom Baselkommittén för finansiell tillsyn en stor roll för att utveckla regelverk för finansiella marknader. På det finansiella området finns även *Financial Stability Board* (FSB) där drygt 20 länder och flera internationella organisationer, som ECB och kommissionen, är medlemmar. Sverige är medlem i IMF, OECD och genom Riksbanken i BIS, där Sverige sedan länge har en aktiv roll i Baselkommittén för finansiell tillsyn. Under 2025 var Sverige inbjuden deltagare i G20.

Grundprincipen i EU är att de interna befogenheterna ska avspeglas i den externa representationen. Där EU har exklusiv befogenhet, som i utrikeshandel, är extern representation enhetlig; i det fallet genom kommissionen. För penningpolitiken är det följaktligen ECB som är extern företrädare. ECB är dock endast observatör i IMF:s styrande organ, därför att endast stater kan vara medlemmar i IMF.

För annan ekonomisk politik är bilden sammansatt, eftersom befogenheterna är delade (som inre marknaden) eller huvudsakligen finns hos medlemsstaterna, även om en mer eller mindre långtgående samordning av den ekonomiska politiken utövas inom EU. Detta gör att den externa representationen för EU och eurozonen blir rätt komplicerad.²⁴³

Växelkurspolitik

För växelkurspolitiken gäller i euroområdet att den helt och hållet är en EU-kompetens, men denna är delad mellan ECB och rådet (i praktiken Eurogruppen).²⁴⁴ Efter sammanbrottet av Bretton Woodssystemet flyter de stora världsvalutorna fritt mot varandra. Det finns inga ansatser till att ändra det nuvarande systemet, men om så skulle ske finns det rättsliga förutsättningar för EU:s råd (endast euroländerna har rösträtt) att med stark medverkan från ECB besluta om växelkursarrangemang. Det finns också möjligheter att ensidigt, mer eller mindre explicit, bedriva en växelkurspolitik för eurozonen. Det kan ske med verbala signaler och/eller valutainterventioner som ECB utför. Man kan anta *general orientations*, ett

²⁴³ Översikt och principresonemang finns i ECB (2011b).

²⁴⁴ Detta framgår av artikel 219 i FEUF.

slags anvisningar av icke-bindande karaktär, men den möjligheten har aldrig använts.

En praxis har utvecklats där Eurogruppen förbereder eurozonens ståndpunkter i växelkursfrågor inför internationella möten. Resultat och underlag brukar inte offentliggöras, och det är svårt att utifrån veta hur denna del av Eurogruppens verksamhet går till. Frågan är dock vad ECB och euroländerna egentligen kan göra för att påverka växelkursen.²⁴⁵ En uppfattning tycks vara att det inte är så värst mycket som man kan göra för att påverka växelkursen. Växelkursfrågor är något som av hävd omges av sekretess då valutamarknaderna kan påverkas på oönskade sätt.

Eurozonen har i stort sett övertagit den tyska hållningen till växelkurspolitik, nämligen att låta marknaderna avgöra.²⁴⁶ I mars 2026 bekräftade euroländerna att växelkurser bör bestämmas av marknaderna.²⁴⁷ Frankrike är mer öppet för att använda växelkursen som styrintstrument, exempelvis att försöka försvaga växelkursen i en lågkonjunktur. Euroländerna har vid ett fåtal tillfällen sänt verbala signaler och ECB har efter samråd med ministrarna genomfört interventioner. Det skedde under starten av euron, då kursen mot dollar blev oroväckande svag. Även samordnade aktioner med andra stora centralbanker har förekommit.²⁴⁸ Global valutapolitik har under den andra Trumpadministrationen fått förnyad aktualitet då det finns idéer om att orättvisa råder och att dollarns påstådda övervärdering helst bör hanteras genom en ny global överenskommelse av det slag som träffades på 1980-talet.²⁴⁹ På senare tid har globala finansiella obalanser till följd av USA:s stora offentliga finanseringsbehov blivit en fråga med möjliga följder för växelkurser.

²⁴⁵ Ordföranden i Eurogruppens arbetsgrupp (EWG) Tuomas Saarenheimo bedömer att det inte är särskilt mycket som man kan göra för att påverka, än mindre styra, eurons växelkurs (intervju med författaren).

²⁴⁶ Enligt Europeiska rådets resolution 13.12.1997 ska rådet endast "under exceptionella omständigheter" utarbeta *general orientations* för att påverka eurons växelkurs. Att notera är att termen *orientations* valdes för växelkurspolitiken för att markera att det är ett svagare instrument än *guidelines* som gäller för den allmänna ekonomiska politiken. Den svenska översättningen av fördraget (artikel 219.2 i FEUF) fångar tyvärr inte denna distinktion.

²⁴⁷ I det uppsummerande brevet från Eurogruppens möte 2026-03-27 stod det *We reaffirmed our commitment to market-determined exchange rates that reflect underlying fundamentals*.

²⁴⁸ Det skedde exempelvis år 2000 men det har även skett senare. Interventioner ska överenskommas mellan ECB och ministrarna eftersom det är fråga om ett delat ansvar, men det är ECB som självständigt väljer när och hur interventioner görs.

²⁴⁹ Överenskommelserna blev på sin tid mycket uppmärksammade. De blev kända under de namn på platserna där de träffades – Plaza och Louvren.

Högre ambitioner

Lissabonfördraget 2009 markerade en ambitionshöjning för EU:s externa agerande. En ”hög representant” för utrikespolitiken inrättades. För EMU uppgraderades formuleringarna genom att tala om målet ”enad representation” i internationella fora (artikel 138.2 i FEUF). Redan med Nicefördraget 2001 hade kravet på enhällighet ersatts med kvalificerad majoritet.

I de ”Fem ordförandenas rapport” omtalades en mer enad internationell representation som en ambition. Kommissionen föreslog 2015 att euroområdet skulle ha en enad representation i IMF.²⁵⁰ Förslaget har dock inte samlat tillräckligt stöd. Man kan säga att eurozonen är både över- och underrepresenterad i IMF. EU-länder har sammanlagt stort röstetal, samtidigt som eurozonen i formell mening har en svag ställning. Tyskland och Frankrike har permanent egna platser i IMF:s styrande organ, medan övriga euroländer är utspridda på olika valkretsar där även länder utanför EU ingår. Det fanns tankar på att euroländernas skulle samlas i en valkrets. Det visade sig dock att de enskilda euroländerna inte ville lämna sin egen starka representation i IMF. Det finns ändå en betydande EU-samordning på olika sätt inom IMF.²⁵¹

Notabelt är att när Asiatiska banken för infrastrukturinvesteringar (AIIB) bildades 2016 valde de euroländer som blev ägare att samlas i en enda valkrets. Det innebar att Finland i det fallet lämnade det format som sedan länge varit etablerat genom det nordisk-baltiska samarbetet inom IMF och Världsbanken.

Eurogruppens ordförande har viktiga internationella uppgifter. Han eller hon deltar i IMF, G20 och G7. Där deltar även ECB och kommissionären för ekonomiska och finansiella frågor (i G7 delvis). Deltagandet i G20 förbereds genom att EU27 utarbetar skriftliga riktlinjer som bas för EU:s agerande, medan frågor som är specifika för eurozonen förbereds i Eurogruppen. Även i IMF finns som framgått ärenden som gäller endast eurozonen, som IMF:s analyser av eurozonen och IMF:s medverkan i stabilitetsstöd till euroländer. Då är det Eurogruppen som är forum för diskussioner. Samma gäller inför möten i G7.

²⁵⁰ Kommissionen (2015).

²⁵¹ Kommissionen har en utsänd högre tjänsteman vid IMF med uppgift att stötta EU-samordningen.

11 Ny process för att införa euron

Beslutsordningen för att välja ut medlemmar i eurozonen var i Maastricht en kompromiss mellan de medlemsstater som fruktade exkludering (som Italien) och de som ville ha strikta inträdesvillkor (som Tyskland). En princip om likabehandling gäller, på så vis att inträdesvillkoren ska vara likadana även för dem som ansluter senare. Det har inneburit att de fyra konvergenskriterierna om prisstabilitet, offentliga finanser, växelkursstabilitet och långa räntor är oförändrade. Även kraven på centralbankslagstiftning är desamma. Men det finns ändå en del förändringar sedan 2003, och de har betydelse om Sverige skulle införa euron. Förändringarna har sin bakgrund framför allt i att undvika misstag med att alltför ekonomiskt och politiskt svaga medlemmar släpps in i eurozonen.

11.1 Euroländernas stärkta ställning

I konventet 2002–03 som gjorde mycket av förberedelserna för Lissabonfördraget prövades tanken på ett formellt Euroråd. Av olika skäl realiserades inte ett sådant (se kapitel 9). Om så hade skett hade euroländerna själva kunnat ta det formella beslutet om nya medlemmar i eurozonen. Euroländerna drev att de ensamma skulle ta sådana beslut. Det är ändå inte konstigt att en klubb själv beslutar om vilka som ska få bli medlemmar. Den förändrade procedur som beskrivs nedan utformades i den påföljande regeringskonferensen 2003–04.

Liksom fallet var tidigare är det även idag samtliga medlemsstater (EU27) som med kvalificerad majoritet i EU:s råd (Ekofin) tar det slutliga beslutet om en medlemsstat ska införa euron som valuta. Innovationen består i att underlaget för rådets beslut, förutom ett förslag från kommissionen och konvergensrapporterna från

kommissionen och ECB, också ska bestå av en rekommendation från euroländerna. Denna rekommendation ska antas med kvalificerad majoritet av euroländerna. Det finns en frist på sex månader för att anta rekommendationen, räknat från då kommissionen lägger fram sitt förslag. Det ger ganska gott om tid för euroländerna, men de får inte obegränsad betänketid.²⁵² Det kan noteras att rådet helt kan överpröva rekommendationen från euroländerna; det är inte tvunget att följa rekommendationen. Euroländerna själva är fria att i en omröstning i EU:s råd inte följa rekommendationen – den antas ju med kvalificerad majoritet och det kan finnas euroländer som inte stödjer majoriteten.

Vad innebär då förändringen i realiteten? I den nya proceduren kommer man nära det som euroländerna önskade, det vill säga att de själva beslutar om en medlemsstat ska få införa euron. Det är svårt att tänka sig att så skulle ske mot euroländernas vilja. Euroländerna bildar med marginal en blockerande minoritet i EU:s råd. De reala diskussionerna euroländerna emellan kan väntas ske i Eurogruppen, där den kandiderande medlemsstaten inte har plats vid bordet (utom på inbjudan).

Kommissionen har en stark ställning i det aktuella förfarandet genom sin förslagsrätt – lägger den inte fram ett förslag kommer inte processen framåt. Men genom att euroländerna måste formera en gemensam hållning förskjuts balansen en del från kommissionen till medlemsstaterna som har euron som valuta. Det finns sedan länge från en del länder en misstänksamhet mot att kommissionen sätter EU:s sammanhållning framför stringens i prövningen. Grekland gäller som varnande exempel. Det kan finnas stämningar för att starkare betona fördragets skrivningar om att ”en hög grad av varaktig konvergens har uppnåtts”, liksom att grundligare granska det statistiska underlaget. Kommissionen lär nog läsa av stämningen bland euroländerna innan den lägger fram ett förslag om att en medlemsstat ska få införa euron.

²⁵² Beslutsordningen anges i artikel 140.2 i FEUF. I de svenska och tyska språkversionerna står det att rådet ska besluta på rekommendation av en kvalificerad majoritet av euroländerna. I de engelska och franska språkversionerna står det att rådet ska agera efter att ha tagit emot en rekommendation från de länderna. Den sistnämnda formuleringen ger rekommendationen lite mindre vikt.

11.2 Utökade krav för ERM2 och Bankunionen

Tidigare rådde en viss, men liten, osäkerhet om hur konvergenskriteriet om växelkursstabilitet skulle tolkas. Storbritannien och Sverige drev att det borde vara den faktiska valutastabiliteten och inte det formella deltagandet i ERM som skulle vara avgörande. Det är inte otänkbart att Storbritanniens syn skulle ha fått genomslag om landet hade valt att försöka komma med i euron. Numera är det fast etablerad praxis att det krävs två års deltagande i ERM2 för att få en positiv bedömning av växelkurskriteriet. Detta framgår tydligt av kommissionens och ECB:s konvergensrapporter, som läggs fram vartannat år.²⁵³

Till skillnad från beslut om att införa euron finns inte några definierade kriterier eller villkor för att få vara med i ERM2. Reglerna om ERM2 talar om att en förutsättning för ett framgångsrikt deltagande är, förutom en penningpolitik inriktad på prisstabilitet, också sund finans- och strukturpolitik. Varje medlemsstat som inte har euron som valuta har en rätt att delta i ERM2. Beslut om inträdet, där valet av centralkurs är i fokus, tas med i praktiken enhällighet (*mutual understanding*) av finansministrarna i euroområdet, ECB och finansministern i berört land och deltagare i ERM2.²⁵⁴ I praktiken innebär reglerna ett utrymme för att ställa villkor, och det utrymmet har utnyttjats för det nya förfarandet. Det hör till kutymen sedan det tidigare EMS/ERM att ett deltagande land gör olika slag av ekonomisk-politiska åtaganden.

Detta är en generell bakgrund till att deltagandet i ERM2 kan förenas med villkor. Den modell som har blivit normen går emellertid längre. I samband med att Bulgarien och Kroatien 2018 och 2019 deklarerade sin önskan att gå in i ERM2 etablerades en process som skulle gälla framgent för alla medlemsstater som går in i ERM2:²⁵⁵

- I samband med att ett land deklarerar sin avsikt att gå med i ERM2 ska ett antal åtaganden i förväg (*prior commitments*)

²⁵³ Det tvååriga deltagandet ska räknas ”till granskningen”, det vill säga i normalfallet till våren eftersom konvergensprövningen hittills alltid har ägt rum då.

²⁵⁴ Reglerna om ERM2 finns i Europeiska rådets resolution 16.6.1997 och ett avtal mellan ECB och nationella centralbanker utanför euroområdet.

²⁵⁵ Den nya processen beskrivs i kommissionens konvergensrapporter 2020, s. 35f och 2022, s. 47f samt i *Statement on Bulgaria's path towards ERM II participation* (12.7.2018). Se även Dorucci m.fl. 2020.

överenskommas. Kraven kan gälla de ekonomiska institutionerna, den finansiella sektorn, offentliga finanser och företagsklimatet. Syftet ska vara att säkra ett framgångsrikt deltagande i ERM2, det vill säga växelkursstabilitet. Kraven är landspecifika, så de anpassas till det enskilda fallet. Åtagandena ska vara genomförda före inträdet i ERM2 och de övervakas av kommissionen och ECB.

- Ytterligare åtaganden förväntas i samband med inträdet i ERM2.
- Medlemsstaten ska gå in i Bankunionen senast vid inträdet i ERM2. Det förutsätter att en ansökan om att delta i Bankunionen genom "nära samarbete" i god tid sänds in till ECB och att anpassningar av lagstiftningen har trätt i kraft så att ECB kan fatta beslut om inträdet i Bankunionen innan inträdet i ERM2. ECB ska också hinna göra en grundlig genomgång av medlemsstatens banksystem (*asset quality review* och stresstest) vars resultat blir offentligt. Medlemsstaten måste även ansluta sig till Resolutionsfonden.

Den nya processen har tillämpats på Bulgarien och Kroatien. I deras fall gällde åtagandena bland annat penningtvätt, statistikens kvalitet, makrotillsyn, statliga företag och administrationen av den offentliga sektorn. Man bör nog se den nya och omfattande proceduren mot bakgrund av att de länder som är aktuella för ERM2 och euron mestadels kommer från det gamla östblocket och att de har en historia av korruption, svaga institutioner och betydande svart ekonomi.

Kravet på att delta i Bankunionen innebär att tillsynen ska utövas av ECB och att bankkriser ska hanteras enligt resolutionsmekanismens regler, med Resolutionsnämnden och Resolutionsfonden. Icke-euroländer kan endast delta i Bankunionen genom så kallat nära samarbete, eftersom det krävs särskilda rättsliga arrangemang för att de ska kunna bli bundna av ECB:s rättsakter. Detta i sin tur kräver ett lagstiftningsarbete, som måste vara fullbordat innan ECB kan ta ett formellt beslut om att starta ett nära samarbete. Samtidigt kan man säga att det handlar om en tidigareläggning av Bankunionen med ungefär två och ett halvt till tre år. Om en medlemsstat inför euron ingår hur som helst deltagande i Bankunionen.

12 Ins and outs

När Sverige folkomröstade om euron 2003 bestod EU av 15 medlemsstater. Tolv av dem hade infört euron som valuta, medan Sverige, Danmark och Storbritannien stod utanför. Efter utvidgningarna öster- och söderut, samt Brexit består EU idag av 27 medlemsstater, varav 21 har infört euron. Länderkretsarna innanför och utanför euroområdet (*ins and outs*) är radikalt förändrade.

12.1 Utvidgningar av eurozonen

En medlemsstat i EU ska införa euron då kommissionen och EU:s råd bedömer att inträdesvillkoren är uppfyllda. I konsekvens med detta har utvidgningar av eurozonen skett vid olika tidpunkter (tabell 12.1). Av de 13 länder som blivit EU-medlemmar sedan 2003 har idag nio av dem infört euron.

Det första landet efter 2003 att införa euron var Slovenien, den mest utvecklade ekonomin i det forna Jugoslavien. Slovenien gick med i ERM2 nästan omedelbart efter sitt EU-medlemskap och införde euron 2007. De följande två utvidgningarna av eurozonen bestod av Medelhavsländerna Cypern och Malta 2008.

Slovakien införde euron 2009. Därmed gick landet en annan väg än Tjeckien. Både Tjeckien och Slovakien är nära integrerade med EU:s ekonomi, särskilt med Tyskland. Att de två delarna i det tidigare Tjeckoslovakien valde olika vägar möjliggör något av ett naturligt experiment. En jämförande studie tyder på att bägge länderna har haft en ungefärligen likartad och positiv ekonomisk utveckling efter 2009 (Havlat m.fl. 2018).

De tre baltiska länderna följde därefter, vid olika tidpunkter. Först kom Estland, därefter Lettland och sist av dem Litauen. Alla tre införde euron efter det att eurokrisen brutit ut. De senaste

länderna att införa euron är Kroatien 2023 och Bulgarien 2026. Därmed består alltså eurozonen av 21 medlemsstater.

Tiden mellan EU-medlemskapet och införande av euron har varierat. För Slovenien gick det snabbt, det tog endast tre år. Även för Cypern, Malta och Slovakien gick det rätt snabbt – fyra till fem år. Därefter kan man se en tendens till ökad försiktighet, säkert mot bakgrund av fallet Grekland. För de tre baltiska länderna tog det sju till elva år. För Kroatien tog det tio år. Bulgarien ville gärna införa euron, men det tog tid att komma in i ERM2. Efter 19 år i EU fick landet till slut införa euron. Rumänien har ambitionen att införa euron, men har ännu inte tillåtits att ta steget in i ERM2.

Tabell 12.1 Utvidgningar av euroområdet efter 2003

Land	EU-medlem	ERM2	Infört euron
Slovenien	2004	2004	2007
Cypern	2004	2005	2008
Malta	2004	2005	2008
Slovakien	2004	2005	2009
Estland	2004	2004	2011
Lettland	2004	2005	2014
Litauen	2004	2004	2015
Kroatien	2013	2020	2023
Bulgarien	2007	2020	2026

Källa: Europeiska kommissionen.

12.2 Kretsen medlemsstater utanför eurozonen

Kretsen medlemsstater utanför eurozonen, eller *outs* som de ibland kallas, bestod 2003 av tre avancerade ekonomier där förstas Storbritannien väjde en bra bit tyngre än Sverige och Danmark. Idag består kretsen *outs* av fler länder och den är heterogen. Brexit 2020 och utvidgningarna av EU har i grunden förändrat ländergruppens medlemsantal och sammansättning, liksom dess ekonomiska och politiska tyngd.

I tabell 12.2 har ECB-nyckeln använts som storleksmått. Den är till lika delar sammansatt av BNP och befolkning, och den kan tjäna som ett förenklat mått på politisk och ekonomisk tyngd. Som man kan se är gruppen *outs* ganska lik i storlek totalt om man jämför

dagens situation med 2003 (17,3 respektive 19,0 procent av hela EU). Dessa aggregat döljer dock stora förändringar.

Tabell 12.2 Kretsen medlemsstater som inte har euron som valuta (*outs*) 2003 och 2026

	EU-medlem	ECB-nyckel (procent)
Kretsen <i>outs</i> 2003		
Danmark	1973	1,67
Storbritannien	1973 – 31.1.2020	14,68
Sverige	1995	2,65
<i>Summa andel av EU-15</i>		<i>19,00</i>
Kretsen <i>outs</i> 2026		
Danmark	1973	1,78
Polen	2004	6,10
Rumänien	2007	2,89
Sverige	1995	2,94
Tjeckien	2004	1,96
Ungern	2004	1,58
<i>Summa andel av EU-27</i>		<i>17,25</i>

Källa: Europeiska kommissionen, ECB.

Anm.: ECB-nyckeln uppdateras vart femte år och vid utvidgningar. Därför är siffrorna för Danmark och Sverige ändrade.

Storbritannien var trots sin roll som ovillig europé en viktig medlemsstat i kraft av sin stora ekonomi, sin globalt betydelsefulla finanssektor, sin militära styrka, sitt medlemskap i G7 och G20 och med permanent sits i FN:s säkerhetsråd. Storbritannien var också en stridbar EU-medlem som var beredd att försvara sina intressen och de extrempositioner som landet inte sällan intog. Sverige kunde i EMU-sammanhang ofta förlita sig på att Storbritannien med sin politiska tyngd och sin kompetenta och effektiva förhandlingsapparat skulle försvara intressena hos de medlemsstater som inte har euron som valuta. Storbritannien kunde motverka att EU gjorde ställningstaganden i federal riktning, något som inte heller Sverige önskar som färdriktning för EU.

Dagens krets av medlemsstater utanför euron är heterogen i flera avseenden. Sverige och Danmark (med speciell status) är avancerade ekonomier med BNP per capita en bit över EU:s genomsnitt (111 respektive 127 procent 2025 mätt med PPP).²⁵⁶ Övriga länder i

²⁵⁶ Eurostat.

kretsen är tidigare planekonomier som trots en snabb tillväxt ännu har en bit kvar till EU-snittet. Längst har Tjeckien hunnit (92 procent av snittet). Mätt med ECB-nyckeln är Polen det största landet, följt av Sverige aningen före Rumänien, som har en stor folkmängd. I allmänpolitisk inriktning finns stora skillnader.

De finansiella sektorerna skiljer sig åt i hög grad. London är ett internationellt finansiellt centrum, som svarar för en stor del av de finansiella verksamheterna i Europa vad gäller valutahandel, derivat, clearing, *investment banking* och olika slag av kringtjänster.²⁵⁷ Sverige och Danmark har betydande och nationellt baserade banksystem. De övriga länderna i dagens grupp *outs* däremot har rätt små finansiella sektorer och bankerna är i hög grad dotterbolag till banker som är baserade i andra EU-länder.

Ambitionerna vad gäller euron och EMU skiljer sig åt en hel del i dagens krets av medlemsstater utanför euron. Danmark har målet att införa euron, men det krävs en ny folkomröstning innan så kan ske. Även Rumänien vill införa euron så snart det är möjligt. Polen och Tjeckien däremot har mer oklara ambitioner och någon tydlig tidsplan har inte kungjorts av något av länderna. Efter det senaste regimskiftet har Ungerns regering uttryckt ambitioner att införa euron efter 2030.²⁵⁸ Med undantag för Danmark, har alla medlemsstater utanför euron i olika grad brister i både ekonomisk och rättslig konvergens. Det är ändå troligt att ytterligare medlemsstater kommer att införa euron så småningom. Gruppen medlemsstater utanför euron kan växa genom kommande utvidgningar av EU med länder på Balkan och Ukraina.

Brexit

När dåvarande brittiske premiärministern David Cameron (Tory) annonserade folkomröstningen om EU-medlemskapet var upplägget att ett avtal om Storbritanniens nya villkor som medlem i EU skulle läggas fram inför folkomröstningen. Ett sådant avtal förhandlades fram i början av 2016.²⁵⁹ EMU-relaterade saker var fram-

²⁵⁷ Batsaikhan m.fl. 2017 har gjort en detaljerad genomgång av läget vid tiden för Brexit-omröstningen.

²⁵⁸ Detta framkom också i samband med besök av Eurogruppens ordförande i Budapest i juni 2026.

²⁵⁹ En ny överenskommelse för Förenade Kungariket inom Europeiska unionen. Europeiska rådets slutsatser 18–19 februari 2016, Bilaga I.

trädande i avtalsutkastet. Avtalet syftade till att skydda landet mot diskriminering av olika slag, något som man enligt brittisk syn befarade på grund av att Eurogruppen blivit ett viktigt forum och att Storbritanniens intressen särskilt på det finansiella området ansågs vara hotade. Avtalet gjorde tydligt att diskriminering på grund av valuta inte fick förekomma. Storbritanniens relation till Bankunionen klargjordes, liksom Ekofinrådets roll i relation till Eurogruppen. Avtalet skulle ha trätt i kraft om Storbritannien hade förblivit EU-medlem, och det skulle även ha gett visst skydd till Sverige och övriga medlemsstater utanför euron.

13 Summering: Ett annorlunda EMU efter 2003

När detta skrivs har euron funnits i närmare tre decennier. Då Sverige folkomröstade 2003 hade euron endast funnits i knappt fem år. Sedlar och mynt i euro hade införts bara året innan folkomröstningen. Men än viktigare var att eurokrisen låg framåt i tiden. Den krisen blev av existentiell art för EMU, ja för hela EU-samarbetet. Krisen tvingade fram en genomgripande reformering av EMU-projektet. EMU idag är förändrat på flera sätt.

Omvärderingen av EMU utmynnade i nya regler och institutionella förändringar. En stor mängd sekundärlagstiftning, mellanstatliga avtal och politiska texter har tillkommit sedan 2003. EU:s grundfördrag är ändrat. Principiellt viktiga domar har kommit. Samtidigt är centrala beståndsdelar i EMU desamma.

Att framhålla är det manifesterade, starka politiska engagemanget bakom euron. Under eurokrisen var den gemensamma valutans existens hotad. Krisen hade kunnat få ett annat slut. När det gällde tog eurozonens ledare stora och politiskt kostsamma beslut. Här summeras de tio förändringar av EMU sedan 2003 som har behandlats i de föregående kapitlen (tabell 13.1).

13.1 Tio förändringar av EMU sedan 2003

ECB – mognad och förändring

Europeiska centralbanken har mognat och genom eurokrisen förändrats och blivit än mer betydelsefull. Kärnan med oberoende och huvudmålet prisstabilitet är likadan. ECB har behövt hantera både hög och låg inflation plus kriser i form av den globala finanskrisen, eurokrisen och pandemin. Eurokrisen medförde att ECB vidtog en

rad åtgärder som knappast hade förutsetts eller (av flera) önskats jämfört med läget i Maastricht. En del av åtgärderna var kontroversiella, särskilt i Tyskland. ECB köpte statsobligationer i stor skala, och det på ett sätt som särskilt gynnade medlemsstater som var hårt ansatta på de finansiella marknaderna. ECB inrättade särskilda program (OMT, TPI) för obligationsköp till enskilda medlemsstater. Bankerna försågs med stora volymer likviditet och fick lättare villkor för finansiering i ECB. ECB gav tillstånd till nationella centralbanker att ge nödlån till banker (ELA). ECB har påtagit sig en roll som *lender of last resort* som man i Maastricht inte ville göra explicit i regelverket. En sådan roll betraktas allmänt som tillhörande vad en centralbank i ett nödläge har att fullgöra.

ECB har gjort översyner av sin penningpolitik. Ett inflationsmål på 2 procent på medelfristig sikt för euroområdet som helhet infördes 2021. Jämfört med tidigare definitioner av prisstabilitet är nivån något högre. ECB har ökat sin öppenhet genom att publicera rådsprotokoll. Formerna för ”den monetära dialogen” med Europaparlamentet har utvecklats. Generellt sett har ECB ändrats i en riktning som Frankrike har önskat men som har varit omstridd i Tyskland. Dessutom, ECB har blivit tillsynsmyndighet för eurozonens banker.

Tabell 13.1 Tio förändringar av EMU sedan 2003

Område	Förändring
1 Europeiska centralbanken	Har fått bredare roll än förlagan Bundesbank. Icke-konventionella instrument (obligationsköp) som inte hade förutsetts. Påtagit sig roll som <i>lender of last resort</i> . Program för köp av statsobligationer som gynnat vissa länder (SMP, PSPP, PEPP). Selektiva men inte aktiverade stödprogram för krissituationer (OMT och TPI). Gynnsamma villkor för bankers försörjning med likviditet. Nya röstningsregler. Inflationsmål på 2 procent. Större öppenhet. Blivit tillsynsmyndighet. Oberoendet och huvudmålet prisstabilitet kvar.
2 Offentliga finanser	Stabilitets- och tillväxtpakten reformerad. Skuldhållbarhet i centrum och mer landanpassade krav. Översyn av systemet med sanktioner. Granskning av årsbudget. Bättre kontroll av statistik. Krav på nationella budgetramverk. Regel om eget ansvar (artikel 125) finns kvar med klarare tolkning. Förbud mot monetär finansiering kvar. Ännu problem med underskott och höga skulder i flera länder.
3 Samordning av ekonomisk politik	Starkare påtryckningsmedel möjliga genom Lissabonfördraget. Nytt förfarande om makroekonomiska obalanser. Euroländerna beslutar själva om sin samordning. Särskilda riktlinjer för eurozonen. Men inte bindande samordning.
4 Stabilitetsmekanismer	Fanns inte för euroländer 2003. Europeiska Stabilitetsmekanismen ESM permanent och med stor kapacitet. Strikta villkor ska gälla. Betalningsproblem kan hanteras under ordnade former. Stöd i form av lån som ska betalas tillbaka. EFSF tillfällig mekanism. EFSM baserad på EU-budgeten. Stor betydelse under eurokrisen men inga nya stöd efter 2015.
5 Bankunionen	Bankunionen fanns inte 2003. Centraliserad tillsyn av banker ny, omfattande och separat funktion hos ECB. Gemensam hantering av bankkriser genom Resolutionsnämnden. Fonder för finansiering i kriser (resolutionsfond, backstop planerad).
6 Eurogruppen och eurozonens styrning	Tydligare styrning av EMU. Eurogruppen har utvecklats till viktigt organ. Huvudforum för samordning av ekonomisk politik. Fastare arbetsformer med vald ordförande, arbetsprogram och uppföljning. Eurotoppmöten inrättade.
7 EMU globalt	Euron etablerad som näst viktigaste valuta globalt fast euron tappade genom eurokrisen. Tydligt efter dollarn och före andra valutor. Höjda ambitioner för eurons internationella roll och eurozonens globala inflytande. Geopolitik viktigare för EU.
8 Ny process för att införa euron	Uppstramad process för att undvika nya misstag. Strikt krav på ERM2-deltagande två år. Deltagande i Bankunionen senast vid ERM2-inträde. Euroländerna avgör i praktiken. Konvergenskriterierna desamma.
9 Ins and outs	Eurozonen utvidgad från 12 till 21 länder sedan 2003. Gruppen icke-euroländer mer heterogen och försvagad efter Brexit.
10 Politisk vilja	Vid kritiska tillfällen under eurokrisen togs svåra beslut av euroområdet beslutsfattare för att bevara euron och hålla ihop euroområdet.

Källa: Författarens urval.

Offentliga finanser

Sunda offentliga finanser är en grundprincip i EMU. Redan från början fanns en insikt att sunda offentliga finanser är en förutsättning för en hållbar valutaunion. Eurokrisen gjorde tydligt att mer behövdes. Grundprincipen om eget ansvar (*no-bail-out*) är kvar. Den principen förbjuder EU och dess medlemsstater att ta eller överta ansvaret för offentlig skuld hos en annan medlemsstat. Principen har blivit tolkad av EU-domstolen och det är klarare vad den innebär. Förbudet mot monetär finansiering (sedelpressfinansiering) finns kvar, liksom förbudet mot *privileged access*, det vill säga att finansiella institutioner med lagstiftning inte kan tvingas att köpa statsobligationer. Dessa begränsningar är tänkta att innebära en marknadslogik, så att medlemsstaterna måste finansiera underskott på marknadens villkor.

Stabilitets- och tillväxtpakten är förändrad. Det har skett i steg, då erfarenheten har visat på brister. Det har varit fråga om såväl skärpningar av påtryckningsmedel som anpassningar till ekonomiska och politiska realiteter. Genom den senaste reformeringen sätts skuldhållbarhet mer i fokus, perspektivet blir flerårigt och kraven anpassas efter medlemsstaternas olika förutsättningar. Synen på sanktioner är ändrad. Finansiella marknader väntas spela en disciplinerande roll.

Genom 2-paketet tillkom ett antal krav specifikt för euroländerna. Där ingår att den årliga budgeten varje höst blir föremål för en granskning av kommissionen och euroländerna. Ytterligare ett område, som alltför lätt glöms bort, gäller statistik. Det framkom att Grekland hade manipulerat sin offentliga statistik och detta gav anledning till en omfattande skärpning av reglerna för den ekonomiska statistiken. Krav ställs numera på nationella budgetramverk. Kraven innefattar finanspolitiska råd, prognosunderlag och siffer-satta mål. Utgivning av statsobligationer koordineras. Omstrukture-ring av offentlig skuld är i ett extremfall möjlig, och statsobligationer i eurozonens länder måste innehålla *collective action clauses* för att underlätta skuldomstrukturering (som endast förekommit i fallet Grekland). Ändå är det så att de offentliga finanserna i EU fortsätter att vara ett bekymmer, med höga skulder och alltför stora underskott i flera länder.

Samordning av ekonomisk politik

Samordningen av ekonomisk politik har på olika sätt stärkts. EMU bygger på en decentraliserad modell. Befogenheterna för den ekonomiska politiken vid sidan av penning- och valutapolitik ligger hos de enskilda medlemsstaterna. Den modellen är kvar. Men krisen demonstrerade att EMU inte fungerar om medlemsstaternas ekonomiska politik divergerar alltför mycket. Den insikten ledde till starkare påtryckningsmedel och breddning till fler områden. Det makroekonomiska obalansförfarandet inrättades, där nya komponenter som internationell konkurrenskraft och finansiell stabilitet övervakas.

En annan förändring, som kom redan innan krisen, var att euroländerna numera själva beslutar om samordningen av sin ekonomiska politik. Det skedde genom Lissabonfördraget som trädde i kraft 2009. Det nya fördraget inrättade särskilda riktlinjer om den ekonomiska politiken i eurozonen och det möjliggör starkare påtryckningsmedel för euroländerna. Euroländerna och övriga villiga medlemsstater rekommenderas att införa självständiga, rådgivande produktivitetsnämnder. Eurogruppen har efterhand etablerat sig som det viktigaste forumet för samordning av euroländernas ekonomiska politik. Ekonomiska styrmedel har fått en större tyngd, men denna typ av samordning utövas i formatet EU27 (NGEU/RRF med eventuell efterföljare samt regionalpolitik).

Det är inte så lätt att summera resultatet av de rätt omfattande och komplicerade förändringar som har skett. Cynikern kan säga att medlemsstaterna i praktiken har fria tyglar och att kommissionen är svag i sin övervakande roll. Sanktioner tillämpas inte. En spänning finns mellan nationellt demokratiskt beslutsfattande i regering och parlament å ena sidan, och starka ingrepp utifrån å den andra sidan. Det har inneburit en obenägenhet att använda skarpa styrmedel därför att sådana ingrepp möter svårigheter med legitimitet. Samtidigt finns det förstärkningar av mekanismerna som kan spela roll i ett kritiskt läge.

Stabilitetsmekanismer

Det förutsattes att euroländer skulle vara så pass ekonomiskt stabila att de inte skulle hamna i betalningskriser. Detta visade sig i euro-

krisen vara fel. Några euroländer behövde nödlån av IMF-typ för att i ordnade former ställa om sin ekonomi. Grekland, Irland, Portugal, Cypern och Spanien hamnade i betalningssvårigheter, Italien och Slovenien var nära. Om man ville undvika betalningsinställelse eller skuldstrukturering – med vittgående och svåröverskådliga konsekvenser – behövde även euroländer något utöver IMF. Därför inrättades genom ett mellanstatligt fördrag den permanenta ESM 2012 med en kapacitet på 500 miljarder euro (drygt 430 miljarder euro återstår). ESM föregicks av den tillfälliga EFSF och den mindre EFSM. Strikta villkor enligt IMF-modell ska gälla. ESM-stöd har inte beslutats sedan 2015 och det finns en ovilja hos euroländerna att komma i en situation där de behöver be om det. Orsaken ligger i stigma och inskränkningen av nationellt självbestämmande i den ekonomiska politiken.

Bankunionen

Bankunionen är det största integrationssteget som har tagits i EMU efter 2003. I det ursprungliga Maastrichtfördraget var samarbetet om banktillsyn begränsat till att ECB skulle ha en stödjande roll för informationsutbyte och liknande. Men då det visade sig att det finns ett starkt, skadligt samberoende mellan banker och stater, stora finansiella flöden inom valutaunionen och dessutom skiftande kvalitet i banktillsynen gjordes ett politiskt åtagande om centraliserad tillsyn i juni 2012 då eurokrisen var i ett akut läge. Snart därefter följde en resolutionsmekanism för gemensam hantering av bankkriser enligt fastställda principer. Banktillsynen etablerades vid ECB men på ett sådant sätt att tillsyn och penningpolitik är strikt åtskilda inom ECB. För hantering av bankkriser etablerades ett nytt organ, Resolutionsnämnden. Bankkriser ska hanteras enligt *bail-in*, det vill säga att aktieägare och oprioriterade fordringsägare, inte skattebetalarna, ska stå för finansieringen (och risken). Bankunionen kunde realiseras utan fördragsändring, men för gemensam bankkrisfinansiering krävdes mellanstatliga fördrag. Bankunionen har lett till bättre kvalitet i tillsynen och förstärkning av bankernas finansiella ställning.

Eurogruppen och eurozonens styrning

Formerna för styrning av eurozonen har uppgraderats efter 2003. Eurokrisen medförde mer av mellanstatligt samarbete och en större roll för Eurogruppen. Den tillkom 1998 på franskt initiativ och hade under sina första år en blygsam roll. Den fick en fastare, fördragsfäst ställning genom Lissabonfördraget 2009. Där stipuleras att Eurogruppen ska ha en vald ordförande med mandattid på två och ett halvt år. Eurogruppen har efterhand etablerat sig som det viktigaste forumet för euroländerna. Under eurokrisen ansågs det nödvändigt att på flera sätt förbättra styrningen av euroområdet. Eurotoppmöten med stats- och regeringschefer inrättades. Eurogruppen förstärktes institutionellt och den fick fastare arbetsformer. Eurogruppen är fortfarande informell, men i realiteten är det där som euroländerna utövar sin ekonomisk-politiska samordning, beslutar om krisåtgärder och handhar utvecklingen av EMU:s institutionella arkitektur. Substansdiskussionen kan äga rum i Eurogruppen och formella beslut tas sedan i Ekofinrådet. Ibland sammanträder Eurogruppen i inkluderande format (EU27), men normalt är deltagandet strikt begränsat till euroländerna.

Euron globalt

Euron är fast etablerad som världsvaluta, klart efter dollarn men tydligt före andra valutor. EU har ökat ambitionerna för sin globala roll, och där är euron en komponent. Även ECB ger sedan en tid stöd i den riktningen. Också ambitionerna för den gemensamma representationen i internationellt samarbete har höjts. Geopolitiska förändringar talar för en stärkt internationell roll för euron relativt dollarn. Jämfört med 2003 är det inte tal om radikala förändringar, men det är ändå så att den internationella dimensionen av eurosamarbetet har kommit mer i förgrunden.

Uppstramad process för att införa euron

Processen för att ta in nya medlemsstater i euroområdet har stramats upp. Bakgrunden är misstag vid godkännandet av att Grekland fick införa euron och institutionell svaghet i EU:s nya medlemsstater.

Konvergenskriterierna är oförändrade, men det sker en striktare granskning inför inträdet i ERM2. Deltagande i Bankunionen krävs senast vid ERM2-inträdet. Euroländerna har en större roll vid prövningen av nya euroländer. I praktiken är det de som beslutar om nya medlemmar i eurozonen.

Ins and outs

Kretsarna medlemsstater innanför och utanför euroområdet (*ins and outs*) har förändrats. Storbritanniens utträde ur EU i januari 2020 betydde att gruppen medlemsstater utanför euroområdet försvagades både politiskt och mätt i ekonomisk tyngd. Gruppen icke-euroländer är, i och med Brexit och EU:s utvidgning, heterogen. Eurozonen har vuxit med nya medlemmar, från elva i starten, till tolv vid folkomröstningen 2003 och till idag 21 medlemsstater. EU har under perioden efter 2003 utvidgats med tolv nya medlemsstater, av vilka nio har infört euron som valuta.

13.2 Nästa kris?

Ekonomiska kriser är återkommande men de är svåra att förutsäga. Oftast vet vi inte när nästa kris kommer eller vad den har för karaktär. Är det en bankkris eller en statsfinansiell kris? Handlar det om efterfrågan eller utbud? Har den sitt ursprung i euroområdet, USA, Kina eller någon annanstans? Kanske krisen börjar med en ny pandemi, energibrist, ett krig eller annan geopolitisk oro? Eller teknisk utveckling och omvärdering av risk? Frågan inställer sig hur väl euroområdet efter stora förändringar står rustat för nästa kris? Ett objektiva svar är nära nog omöjligt att ge. Nedan följer ändå några kommentarer om hur förändringarna av EMU kan tänkas påverka förebyggande och hantering av kriser.

Förebyggande

Att ECB fortsätter att åstadkomma prisstabilitet är en grund för att förebygga kriser. Det har fungerat trots utmaningar. ECB:s ställning har en stark rättslig bas.

Offentliga finanser är fortsatt en källa till oro, fast en hel del har gjorts. Övervakningen har skärpts genom den reformerade Stabilitets- och tillväxtpakten. Analysen av skuldhållbarhet har utvecklats, och perspektivet är i högre grad flerårigt. Reformeringen av statistik och budgetramverk verkar i riktning mot bättre beslutsfattande om offentliga budgetar.

Det finns en större medvetenhet, både på landnivå och gemensamt, om att divergenser i den ekonomiska politiken kan vara ytterst skadliga. Övervakningen har breddats och skärpts genom det makroekonomiska obalansförfarandet. Eurogruppen och kommissionen har nyckelroller för att i tid identifiera och stävja skadlig politik. Samtidigt är det så att det är upp till varje medlemsstat att besluta om sin ekonomiska politik. Politisk svaghet kan förhindra reformer.

Banksystemen är bättre än innan eurokrisen. Tillsynen är av högre kvalitet och bankernas finansiella ställning har stärkts genom högre kapitalkrav. Medvetenheten om sambandet bank – stat och om det finansiella samberoendet inom eurozonen är större. Det finns en övervakning både av enskilda banker och på systemnivå.

Granskningen vid utvidgningar av euroområdet är mer omsorgsfull. Mekanismer för att undvika upprepning av tidigare misstag har införts. Numera granskas den finansiella sektorn genom deltagande i Bankunionen på ett annat sätt än tidigare och det ställs skarpare krav för att en kandidat ska komma vidare i processen för att införa euron.

Krishantering

En efterfrågekris kan motverkas av ECB:s penningpolitik och även av samordnad finanspolitisk stimulans som underlättas av större flexibilitet i Stabilitets- och tillväxtpakten. Det är försvårande att flera länder har litet handlingsutrymme i de offentliga finanserna. Grundfördraget tillåter speciella åtgärder i ett krisläge.

ECB har i handling visat sig berett att ta en stor roll i krisantering, inom sitt legala mandat, och spela rollen som *lender of last resort*. ECB kan genom lättnader i villkor förse banksystemet med nödvändig likviditet. ECB har möjligheter till selektiva köp av

statsobligationer genom OMT och TPI. ECB kan ge tillstånd för nödlån till banker från nationella centralbanker (ELA).

ESM är specifikt inrättat för krishantering. Det allra mesta av utlåningskapaciteten finns kvar. Euroområdets medlemsstater kan få nödlån i olika former. Sådan finansiering ger möjlighet att sanera ekonomin i ordnade former och att motverka spridningseffekter. ESM-stöd ges med villkor som är så strikta att ESM också har en förebyggande effekt. ESM har ett diversifierat utbud av stödformer för olika situationer. Under pandemin kunde finansiering med mycket lätt konditionalitet erbjudas. ESM har olika mekanismer för att skydda mot kreditförluster. Möjligheten till skuldstrukturering är ett sådant skydd.

Bankunionen har regler och former för att hantera bankkriser. ECB:s tillsyn ska identifiera situationer då banker har fallerat eller är nära att falla. Resolution är normalmodellen för att hantera en fallerande bank i ordnade former i Resolutionsmekanismen. Det finns gemensam finansiering i form av Resolutionsfonden och (planerat) backstop, som är uppbyggda så att medlemsstaternas offentliga finanser skyddas. En gemensam insättningsgaranti saknas i Bankunionen och det kan diskuteras hur stor brist i krishanteringen det är.

Att euron har en global roll och är en av världens största valutor ger tillgång till likviditet, också i dollar. Att euron spelar en viss roll som reservvaluta bör ge större möjlighet till upplåning, särskilt för de euroländer som har hög kreditvärdighet.

Det finns beslutsfora som kan ta nödvändiga krisbeslut genom främst ECB-rådet, Eurogruppen och Eurotoppmötet. Därtill finns Bankunionens beslutsorgan, ESM och en utbyggd administrativ str

Referenser²⁶⁰

Litteratur och offentligt tryck

- Almunia, J., 2020, *Lessons from the Financial Assistance to Greece. Independent evaluation report*. ESM, Luxemburg.
- Andreopoulos, S. & Tordoir, S., 2026, *The ECB's bid to strengthen the euro's global role*. Centre for European Reform, London, Berlin, Paris.
- Baldwin, R. & Giavazzi, F. (red.), 2015, *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*. CEPR Press, Paris & London.
- Batsaikhan, U., Kalcik, K. & Schoenmaker, D., 2017, *Brexit and the European financial system: Mapping markets, players and jobs*. Bruegel, Bryssel.
- Beck, T. & Kotz, H-H. (red.), 2017, *Ordoliberalism: A German Oddity*. VoxEU, CEPR, Bryssel.
- Beck, T. m.fl., 2022, *Completing Europe's banking union: economic requirements and legal conditions*. Bruegel, Bryssel.
- Bénassy-Quéré, A. med flera, 2018, *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*. Policy Insight nr. 91, CEPR, Bryssel.
- Bernoth, K., Dietz S., Ider, G. & Lastra, R., 2022, *The ECB's Transmission Protection Instrument: A legal & economic analysis*. Monetary Dialogue Papers, ECON Committee. Europaparlamentet, Bryssel.

²⁶⁰ I dessa tider kan det behöva sägas att AI inte har använts för att ta fram någon del av texten i denna rapport.

- Braun, B. & Hübner, M., 2019, *Vanishing Act: The Eurogroup's Accountability*. Transparency International EU, Köln.
- Brunnermaier, M. K., James, H. & Landau, J.-P., 2016, *The Euro and the Battle of Ideas*. Princeton, Princeton.
- Brunnermaier, M. K. & Reis, R., 2019, *A Crash Course on the Euro Crisis*. NBER, Cambridge.
- Buti, M., Giudice, G. & Leandro, J. (red.), 2020, *Strengthening the Institutional Architecture of the Economic and Monetary Union*. VoxEU, CEPR, London.
- Buti, M., 2021, *The Man Inside: A European Journey through Two Crises*. Bocconi, Milano.
- Calmfors, L. (red.) 2025, *Dags för euron?* Stiftelsen Fritt Näringsliv, Stockholm.
- Claeys, G., Hallerberg, M. & Tschekassin, O., 2014, *European Central Bank Accountability: How the Monetary Dialogue could Evolve*. Bruegel, Bryssel.
- Corsetti, G., Hale, G. & Weder di Mauro, B. (red.), 2023, *The Making of the European Monetary Union: 30 years since the ERM crisis*. CEPR Press, Paris & London.
- Dahlgren, S., Himino, R., Restoy, F. & Rogers, C., 2023, *Assessment of the European Central Bank's Supervisory Review and Evaluation Process. Report by the Expert Group to the Chair of the Supervisory Board*. Tillgänglig på ECB:s webbsida.
- Darvas, Z., 2024, *Countries are still slow to follow European Union policy recommendations*. Bruegel, Bryssel.
- De Santis, R., 2015, *A measure of redenomination risk*. ECB Working Paper 1785, Frankfurt. a.M.
- Delmas, Ph., 1999, *De la prochaine guerre avec l'Allemagne*. Broché, Paris. Deutsche Bundesbank,
- 1998, *Opinion of the Central Bank Council concerning convergence in the European Union in view of stage three of economic and monetary union*. Monthly Report, april 1998. Deutsche Bundesbank, Frankfurt a.M.
 - 2015, *Approaches to strengthening the regulatory framework of European monetary union*. Monthly Report, mars 2015. Deutsche Bundesbank, Frankfurt a.M.

- 2016, *Approaches to Resolving Sovereign Debt Crises in the Euro Area*. Monthly Report, juli 2016. Deutsche Bundesbank, Frankfurt a.M.
- Dijsselbloem, J., 2018, *Die Eurokrise. Erfahrungsbericht eines Insiders*. Springer, Wiesbaden.
- Dorucci, E., Fidora, M., Gartner, C. & Zumer, T., 2020, *The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia*. I ECB Economic Bulletin 2020:8.
- Draghi, M., 2024, *The future of European competitiveness*. Europeiska kommissionen, Luxemburg.
- Duchêne, F., 1994, *Jean Monnet. The first Statesman of Interdependence*. Oxford University Press, New York.
- Dyson, K. & Featherstone, K., 1999, *The Road to Maastricht. Negotiating Economic and Monetary Union*. Oxford, New York.
- Efstathiou, K. & Wolff, G., 2019, *EU policy recommendations: A stronger legal framework is not enough to foster national compliance*. Bruegel, Bryssel.
- Eichengreen, B. & Gros, D., 2020, *Post-COVID-19 Global Currency Order: Risks and Opportunities for the Euro*. Europaparlamentet, ECON, Bryssel.
- Ekholm, K., 2022, *A Monetary Union for All EU Members*. Sieps, Stockholm.
- Engberg, K., 2019, *The Franco-German dialogue on the future of the EU*. Sieps, Stockholm.
- ESM, 2019, *Safeguarding the euro in times of crisis. The inside story of the ESM*. ESM, Luxemburg.
- Eurogruppen, 2008, *Working methods of the Eurogroup*. Promemoria tillgänglig på Eurogruppens webbsida.
- European Statistical Governance Advisory Board to the European Parliament and the Council. Årsrapporter.
- Europeiska centralbanken,
- 2011a, *The Monetary Policy of the ECB*. ECB, Frankfurt a.M.
- 2011b, *The external representation of the EU and EMU*. Monthly Bulletin, maj 2011.

- 2012, Pressmeddelande 6.9.2012, *Technical features of Outright Monetary Transactions*.
 - 2021, *An overview of the ECB's monetary policy strategy*. Economic Bulletin 2021:5.
 - 2022, Pressmeddelande 21.7.2022, *The Transmission Protection Instrument*.
 - 2024, *Supervisory Manual*.
 - 2025a, *Preparation phase of a digital euro – Closing report*.
 - 2025b, *Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability- and Growth Pact*. I Monthly Bulletin 2025:3.
 - 2026, Pressmeddelande 14.2.2026, ECB enhances repo facility for central banks.
 - Konvergensrapporter. Olika årgångar.
 - *Macprudential Bulletin*.
 - *Monthly Bulletin/ Economic Bulletin*, olika utgåvor.
 - *The international use of the euro*. Olika årgångar, senast 2026.
- Europeiska kommissionen, (i texten refererat som ”Kommissionen”).²⁶¹
- 2008, *EMU@10: Framsteg och utmaningar efter tio år av den ekonomiska och monetära unionen*. KOM (2008)238.
 - 2012, *A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European Debate*. COM(2012) 777.
 - 2015, *Förslag till rådets beslut om åtgärder för att gradvis införa en enad representation för euroområdet i Internationella valutafonden*. COM(2015)603.
 - 2017a, *Vitbok om EU:s framtid: Tankar och scenarier för EU-27 fram till 2025*. KOM(2017)2025.
 - 2017b, *Diskussionsunderlag om en fördjupad ekonomisk och monetär union*. KOM(2017)291.
 - 2017c, *Ytterligare steg mot fullbordandet av Ekonomiska och monetära unionen*. KOM(2017)821.

²⁶¹ Regeringskansliet utarbetar så kallade Fakta-PM om flertalet av kommissionens initiativ till lagstiftning och generella politiska förslag av betydelse. Fakta-PM ger en översiktlig beskrivning av initiativen och anger en preliminär ståndpunkt från regeringens sida. Fakta-PM kan hittas på Riksdagens webbsida.

- 2017d, *Förslag till Rådets förordning om inrättande av Europeiska valutafonden*. KOM(2017)827.
- 2017e, *The Fiscal Compact: Taking stock*. C(2017)1200.
- 2018, *En stärkt internationell roll för euron*. COM(2018)796/4.
- 2019a, *En fördjupad europeisk ekonomisk och monetär union: Bedömning av läget fyra år efter de fem ordförandenas rapport*. KOM(2019)291.
- 2019b, *Institutional reforms*. Kap. IV i *The Euro at 20. An extraordinary journey*. Specialutgåva av Euro Area Quarterly Report, volume 18, No2(2019).
- 2020a, *Förslag till rådets förordning om inrättande av Europeiska unionens återhämtningsinstrument för att stödja återhämtningen efter covid-19-pandemin*. KOM(2020)441.
- 2020b, *EU vid ett vägskeäl – bygga upp och bygga nytt för nästa generation*. KOM(2020)456.
- 2020c, *Aktivering av den allmänna undantagsklausulen i Stabilitets- och tillväxtpakten*. KOM(2020)123.
- 2021, *Det europeiska ekonomiska och finansiella systemet: främja öppenhet, styrka och motståndskraft*. KOM(2021)32.
- 2022, *Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework*. COM(2022)583.
- 2023a, *Fiscal Policy Guidance for 2024*. COM(2023)141.
- 2023b, *Rapport från kommissionen till Europaparlamentet och Rådet om den gemensamma tillsynsmekanismen enligt förordning (EU) nr 1024/2013*. COM(2023)212.
- 2023c, *Översyn av ramen för krishantering och insättningsgaranti för att bidra till att fullborda bankunionen*. COM(2023)225.
- 2024a, *Debt Sustainability Monitor 2023*. European Economy, Institutional Paper 271.
- 2024b, *2025 European Semester: Bringing the new economic governance framework to life*. COM(2024)705.
- 2025a, *Spar- och investeringsunionen. En strategi för att öka medborgarnas välbefinnande och den ekonomiska konkurrenskraften i EU*. COM(2025)124.

- 2025b, *Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact*. C(2025)2000.
- 2025c, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending regulations (EU) No 1173/2011 and (EU) No 473/2013 as regards alignment with the EU economic governance framework and further simplification of that framework*. COM(2025)591.
- Konvergensrapporter, olika årgångar.
- *Public Finances in EMU* (till 2005 *Public Finance Report*). Olika årgångar.

EU:s råd,

- 2013, Organisatoriska regler för eurotoppmötena. Rådssekretariatet, Bryssel och Luxemburg.
- 2020, *Opinion of the Legal Service. Proposals on Next Generation EU*. Dokument 9062/20. Bryssel 24.6.2020.
<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9062-2020-INIT/en/pdf>.

di Fabio, U., 2013, *Die Zukunft einer stabilen Wirtschafts- und Währungsunion. Verfassungs- sowie europarechtliche Grenzen und Möglichkeiten*. Stiftung Familienunternehmen, München.

Feldstein, M. S., 2011, *The Euro and European Economic Conditions*. Working Paper 17617, NBER, Cambridge.

Finanspolitiska rådet, 2025, *Svensk finanspolitik. Finanspolitiska rådets rapport 2025*. Finanspolitiska rådet, Stockholm.

Finlands Finansministerium, 2015, *Improving the resilience of Europe's Economic and Monetary Union*. Ministry of Finance, Helsingfors.

Frankrike och Tyskland,

- 2013, *Together for a Stronger Europe of Stability and Growth*. Paris, 30.5.2013.
- 2018, *Meseberg Declaration – Renewing Europe's promises of security and prosperity*. Paris, 19.6.2018.
- 2020, *French – German Initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis*. Paris 18.5.2020.

- G20, 2022, *Boosting MDB's investing capacity. An independent review of Multilateral Development Banks' Capital Adequacy Frameworks*.
- García, L., Leodolter, A. & Turrini, A., 2024, *National Productivity Boards After Seven Years: An Assessment*. European Economy, Discussion Paper 203. European Commission, Bryssel.
- German Council of Economic Experts, Annual Reports. Wiesbaden.
- Grund, S. & Stenström, M., 2019, *A Sovereign Debt Restructuring Framework for the Euro Area*. Fordham International Law Journal, Vol. 42:3.
- Hartman, P. & Smets, F., 2018, *The first twenty years of the European Central Bank: Monetary Policy*. Working Paper 2219, ECB, Frankfurt a.M.
- Havlat, M. m.fl., 2018, *Economic Convergence in the Czech Republic and Slovakia*. Economic Brief 034, Europeiska kommissionen (DG ECFIN).
- IMF, 2025, *Euro area. Financial sector assessment program. Detailed assessment of observance. Basle core principles for effective banking supervision*. IMF, Washington D.C.
- Ingves, S., 2025, *Om att ansluta sig till euron*. I Calmfors, L. (red.), 2025, *Dags för euron?* Stiftelsen Fritt Näringsliv, Stockholm.
- Issing, O., 2022, *The ECB's Political Overreach*. Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-tpi-political-overreach-by-otmar-issing-2022-07?barrier=accesspaylog>.
- James, H.,
- 2012, *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*. Belknap, Cambridge and London.
 - 2024, *The IMF and the European Debt Crisis*. IMF, Washington D.C.
- Juncker, J-C. med flera, 2015, *Completing Europe's Economic and Monetary union*. (Five Presidents' Report). Europeiska kommissionen, Bryssel. På svenska *Färdigställandet av Europas ekonomiska och monetära union*.

- Kommissionen, se Europeiska kommissionen ovan.
- Korkman, S., 2005, *Economic Policy-Making in EMU*. Routledge, London.
- Kruger, A.O., 2002, *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. IMF, Washington D.C.
- Larch, M., Malzubris, J. & Santacroce, S., 2023. *Numerical compliance with EU fiscal rules: Facts and figures from a new database*. *Intereconomics*, 58(1).
- Leino-Sandberg, P. & Losada Fraga, F., 2020, *How to make the European Semester more effective and legitimate?* ECON Committee, European Parliament.
- Leino, P. & Saarenheimo, T., 2016, *On the limits of EU economic policy coordination*. ADEMU, Brussels.
- Letta, E., 2024, *Much more than a market. Speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*.
- Lundberg, L.,
- 2010, *EMU och Lissabonfördraget*. Europarättslig Tidskrift 2010:3.
 - 2013, *Historien om euron*. Från Monnet till Maastricht. Santérus, Stockholm.
- Marsh, D., 2025, *Can Europe Survive? The story of a Continent in a Fractured World*. Yale, New Haven och London.
- Merkel, A., 2024, *Frihet. Minnen 1954–2021*. Bonniers, Stockholm.
- Miram, S., 2024, *A User's Guide to Restructuring the Global Trading System*. Hudson Bay Capital, Stamford CT.
- Mitterrand, F., 1997, *De l'Allemagne, de la France*. Odile Jacob, Paris.
- Mody, A., 2018, *Euro Tragedy. A Drama in Nine Acts*. Oxford, New York.
- Monnet, J., 1976, *Mémoires*. Fayard, Paris.
- Nguyen, T. & van den Brink, M., 2022, *An early Christmas Gift from Karlsruhe? The Bundesverfassungsgericht's NextGenerationEU Ruling*. Jacques Delors Centre, Berlin/Paris.
- Propositioner från regeringen:

- prop. 2011/12:66, *Godkännande av Europeiska rådets beslut om ändring av artikel 136 i EUF-fördraget - stabilitetsmekanism för euroländer.*
 - prop. 2012/13:39, *Fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom ekonomiska och monetära unionen.*
- Quatremier, J. & Klau, T., 1999, *Ces homme qui ont fait l'euro*. Plon, Paris.
- Rehn, O., 2019, *Walking the Highwire: Rebalancing the European Economy in Crisis*. Springer, Berlin.
- Resolutionsnämnden, Årsrapporter.
- Rogoff, K., 2025, *Our Dollar, your Problem. An Insider's View of Seven Turbulent Decades of Global Finance, and the Road Ahead*. Yale, New Haven and London.
- van Rompuy, H.,
- 2012a, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. Europeiska rådet, Bryssel. (Four Presidents' Report).
 - 2012b, *Mot en verklig ekonomisk och monetär union*. Europeiska rådet, Bryssel.
 - 2014, *Europe in the Storm. Promise and Prejudice*. Davidsfonds, Leuven.
- Rostagno, M. med flera, 2019, *A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20*. Working Paper Series 2346. ECB, Frankfurt a.M.
- Sandbu, M., 2015, *Europe's Orphan. The Future of the Euro and the Politics of Debt*. Princeton, Princeton & London.
- Scheller, H., 2004, *The European Central Bank. History, role and functions*. ECB, Frankfurt a.M.
- Schäuble, W., 2025. *Erinnerungen. Mein Leben in der Politik*. Klett-Cotta, Stuttgart.
- Sinn, H-W., 2014, *Euro Trap. On Bursting Bubbles and Beliefs*. Oxford, Oxford.
- SOU 2019:52, *Sverige och bankunionen*. Fritzes, Stockholm.
- SOU 2024:76, *Från överskottsmål till balansmål*. Fritzes, Stockholm.

- Stark, J., 1999, *Genesis of a Pact*. I Brunila et al, 1999, *The Stability and Growth Pact*. Palgrave, London.
- Stiglitz, J., 2017, *The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe*. Norton, New York.
- Teixera, P.G., 2017, *The Legal History of the Banking Union*. Asser Press, Haag.
- Tietmeyer, H., 1997, *Währungspolitik und europäischer Integration*. Müller, Heidelberg.
- Tumpell-Gugerell, G., 2017, *EFSA/ESM Financial Assistance. Evaluation Report*. ESM, Luxemburg.
- Varoufakis, Y., 2017, *Adults in the Room. My Battle with Europe's Deep Establishment*. Vintage, London.
- Véron, N.,
- 2016, *The IMF's role in the euro-area crisis: Financial sector aspects*. Bruegel, Bryssel.
 - 2024, *Europe's banking union at ten: Unfinished yet transformative*. Bruegel, Bryssel.
- Waigel, T.,
- 1995, *Stabilitätspakt für Europa*. Finanzministerium, Berlin.
 - 1996, (utg.), *Unsere Zukunft heißt Europa*. ECON, Düsseldorf.
- Zettelmeyer, J., Trebesch, C. & Gulati, M., 2013, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*. Peterson Institute, Washington D.C.

Rättsakter och politiska texter

Enskilda texter förtecknas här endast i urval. På EU:s söksida EUR-Lex kan man ganska enkelt finna olika versioner av EU:s grundfördrag och enskilda rättsakter. En användbar men inte helt aktuell sammanställning av lagstiftning och olika politiska EMU-texter är:

- Council of the European Union, 2014, *Economic and Monetary Union. Legal and Political Texts*. Bryssel.

Enskilda rättsakter och texter av politiskt slag

- Europeiska rådets slutsatser från olika möten.
- Eurotoppmötets uttalanden från olika möten.
- Förordning (EG) nr 1466/97 av den 7 juli 1997 om förstärkning av övervakningen av de offentliga finanserna samt övervakningen och samordningen av den ekonomiska politiken.
- Förordning (EG) nr 1467/97 av den 7 juli 1997 om påskyndande och förtydligande av tillämpningen av förfarandet vid alltför stora underskott.
- Europeiska rådets resolution om införande av en växelkursmekanism i tredje etappen av den ekonomiska och monetära unionen. Amsterdam den 16 juni 1997.
- *Resolution of the European Council of 13 December 1997 on Economic Policy Coordination in Stage 3 of EMU and on Treaty Articles 109 and 109B of the EC Treaty.*
- Avtalet av den 1 september 1998 mellan ECB och centralbankerna i medlemsstaterna utanför euroområdet avseende operativa förfaranden för en växelkursmekanism under etapp tre av den ekonomiska och monetära unionen.
- Rådets (Ekofin) rapport till Europeiska rådet i mars 2005, *Improving the implementation of the Stability and Growth Pact.*
- Förordning (EU) 407/2010 av den 11 maj 2010 om inrättandet av en europeisk finansiell stabiliseringsmekanism.
- Förordning (EU) nr 1173/2011 av den 16 november 2011 om effektiv övervakning av de offentliga finanserna i euroområdet.
- Förordning (EU) nr 1174/2011 av den 16 november 2011 om verkställighetsåtgärder för att korrigera alltför stora makroekonomiska obalanser i euroområdet.
- Förordning (EU) nr 1176/2011 av den 16 november 2011 om förebyggande och korrigering av makroekonomiska obalanser.

- Fördrag om inrättande av Europeiska Stabilitetsmekanismen. Mellanstatligt avtal 2012-02-02.
- Fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom Ekonomiska och monetära unionen (även känt som Finanspakten). Mellanstatligt avtal 2012-03-02
- Förordning (EU) nr 472/2013 av den 21 maj 2013 om förstärkning av den ekonomiska övervakningen av de offentliga finanserna i medlemsstater i euroområdet som har, eller hotas av, allvarliga problem i fråga om sin finansiella stabilitet.
- Förordning (EU) nr 473/2013 av den 21 maj 2013 om gemensamma bestämmelser för övervakning och bedömning av utkast till budgetplaner och säkerställande av korrigering av alltför stora underskott i medlemsstater i euroområdet.
- Förordning (EU) nr 1024/2013 av den 15 oktober 2013 om tilldelning av särskilda uppgifter till Europeiska centralbanken i fråga om politiken för tillsyn över kreditinstitut (SSM-förordningen).
- Avtal om överföring och ömsesidighet för bidrag till den gemensamma resolutionsfonden. (*Agreement on the transfer and mutualization of contributions to the Single Resolution Fund*). Mellanstatligt avtal 2014-05-14.
- Förordning (EU) nr 806/2014 av den 15 juli 2014 om fastställande av enhetliga regler och ett enhetligt förfarande för resolution av kreditinstitut och vissa värdepappersföretag inom ramen för en gemensam resolutionsmekanism och en gemensam resolutionsfond och om ändring av förordning (EU) nr 1093/2010 (SRM-förordningen).
- En ny överenskommelse för Förenade Kungariket inom Europeiska unionen. Europeiska rådets slutsatser 18–19 februari 2016, Bilaga I.
- Rådets rekommendation av den 20 september 2016 om inrättande av nationella produktivitetsnämnder (2016/C 349/01).

- *Statement on Bulgaria's path towards ERM II participation*. Council of the EU, Bryssel. 2018-07-12.
- Slutsatser från Eurogruppen i inkluderande format den 16 juni 2022 om framtiden för Bankunionen. Pressmeddelande från EU:s råd 584/22.
- Förordning (EU) 2024/1263 av den 29 april 2024 om en effektiv samordning av den ekonomiska politiken och om multilateral budgetövervakning samt om upphävande av rådets förordning (EG) nr 1466/97.
- Förordning (EU) 2024/1264 av den 20 april 2024 om ändring av förordning (EG) nr 1467/97 om påskyndande och klargörande av genomförandet av förfarandet vid alltför stora underskott.
- Direktiv 2024/1265 av den 29 april 2024 om ändring av direktiv 2011/85/EU om krav på medlemsstaternas budgetramverk.
- Kommissionens beslut (EU) 2024/2115 av den 29 juli 2024 om en oberoende rådgivande finanspolitisk nämnd och om upphävande av beslut (EU) 2015/1937.

Rättsfall

Domar i EU-domstolen²⁶²

- Mål C-27/04 (Stabilitets- och tillväxtpakten).
- Mål C-370/12 (Pringle, ESM).
- Mål C-493/17 (ECB:s PSPP-program, Weiss).
- Mål C-597/18P, C-598/18P, C-603/18P och C-604/18P (Chrysostimides, Eurogruppen).

Domar i tyska Författningsdomstolen

- Pressmeddelande 39/1993, 1993-10-12, ang. mål 2 BvR 2134/92, 2 BvR 2159/92 (Maastrichtdomen).

²⁶² EU-domstolen liksom tyska Författningsdomstolen gör vederhäftiga och informativa pressmeddelanden som finns att tillgå om man vill slippa läsa själva domen.

- Pressmeddelande 33/1998, 1998-04-02, ang. mål 2 BvR 1877/97 och 2 BvR 50/98 (om övergången till tredje etappen i EMU).
- Pressmeddelande 32/2009, 2009-06-30, ang. mål 2 BvE 2/08 med flera (Lissabonfördraget).
- Pressmeddelande 55/2011, 2011-09-07, ang. dom i mål 2 BvR 987/10 (Förbundsdagens finansmakt mot bakgrund av Greklandsstödet och EFSF).
- Pressmeddelande 23/2014, 2014-03-18, ang. dom i mål 2BvR 1390/2012 med flera (ESM).
- Pressmeddelande 34/2016, 2016-06-21, ang. dom i mål 2 BvR 2728/13 (ECB:s OMT-program).
- Pressmeddelande 32/2020, 2020-05-05, ang. dom i mål 2 BvR 859/15 med flera (ECB:s PSPP-program).
- Pressmeddelande 103/2022, 2022-12-06, ang. dom i mål 2 BvR 547/21 med flera (NGEU).

Intervjuer

- Europeiska Centralbanken, intervjuer med tjänstemän vid ECB:s penningpolitiska del (2025-12-16) respektive tillsynsdel, *Single Supervisory Mechanism* (2025-12-17). Även ledamoten i ECB:s direktion Piero Cippolone och av ECB utsedd ledamot i Tillsynsnämnden Anneli Tuominen.
- Europeiska kommissionen, tjänstemän vid Generaldirektoratet för Ekonomiska och Finansiella frågor, DG ECFIN. 2025-10-08/09.
- Tuomas Saarenheimo , vald ordförande för Eurogruppens arbetsgrupp. 2025-10-08.

Förteckning över tidigare rapporter till ESO

2026

- Svarta siffror – en ESO-rapport om den kriminella ekonomins omfattning.
- Två steg framåt, ett steg bak – en ESO-rapport om bostadsmarknaden 1969–2024.
- Unga under strecket – en ESO-rapport om fattigdom bland barn till utrikes födda.
- Arbetsliv för alla? En ESO-rapport om arbetsmarknaden för personer med funktionsnedsättning.
- Balansakt i behov av stöd – en ESO-rapport om grön industripolitik.

2025

- Minsta möjliga motstånd – en ESO-rapport om acceptans för klimatpolitiska styrmedel.
- Algoritmer för allmän nytta: en ESO-rapport om AI, produktivitet och arbetskraftsbehovet i offentlig sektor.
- Raka rör – en ESO-rapport om prisbildning, ägarstrukturer och policyutmaningar på fjärrvärmemarknaden.
- Särskilt utsatta – en ESO-rapport om sambandet mellan etnisk segregation och brottslighet.
- När Sverige säljer – en ESO-rapport om ekonomiska effekter av utländska företagsuppköp.
- Lika barn leka bäst – en ESO-rapport om politisering av kommunchefsposten.
- Innan det är för sent – en ESO-antologi om brottsförebyggande arbete för barn och ung.

- De fattiga och de rika – en ESO-rapport om inkomstjämlighet och inkomströrlighet i Sverige 1991–2021.

2024

- Talande tystnad? En ESO-rapport om självcensur i Sverige.
- I samhällets tjänst? En ESO-rapport om villkoren för forskning och samverkan.
- Goda grannar – en ESO-rapport om grannskapets betydelse för integration.
- Krona på rätt kurs? En ESO-rapport om den svenska valutans utveckling 1993–2024.
- På upplyst grund – en ESO-rapport om myndigheternas remissarbete

2023

- Stability in the Balance – a Report on the Roles of Fiscal and Monetary Policy to the Expert Group on Public Economics.
- Vem bor här? En ESO-rapport om gamla och nya folkräkningar.
- Kriminella på kartan – en ESO-rapport om den organiserade brottslighetens geografi.
- Handel med stor effekt – en ESO-rapport om utrikeshandeln med el.
- Pandemin och pengarna – en ESO-rapport om inkomster, skatter, fördelning och stödåtgärder under covid-19.
- Fritt valt arbete? ESO-rapport om könssegregering i utbildning och yrke.
- Temperaturhöjning i klimatpolitiken – en ESO-rapport om EU:s nya lagstiftning i svensk kontext.
- Karriärer och barriärer – en ESO-rapport om skolgång och etablering för unga med utländsk bakgrund.
- Tuffa tag och tillit – en ESO-rapport om utslussning, eftervård och återfall för dömda till slutet ungdomsvård.
- Bruk och straff – en ESO-rapport om kriminaliseringen av narkotikakonsumtion

2022

- Bakåtblick på vägen fram – en ESO-rapport om etableringsprocessen på svensk arbetsmarknad.
- Tryggare kan ingen vara? En ESO-rapport om socialförsäkringar och välfärdssystem.
- Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik.

2021

- I en tid av pandemi – en ESO-antologi med samhällsvetenskapliga reflektioner.
- En beklaglig förlust? En ESO-rapport om erfarenheter och lärdomar av arvsskatt.
- Ingen reklam tack – en ESO-rapport om myndigheternas kommunikation.
- Upp till bevis – en ESO-rapport om experiment som underlag för politik.
- Med gemensamma krafter – en ESO-rapport om kommunal avtalssamverkan.
- Ekonomiska krisers dynamik – en ESO-rapport om företagsomställning och strukturomvandling.
- Försörjning med fördröjning – en ESO-rapport om utrikes födda kvinnors etablering på arbetsmarknaden.

2020

- Med framtiden för sig – en ESO-rapport om sociala investeringar.
- Jämställdhet räknas – en ESO-rapport om kvinnors förändrade position i arbetslivet.
- Morot utan piska – en ESO-rapport om stärkta incitament för kommunal effektivitet.
- Spänning på hög nivå – en ESO-rapport om elnätets roll för säkra elleveranser.
- Uppkopplad utbildning – en ESO-rapport om högskolans digitalisering.
- Avgörande mål – en ESO-rapport om sysselsättningspolitiska målformuleringar.

- Vårt framtida skattesystem – en ESO-rapport med förslag på en genomgripande skattereform.

2019

- Lika för alla? En ESO-antologi om skolans likvärdighet.
- Synd och skatt – en ESO-rapport om politiken inom områdena alkohol, tobak och spel.
- Skillnad på marginalen – en ESO-rapport om reformerad inkomstbeskattning.
- Rätt på EU:s sätt – en ESO-rapport om EU-rättens inverkan på svensk skattelagstiftning.
- Klimatmål på villovägar? En ESO-rapport om politiken för utsläppsminskningar i vägtrafiken.
- Stöta på patrull – en ESO-rapport om polisens problemorienterade arbete.
- Pang för pengarna – en ESO-rapport om Sveriges militära materielförsörjning.
- Vem vårdar bäst? En ESO-rapport om svensk sjukhusvård i ett jämförande perspektiv.

2018

- Grundlag i gungning? En ESO-rapport om EU och den svenska offentlighetsprincipen.
- Lönar sig arbete 2.0? En ESO-rapport med fokus på nyanlända.
- Tid för integration – en ESO-rapport om flyktingars bakgrund och arbetsmarknadsetablering.
- Skydda lagom – en ESO-rapport om miljömålet Levande skogar.
- Tänk efter före! En ESO-rapport om samhällsekonomiska konsekvensanalyser.
- Operation digitalisering – en ESO rapport om hälso- och sjukvården.
- Data i egna händer – en ESO-rapport om personliga hälsokonton.

2017

- Dags för omprövning – en ESO-rapport om styrning av offentlig verksamhet.

- Bygg mer för fler! En ESO-rapport om staten, kommunerna och bostadsbyggandet.
- Ankomst och härkomst – en ESO-rapport om skolresultat och bakgrund.
- Yes box! En ESO-rapport om en ny modell för kapital- och bostadsbeskattning.
- Olika kön, olika lön – en ESO-rapport om diskriminering på arbetsmarknaden.
- Makar som delar på kakan – en ESO-rapport om jämställda pensioner.
- Inspiration för integration – en ESO-rapport om arbetsmarknadspolitik för nyanlända i fem länder.
- Att vara brygga mellan forskning och politik – en festskrift från nya ESO:s 10-årsjubileum.

2016

- Boende med konsekvens – en ESO-rapport om etnisk bostadssegregation och arbetsmarknad.
- Sjukskrivningarnas anatomi – en ESO-rapport om drivkrafterna i sjukförsäkringssystemet.
- När skolan själv får välja – en ESO-rapport om friskolornas etableringsmönster.
- Digitaliseringens dynamik – en ESO-rapport om struktur-omvandlingen i svenskt näringsliv.
- Grön tillväxt under lupp – en ESO-rapport om ett begrepp i tiden.
- Mer än tur i struktur – en ESO-rapport om kommunal effektivitet.
- När det rätta blir det lätta – en ESO-rapport om ”nudging”.

2015

- En ny giv? En ESO-rapport om regleringen av spelmarknaden.
- Maktutövningar under lagarna? En ESO-rapport om trotsiga kommuner.
- En förlorad generation? En ESO-rapport om ungas etablering på arbetsmarknaden.

- Verksamma insatser mot brott? En ESO-rapport om orsak och verkan.
- Familjepolitik för alla? En ESO-rapport om föräldrapenning och jämställdhet.

2014

- Goda år på ålders höst? En ESO-rapport om konkurrens i äldreomsorgen.
- 3:12-Corporations in Sweden: The Effects of the 2006 Tax Reform on Investments, Job Creation and Business Start-ups.
- Företagandets förutsättningar – En ESO-rapport om den svenska ägarbeskattningen.
- Kapital på krita? En ESO-rapport om företagandets finansiering.
- Konkurrens, kontrakt och kvalitet – hälso- och sjukvård i privat regi.
- Hållbara beräkningar – en ESO-rapport om att bedöma den offentliga sektorns finansiella hållbarhet.
- Med nya mått mätt – en ESO-rapport om indikationer på produktivitetsutvecklingen i offentlig sektor.
- Institutionsvård, incitament och information – en ESO-rapport om placering av ungdomar med sociala problem.

2013

- Bäste herren på täppan? En ESO-rapport om bostadsbyggande och kommunala markanvisningar.
- Allmän nytta eller egen vinning? En ESO-rapport om korruption på svenska.
- Var skapas jobben? En ESO-rapport om dynamiken i svenskt näringsliv 1990–2009.
- Transportinfrastrukturens framtida organisering och finansiering.
- Investeringar in blanco? En ESO-rapport om behovet av infrastruktur.
- Bonde söker bidrag – en ESO-rapport om effektivitet i det svenska landsbygdsprogrammet.
- The pension system in Sweden.

- Den offentliga sektorn – en antologi om att mäta produktivitet och prestationer.
- Utvinning för allmän vinning – en ESO-rapport om svenska mineralinkomster.
- Offentlig upphandling eller gröna nedköp? En ESO-rapport om miljöpolitiska ambitioner.

2012

- Svängdörr i staten – en ESO-rapport om när politiker och tjänstemän byter sida.
- En god start – en ESO-rapport om tidigt stöd i skolan.
- Den akademiska frågan – en ESO-rapport om frihet i den högre skolan.
- Income Shifting in Sweden. An empirical evaluation of the 3:12 rules.
- Samhällsekonomin på spåret – en ESO-rapport om att räkna på tunnelbanan.
- Hjälpa eller stjälpa? En ESO-rapport om kontrollfunktionen i arbetslöshetsförsäkringen.
- Lärda för livet? – en ESO-rapport om effektivitet i svensk högskoleutbildning.
- Forskning och innovation – statens styrning av högskolans samverkan och nyttiggörande.

2011

- UD i en ny sits – organisation, ledning och styrning i en globaliserad värld.
- Försvarets förutsättningar – en ESO-rapport om erfarenheter från 20 år av försvarsreformer.
- Kalorier kostar – en ESO-rapport om vikten av vikt.
- Avtalsbestämda ersättningar, andra kompletterande ersättningar och arbetsutbudet.
- Sysselsättning för invandrare – en ESO-rapport om arbetsmarknadsintegration.
- Kollektivtrafik utan styrning.
- Vägval i vården – en ESO-rapport om skillnader och likheter i Norden.

- Att lära av de bästa – en ESO-rapport om svensk skola i ett internationellt forskningsperspektiv.
- Rapport från ett ESO-seminarium – decenniets framtidsfrågor.

2010

- En kår på rätt kurs? En ESO-rapport om försvarets framtida kompetensförsörjning.
- Beskattning av privat pensionssparande.
- Polisens prestationer – En ESO-rapport om resultatstyrning och effektivitet.
- Swedish Tax Policy: Recent Trends and Future Challenges.
- Statliga bidrag till kommunerna – i princip och praktik.
- Revisionen reviderad – en rapport om en kommunal angelägenhet.
- Värden i vården – en ESO-rapport om målbaserad ersättning i hälso- och sjukvården.
- Enkelt och effektivt – en ESO-rapport om grundtrygghet i välfärdssystemen.
- Kåren och köerna. En ESO-rapport om den medicinska professionens roll i styrningen av svensk hälso- och sjukvård.

2009

- Den långsiktiga finansieringen – välfärdspolitikens klimatfråga?
- Regelverk och praxis i offentlig upphandling.
- Invandringen och de offentliga finanserna.
- Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna.
- Lika skola med olika resurser? En ESO-rapport om likvärdighet och resursfördelning.
- En kår i kläm – Läraryrket mellan professionella ideal och statliga reform ideologier.

2003

- Skolmisslyckande – hur gick det sen?
- Politik på prov – en ESO-rapport om experimentell ekonomi.

- Precooking in the European Union – the World of Expert Groups.
- Förtjänst och skicklighet – om utnämningar och ansvarsutkrävande av generaldirektörer.
- Bostadsbyggandets hinderbana – en ESO-rapport om utvecklingen 1995–2001.
- Axel Oxenstierna – Furstespegel för 2000-talet.

2002

- ”Huru skall statsverket granskas?” – Riksdagen som arena för genomlysning och kontroll.
- What Price Enlargement? Implications of an expanded EU.
- Den svenska sjukan – sjukfrånvaron i åtta länder.
- Att bekämpa mul- och klövsjuka en ESO-rapport om ett brännbart ämne.
- Lärobok för regelnissar – en ESO-rapport om regelhantering vid avregleringar.
- Att hålla balansen – en ESO-rapport om kommuner och budgetdisciplin.
- The School’s Need for Resources – A Report on the Importance of Small Classes.
- Klassfrågan – en ESO-rapport om lärartätheten i skolan.
- Staten fick Svarte Petter – en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985–1993.
- Hoten mot kommunerna – en ESO-rapport om ansvarsfördelning och finansiering i framtiden.

2001

- Mycket väsen för lite ull – en ESO-rapport om partnerskapen i de regionala tillväxtavtalen.
- I rikets tjänst – en ESO-rapport om statliga kårer.
- Rättvisa och effektivitet – en ESO-rapport om idéanalys.
- Nya bud – en ESO-rapport om auktioner och upphandling.
- Betyg på skolan – en ESO-rapport om gymnasieskolorna.
- Konkurrens bildar skola – en ESO-rapport om friskolornas betydelse för de kommunala skolorna.
- Priset för ett större EU – en ESO-rapport om EU:s utvidgning.

2000

- Att granska sig själv – en ESO-rapport om den kommunala miljötillsynen.
- Bra träffbild, fast utanför tavlan – en ESO-rapport om EU:s strukturpolitik.
- Utbildningens omvägar – en ESO-rapport om kvalitet och effektivitet i svensk utbildning.
- En svartvit arbetsmarknad? – en ESO-rapport om vägen från skola till arbete.
- Privilegium eller rättighet? – en ESO-rapport om antagningen till högskolan
- Med många mått mätt – en ESO-rapport om internationell benchmarking av Sverige.
- Kroppen eller knoppen? – en ESO-rapport om idrotts-gymnasierna.
- Studiebidraget i det långa loppet.
- 40-talisternas uttåg – en ESO-rapport om 2000-talets demografiska utmaningar.

1999

- Dagens och drivkrafter – en ESO-rapport om 2000-talets demografiska utmaningar.
- Återvinning utan vinning – en ESO-rapport om sopor.
- En akademisk fråga – en ESO-rapport om rankning av C-uppsatser.
- Hederlighetens pris – en ESO-rapport om korruption.
- Samhällets stöd till de äldre i Europa – en ESO-rapport om fördelningspolitik och offentliga tjänster.
- Regionalpolitiken – en ESO-rapport om tro och vetande.
- Att snubbla in i framtiden – en ESO-rapport om statlig omvandling och avveckling.
- Att reda sig själv – en ESO-rapport om rederier och subventioner.
- Bostad sökes – en ESO-rapport om de hemlösa i folkhemmet.
- Att ta sig ton – en ESO-rapport om svensk musikexport 1974–1999.
- Med backspegeln som kompass – en ESO-rapport om stabiliseringspolitiken som läroprocess.

- Med backspegeln som kompass – ett ESO-seminarium om stabiliseringspolitik som läroprocess.

1998

- Staten och bolagskapitalet – om aktiv styrning av statliga bolag.
- Kommittéerna och bofinken – kan en kommitté se ut hur som helst?
- Regeringskansliet inför 2000-talet – rapport från ett ESO-seminarium.
- Att se till eller titta på – om tillsynen inom miljöområdet.
- Arbetsförmedlingarna – mål och drivkrafter.
- Kommuner Kan! Kanske! – om kommunal välfärd i framtiden.
- Vad kostar en ren? – en ekonomisk och politisk analys.

1997

- Fisk och Fusk – Mål, medel och makt i fiskeripolitiken.
- Ramar, regler, resultat – vem bestämmer över statens budget?
- Lönar sig arbete?
- Egenföretagande och manna från himlen.
- Jordbruksstödet – efter Sveriges EU-inträde.

1996

- Kommunerna och decentraliseringen – Tre fallstudier.
- Novemberrevolutionen – om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985.
- Kan myndigheter utvärdera sig själva?
- Nästa steg i telepolitiken.
- Reglering som spel – Universiteten som förebild för offentliga sektorn?
- Hur effektivt är EU:s stöd till forskning och utveckling? – En principdiskussion.

1995

- Kapitalets rörlighet Den svenska skatte- och utgiftsstrukturen i ett integrerat Europa.
- Generationsräkenskaper.
- Invandring, sysselsättning och ekonomiska effekter.
- Hushållning med knappa naturresurser Exemplet sportfiske.
- Kostnader, produktivitet och måluppfyllelse för Sveriges Television AB.
- Vad blev det av de enskilda alternativen? En kartläggning av verksamheten inom skolan, vården och omsorgen.
- Hushållning med knappa naturresurser Exempen allemansrätten, fjällen och skotertrafik i naturen.
- Företagsstödet Vad kostar det egentligen?
- Försvarets kostnader och produktivitet.

1994

- En effektiv försvarspolitik? Fredsvinst, beredskap och återtagning.
- Skatter och socialförsäkringar över livsrytmen En simuleringsmodell.
- Nettokostnader för transfereringar i Sverige och några andra länder.
- Fördelningseffekter av offentliga tjänster.
- En Social Försäkring.
- Valfrihet inom skolan Konsekvenser för kostnader, resultat och segregation.
- Skolans kostnader, effektivitet och resultat En branschstudie.
- Bensinskatteförändringens effekter.
- Budgetunderskott och statsskuld Hur farliga är de?
- Den svenska insolvensrätten Några förslag till förbättringar inom konkurshandlingar m.m.
- Det offentliga stödet till partierna Inriktning och omfattning.
- Den offentliga sektorns produktivitet utveckling 1980–1992.
- Kvalitet och produktivitet – Teori och metod för kvalitetsjustering produktivitet m.m.
- Kvalitets- och produktivitet utvecklingen i sjukvården 1960–1992.
- Varför kulturstöd? Ekonomisk teori och svensk verklighet.

- Att rädda liv Kostnader och effekter.

1993

- Idrott åt alla? Kartläggning och analys av idrottsstödet.
- Social Security in Sweden and Other European Countries Three Essays.
- Lönar sig förebyggande åtgärder? Exempel från hälso- och sjukvården och trafiken.
- Hur välja rätt investeringar i transportinfrastrukturen?
- Presstödet effekter en utvärdering.

1992

- Statsskulden och budgetprocessen.
- Press och ekonomisk politik tre fallstudier.
- Kommunerna som företagsägare – aktiv koncernledning i kommunal regi.
- Slutbudsmetoden ett sätt att lösa tvister på arbetsmarknaden utan konflikter.
- Hur bra är vi? Den svenska arbetskraftens kompetens i internationell belysning.
- Statliga bidrag motiv, kostnader, effekter?
- Vad vill vi med socialförsäkringarna?
- Fattigdomsfällor.
- Växthuseffekten slutsatser för jordbruks-, energi- och skattepolitiken.
- Frihandeln ett hot mot miljöpolitiken eller tvärtom?
- Skatteförmåner och särregler i inkomst- och mervärdesskatten.

1991

- SJ, Televerket och Posten bättre som bolag?
- Marginaleffekter och tröskeffekter barnfamiljerna och barnomsorgen.
- Ostyriga projekt att styra stora kommunala satsningar.
- Prestationsbaserad ersättning i hälso- och sjukvården vad blir effekterna?
- Skogspolitik för ett nytt sekel.

- Det framtida pensionssystemet två alternativ.
- Vad kostar det? Prislista för statliga tjänster.
- Metoder i forskning om produktivitet och effektivitet med tillämpningar på offentlig sektor.
- Målstyrning och resultatuppföljning i offentlig förvaltning.

1990

- Läkemedelsförmånen.
- Sjukvårdskostnader i framtiden vad betyder åldersfaktorn?
- Statens dolda kapital. Aktivt ägande: exemplet Vattenfall.
- Skola? Förskola? Barnskola?
- Bostadskarriären som en förmögenhetsmaskin.

1989

- Arbetsmarknadsförsäkringar.
- Hur ska vi få råd att bli gamla?
- Kommunal förmögenhetsförvaltning i förändring – city-kommunerna Stockholm, Göteborg och Malmö.
- Bostadsstödet – alternativ och konsekvenser.
- Produktivitetsmätning av folkbibliotekens utlåningsverksamhet.
- Statsbidrag till kommuner: allt på en check eller lite av varje? En jämförelse mellan Norge och Sverige.
- Vad ska staten äga? De statliga företagen inför 90-talet.
- Beställare-utförare – ett alternativ till entreprenad i kommuner.
- Lönestrukturen och den "dubbla obalansen" – en empirisk studie av löneskillnader mellan privat och offentlig sektor.
- Hur man mäter sjukvård – exempel på kvalitet- och effektivitetsmätning.

1988

- Vad kan vi lära av grannen? Det svenska pensionssystemet i nordisk belysning.
- Kvalitet och kostnader i offentlig tjänsteproduktion.
- Alternativ i jordbrukspolitiken.
- Effektiv realkapitalanvändning i kommuner och landsting.

- Hur stor blev tvåprocentaren? Erfarenheten från en besparings-teknik.
- Subventioner i kritisk belysning.
- Prestationer och belöningar i offentlig sektor.
- Produktivitetsutveckling i kommunal barnomsorg.
- Från patriark till part – spelregler och lönepolitik för staten som arbetsgivare.
- Kvalitetsutveckling inom den kommunala barnomsorgen.

1987

- Integrering av sjukvård och sjukförsäkring.
- Produktkostnader för offentliga tjänster – med tillämpningar på kulturområdet.
- Kvalitetsutvecklingen inom den kommunala äldreomsorgen 1970–1980.
- Vägar ut ur jordbruksregleringen – några idéskisser.
- Att leva på avgifter – vad innebär en övergång till avgifts-finansiering?

1986

- Offentliga utgifter och sysselsättning.
- Produktions-, kostnads-, och produktivitetsutveckling inom den offentliga finansierade utbildningssektorn 1960–1980.
- Socialbidrag. Bidragsmottagarna: antal och inkomster. Socialbidragen i bidragssystemet.
- Regler och teknisk utveckling.
- Kostnader och resultat i grundskolan – en jämförelse av kommuner.
- Offentliga tjänster – sökarljus mot produktivitet och användare.
- Svensk inkomstfördelning i internationell jämförelse.
- Byråkratiseringstendenser i Sverige.
- Effekter av statsbidrag till kommuner.
- Effektivare sjukvård genom bättre ekonomistyrning.
- Samhällsekonomiskt beslutsunderlag – en hjälp att fatta bättre beslut.
- Produktions-, kostnads- och produktivitetsutveckling inom armén och flygvapnet 1972–1982.

1985

- Egen regi eller entreprenad i kommunal verksamhet – möjligheter, problem och erfarenheter.
- Sociala avgifter – problem och möjligheter inom färdtjänst och hemtjänst.
- Skatter och arbetsutbud.
- Produktions-, kostnads- och produktivitsutveckling inom vägsektorn.
- Organisationer på gränsen mellan privat och offentlig sektor – förstudie.
- Frivilligorganisationer alternativ till den offentliga sektorn?
- Transfereringar mellan den förvärvsarbetande och den äldre generationen.
- Produktions-, kostnads- och produktivitsutveckling inom den sociala sektorn 1970–1980.
- Produktions-, kostnads- och produktivitsutveckling inom offentligt bedriven hälso- och sjukvård 1960–1980.
- Statsskuldräntorna och ekonomin effekter på den samlade efterfrågan i samhället.

1984

- Återkommande kostnads- och prestationsjämförelser – en metod att främja effektivitet i offentlig tjänsteproduktion.
- Parlamentet och statsutgifterna hur finansmakten utövas i nio länder.
- Transfereringar och inkomstskatt samt hushållens materiella standard.
- Marginella expansionsstöd ekonomiska och administrativa effekter.
- Är subventioner effektiva?
- Konstitutionella begränsningar i riksdagens finansmakt – behov och tänkbara utformningar.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 4. Budgetunderskott, utlandsupplåning och framtida konsumtionsmöjligheter. Budgetunderskott, efterfrågan och inflation.
- Vem utnyttjar den offentliga sektorns tjänster.

1983

- Administrationskostnader för våra skatter.
- Fördelningseffekter av kommunal barnomsorg.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 3. Budgetunderskott, portföljeval och tillgångsmarknader. Modellsimuleringar av offentliga besparingar m.m.
- Produktivitet i privat och offentliga tandvård.
- Generellt statsbidrag till kommuner – modellskisser.
- Administrationskostnader för några transfereringar.
- Driver subventioner upp kostnader – prisbildningseffekter av statligt stöd.
- Minskad produktivitet i offentlig sektor – en studie av patent- och registreringsverket.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 2. Fördelningseffekter av budgetunderskott. Hushållsekonomi och budgetunderskott.
- Enhetligt barnstöd? några variationer på statligt ekonomiskt stöd till barnfamiljer.
- Staten och kommunernas expansion några olika styrmedel.

1982

- Ökad produktivitet i offentlig sektor – en studie av de allmänna domstolarna.
- Offentliga tjänster på fritids-, idrotts- och kulturområdena.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 1. Budgetunderskottens teori och politik. Statens budgetfinansiering och penningpolitiken.
- Inkomstomfördelningseffekter av livsmedelssubventioner. Perspektiv på besparingspolitiken.